

Distr.
RESTRINGIDA
LC/R.928
27 de Septiembre de 1990
ORIGINAL: ESPAÑOL

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

AMERICA LATINA Y LOS MERCADOS DE FUTUROS DE PRODUCTOS BASICOS */

*/ Este documento fue preparado por el señor Oscar E. Menjívar, 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. No ha sido sometido a revisión editorial.

90-9-1548

INDICE

	<u>Página</u>
I. INTRODUCCION	1
II. PARTICIPACION EN LAS BOLSAS	3
A. UTILIZACION	3
B. OPERACIONES	5
III. BOLSAS LOCALES	8
IV. ASISTENCIA FINANCIERA	10
V. ASISTENCIA TECNICA	14
A. CONCIENTIZACION	14
B. CAPACITACION	16
C. ASESORIA	20
VI. COMENTARIOS FINALES Y POSIBLES LINEAS DE ACCION	24
Notas	26
ANEXO	29

I. INTRODUCCION

El presente trabajo forma parte de un conjunto de informes elaborados por la División de Comercio Internacional de la CEPAL sobre el tema de la utilización de las bolsas de futuros como mecanismos de estabilización de precios. En su preparación se ha tomado en cuenta lo expuesto en esos informes, tratándose de hacer una nueva aportación al tratamiento del tema.^{1/}

En dichos informes se han abordado extensamente los aspectos conceptuales, características, funciones, operaciones, y evolución de los mercados de futuros de productos básicos, así como las formas generales de utilización de los mismos por los países de la región y los obstáculos más frecuentes a una utilización más amplia.

Partiendo de esos aportes, en este trabajo se trata de evaluar la función que desempeñan las bolsas en la actualidad y los factores específicos que determinan en mayor medida el acceso a las mismas, a fin de formular sugerencias que faciliten ese acceso. Dentro de esta óptica se abordan cuatro aspectos básicos relativos a la participación en las bolsas en general, las bolsas locales, la asistencia financiera y la asistencia técnica. Estos corresponden a las partes en que se divide el documento.

A fin de complementar los informes antes mencionados con experiencias concretas, se han utilizado como fuentes de información principales los contactos directos con agentes involucrados en las operaciones de las bolsas. La labor documental se ha limitado prácticamente a las publicaciones de esos agentes y a los informes de la CEPAL mencionados.

Interesa adelantar aquí una apreciación de orden substantivo que concierne al conjunto del trabajo. Dado que las bolsas de futuros han incorporado instrumentos financieros con la misma operativa que los contratos de productos básicos, los distintos agentes dan a estos instrumentos un tratamiento similar por lo que respecta tanto a su función en la administración de riesgo como a la capacidad técnica y financiera necesaria para su utilización. Si bien el trabajo se refiere a las bolsas de futuros de productos básicos, el hecho de que en muchos casos se encuentren asociadas a los futuros financieros con frecuencia hace necesario un tratamiento conjunto.

Por otra parte, existen instrumentos de manejo de riesgo de productos básicos que no se inscriben en la operativa de las bolsas, pero que a veces se combinan con contratos de futuros en el marco de estrategias o propuestas globales. Ello lleva a referirse esporádicamente a ellos, lo que también lleva consigo un cierto desbordamiento de la temática inicial.

Estas trasgresiones de los límites del tema son consecuencia de un proceso en que las bolsas de futuros de productos básicos, que representaron el medio primigenio para el traspaso de riesgo, van pasando a ser cada vez más uno de muchos instrumentos de un enfoque más global e integral de las estrategias con ese objetivo.

II. PARTICIPACION EN LAS BOLSAS

Como se indicó anteriormente, en otros documentos se han descrito las modalidades operativas de las bolsas de futuros y las funciones que desempeñan, y se han examinado las ventajas de las mismas y los obstáculos que generalmente han determinado la participación de los países latinoamericanos en esos mercados. Teniendo en cuenta esos aportes, en esta sección se trata de describir la situación actual de esa participación, las formas que reviste y su frecuencia. Para ello es necesario exponer algunos factores que en la actualidad favorecen y dificultan la utilización de las bolsas de futuros por parte de los países latinoamericanos.

A. UTILIZACION

Con respecto a los factores que favorecen la utilización de las bolsas se debe mencionar, en primer lugar, que el incentivo principal --la inestabilidad de los precios internacionales-- se ha visto reforzado por la falta de resultados de los Convenios de Productos Básicos, especialmente en lo que se refiere a las cláusulas económicas. Esta circunstancia implica, de por sí, una menor intervención estatal en la regulación del comercio de productos básicos, tanto en los países exportadores como en los importadores.

Esta sería la contraparte externa de las medidas de liberalización y desregulación en boga en los países de la región, el conjunto de las cuales configura una tendencia sostenida hacia la privatización de los riesgos de precio y financiero. El levantamiento de controles sobre las ventas al exterior de productos básicos, la privatización de las exportaciones que estaban nacionalizadas, la menor intervención del gobierno en el desempeño de sus empresas exportadoras y la liberalización cambiaria son políticas que implican que el Estado viene dejando de asumir la administración del riesgo de precio de los productos básicos, trasladándolo a los agentes privados, quienes deben buscar formas de transferirlo.

La búsqueda de mecanismos de manejo de riesgo en general se ha visto también impulsada por fenómenos recientes en el ámbito financiero, que en muchas ocasiones afectan a los agentes involucrados en el comercio de

productos básicos. Entre ellos cabe mencionar la necesidad de establecer coberturas para protegerse de variaciones de las tasas de interés por parte de agentes que toman préstamos a tasas flotantes. Ello parece ser cada vez más frecuente tanto en el caso de las obligaciones derivadas de la deuda externa, sus renegociaciones y traspasos, como en el del financiamiento de proyectos. En este sentido se citan particularmente los nuevos compromisos contraídos en el marco del Plan Brady y las transferencias de pasivos externos del sector público al privado, resultantes de privatizaciones de empresas.

Otro caso es el que se deriva de la modalidad adoptada por las instituciones multilaterales de crédito, que consiste en otorgar préstamos referidos a una "canasta" de monedas fuertes. Ello estimula a los deudores a tomar posiciones que les permitan traspasar el riesgo de variaciones de las paridades de esas monedas.

Junto con estos factores, existen actualmente nuevos elementos que dificultan la participación en las bolsas de futuros. Estos últimos se vienen a sumar a obstáculos más permanentes, que se han analizado en otros trabajos, y cuyas formas de superarlos se examinan más adelante. Uno de ellos es la inestabilidad de los precios relativos que caracteriza a los procesos hiperinflacionarios y que suele combinarse con tipos de cambio nominales y reales de gran variabilidad. En tales procesos se generan niveles de riesgo que sobrepasan de lejos los que se pueden administrar en las bolsas de futuros, por lo que la participación en las mismas resulta inútil o puede provocar fuertes pérdidas.

Las ventajas y obstáculos que siempre han existido con respecto a la utilización de las bolsas se combinan en la actualidad con los nuevos elementos descritos, determinando así la presencia de los países de la región en esos mercados. Se constata que allá donde se han producido procesos de privatización del riesgo y condiciones de estabilidad económica se registran los mayores avances en la superación de obstáculos y la máxima participación en las bolsas. Análogamente, allá donde un alto grado de inestabilidad se combina con una administración principalmente estatal del riesgo, se aprecian los logros más limitados para superar impedimentos y una participación claramente menor.

De lo anterior se puede colegir que, en el momento actual y en un futuro cercano, el interés por superar los obstáculos y elevar el grado de intervención en las bolsas de futuros será muy probablemente función de dos variables contextuales: la desestatización del riesgo y la estabilidad económica.

Esta relación está condicionada por antecedentes negativos, que resurgen con el tema. Se trata de episodios de intervención en los mercados de futuros que no fueron operaciones de traspaso de riesgo sino de sostenimiento de precios o especulativas, pero que desembocaron en pérdidas financieras considerables.

B. OPERACIONES

En el plano de las operaciones sigue constatándose que la función más frecuente de las bolsas es la de fijar el precio. En muchos casos, sea con el concurso de intermediarios (traders) o por medio de "ordenes ejecutables", se utilizan mecanismos que permiten a los exportadores establecer el precio de venta con cierta anticipación, el cual puede o no ser traspasado a los productores.

En la década actual, esta mecánica se ha generalizado rápidamente en las ventas de café, azúcar, cereales, y algunos metales. Ello es así a pesar de que el mecanismo no reduce la incertidumbre sobre la variación del diferencial entre la cotización de bolsa y el precio del disponible, y de que se presta a especular con el momento de cerrar el precio de venta.^{2/}

En segundo lugar en importancia parecen estar las operaciones de cobertura con contratos de futuros realizadas de forma directa. Son principalmente los grandes exportadores, en especial aquéllos con mayores vinculaciones patrimoniales con el exterior, quienes llevan a cabo esas operaciones. De ahí que no resulte extraño que una mayor concentración de las exportaciones y una elevada participación de firmas multinacionales correspondan a proporciones más altas de productos básicos que se cubren en las bolsas.

En otro orden, resulta notoria la limitada utilización de cobertura de importaciones por los países de la región, a pesar de la magnitud de ese

comercio, especialmente en los casos de los granos y el petróleo. Tan sólo recientemente han comenzado empresas con experiencia previa en el manejo de bolsa como exportadoras de productos mineros a establecer posiciones en las bolsas de petróleo.

Por otra parte, en los mercados de opciones la participación de los países latinoamericanos es todavía limitada. Ello se suele explicar por la falta de familiaridad que aún existe con estos mercados, y porque muchos operadores regionales estiman que el precio de esos instrumentos es demasiado elevado. Por lo general, se registran operaciones con opciones en ocasiones muy precisas en que interesa afirmar un precio por un plazo mayor que el que permiten los contratos de futuro. Estas operaciones suelen integrarse en estrategias más amplias de manejo de riesgo, en las que se combinan con contratos de futuros de productos básicos y financieros.

Esta última modalidad --estrategias globales y de manejo de riesgos múltiples-- es la más elaborada y de mayores beneficios que se realiza en la región. La protagonizan algunas grandes empresas exportadoras como parte de su gestión de mediano plazo. Las operaciones que se conocen incluyen coberturas en las bolsas de futuros y opciones para exportaciones e importaciones y, en menor medida, coberturas de riesgo de tasas de interés y paridades cambiarias. Todas las operaciones están estrechamente articuladas con las corrientes de mercancías. Como subproductos importantes de estas prácticas integrales, las empresas han conseguido elevar el grado de confianza que inspiran a la comunidad bursátil y financiera, y realizar considerables economías en cuanto a capacitación técnica e información de mercados.

Por lo que respecta a las operaciones especulativas, la precaución de las autoridades reguladoras, los relatos oficiosos de experiencias, y el reconocimiento de que frecuentemente existen posiciones largas tomadas por exportadores regionales, hacen pensar que existe una participación nada insignificante de operadores latinoamericanos con el propósito de conseguir ganancias de especulación. No obstante, según la memoria colectiva de la comunidad bursátil, estas prácticas fueron más frecuentes en el pasado reciente que en la actualidad.

Finalmente, parecen haberse descartado definitivamente las intervenciones con el fin de incidir favorablemente en los precios de las exportaciones. Ello

se comprueba incluso en el caso de empresas que manejan volúmenes de mercancías físicas, recursos financieros y experiencia suficientes para ejercer --por sí solas o en asociación con otras similares-- presiones relativamente eficaces sobre las cotizaciones.

Teniendo en cuenta lo expuesto, así como la opinión de un amplio espectro de operadores y los factores antes señalados, cabría esperar un aumento mayor de las operaciones en bolsas de futuros por parte de los países de la región en los siguientes ámbitos: coberturas de riesgo financiero --más que en ninguna otra--, coberturas de ventas de productos básicos por parte de empresas estatales, privatizadas y cooperativas de exportadores; coberturas de compras de importación de petróleo; y compra de opciones por parte de los operadores más experimentados.

III. BOLSAS LOCALES

En algunas ocasiones los precios de las bolsas de los países desarrollados han sido relativamente poco representativos de los precios a los cuales se transa el producto físico de algunas áreas de América Latina. Ello se manifiesta en que las bases (diferencia entre los dos precios) adquieren mayor variabilidad que las cotizaciones de futuros, con lo que las coberturas que se realizan en los terminales internacionales pierden eficacia.^{3/}

De ahí surge un primer argumento en favor de las bolsas locales. En éstas, las características de los contratos y el peso de los "fundamentales" (oferta y demanda del disponible) a los que se vinculan hacen que los cambios de las cotizaciones de los futuros responda estrechamente a la evolución de los precios del producto físico. Ello permite realizar coberturas más firmes.

Las bolsas locales de futuros resultan de gran utilidad y más viables cuando se consumen internamente proporciones importantes del producto de que se trate. Estas bolsas contribuyen a hacer más transparentes los mercados nacionales y atraen la participación de agentes compradores y vendedores que no acceden a las bolsas de los países desarrollados. Constituyen estos dos valiosos argumentos para considerar su establecimiento.

A tales ventajas se contraponen obstáculos importantes para el funcionamiento de bolsas locales. En primer lugar, la inestabilidad de los precios internos y cambios de la reglamentación comercial y cambiaria han provocado que se reduzcan a niveles insignificantes los volúmenes transados. A ello se agrega el problema de la falta de liquidez, consecuencia de la ausencia de especuladores debido tanto a esa misma situación de inestabilidad como a la existencia de prejuicios y a la falta de información.

Finalmente, se detecta una cierta preocupación entre los usuarios tradicionales de las bolsas internacionales, acerca del impacto que las bolsas locales puedan tener sobre la sensibilidad del conjunto de agentes que operan en los mismos productos en las bolsas de los países desarrollados.

Todo ello se da en el marco de un desconocimiento general por parte de posibles operadores y agentes reguladores sobre el funcionamiento de las bolsas de futuros. No obstante, se ha podido constatar que en la medida en que se perciben mejoras en la estabilidad económica y las reglamentaciones

comerciales y cambiarias se vuelven favorables y más permanentes, aumenta el interés no sólo de participar en las bolsas internacionales, sino también de impulsar o renovar el funcionamiento eficaz de las bolsas locales de productos básicos. Queda claro, de todas maneras, que un empeoramiento de las condiciones señaladas implicaría una reversión inmediata de esa tendencia.^{4/}

A este respecto, vale la pena mencionar que se están comenzando a establecer localmente contratos de futuros financieros en bolsas de comercio. La capacidad y normas legales para su funcionamiento y la masa crítica de especuladores que aportan liquidez pueden constituir una buena base para el establecimiento ulterior de contratos de productos básicos, allá donde se consideren viables y convenientes.

Tanto en los países que ya cuentan con estas instancias, como en los que podrían instituir las, queda un amplio esfuerzo por realizar en el campo de la educación, tanto en términos generales --sobre las ventajas de que existan bolsas de futuros y de participar en ellas--, como en cuanto a la capacitación técnica de los agentes operadores, reguladores y contralores.

IV. ASISTENCIA FINANCIERA

El financiamiento de márgenes se ha señalado como uno de los obstáculos principales para la participación en las bolsas por parte de los países en desarrollo.^{5/} El examen de las alternativas existentes o posibles para encararlo requiere dirigir la atención a algunos de sus rasgos característicos.

Los márgenes son un instrumento de garantía y constan de un componente inicial, que se aporta al establecer una posición en bolsa, y de otro que varía en sentido positivo o negativo según haya cambiado el mercado en favor o en contra de la posición establecida.

Del carácter de garantía deriva una primera apreciación sobre este problema. Cuanto mayores son la presencia, estabilidad y confianza de que disfruta un participante, menores son las dificultades que surgen en el financiamiento de los márgenes. Pueden considerarse como la expresión máxima de esta condición las transacciones de "principal a principal", que se garantizan básicamente por la confianza que existe entre los agentes involucrados. En América Latina existen empresas exportadoras cuyo peso en el mercado, solvencia y presencia seria y estable en las bolsas les coloca en esta situación. Sólo deben aportar recursos cuando el volumen de sus posiciones o las variaciones marginales desfavorables sobrepasan ciertos límites máximos, previamente acordados.

En otros casos, también de clientes establecidos, las propias casas de corretaje financian proporciones considerables de márgenes de variación o realizan compensaciones automáticas entre posiciones que evolucionan en sentido contrario de clientes que participan en varios contratos. A veces, este tipo de participante obtiene financiamiento bancario para los márgenes iniciales y para las variaciones, si se trata de un cliente conocido.

En general, los operadores merecedores de confianza obtienen los recursos necesarios para cubrir márgenes por las vías expuestas. Aún así, pueden encontrarse con dificultades porque deben tener un acceso expedito e inmediato a recursos en la moneda en que operan los mercados, ya sea porque las variaciones sobrepasan los límites establecidos o por necesidades derivadas de la liquidación de posiciones.

Mayores resultan los obstáculos con que se enfrentan los nuevos participantes, los que tienen una presencia esporádica y los que realizan volúmenes relativamente pequeños de transacciones. En general, se trata de aquéllos que por sus propias condiciones o las de sus países --inestabilidad y cambios frecuentes de regulaciones-- no inspiran la suficiente confianza a la comunidad bursátil. Estos participantes se ven obligados a financiar sus operaciones con recursos propios, que deben localizarse en lugares e instrumentos que garanticen la disponibilidad inmediata de liquidez.

A pesar de ello, exportadores que están en esas condiciones y que operan con cierta regularidad en las bolsas consideran que los costos de sus coberturas, comparados con los beneficios, resultan casi insignificantes en términos de los recursos involucrados.

Por todo ello, la utilidad principal de mecanismos de garantía o fondos para financiar márgenes sería facilitar el acceso a las bolsas de nuevos participantes que no cuentan con la confianza de la comunidad bursátil, que suelen albergar preocupaciones frente a movimientos del mercado adversos a sus posiciones y que tienen dificultades para mantener recursos en divisas con posibilidad de movilización inmediata.

En la actualidad, los organismos multilaterales de financiamiento no contemplan el establecimiento de este tipo de facilidades crediticias. Sin embargo, no sólo reconocen los beneficios de la administración de riesgo mediante las bolsas, sino que aconsejan su utilización, especialmente para minimizar el efecto de las variaciones de paridades entre las monedas de la canasta a que refieren muchos de sus préstamos.

Se puede señalar en este sentido, como el único caso de éxito pertinente, que el Banco Mundial acaba de establecer una Unidad de Administración de Riesgos en el Departamento de Productos Básicos con la intención de mejorar el acceso de los países en desarrollo a mecanismos de traspaso de riesgo de precio a corto y mediano plazo. Hasta ahora, esta Unidad ha realizado actividades de investigación, cooperación técnica y capacitación; pero en el futuro contempla el establecimiento de garantías que hagan posible la utilización de instrumentos de mediano plazo fuera de las bolsas (como Bonos de Productos Básicos, Bonos Oro y "Swaps").

El hecho de que el Banco Mundial excluya el financiamiento de márgenes --mientras que sí contempla otros tipos de asistencia financiera--, a pesar de la conciencia clara que tiene de las necesidades que pueden ser satisfechas por las bolsas de futuros, permite apreciar las pocas posibilidades de que se establezca ese tipo de operación en un organismo multilateral.

Se puede intentar explicar esta carencia por varias razones, todas vinculadas a la naturaleza de las operaciones. Una es que se trata de recursos cuyo monto no se puede conocer con anticipación, ya que por definición puede variar todos los días de mercado. Otra, que las cantidades prestadas se exponen a pérdidas que sólo se recuperan en los precios del físico, lo que podría hacer muy difícil su instrumentación. Finalmente, un impedimento adicional sería que se trata de recursos de corto plazo, que no suelen atenderse por instituciones de desarrollo.

Por todo ello, dadas las condiciones en que hasta ahora se ha manejado el problema del financiamiento de márgenes por parte de los participantes latinoamericanos, es necesario dirigir la atención hacia otras medidas que pueden aliviar significativamente las dificultades mencionadas. También en el ámbito de las bolsas, una alternativa es la de operar en opciones, ya que el costo de éstas no varía y presentan ventajas similares al establecimiento de posiciones en el mercado de futuros. Como ya se dijo, el precio de estos instrumentos ha restado estímulo a una utilización más extensa.

En otro orden de posibles medidas orientadas a superar los problemas del financiamiento de márgenes, se deben considerar las medidas dirigidas a atenuar las serias dificultades y costos que lleva consigo mantener recursos propios en divisas en cuentas en el exterior. En primer lugar, el que los gastos que genera la participación en las bolsas de futuros no estén, por lo general, previstos en la reglamentación cambiaria de los países de la región implica que esas divisas están al margen de los mercados oficiales, con lo que resultan más caras que las que se obtienen con las ventas del físico. En algunas ocasiones, las dificultades para obtener divisas de forma expedita han provocado la liquidación de posiciones para cubrir márgenes, acarreando considerables pérdidas.^{6/}

El mismo carácter "gris" de esas divisas es un impedimento para contabilizar las pérdidas en que se incurre cuando se liquidan posiciones por

debajo del precio de compra, o las ganancias cuando sucede lo contrario. Lo primero presenta desventajas desde el punto de vista impositivo y lo segundo afecta negativamente a los balances de resultado de las empresas. Este último aspecto se ha llegado a convertir en un obstáculo insalvable para que grandes empresas estatales de la región participen en las bolsas, cuando la gestión de las mismas se encuentra especialmente sometida al juicio público o al de instancias gubernamentales superiores.

En definitiva, en el momento actual, la línea de acción más viable para paliar los obstáculos que surgen en el financiamiento de márgenes pareciera ser la adecuación de los controles, de modo que se garantice el grado de fluidez de los recursos en divisas que requieren las operaciones de cobertura. Tal legalización debería contribuir a aliviar los problemas impositivos y contables mencionados. Las posibilidades de ejercer cierto control sobre el tipo de operaciones --minimizando las especulativas-- y sobre las casas corredoras con las que se opera serían subproductos valiosos de las medidas de adecuación.

Se ha podido comprobar que para que se adopten esas medidas y sean eficaces, han sido necesarias amplias tareas de concientización, asistencia técnica y asesoría sobre las características y el manejo de bolsas.

V. ASISTENCIA TECNICA

Existen indicios abundantes de la necesidad, en los países de la región, de cooperación en este campo, sea en forma de capacitación o de asesoría. Todos los documentos elaborados anteriormente, los testimonios de agentes involucrados en distintas funciones y el análisis presentado en los capítulos precedentes subrayan este vacío como obstáculo de primer orden para ampliar la utilización de las bolsas por los países de América Latina y el Caribe.

En lo que sigue se trata de determinar específicamente el tipo de asistencia técnica que se demanda y las formas en que se han venido atendiendo esas demandas. Las carencias que este análisis pone de manifiesto sirven para aportar sugerencias dirigidas a mejorar el grado en que se satisfacen las necesidades. Estas sugerencias se refieren a aspectos de la demanda tales como su organización y orientación, y a ajustes de las características actuales de lo que se considera la oferta.

A. CONCIENTIZACION

Cabe asimilar al conjunto de demandas de asistencia técnica una tarea global de concientización sobre lo que son las bolsas y los beneficios reales de su utilización en el manejo de riesgo. Esta tarea es tanto más necesaria cuanto que existen al respecto --además del desconocimiento-- prejuicios y preocupaciones muy difundidas en los estratos privados y públicos formadores de política y en los formadores de opinión económico/financiera. En muchos casos se afincan en experiencias especulativas o de manipulación de precios que dieron resultados negativos. Se mencionan como ejemplos específicos las pérdidas sufridas por PANCAFE, en América Central; las ocasionadas en el caso de la Compañía Refinadora de Azúcar de Viña del Mar (CRAV) en Chile; y las derivadas de los "Brazilian Hedges", en el caso del Brasil.^{7/}

Este tipo de educación concientizadora se suele atender por medio de actividades de difusión que realizan las bolsas y sus asociaciones,^{8/} por algunas organizaciones vinculadas a los exportadores --como GEPLACEA-- y por las firmas de corretaje. Estas últimas suelen realizar esfuerzos especiales

por remontar las barreras de credibilidad que su condición misma levanta, ya que se trata de entidades con un interés de lucro en extender la utilización de las bolsas. Todos estos esfuerzos suelen llegar a una pequeña proporción de los grupos implicados, tienden a concentrarse en los países donde están ubicados los mercados de futuros y muchas veces se convierten en eventos en que se "predica a los conversos".

Por lo anterior, y dadas las visiones preconcebidas y el desconocimiento apuntados, las acciones de concientización quedan muy cortas frente a lo que se necesita para contribuir eficazmente a ampliar la utilización de las bolsas por parte de los países de la región. La consideración de que, en algunos casos, pueden ser casi imprescindibles obliga a aportar algunas sugerencias con respecto a la forma de llevarlas a cabo.

En primer lugar, los grupos a los que se dirigen las actividades no deben limitarse a los potenciales usuarios, sino que deben tratar de abarcar al conjunto de sectores cuya opinión o acción incide en la decisión de utilizar las bolsas. Entre éstos figuran las asociaciones y grupos de exportadores e importadores privados de productos básicos, dirigentes de empresas públicas y privadas relacionadas con el sector externo, miembros del sector financiero --Banca Central, privada, de fomento y de comercio exterior--, formuladores de política y responsables de la toma de decisiones de las áreas gubernamentales implicadas, y formadores de opinión económico/financiera --miembros de entidades académico/técnicas y de medios de comunicación especializados--.

Este tipo de tarea difícilmente puede llevarse a cabo como se ha hecho hasta ahora, solamente con el esfuerzo de las firmas de corretaje, las bolsas de los países desarrollados y las asociaciones regionales de productores-exportadores. Se requiere el concurso activo de entidades nacionales. Su participación elevaría el nivel de credibilidad y la eficacia de los esfuerzos, sobre todo si cuentan con la colaboración de entidades y profesionales nacionales que hacen uso estable y exitoso de las bolsas para administrar sus riesgos.

B. CAPACITACION

Un segundo nivel de asistencia técnica lo constituye la capacitación en operaciones bursátiles. Esta es requerida por los cuadros técnicos de las entidades que participan en las bolsas. El contenido de esta capacitación abarca desde los conocimientos básicos hasta la capacidad de formular estrategias complejas y globales de administración de riesgo.

A nivel oficial, ha comenzado a ofrecerse este tipo de formación dentro de especialidades de carreras de Administración de Empresas que imparten algunas universidades privadas de Chile y Argentina. Ello constituye una innovación muy reciente, ya que hasta ahora la formación en esta área se había orientado preferentemente hacia las bolsas que transan en acciones. Por la misma razón no existen todavía evaluaciones sobre la eficacia de estos cursos, aunque se reconoce su utilidad.

Además, dentro de lo que se puede considerar capacitación formal, algunos institutos de formación empresarial, como el Instituto Centroamericano de Administración de Empresas, imparten seminarios cortos sobre transacciones en bolsas de futuros. Por lo general tienen entre tres y cinco días de duración. Su contenido contempla una descripción resumida de la naturaleza de los mercados de futuros y opciones de productos básicos y financieros, dedicándose en su mayor parte al análisis de casos y a ejercicios prácticos.

Fuera de la región, especialmente en los Estados Unidos, existe una amplia oferta de seminarios cortos. Su contenido también se centra en ejemplos prácticos y, por lo general, tienen como meta capacitar a los alumnos al nivel del "National Commodity Futures Examination". Son impartidos frecuentemente por las casas corredoras; el Futures Industry Institute (FII) realiza anualmente cuatro en Chicago y ocho en Nueva York. Tanto éste como aquéllas realizan esfuerzos para poner este tipo de formación a disposición de demandantes de fuera de los Estados Unidos. El FII imparte seminarios en Europa y Singapur y al menos una casa corredora los ofrece en castellano, en Miami, para alumnos latinoamericanos.

Muchos de los técnicos encargados de las operaciones de futuros han pasado en algún momento de sus carreras por un seminario de este tipo. Pero existe una opinión casi unánime de que el nivel de formación que aportan estos

seminarios es insuficiente para operar sólidamente, por lo que se han debido completar con otro tipo de capacitación, generalmente en forma de pasantías.

Desde hace poco tiempo se vienen impartiendo seminarios cortos de un nivel más avanzado y de mayor especialización que los descritos. Los que se orientan a productos básicos los imparten las bolsas --al menos, la NYCSCE y la NYCE-- y su asociación --el FII--. En general son motivados por el interés particular de promover las transacciones en opciones, por lo que su contenido se centra en el manejo de esos mercados. Por la misma razón, aunque por lo general los cursos se imparten en los Estados Unidos, la Bolsa de Algodón --donde se transan contratos de jugo de naranja-- se ha esforzado por realizar algunos de ellos en Brasil.

En el presente año, el FII y el European Institute of Business Administration han organizado seminarios avanzados que cuentan con la participación de las bolsas de futuros de Chicago, Londres y París. Su duración es de cinco días y su contenido se orienta al análisis y formulación de estrategias de manejo de riesgo financiero. Están concebidos para funcionarios que transan o administran amplias carteras de acciones y bonos y toman posiciones en distintas monedas fuertes. Aparentemente no ha habido participantes latinoamericanos en ellos, hasta el momento.

La realidad muestra que la mayor parte de la formación en el manejo de bolsas no se lleva a cabo como educación formal, sino como capacitación en el trabajo. Una forma de ésta última la constituyen las prácticas de aprendizaje o programas ad-hoc elaborados en las propias empresas usuarias. Otra modalidad muy difundida consiste en incorporar la capacitación de cuadros técnicos en los servicios que ofrecen las casas corredoras a sus clientes. Se trata, por lo general, de "paquetes" que incluyen asesoría y capacitación, y ésta combina instrucción, pasantías y ejercicios prácticos.

Durante los últimos cuatro años también el Banco Mundial ha venido organizando este tipo de programas. Los primeros los llevó a cabo la Tesorería de la institución y se orientaron hacia la administración de riesgo financiero. Desde hace unos meses se han iniciado actividades similares en la esfera de los productos básicos, para lo cual se constituyó la Unidad de Manejo de Riesgo en la División de Productos Básicos del Banco. Tanto en uno

como en otro caso participan expertos propios y de firmas privadas o de instituciones académicas que son contactados por la institución.

Finalmente, organismos internacionales o empresas han concertado a veces con algunas bolsas arreglos por los que éstas aplican programas de pasantías para el personal que aquéllos les proponen. Al menos la Bolsa Mercantil de Nueva York (NYME) y las Bolsas de Londres han participado en este tipo de cooperación.

En general, se considera necesario que la formación de un operador incluya visitas educativas a las bolsas, a las firmas comercializadoras y a las casas corredoras. Pero como, en opinión general, los costos de esas visitas son bastante elevados, se tiende a minimizar el número de cuadros técnicos que participan en ellas. Ello explica que las empresas usuarias, especialmente las estatales, tengan una doble reticencia con respecto a este tipo de capacitación: por el desembolso de recursos que requieren, y por la posibilidad de que, dada su escasez, los cuadros ya entrenados encuentren alternativas de empleo más atractivas.

Los comentarios expuestos permiten formular sugerencias para capacitar un mayor número de personal técnico a costos más moderados. La primera se refiere a la necesidad de ampliar las actividades que se llevan a cabo en los países de América Latina y el Caribe. Estas actividades pueden tener cobertura nacional, subregional o regional.

En esta línea de acción, haría falta ampliar las entidades oferentes y sus actividades, preferentemente hacia organizaciones sin fines de lucro que pudieran estar interesadas, como universidades, centros de investigación, institutos empresariales y organismos internacionales bilaterales, multilaterales y no gubernamentales. Todas estas organizaciones podrían capacitar directamente o encargarse de la organización de cursos y seminarios.

En cuanto a los contenidos de la capacitación pareciera necesario ampliar niveles, especialidades y grado de profundización. La propia complejidad actual del tema requeriría que los cursos básicos trascendieran el objetivo de capacitar en la ejecución de transacciones cotidianas, y se basaran en una visión más integral del papel de las bolsas en las estrategias globales de comercialización y de manejo de riesgo. Se trataría de formar "traders-estrategas" más que simples ejecutores de operaciones.

Vale la pena insistir en este punto porque son raras las empresas latinoamericanas que cuentan con equipos completos dedicados a elaborar estrategias, en los que la labor de los cuadros dirigentes enmarca la actividad de los ejecutores. Por lo general, se cuenta solamente con funcionarios encargados de las compraventas que reciben instrucciones directas de los niveles superiores de la empresa. En estos casos las decisiones se suelen basar en la simple observación del movimiento cotidiano de los precios, en la información que comunican las casas corredoras como producto de sus propios análisis del mercado internacional y en precarios ejercicios de información comercial y financiera, en los que suelen jugar un papel nada insignificante los rumores, la intuición y los deseos.

En este mismo sentido se subraya el vacío existente a niveles de capacitación formal más avanzados. La necesidad se deriva del mayor grado de complejidad que van tomando las operaciones, tanto por el constante surgimiento de nuevos sistemas de información, instrumentos y modalidades operativas, como por el hecho de que la propia inercia de la participación impulsa hacia una utilización más amplia y refinada de las bolsas.

Hace falta señalar a la atención que las experiencias más exitosas son aquéllas en que la capacitación se adecúa a las necesidades específicas de las instituciones usuarias, por lo que es importante no perder de vista en el diseño de los programas la necesidad de combinar contenidos generales con cierto grado de especialización.

Las actividades de capacitación más avanzadas, por lo tanto, se deberían estructurar con un triple objetivo: de especialización, de actualización y reciclaje, y de profundización del manejo bursátil. Es muy probable que en este tipo de esfuerzo sea indispensable el concurso de instituciones y expertos de países desarrollados y que sea más adecuado organizarlo a nivel subregional o regional.

A los niveles comentados --básico y avanzado/especializado-- cabe añadir un tercero, que tiene por objeto hacer más fluida y eficaz la participación en las bolsas. La capacitación se dirigiría a los niveles de dirección de las instituciones y empresas usuarias. En cierta forma, ésta podría catalogarse como una actividad de concientización, pero la información necesaria para

aprobar una estrategia de manejo de riesgo y asignar los recursos humanos y financieros que demanda tendría que ser más amplia y estructurada.

Este tipo de ejercicio suele estar siempre presente en el conjunto de actividades de conformación de la infraestructura de manejo de riesgo de entidades con presencia continuada y exitosa en las bolsas de futuros. En general se ha concretado por dos vías. En unos casos se ha dedicado a los niveles de dirección una parte específica de seminarios o cursos, contenidos en los "paquetes" de asistencia técnica. En otros, han sido los funcionarios de las empresas ya capacitados los que se han encargado de esa tarea.

Por ambas vías se ha podido lograr el nivel requerido de participación de los niveles de dirección en las estrategias de manejo de riesgo, por lo que en este campo la experiencia deja por agregar sólo algunas consideraciones lógicas. La primera es que este tipo de actividad puede ser imprescindible para que todas las demás rindan los frutos esperados. Vinculada a ella, la segunda es que cuanto más pronto se realice, menos dificultades habrá para conseguir esos logros. Y, finalmente, que la oportunidad y la forma de llevarla a cabo debe decidirse teniendo en cuenta que para los niveles de dirección juega un papel primordial la generación de confianza.

C. ASESORIA

Tradicionalmente, las actividades de asesoría han sido realizadas por las firmas corredoras. Como se ha señalado, en muchas ocasiones forman parte de paquetes que también incorporan elementos de capacitación. Una vez constituidos los equipos de personal y la infraestructura para operar, estos servicios suelen continuar mediante el suministro de información y análisis sobre el comportamiento de los mercados y mediante ejercicios de actualización sobre los nuevos instrumentos y modalidades de operación que van surgiendo.

Existe bastante flexibilidad en la relación cliente-corredor que surge de las acciones iniciales de capacitación y asesoría. Si bien el interés primordial de las casas corredoras es el de ampliar su clientela, tales servicios no suelen ser gratuitos y se han dado casos en que se indica explícitamente que no conllevan ninguna obligación posterior. Por otra parte,

los usuarios mayores y establecidos operan, por regla general, a través de varias casas corredoras (entre dos y cuatro), entre las que no tiene forzosamente que figurar la que ha prestado la asistencia técnica.

Pese a ello, la información disponible señala que la relación que se establece en las actividades iniciales suele hacer que las casas que las realizan se mantengan para servicios de corretaje. Ello parece deberse no sólo a la confianza que se genera por parte de los clientes, sino también a la que se crea en las firmas hacia ellos, y que luego puede incidir favorablemente en la disposición a otorgar financiamiento para márgenes.

Cabe destacar algunos hechos recientes en materia de actividades de asesoría. El de mayor envergadura se refiere a las actividades realizadas por el Banco Mundial, que pueden o no combinarse con capacitación. En el área de administración de riesgo financiero, se iniciaron con un país de la región y hoy se extienden a varios de ellos, que figuran entre los 10 ó 15 países en desarrollo destinatarios. Su contenido se orienta al manejo de pasivos, pero los conocimientos e información que se obtienen se han podido aprovechar también para el manejo de activos (reservas).

Como se señaló, las actividades del Banco Mundial en materia de asesoría de administración de riesgo en productos básicos son más recientes, pero en la actualidad se extienden ya a siete países, de los que tres son latinoamericanos. Quizás lo que las hace más interesantes es que su contenido se orienta a un manejo más amplio y a más largo plazo que las actividades tradicionales. En dos de esos países se contemplan coberturas para importaciones y no sólo para exportaciones, y en todos los casos se abarcan instrumentos de manejo de riesgo de mediano plazo que no se transan en las bolsas.

Un fenómeno más restringido y menos estructurado que los anteriores, pero que vale la pena mencionar, es el que ha comenzado a producirse espontáneamente en lo que podría catalogarse como cooperación horizontal. Se trata de actividades de traspaso de experiencia técnica entre entidades regionales a través de actividades de capacitación/asesoría o simplemente de tipo testimonial. Las experiencias conocidas se han basado en los reconocidos adelantos que han logrado donantes de un país y en la buena voluntad de sus protagonistas para compartir su experiencia. Han tenido lugar entre empresas

usuarias de bolsas de productos básicos, entre organismos financieros gubernamentales y entre personal de las bolsas locales de distintos países.^{9/}

Los contactos entre los participantes en ejercicios de cooperación horizontal se han establecido de forma casual y a base de información poco estructurada. Llama la atención que algunos se hayan podido realizar por la intermediación de miembros de firmas corredoras de los Estados Unidos.

Finalmente, también han prestado servicios de asesoría miembros del personal de las bolsas. Estos servicios han cubierto el área de manejo de bolsas, pero han sido particularmente importantes en el campo de la adecuación de la legislación y los controles que deben ejercer las autoridades gubernamentales y la Banca Central. Se sabe que en este mismo tema ha resultado especialmente valiosa y asequible la colaboración de las autoridades pertinentes de los Estados Unidos, especialmente la CFTC (Commodities Futures Trading Commission).

Sobre la base de las consideraciones anteriores pueden formularse algunas sugerencias en el campo de la asesoría. Por su propia naturaleza, este tipo de actividad tiene un carácter más prologado y continuo que la capacitación, por lo que se deben diseñar mecanismos que garanticen el acceso permanente a los asesores, a diferencia de los contactos esporádicos o de una sola vez que suele requerir la capacitación.

En segundo lugar, por motivos de costo, credibilidad e importancia de los trasposos de información, se deben fortalecer, ampliar y dar una estructura de mayor permanencia a las actividades de cooperación horizontal. Esto se aplica tanto a las actividades que se pueden considerar multilaterales --en que intervienen organismos internacionales-- como a las bilaterales, realizadas por entidades de diferentes países, e incluso a las que tienen lugar entre instituciones de un mismo país.

La tercera sugerencia se refiere a la ampliación y profundización del contenido sustantivo de la asesoría. Pareciera necesaria una mayor globalidad de los contenidos, al menos en dos sentidos. Uno se refiere a que deben conducir a generar capacidades autónomas de elaboración de estrategias integrales de administración de riesgo, y no sólo asistir en términos puntuales sobre el momento conveniente para "entrar o salir" de los mercados. Se deriva de lo anterior que, cuando sea procedente, las asesorías deben poder

incorporar instrumentos --de dentro y fuera de las bolsas--, operaciones y mercados que permitan atender a los ámbitos financiero y de las importaciones, y no solamente al manejo de riesgo de un determinado producto de exportación a través de las bolsas.

El otro espacio de ampliación de los contenidos de las tareas de asesoría abarca la adecuación de controles y legislación, los sistemas de información, el análisis e información de mercados, y antecedentes sobre operadores que actúan en ellos, incluidas las firmas corredoras.

Para ello es necesario elaborar "paquetes" de asesoría, que si bien desbordan las áreas de especialidad tradicionales de las firmas corredoras, no implican su exclusión. Además, deberían incorporarse a las actividades académicos y técnicos, funcionarios de las bolsas, empleados de entidades estatales de control y quienes resultaran necesarios para tareas específicas.

No cabe duda de que una organización multilateral presenta ventajas especiales para estructurar esos "paquetes", incluyan o no tareas de capacitación. Ello es así por el conocimiento y acceso que tienen a los países y a las fuentes de asesoría y la confianza y credibilidad a que suelen ser acreedoras esas organizaciones, que por su propia naturaleza no tienen fines de lucro. Como ya se señaló, la experiencia del Banco Mundial resultaría pionera en esta dirección.

VI. COMENTARIOS FINALES Y POSIBLES LINEAS DE ACCION

Si bien la problemática del acceso a las bolsas y la posible contribución de éstas a la estabilización de los ingresos de los países de la región abarca diversos aspectos, situaciones y voluntades, en todos los puntos abordados se constatan claros requerimientos de asistencia técnica. En esta sección se sugieren algunas líneas de acción en esta esfera.

En las secciones anteriores se indicó que existen necesidades específicas de cooperación con los fines siguientes:

- adecuar los reglamentos, normas y legislación pertinentes para simplificar y acelerar los flujos de recursos en divisas necesarios para cubrir márgenes.

- establecer bolsas locales, operar en ellas y reglamentar su funcionamiento.

- concientizar sobre el papel de las bolsas en estrategias de comercialización y administración de riesgo.

- capacitar a los cuadros técnicos encargados de las operaciones, a los funcionarios que diseñan estrategias globales y a los niveles de dirección que las aprueban.

- asesorar en las materias anteriores y en la información y el análisis de mercados.

Los contenidos de estas tareas de asistencia técnica ya se han expuesto anteriormente, por lo que resta sólo proponer algunas líneas de acción para concretarlas.

Previamente, cabe señalar la voluntad de cooperar que han hecho explícita funcionarios de las bolsas y de su asociación, de las casas corredoras y de instituciones usuarias de los mercados de futuros al menos a tres instituciones que se han interesado en este tema (la UNCTAD, el Banco Mundial y la CEPAL). Tal colaboración se ha ofrecido para esfuerzos globales o específicos de concientización, capacitación y asesoría, que sean coordinados o impulsados por organismos internacionales.

Dicho ésto, se puede plantear como una primera línea de acción la de conformar núcleos nacionales o subregionales que se encarguen de promover, organizar y concretar las tareas de asistencia técnica expuestas. Estos

núcleos deberán contar con el patrocinio de entidades de prestigio en su propia comunidad económico-financiera y con la colaboración activa de profesionales de reconocida experiencia en el manejo de riesgo a través de las bolsas. Las entidades patrocinadoras pueden ser privadas o estatales; financieras o sectoriales; empresas, asociaciones, fundaciones o centros de excelencia técnica. El único requisito debería ser que tengan capacidad de convocatoria lo suficientemente amplia como para que abarque a los grupos objetivo pertinentes.

Correspondería a esos núcleos nacionales o subregionales establecer y mantener una necesaria relación con otros núcleos similares, las bolsas y sus asociaciones, las firmas de corretaje, las organizaciones internacionales y los profesionales que puedan apoyar o colaborar en sus tareas.

No es necesario extenderse sobre las ventajas que podrían obtenerse si los núcleos nacionales establecieran una red de contactos entre ellos. Naturalmente, ello implicaría una tarea de coordinación y facilitación de los intercambios, que sería la segunda línea de acción a proponer. La entidad que la tome a su cargo deberá estar informada sobre los adelantos, obstáculos y situación general de la participación en las bolsas en los distintos países. Asimismo, la labor de coordinación requiere disponer de información sobre las características y disponibilidad de las fuentes de asistencia técnica, para lo cual se deberá contar con su colaboración.

A partir de ahí, el ente coordinador podrá apreciar las necesidades específicas de asistencia técnica, la forma más apropiada para atenderlas y a qué fuentes, de dentro o fuera de la región, sería más conveniente recurrir.

La tercera línea de acción consistiría en intensificar los intercambios a través de esa red coordinada para que sea posible compartir información sobre aspectos sustantivos. En lo que se puede catalogar como una forma de cooperación horizontal más autónoma y avanzada, al igual que las tareas de asesoría, los intercambios podrían incluir: modalidades de operación e instrumentos; sistemas de información; análisis e información de mercados, y antecedentes sobre el comportamiento de agentes oferentes de servicios. Los beneficios que se puedan derivar no deberían verse menoscabados por ningún costo resultante de compartir información entre competidores, ya que ni el

tipo ni el monto de las operaciones deberían ser objeto de los intercambios de información.

De todas formas, las reticencias que a-priori pudieran albergarse en este sentido deberían desaparecer ante los beneficios de facilitar la acción en las bolsas con la disponibilidad de flujos confiables de información. De ello puede depender la eficacia y el éxito de las operaciones; y en esa medida, también la extensión y permanencia de la participación en las bolsas.

Notas

1/ Se hace referencia a los trabajos de Regúnaga, López Huebe, Bande y Mardones, y Kuwayama, que se listan en el Anexo.

2/ Para una discusión amplia de este mecanismo, véase Kuwayama, op.cit.

3/ Este tema se expone detalladamente en Regúnaga, M. "Las Bolsas de Cereales ...", op.cit.

4/ En la reglamentación de la bolsa de cereales en "dólar billete" recién abierta en Buenos Aires se expresa con claridad que una revisión de las normas cambiarias vigentes llevará inmediatamente a la liquidación de todas las posiciones.

5/ Veáanse los documentos citados de Regúnaga, López Huebe, Bande y Mardones, y Kuwayama.

6/ En un estudio reciente del F.M.I. se expresa: "Recent experience ... has shown that potentially large trading losses are possible if internal controls are inadequate". F.M.I., "Managing Financial Risks in Indebted Developing Countries".

7/ PANCAFE fué un experimento de sostenimiento de precios a través de las bolsas, llevado a cabo por países latinoamericanos productores de café; el caso de la CRAV parece haber sido una amplia operación de especulación; por "Brazilian Hedge" se conoce una modalidad de "cobertura al revés", que estrictamente sería una operación especulativa.

8/ Como es el caso de la Futures Industry Association de los Estados Unidos.

9/ En los dos primeros casos, Chile participa como donante y Bolivia y Argentina como receptores. En el último, Brasil fué donante y Chile receptor. Aunque no se cuenta con detalles al respecto, dado el interés de GEPLACEA en el tema de la utilización de la bolsa del azúcar y los contactos que tienen lugar entre sus miembros en la realización de sus actividades, es lógico

pensar que también en ese marco se estarían llevando a cabo actividades de cooperación técnica horizontal.

ANEXOS

FUENTES DE INFORMACION

I. ENTREVISTAS

A. ORGANISMOS INTERNACIONALES

ARIAS, HERNANDO. Vice-Presidente de Organismos Oficiales, Banco Latinoamericano de Exportaciones.

CABRERA, WALTER. Oficina de la CEPAL en Washington. Asistente al "Second Advanced Seminar on International Sugar Marketing", organizado por GEPLACEA.

CLAESSENS, STIJN. Jefe, "Risk Management Unit" de la División de Mercados de Productos Básicos del Banco Mundial.

FAROOQ, JANET. División de Productos Básicos, UNCTAD.

LASA, EUGENIA. Departamento de Organismos Oficiales, Banco Latinoamericano de Exportaciones.

TUNIK, DAVID. Oficina para América Latina y el Caribe. División de Cooperación Técnica. Centro de Comercio Internacional UNCTAD-GATT.

VARELA, ANA GRACIELA. Analista Económico. Departamento de Organismos Oficiales, Banco Latinoamericano de Exportaciones.

B. ORGANISMOS GUBERNAMENTALES

GARCÉS, FRANCISCO. Director. Departamento Internacional. Banco Central de Chile.

LOPEZ, GUSTAVO MARIA. Gerente de Estudios Económicos. Junta Nacional de Granos. Argentina.

LOPEZ, NORA DE. Departamento de Control de Ventas Externas. Consejo Salvadoreño del Café.

PINEDA, RUBEN. Director Ejecutivo. Consejo Salvadoreño del Café.

C. ENTIDADES USUARIAS

BATRES, CARLOS. Representante. General Foods, Inc. San Salvador.

CACERES, EDUARDO. Asesor. Exportadora de Café J.A. Salaverría y Cía. San Salvador.

CASTELLANOS, RAFAEL. Representante. Amerop Sugar Corporation y Westway Mercuria Trading Corporation. San Salvador.

DAVILA, JUAN PABLO. Jefe. Departamento de Futuros. Compañía Nacional del Cobre. Santiago.

DELGADO, ROBERTO. Gerente General. Exportadora de Café Llach S.A. de C.V. San Salvador.

GIAMBRUNI, FERNANDO. Jefe. Mesa de Tasas de Interés y Paridades Cambiarias. Departamento de Administración de Riesgos. Banco de la Nación Argentina.

GONZALES, EDUARDO. Jefe. Mesa de Cereales y Oleaginosas. Departamento de Administración de Riesgos. Banco de la Nación Argentina.

LINDO, ARIURO. Trader. Coffee International, Inc. Miami.

MIRO, DANIEL. Asesor Económico. Cámara de la Industria Aceitera de la República Argentina.

ORREGO, PATRICIO. Jefe. Departamento de Mercados de Futuro. Empresa Nacional de Minería. Santiago.

SORCABURU, EUGENIO. Asesor del Directorio y Coordinador del Proyecto de Organización del Departamento de Administración de Riesgos. Banco de la Nación Argentina.

D. BOLSAS

BOWE, ROBERT J. Senior Vice-President. New York Coffee, Sugar and Cocoa Exchange.

BURKE, LOUIS. Ejecutiva de Marketing. New York Mercantile Exchange.

DAVIES, ROBERT R. Senior Vice-President. New York Mercantile Exchange.

DENGARD, JOHN. Director Ejecutivo de la "Futures Industry Association". Washington.

ETCHEPARE, CARLOS R. Jefe de Estudios Económicos. Bolsa de Cereales de Buenos Aires.

O'NEILLY, JOSEPH J. Presidente. New York Cotton Exchange.

PONTON, ROGELIO T. Gerente Mercado a Término. Bolsa de Comercio de Rosario.

TOSINI, PAULA A. Vice Presidente del Futures Industry Institute. Washington.

E. FIRMAS CORREDORAS

CHAVEZ, HORACIO. Account Executive. Latin America Futures Department. Dean Witter Reynolds Inc. New York.

MARTINI, HUGO. Representante. Regency, S.A. Buenos Aires.

PALMA, JOSE GABRIEL. Director Gerente. Futuros S.A. Santiago.

PEREZ, ROLANDO A. First Vice-President. Latin American Futures Department. Dean Witter Reynolds, Inc. New York.

WOLFSKILL, TONY. Agricultural/Energy Product Manager. Merrill Lynch, New York.

II. DOCUMENTOS

Banco Mundial. Commodity Risk Management and Finance. February, 1990.

Bande, Jorge y Mardones, José Luis. Las Bolsas de Metales y su Incidencia en el Desarrollo de la Minería de América Latina y el Caribe. CEPAL, Junio, 1990.

Centro de Comercio Internacional UNCTAD-GATT. Actividades del CCI relacionadas con los Productos Básicos. Abril, 1990.

F.M.I. Managing Financial Risk in Indebted Developing Countries.

Fidler, Stephen. Third World Increasingly Hedges Its Bets. Financial Times, July 6, 1990.

Kuwayama, Mikio. Futures Markets: Their Usefulness and Limitations for Latin American Commodity Trade. CEPAL, Agosto, 1990.

López Huebe, Víctor. La Bolsa de Café, Azúcar y Cacao y su Incidencia en las Exportaciones de América Latina y el Caribe. CEPAL, Junio, 1990.

Regúnaga, Marcelo. Las Bolsas de Cereales y su Influencia en las Exportaciones de América Latina y El Caribe. CEPAL, Mayo, 1990.

Regúnaga, Marcelo. Las Bolsas de Productos Básicos de los Países Desarrollados y Las Exportaciones de América Latina y el Caribe. CEPAL, Mayo, 1990.

III. MATERIAL DIDACTICO */

Bolsa de Cereales de Buenos Aires.

Dean Witter Reynolds, Inc.

Futures Industry Institute.

Merril Lynch, Inc.

New York Cotton Exchange.

New York Coffee, Sugar and Cocoa Exchange.

New York Mercantile Exchange.

*/ Se incluyen documentos didácticos y folletos ilustrativos o promocionales de las entidades listadas.