

Distr.
RESTRINGIDA
LC/R.919
31 de octubre de 1990
ESPAÑOL
ORIGINAL: ENGLISH

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

MERCADOS DE FUTUROS: SU UTILIDAD Y SUS LIMITACIONES PARA EL
COMERCIO DE PRODUCTOS BASICOS DE AMERICA LATINA */

*/ Este estudio fue preparado por 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), que ha sido financiado por el gobierno de los Países Bajos. No ha sido sometido a revisión editorial.

90-9-1509

INDICE

	<u>Página</u>
I. INTRODUCCION	1
II. ACONTECIMIENTOS RECIENTES EN LAS BOLSAS DE PRODUCTOS BASICOS	5
1. Aumento del comercio de futuros y opciones	5
2. Características de los productos comerciados en los mercados de futuros.....	10
3. Participación extranjera en las bolsas de productos básicos en los países desarrollados	12
4. Algunos casos específicos	14
III. LAS OPORTUNIDADES ECONOMICAS QUE OFRECEN LOS MERCADOS DE FUTUROS Y DE OPCIONES A LOS EXPORTADORES DE LOS PAISES EN DESARROLLO	18
1. Futuros	19
2. Opciones	30
IV. ELEMENTOS LIMITANTES RESPECTO DE LA UTILIDAD DE LOS MERCADOS DE FUTUROS PARA LAS EXPORTACIONES DE LOS PAISES EN DESARROLLO	35
1. La base	35
2. Consideraciones financieras	39
3. La representatividad de los precios generados en las bolsas	43
4. Especificación de los contratos	47
5. Los mercados de futuros como recurso de última instancia	49
6. Las políticas gubernamentales y el uso de los mercados de futuros	49
V. LOS MERCADOS DE FUTUROS PARA LA IMPORTACION DE PRODUCTOS BASICOS	51
1. Consideraciones generales	51
2. Usos posibles de los mercados de futuros y sus beneficios y costos	53
3. El mantenimiento de reservas de cereales en los contratos de futuros	56
VI. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES	58
Notas	66
BIBLIOGRAFIA	69

I. INTRODUCCION

La mayoría de los países en desarrollo depende fuertemente de las exportaciones de productos primarios como fuente importante de ingreso nacional y muchos están sujetos a las exportaciones de un número limitado de productos básicos para obtener un parte considerable de sus ingresos de divisas. Debido a esto, el nivel y la estabilidad de los precios y los ingresos de los productos básicos han sido materia de gran preocupación para estos países. Puesto que no son excepciones, los países de América Latina y el Caribe dependen en gran medida de estas exportaciones (véase el cuadro 1). Dado el alto grado de inestabilidad de los precios experimentado durante los últimos dos decenios, una mejor gestión de los precios de los productos básicos tanto en el macronivel como en el micronivel debería reducir considerablemente sus incertidumbres en lo que atañe a la balanza de pagos.^{1/}

Se ha sugerido el uso de los mercados de futuros por los exportadores de los países en desarrollo como un medio de estabilizar o aumentar los ingresos de exportación. Como se sabe, los mercados de futuros no sólo constituyen fuentes valiosas de información sobre precios y existencias sino que además son mecanismos indispensables para la transferencia del riesgo de precios. Estos mercados también dan a los exportadores mayor flexibilidad en las decisiones sobre fijación de precios y comercialización, y facilitan la comercialización intratemporal e intertemporal (llevando las existencias a través de los años de comercialización). Además, pueden usarlas los exportadores para apoyar los precios de los productos básicos, ya sea directamente mediante las transacciones de futuros o indirectamente por medio de una mejor gestión de las relaciones de precios intertemporales y disponibilidad de existencias. Sin embargo, a pesar de estos beneficios potenciales, muchos países en desarrollo tienen propensión a vender sus productos básicos sólo en los mercados al contado o mercados a plazo, sin dar mayor consideración a los precios de los mercados de futuros, que a veces son más ventajosos.

Del mismo modo, en lo que se refiere a las importaciones, cuando no se logra asegurar un precio bajo comprando contratos de futuros en condiciones ventajosas de mercado la consecuencia es a menudo un mayor costo total de las

Cuadro 1: Participación de los productos básicos en el comercio y el PIB

País	Porcentaje de los productos básicos en el comercio de bienes		Porcentaje de export. de productos básicos en el PIB		Porcentaje de productos básicos en import. totales		Porcentaje de prod. alimententarios en import. totales	
	excl. petróleo	incl. petróleo	excl. petróleo	incl. petróleo	1986	1987	1986	1987
: Argentina	65.8	67.2	2.0	23.5	13.1	13.1	4.2	4.2
: Bolivia	38.5	93.5	5.5	13.9	10.6	10.6	9.7	9.7
: Brasil	52.1	54.8	4.0	4.2	16.9	16.9	8.9	8.9
: Colombia	51.9	87.1	10.7	12.6	15.1	15.1	8.8	8.8
: Costa Rica	93.3	93.3	18.2	18.2	7	7	2.1	2.1
: Cuba	86.0 a)	96.4	-	-	16.5	16.5	11.6	11.6
: Chile	66.6	66.6	22.3	22.3	8.8	8.8	4.2	4.2
: Ecuador	58.4	90.9	10.8	18.9	7.4	7.4	4.6	4.6
: El Salvador	70.8	70.8	14.3	14.3	15.4	15.4	12.6	12.6
: Guatemala	80.9 a)	83.7	12.4	12.7	24.7	24.7	19.6	19.6
: Haití	42.6	42.6	3.9	3.9	40.7	40.7	39.4	39.4
: Honduras	84.3	84.3	19.7	19.7	11.8	11.8	10.3	10.3
: México	17.4	59.4	3.0	7.8	20.3	20.3	11.8	11.8
: Nicaragua	65.9	65.9	8.4	8.4	9.3	9.3	9.3	9.3
: Panamá	85.5	88.9	5.3	5.5	12.5	12.5	11	11
: Paraguay	78.7	78.7	4.9	4.9	9.9	9.9	8.8	8.8
: Perú	61.1	71.8	6.0	6.9	26.2	26.2	22	22
: Rep. Dominic.	69.4	69.4	10.9	10.9	14.8	14.8	12.6	12.6
: Uruguay	49.7	49.7	9.8	9.9	11.2	11.2	6.3	6.3
: Venezuela	7.2 a)	80.8	2.0	16.1	19.2	19.2	11.7	11.7

Notas: a) 1985 b) 1980

Los productos básicos definidos según la CUCI sección 0, sección 2, (menos grupos 223, 266, 267) sección 4, división 68 y partida 522.56

Fuente: UNCTAD Commodity Yearbook

importaciones. Si bien la inestabilidad de los precios mundiales de los alimentos ha hecho centrar la atención en los aspectos relacionados con la seguridad, hay ahora cada vez una percepción más acentuada de los problemas relacionados con la eficiencia del mercado. En la medida en que las mejoras de la eficiencia del mercado o de la comercialización aumenten la estabilidad de los precios, los vínculos entre ambos son claros. Dado que aun los mercados perfectamente eficientes no eliminan la inestabilidad de los precios, y en la medida en que muchos países en desarrollo sigan dependiendo de los mercados mundiales para importar alimentos, la comprensión y utilización de los mercados de futuros adquieren importancia estratégica en la gestión de la seguridad alimentaria interna.^{2/} A pesar de los posibles beneficios de los mercados de futuros, como en el caso de las exportaciones de productos básicos, los países que se hallan menos dotados para afrontar pérdidas hacen muy poco para lograr administrar sus riesgos de precios.

La magra participación de los organismos de los países en desarrollo en las bolsas de productos básicos se puede atribuir en parte al desconocimiento de las operaciones de los mercados. Sin embargo, refleja también una perspectiva diferente de la de los países desarrollados en lo que respecta a los beneficios y costos que entrañan los mercados de futuros, y la neutralidad del funcionamiento de las bolsas de productos. En principio, estas instituciones funcionan como mercados "libres" (pero no necesariamente "eficientes"),^{3/} en que los precios los determinan las continuas subastas. Por otra parte, los países en desarrollo a menudo sostienen que en la práctica, varias limitaciones y distorsiones (por ejemplo, requisitos financieros inadecuados, riesgos cambiarios, correlación imperfecta en la transferencia del riesgo entre los mercados del Norte y del Sur, leyes nacionales, las prácticas comerciales de las principales empresas multinacionales) tienden a hacer inaccesibles las bolsas de productos básicos en condiciones equitativas, y no tan ventajosas como podrían serlo en teoría. En este documento se abordan estas cuestiones y se analizan las consideraciones pertinentes a la eficiencia en el uso del mercado de futuros por los exportadores e importadores de los países en desarrollo.

A lo largo de los años, una gran parte de las actividades intergubernamentales en materia de productos primarios se ha originado en las

negociaciones dentro del Programa Integrado para los Productos Básicos, bajo los auspicios de la UNCTAD. A pesar de los arduos esfuerzos realizados en este sentido, los resultados no sólo han sido desalentadores sino que además hay una tendencia entre los países en desarrollo y los desarrollados a hacer retroceder e incluso cuestionar estos mandatos. En la actualidad, las negociaciones de productos básicos hacen mayor hincapié en soluciones "de mercado" más bien que en aquellas basadas en la "intervención" estatal.^{4/} Al respecto, las operaciones de futuros pueden considerarse una alternativa eficaz a los mecanismos convencionales de estabilización o intensificación de los ingresos de exportación, como los convenios internacionales de productos básicos, suponiendo que estos mercados funcionen neutral y eficazmente desde el punto de vista de los países en desarrollo.

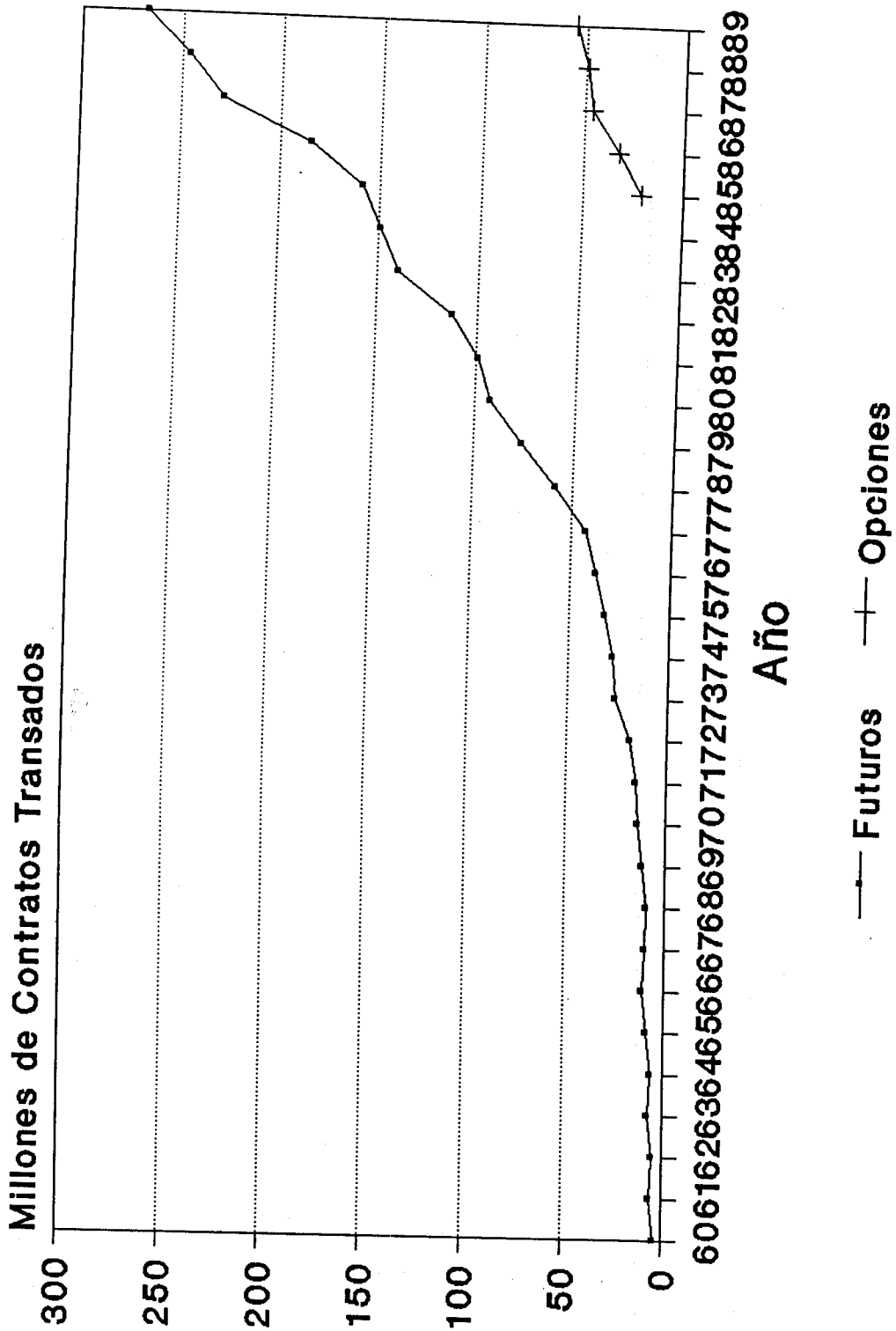
II. ACONTECIMIENTOS RECIENTES EN LAS BOLSAS DE PRODUCTOS BASICOS

1. Aumento del comercio de futuros y opciones

En los dos últimos decenios se ha manifestado un aumento espectacular tanto de la mayoría de las operaciones tradicionales de futuros como de diversos instrumentos financieros. La ampliación de estas actividades ha entrañado la iniciación con gran éxito de nuevos mercados alejados de los centros comerciales tradicionales en los Estados Unidos y el Reino Unido, entre ellos algunos situados en las regiones en desarrollo. El rápido crecimiento de las operaciones de futuros lo demuestra el hecho de que el total de contratos negociados en todos los mercados de futuros de los Estados Unidos aumentó de 3.9 millones en 1960 a 43 millones en 1977 y a 267 millones en 1989 (véase la figura 1); este último es equivalente en valor a US\$ 28.3 billones. Ciertamente, la mayor parte del aumento en los últimos años ha ocurrido en los sectores financieros y de opciones (principalmente monedas, futuros financieros e índices de acciones). Los datos más recientes (1985-89) sobre contratos de futuros en los Estados Unidos por grupos señalan que los futuros financieros (tasas de interés, índices de activos, índice de divisas) representan una creciente proporción del total, y que ya en 1989 estas categorías constituían más del 60% de todos los contratos de futuros negociados en los Estados Unidos (véase la figura 2). Sin embargo, ha habido también un incremento considerable en el sector de los productos básicos. Mientras que en la segunda mitad del decenio de 1980 los productos básicos agrícolas mantuvieron una participación relativa cercana al 20%, los productos energéticos surgieron como uno de los principales grupos de productos básicos negociados. Por otra parte, los metales no preciosos no lograron buenos resultados al estancarse el número absoluto de contratos negociados.^{5/}

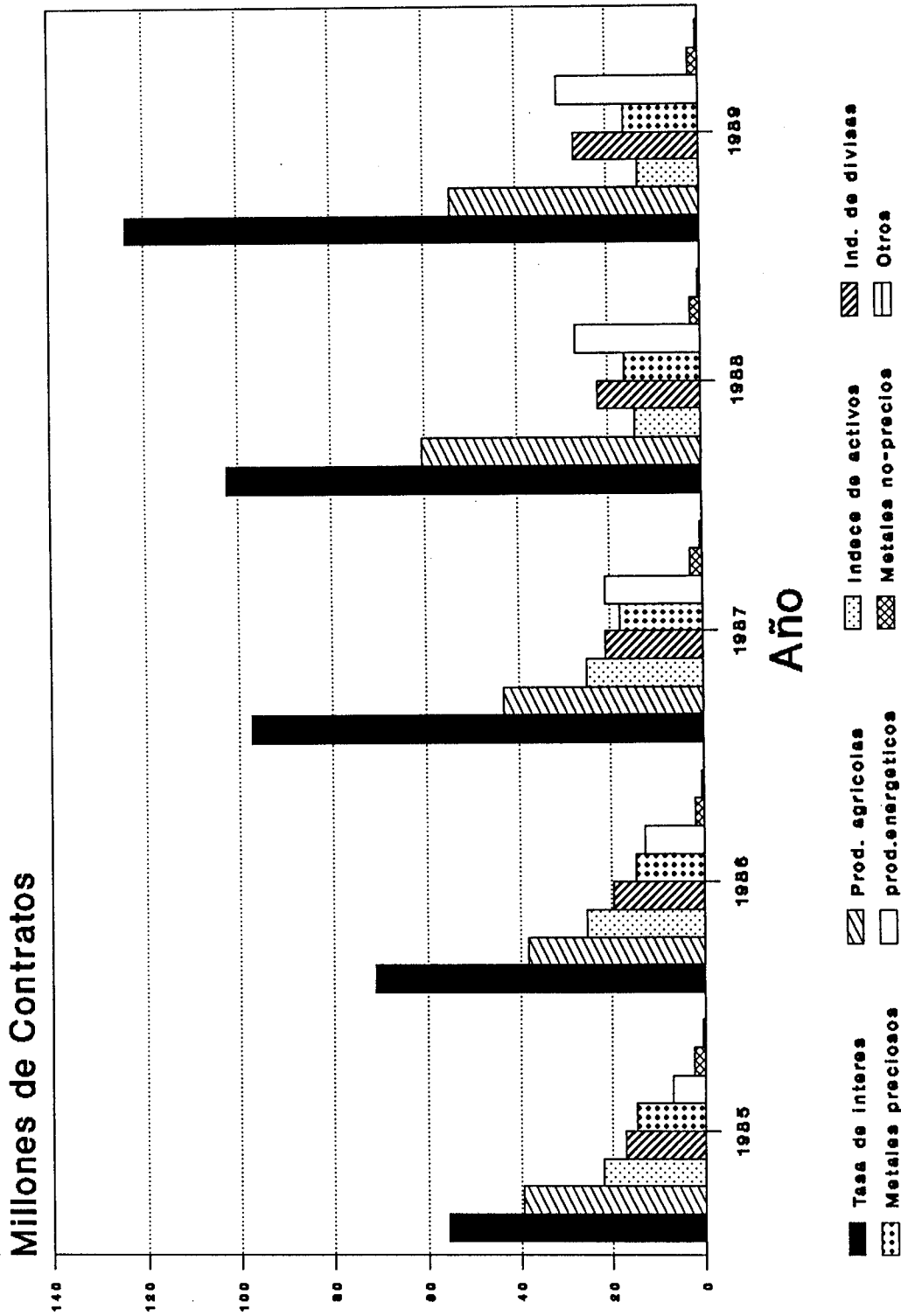
Se puede hacer una observación semejante con respecto a los contratos de opciones negociados en los Estados Unidos. El número de contratos aumentó de algo más de 20 millones a más de 55 millones en 1989. Por grupos, a fines del decenio de 1980 cerca de dos terceras partes de los contratos negociados correspondieron a instrumentos financieros, de los cuales los más importantes

Figura 1: Volumen de los futuros y opciones transados en EUA 1960-89



Fuente: Futures Industry Association

Figura 2: Contratos de futuros transados por grupo de productos, en EUA 1985-89



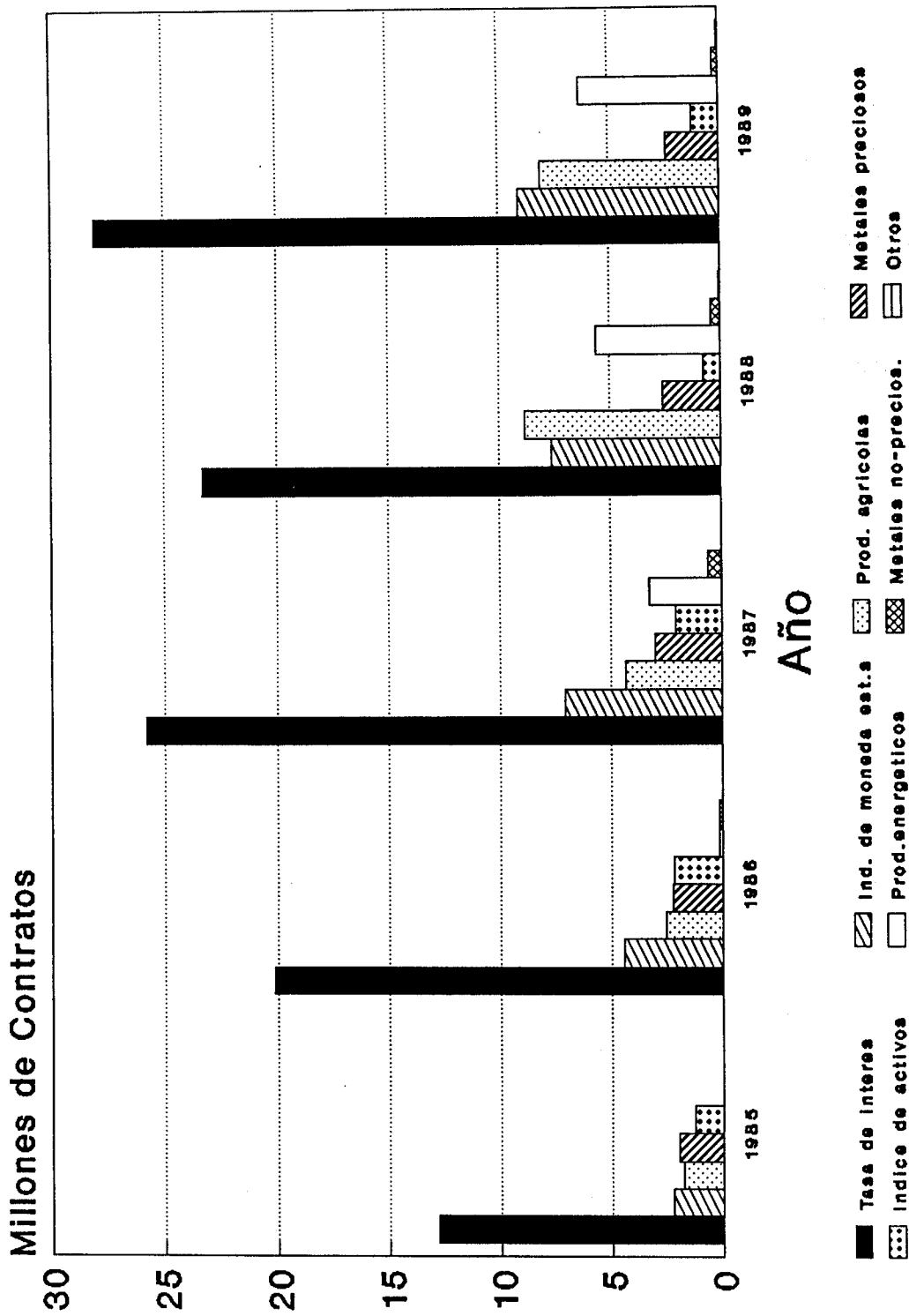
Fuente: Futures Industry Association

fueron con mucho las transacciones relacionadas con las tasas de interés (véase la figura 3). Como en el caso de los futuros, los productos básicos agrícolas constituyen una parte importante, en tanto que los productos energéticos han incrementado rápidamente su participación.

El aumento de las operaciones de futuros de petróleo ha sido espectacular. En efecto, el precio de mayor pertinencia del petróleo en gran parte del mundo ya no es el precio de la OPEP sino el de la New York Mercantile Exchange (NYMEX), mercado que ni siquiera existía antes de marzo de 1983. El aumento de la inestabilidad de los precios, las altas tasas de interés y los costos de almacenamiento a fines del decenio de 1970 y comienzos del de 1980, y el surgimiento posteriormente de excedentes de crudo, hicieron necesario llevar a cabo acuerdos comerciales y operaciones de cobertura de corto plazo, en contraste con los años anteriores, cuando el precio lo dictaban las relaciones contractuales de largo plazo entre los productores, especialmente los de la OPEP, y las principales empresas petroleras. Ya a fines de 1985, prácticamente todo el crudo se desplazaba en conexión con algún tipo de fijación de precios relacionados con el mercado, y las compañías petroleras adquirirían entre 30% y 50% de sus suministros sobre una base no contractual, al contado. En resumen, el crecimiento del mercado de futuros es tanto causa como efecto de la erosión del dominio de la OPEP en el mercado.

El aumento de las actividades de futuros en productos básicos desde el decenio de 1970 ha sido en parte una respuesta al cambio de las condiciones económicas. El auge y caída de los precios de los productos básicos durante el período 1973-75 coincidió con una alta inflación interna y el desplazamiento hacia tipos de cambio flotantes. Una inestabilidad mucho más grande de los precios de los productos básicos estimuló el interés de los productores, consumidores, procesadores y comerciantes en el uso de las operaciones de futuros con el fin de moderar el riesgo de exposición a las fluctuaciones de precios. Al mismo tiempo, la inestabilidad de los precios significó un fuerte impulso a la especulación de las operaciones de futuros, lo que intensificó la liquidez de los principales mercados y los hizo aún más aceptables para los especuladores. Otra consecuencia importante de las grandes oscilaciones de precios fue que se les hizo cada vez más difícil a los productores mantener los sistemas, establecidos mucho tiempo atrás, de

Figura 3: Opciones transadas por grupo de producto, en EUA 1985-89



Fuente: Futures Industry Association

administración de los precios al productor en los mercados mundiales, no sólo en el caso del petróleo sino también en el del aluminio, el níquel y el cobre. La tendencia a distanciarse de la fijación de precios al productor causó el aumento correspondiente de la importancia de los precios determinados en las bolsas de productos básicos.

Durante los años setenta, por lo tanto, los precios del oro y del petróleo y los tipos de cambio comenzaron a fluctuar, reflejando así cambios como el fin de la convertibilidad dólar-oro, el tránsito de un sistema de cambio fijo a un flotante, y el hecho de que el petróleo pasara de ser un producto de cartel a uno sensible al mercado. En el proceso de búsqueda de niveles de anclaje para esos precios, se intensificó la inestabilidad de los precios, entre ellos los de los productos básicos. Además, desde la última mitad del decenio de 1970, merced a la elevada liquidez en los principales países avanzados y el papel de mayor importancia asumido por la industria de los servicios, se ha ampliado la inversión de cartera de los inversionistas institucionales, como los bancos de inversiones y las empresas de seguros. Por consiguiente, se considera, en forma cada vez más acentuada, que los productos primarios son activos financieros y parte de una cartera con otros activos líquidos (como acciones, bonos, monedas extranjeras), y por lo menos a corto plazo, influyen en sus precios no sólo la demanda del mercado y las condiciones de la oferta (elementos fundamentales del mercado), sino también la información nueva e impredecible sobre las variables macroeconómicas, que afecta las condiciones según las cuales los comerciantes están preparados para tomar posesión de contratos de futuros de productos básicos.^{6/} Mientras más se han integrado los mercados de productos básicos dentro de operaciones financieras globales, mayor ha sido la inestabilidad de sus precios (para un resumen de diversos estudios sobre estas materias, véase Ghura, 1990; Kuchiki, 1989).^{7/}

2. Características de los productos comerciados en los mercados de futuros

Hay mercados de futuros para muchos de los productos básicos exportados por los países en desarrollo: existen para 7 de cada 10 productos básicos

del "núcleo" cubiertos por el Programa Integrado para Productos Básicos de la UNCTAD (cacao, café, algodón e hilo de algodón, caucho, azúcar, cobre y estaño), con excepción de las fibras duras, el yute y el té. Los mercados de futuros más activos están situados en los Estados Unidos y el Reino Unido, aunque pueden hallarse mercados de futuros con menor liquidez en todo el mundo. Desde la segunda guerra mundial, los nuevos contratos de futuros que se han introducido con éxito en los Estados Unidos comprenden el aluminio, ganado en pie y cerdos, panzas de cerdo congeladas, huevos frescos, jugo de naranja concentrado y congelado, madera terciada y madera aserrada. También se introdujeron contratos de la melaza, carne beneficiada de vacuno y camarones congelados, pero no tuvieron éxito.^{8/} Con la participación de gobiernos de los países en desarrollo, es teóricamente posible introducir como futuros otros productos básicos de interés para los países en desarrollo.

No todos los productos son comerciables o adecuados para un mercado de futuros. No es probable que las manufacturas, especialmente aquellas para consumo directo, se comercien en la bolsa de productos, debido a su mayor grado de estabilidad de precios y cierta flexibilidad para absorber la variabilidad de los precios por medio de recargos. Entre los productos básicos, los más adecuados son aquellos que pueden satisfacer algunas condiciones mínimas como las siguientes: i) gran oferta y demanda; ii) homogeneidad y fungibilidad, y iii) capacidad de almacenamiento. La oferta y la demanda deben ser lo suficientemente grandes como para asegurar el libre juego de las fuerzas del mercado con poca intervención y lo suficientemente amplias como para atraer y conservar un numeroso conjunto de comerciantes, de modo que se pueda mantener la liquidez del mercado y la continuidad de las operaciones comerciales. El producto básico debe tener también cierto grado de homogeneidad a fin de permitir que las fuentes de producción sean intercambiables, con un posible sistema de primas y descuentos para compensar las diferencias sobre o bajo la especificación acordada. Además, los contratos de futuros pueden estipular la entrega de mucho meses hacia el futuro. En consecuencia, el producto tiene que poder almacenarse durante períodos considerables de tiempo, pues el contrato dispone un mercado de última instancia cuando se entrega o vende el producto. Los productos básicos perecederos como los bananos no cumplen este requisito.

Las operaciones de futuros parecen desarrollarse donde existe la necesidad de protección, de los que producen, comercian o procesan materias primas, contra las fluctuaciones de precios. En el caso de la mayor parte de los productos básicos, la proporción de materias primas en el precio final del producto es elevada y ello crea un riesgo mayor, por lo que aumenta el nivel de intermediación. Por otra parte, cuando hay una cláusula protectora contra el aumento de los precios, que permite que un alza del costo de las materia primas se traspase al costo final del producto sin muchas dificultades, no siempre es necesario recurrir a un mecanismo de reducción del riesgo como una bolsa de productos básicos. Por ejemplo, la participación de la bauxita en el precio final del aluminio es muy baja, de modo que un fuerte aumento del precio de la bauxita no afectará demasiado el precio final del aluminio. Aunque sería posible tener un mercado de futuros de la bauxita, está por verse si habrá necesidad de ese mercado y si se usará suficientemente.

Por estas razones el uso más intenso de los futuros para cobertura lo hacen las instituciones cuyos ingresos son altamente sensibles a las pequeñas variaciones de los precios implícitos de los productos básicos. De este modo, los comerciantes de productos básicos son con frecuencia los que más activamente practican la cobertura, en un intento por proteger sus pequeños márgenes a fin de que no queden totalmente eliminados por variaciones pequeñas en las cotizaciones de los productos básicos. En el segundo lugar entre los grupos más importantes de usuarios de estos mercados se hallan los procesadores y fabricantes de materias primas. A menudo, como en la molienda de granos de cacao, la tostadura de café verde o la molienda de granos, el valor agregado en la etapa de procesamiento es pequeño en relación con el costo de las materias primas, quedando así los procesadores vulnerables a las fluctuaciones de precios a menos que adopten medidas para hacer operaciones de cobertura con respecto a sus compras de materias primas.

3. Participación extranjera en las bolsas de productos básicos en los países desarrollados

Es difícil encontrar mediciones de la participación de los comerciantes extranjeros en los mercados de futuros. Las estimaciones con que se cuenta

consisten habitualmente en la identificación de grandes comerciantes para fines de notificación exigidos por la Comisión de comercialización de futuros de productos básicos (CFTC). Powers y Tosini (1977), al examinar las listas de comerciantes de 63 países en los mercados de los Estados Unidos, determinaron que era pequeño el número total de comerciantes extranjeros declarantes, y que la mayoría provenía de Canadá, Europa y Australia. Concluyeron que la participación de los países en desarrollo era muy limitada. Thompson y Bond (1985), usando series de datos semejantes hasta 1983 proporcionadas por la CFTC, demostraron que las operaciones de futuros en los Estados Unidos seguían dominadas por intereses nacionales, pero que los comerciantes extranjeros cumplían un activo papel, especialmente respecto de los cereales, el complejo de soya y los productos alimentarios extranjeros (café, cacao y azúcar).

Toda estimación de la participación extranjera debe analizarse con cautela por la sencilla razón de que es fácil encubrir una notificación sobre la suscripción de un contrato grande; dicha notificación es exigida por la CFTC. Si la entidad comercializadora opera en su propio nombre, se la puede identificar como nacional o extranjera. Si, en cambio, el comprador o vendedor negocia a través de un corredor o diversos corredores, agentes y bancos (extranjeros o nacionales), no es posible llevar a cabo la identificación del comprador o vendedor. Por lo tanto, no les es posible a las bolsas de productos o a las autoridades fiscalizadoras determinar si el comprador o vendedor es extranjero o nacional.

Quizás la estimación más ajustada a la realidad provenga no de las estadísticas oficiales sino más bien de las impresiones de las bolsas participantes y de las autoridades. Las opiniones de los expertos indican que la participación extranjera global es de aproximadamente 30%. Aunque hay bastante variación entre los grupos de productos, la estimación para las bolsas que operan con cereales y el complejo de soya es del orden del 15%, en tanto que las que transan metales y minerales podrían alcanzar hasta un 60%.

La frecuencia de uso de las bolsas por los países de América Latina y el Caribe depende de diversos factores, a saber: i) el tipo y tamaño de la compañía y sus vínculos con empresas que operan en los países desarrollados con economía de mercado; ii) por una parte, el grado de exposición al riesgo y por otra, el grado de reducción del riesgo que se supone proporcionan los

mercados de futuros en relación con el comercio físico de la compañía (riesgo de base); iii) el conocimiento de las operaciones de las bolsas; iv) su capacidad de financiar márgenes y otros depósitos exigidos, y v) las restricciones aplicadas por las autoridades nacionales a la transferencia de divisas para financiar estas operaciones en el extranjero.

4. Algunos casos específicos

En lo que atañe a los productos básicos agrícolas, en los casos del cacao y el café, en general los productores dispersos venden por medio de los comerciantes a diversos procesadores. Sin embargo, debido a la creciente concentración de las actividades de procesamiento y comercialización en un número pequeño de empresas grandes, hay ahora un porcentaje mucho más alto de transacciones que se llevan a cabo directamente entre los productores y los procesadores, pasando de esta manera por alto a los comerciantes. Anteriormente, los comerciantes cerraban los tratos con los productores y luego hacían operaciones de cobertura contra el riesgo de precios. Se estima que las grandes empresas procesadoras hacen operaciones de cobertura a lo más con respecto al 10% de sus compras y existencias. El papel reducido de los comerciantes ha tenido como resultado una baja de la liquidez en los mercados de futuros, especialmente en París y Londres. Innegablemente, las cotizaciones de las bolsas aún funcionan como barómetro de los precios y mecanismo de negociación, en tanto que los comerciantes siguen cumpliendo un importante tarea de investigación del mercado en beneficio de algunos productores. En el caso del azúcar, en que los productores y usuarios se hallan ampliamente dispersos, los comerciantes son relativamente pocos pero muy conocidos e importantes para el funcionamiento del mercado al contado y el de futuros. Aunque es probable que la mayor parte del café, el cacao y el azúcar exportados desde los países de América Latina y el Caribe se venda en las bolsas de productos básicos a través de operadores, los expertos estiman que no más del 25% de estas exportaciones es comerciado directamente por los productores en las bolsas (López Huebe, 1990).

En el caso de los cereales, la parte principal de las exportaciones de Argentina y Brasil (los principales exportadores de la región) está

concentrada en las manos de empresas privadas, que son subsidiarias de empresas transnacionales o que tienen representación en estos países. Además, aunque es difícil medir el grado de participación de estos países, consultas directas hechas a importantes exportadores de cereales y sus productos indican que estas empresas usan (pero no necesariamente en forma sistemática) los mercados de futuros para operaciones de cobertura, y que parecen realizar coberturas cruzadas con otros productos básicos así como futuros financieros y futuros relacionados con los tipos de cambio. En contraste con ello, las organizaciones oficiales que se especializan en exportaciones de cereales en América Latina (por ejemplo, la Junta Nacional de Granos de Argentina y otras instituciones semejantes) usan las bolsas principalmente como fuente de información y mecanismos de negociación de contratos, pero no para efectuar operaciones de cobertura 9/ o especulación.

En los Estados Unidos, no son los agricultores (salvo algunos grandes) sino las empresas de elevadores de granos las que realizan operaciones de cobertura. Las bolsas son activamente usadas por los comerciantes, pero no tanto por los molinos y otros procesadores. En un encuesta realizada en Estados Unidos a fines del decenio de 1970, menos de 7% de los agricultores entrevistados señalaron que habían negociado contratos de futuros. Su participación estaba limitada por la falta de conocimiento de las operaciones de los mercados de futuros, el pequeño volumen de las operaciones agrícolas según lo revela el producto anual muy inferior al monto del contrato mínimo negociable en las bolsas de productos, la falta de capital y de servicios de crédito para solventar los gastos de comisiones, y las exigencias de márgenes iniciales y de variación. No obstante, la Chicago Board of Trade (CBT) estima que alrededor del 50% de sus actividades relacionadas con los futuros de trigo son coberturas en tanto que la cifra correspondiente a la soya se halla entre el 40 y el 45% y la del maíz, entre 55 y 60%.

Existen mercados de futuros de concentrado de jugo de naranja congelado; la bolsa principal para este producto de creciente interés regional es la New York Cotton Exchange (NYCE). Aunque las compañías brasileñas, productores importantes, tienen prohibición, de acuerdo con sus propias leyes, de participar como miembros de la NYCE, es reconocido su uso de la cobertura en escala considerable. Los brasileños la usan también como base de información

del mercado, especulación y, lo que es más importante, para pagar a sus agricultores: los procesadores pagan a los agricultores el precio de la NYCE menos todos los demás costos (procesamiento, transporte, aranceles, etc.), dejando la mayor parte del riesgo de precios a los agricultores.

Históricamente, ha sido baja la participación de las industrias metalúrgicas como miembros de las bolsas. Sin embargo, en los últimos años, ésta ha aumentado no sólo merced a la incorporación de las compañías como miembros sino gracias a un mayor nivel de influencia ejercida por ellos con respecto a las decisiones que afectan a la industria. No obstante, sólo en el caso de la industria del cobre participan activamente los productores de América Latina en las bolsas, especialmente en los segmentos industriales que están más expuestos a los riesgos de precios (como los fabricantes de productos semielaborados). Con respecto al cobre, existe el predominio de contratos de cantidad a término con entregas programadas regularmente durante el año, pero con los precios directamente vinculados a los precios de la Bolsa de Metales de Londres (LME). Hay un número relativamente pequeño de proveedores importantes y un grupo bastante disperso de industriales y usuarios del cobre; los comerciantes se dedican a afinar la oferta y la demanda de material no cubierto por los contratos. En los últimos años, las principales empresas públicas y privadas de Chile, Perú, México y Brasil han usado la LME y la Bolsa de Productos de Nueva York (COMEX) regularmente para fines de cobertura.

El comercio de futuros de aluminio es relativamente nuevo, pues comenzó a fines del decenio de 1970. Una de las características principales de la industria del aluminio en los últimos años ha sido la decreciente participación de las seis principales empresas productoras en todas las etapas de producción (es decir, bauxita, alúmina y aluminio). Al mismo tiempo, se ha incrementado el número e importancia de los productores independientes, no integrados, incluidas algunas empresas de propiedad estatal en los países en desarrollo. Entretanto, ha aumentado la inestabilidad de los precios en la etapa del aluminio, en parte como resultado de la introducción de este metal en las bolsas de productos y en parte debido a la pérdida del control del mercado por las principales empresas. Los precios de la bauxita y de la alúmina han permanecido en general más estables, pero la práctica cada vez más

común de vincular los precios de los contratos de alúmina a los precios del aluminio ha tenido el efecto de traspasar la inestabilidad de los precios a la alúmina. En Brasil y Venezuela, los principales productores de la región, las compañías basan los contratos en el precio de la LME. Muchas de estas compañías son empresas conjuntas entre el Estado, las grandes firmas y los intereses japoneses, y parte de su producción está comprometida bajo contratos a largo plazo o la comercializan las subsidiarias de las grandes empresas. El resto se vende en forma independiente y probablemente hay una porción que se transa en las bolsas de productos.

Al igual que el cobre, el estaño tiene una larga historia con respecto a las bolsas de productos básicos. Dado lo disperso de la estructura industrial en lo que atañe al consumo, la LME fue usada por los comerciantes principalmente para operaciones de cobertura. La industria del estaño, por otra parte, operó en la LME durante un largo período con el fin de sustentar los precios en virtud del Convenio Internacional del Estaño. En Asia Sudoriental, el mercado del estaño de Kuala Lumpur y el recientemente establecido mercado de futuros de estaño de la Bolsa de Productos Básicos de Kuala Lumpur en Malasia incrementan las oportunidades de intercambio comercial y de determinación de precios para los productores de esta región, si bien los volúmenes comerciados son aún relativamente pequeños. La reintroducción de los futuros de estaño en la LME en 1989 también ofrece oportunidades para actividades de cobertura y especulación. El principal productor brasileño, Paranapanema, es una empresa privada y se cree que participó a través de su división comercial en la LME. En el caso de Bolivia, la participación directa en la LME es insignificante, dado que una parte considerable de la producción boliviana se comercializa por medio de comerciantes que incorporan opciones de fijación de precios en los contratos.

III. LAS OPORTUNIDADES ECONOMICAS QUE OFRECEN LOS MERCADOS DE FUTUROS Y DE OPCIONES A LOS EXPORTADORES DE LOS PAISES EN DESARROLLO

El objetivo central de este capítulo es ilustrar las oportunidades económicas que ofrecen los mercados de futuros, así como las limitaciones que entraña su uso, desde el punto de vista de los exportadores de los países en desarrollo. Sin embargo, antes de presentar casos ilustrativos, corresponde hacer algunas observaciones generales.

Hay cuatro funciones principales que cumplen las bolsas de productos básicos en lo que respecta a los usuarios: operaciones de cobertura, especulación, fijación de precios y arbitraje. La cuantiosa documentación que hay sobre estas funciones hace innecesario dar aquí una descripción detallada de su mecanismo y posibles beneficios para los usuarios. Las ventajas de las bolsas de productos básicos para los productores, comerciantes y consumidores bajo un sistema de economía de mercado son también bastante conocidas, y se pueden resumir de la siguiente manera: i) una reducción de los riesgos de precios inherentes a la posesión de productos básicos; ii) financiamiento más fácil y de menor costo; iii) mejor conocimiento de las condiciones del mercado, y iv) cumplimiento garantizado de los contratos de futuros.

Los mercados de futuros benefician a aquellos participantes que no intervienen directamente en el comercio de futuros, ya que los precios de los futuros proporcionan pronósticos útiles acerca de las mercancías físicas con anticipación a las fechas de entrega. Esto significa que al evaluar los beneficios globales de las transacciones de futuros de cada producto básico, deben tenerse en cuenta los beneficios para las personas que no sean aquellas que intervienen directamente en la transacción. El aumento de la transparencia del mercado puede ser considerable, en comparación con lo que sucede en muchos tratos privados.

En general, el único medio por el cual los que toman posesión de productos básicos de los productores originales pueden reducir al mínimo su riesgo y absorber las fluctuaciones del mercado durante el período en que conservan la mercancía, es forzar al productor a vender sus mercancías con descuento. Las bolsas de futuros permiten a los que tienen existencias de

productos básicos transados internacionalmente traspasar los riesgos por medio de operaciones de cobertura al mercado de futuros, permitiendo posiblemente así que el productor original reciba un precio más alto.

Hay otros beneficios "derivados" que los países en desarrollo obtienen de los mercados de futuros y que no son ni inmediatos ni directos sino más bien importantes a plazos mediano y largo. Comprenden una mayor integración de los sistemas de fijación de precios de los países en desarrollo en los mercados mundiales, un acrecentamiento de la competencia y reducción del poder monopsonístico, y la disipación de la carga de riesgo interno para el ámbito más amplio de la economía mundial (Power y Tosini, 1977). Además, como lo ha sugerido Hirshleifer (1988), al no haber mercados de futuros, los agricultores y productores tendrán mayores incentivos para integrarse verticalmente a fin de compensar los costos correlacionados negativamente que existen entre ellos. Esto podría lograrse combinando activos bajo un solo propietario o mediante contratos a término (contratos para entrega futura) entre el productor y el procesador. Establecerse y participar en un mercado de futuros proporciona otra alternativa a la que pueden recurrir estos grupos para traspasar los riesgos individualmente. Por lo tanto, las transacciones organizadas de futuros pueden ser substitutos de la integración vertical o la contratación de participaciones como medio de diversificación, estimulando al mismo tiempo un mayor grado de especialización de productos.^{10/}

1. Futuros

El atractivo de las operaciones de futuros con respecto a las transacciones al contado, desde el punto de vista de los países en desarrollo, se basa en la capacidad de los mercados de futuros de promover: i) la cobertura de previsión (fijación de precios a término); ii) la cobertura de las existencias; iii) la flexibilidad en la fijación de los precios, y iv) el apoyo a los precios de los productos básicos. Añádase, por supuesto, la función de información sobre el mercado, mencionada frecuentemente: las bolsas de productos básicos suministran información con respecto al comportamiento de los precios a la luz de las condiciones existentes y previstas de oferta y demanda en el mercado, para la toma de decisiones en materia de producción y comercialización.

a) Cobertura de previsión o protectora

El resultado de una operación de cobertura depende de una combinación de estrategias y circunstancias. Lo que se cuestiona menos en la actualidad es la conveniencia de alguna forma de cobertura en primer lugar, en algún punto de la cadena de producción, procesamiento, distribución y venta y usuario final.

La cobertura de previsión consiste en la compra o venta de contratos de futuros previendo la compra o venta de un producto básico. Se trata básicamente de una decisión de fijación de precios: el producto que debe a la larga comprarse o venderse tiene hoy precios que se ven "favorables". La mayor parte de las operaciones de cobertura de los productores, algunas de los procesadores y la mayoría de las que realizan los importadores potenciales encajan en esta categoría. Por ejemplo, los agricultores pueden en cualquier momento durante el año vender su producción planeada que estará disponible sólo en el momento de la cosecha. Los mercados de futuros proporcionan una oportunidad continua de fijación de precios y de venta para una operación de producción que de otra manera sería discontinua. En el caso de un procesador, por lo general tendrá una capacidad relativamente pequeña de almacenamiento en su emplazamiento industrial y por lo tanto no podrá comprar sus necesidades anuales de insumos en el mercado al contado en una sola operación. Sin embargo, si el procesador juzgase que los precios están bajos, podría afianzar hoy todas sus necesidades anuales comprando futuros.

Como puede apreciarse de lo expuesto, cuando se usan los mercados de futuros para la fijación de precios a término, cumplen básicamente la misma función de los mercados para entrega futura (forward markets). Las diferencias que hay entre ellos 11/ incluyen la facilidad de ingreso y de salida, y la práctica de abonar y cargar en cuenta diariamente en las transacciones de futuros (marking to the market), así como la capacidad de "renovar" con facilidad las ventas en futuros, pasándolas de un período de entrega a otro de vencimiento posterior. La fijación de precios a término efectuada de esta manera elimina la incertidumbre respecto de los niveles de los precios de exportación. Estos se empalman con la mayor liquidez de los mercados de futuros, proporcionada al volumen de transacciones, mientras que en los mercados a término casi no hay fungibilidad. Se presupone que los mercados de

futuros otorgan un nivel más alto de integridad contractual, garantizada por las operaciones de cámara de compensación de la bolsa de productos.

Las oportunidades que surgen de la fijación de precios a término en un mercado líquido de futuros pueden ser de especial interés para los exportadores de los países en desarrollo, cuya coordinación de las ventas de exportación es vital para la gestión cambiaria. Mediante este método, el exportador puede vender fracciones de las ventas de exportación planeadas en futuros a lo largo de intervalos denominados por los meses del contrato. Los beneficios pueden ser considerables para las organizaciones y empresas de exportación, como la Junta Nacional de Granos de Argentina, cooperativas y empresas comerciales estatales que sistemáticamente obtienen el producto en el mercado local y posteriormente lo exportan. Un minucioso seguimiento practicado por estas instituciones en el mercado les permite decidir acerca del momento apropiado para hacer una operación de cobertura con bastante anticipación respecto de la venta real o la cosecha, o sin la presencia de los consumidores habituales. Esta modalidad de reducción del riesgo es usada, según se informa, sistemáticamente por La Junta del Trigo de Australia.

Por naturaleza, la cobertura de previsión es especulativa: el participante selecciona momentos determinados para comprar o vender, basándose en su juicio acerca de los precios vigentes en el mercado de futuros. La operación entraña una decisión de afianzar un precio considerado "bueno", sobre la base de un análisis del mercado o de ciertos criterios respecto de sus operaciones comerciales (esta decisión es semejante a la adoptada por el especulador en la bolsa), o sobre la base de los precios relativos de los insumos usados en la producción.

Además de este carácter especulativo, la cobertura de previsión, como otros tipos de cobertura, no elimina totalmente la incertidumbre con respecto al precio neto recibido finalmente por el exportador. Queda un grado de incertidumbre en la diferencia, conocida como la "base local", entre el precio al contado en el lugar de entrega y el precio de la venta de exportación en el mercado al contado. Como se analiza más adelante, esta diferencia puede variar marcadamente, según la distancia entre el punto de entrega del mercado de futuros y la ubicación de la venta de exportación real. Hay también riesgo de base de "calidad", que surge de las diferencias en el grado o tipo de producto

básico ofrecido para la venta de exportación y el que se especifica en el contrato de futuros.

Existe además un riesgo de "cantidad". El comercio de futuros no garantiza que las cantidades bajo cobertura antes de la cosecha serán iguales a la cantidad disponible para la venta más tarde en el mercado al contado. Antes de la cosecha, los productores pueden sólo abrigar expectativas acerca de los rendimientos que obtendrán. En consecuencia, es improbable que los productores pudiesen hacer operaciones de cobertura por el monto exacto de sus cosechas. Salvo que se mantengan grandes instalaciones de almacenamiento para regular el flujo de existencias hacia el mercado, los productores se enfrentan a riesgos considerables en la fijación de precios a término. Es perfectamente posible para los exportadores sacar provecho también de los cambios que ocurran en la base local, en la base de calidad y en la de valores en efectivo, pero para un coberturista que rehuye el riesgo, que es probable que sea el caso del exportador de un país en desarrollo, esta variabilidad de las bases puede considerarse algo muy inconveniente. El margen real del exportador dependerá de lo bien que se prevea la base pertinente de valores en efectivo. Esto, a su vez, requiere un conocimiento refinado de las relaciones de bases.

Un exportador que usa los mercados de futuros para fijar precios a término de las exportaciones puede hacerlo ya sea para estabilizar los ingresos de exportación o para planear la comercialización de las exportaciones. Sin embargo, no es seguro que la fijación de precios a término de las exportaciones, mediante la cobertura de previsión, estabilizaría los ingresos de exportación. Ello se logrará si la varianza de precios recibidos a través de la fijación de precios a término en los mercados de futuros con respecto a cualquier cantidad dada de exportaciones es menor que la varianza de precios recibidos a través sólo de transacciones en el mercado al contado. Si se tiene en cuenta que los precios de los futuros generalmente se desplazan de acuerdo con los precios del mercado al contado a través de los años de comercialización, la fijación de precios a término en los mercados de futuros no debería reducir realmente la varianza de año en año en los ingresos de exportación. No obstante, si existiera entre la media y la varianza de los ingresos una relación de tal índole que se produciría una menor variabilidad sólo a costa de ingresos previstos menores, se reducirían

los beneficios de la cobertura. Aun así, los exportadores que rehuyen el riesgo pueden estar dispuestos a trocar algunos ingresos por una menor varianza. Lo que es más importante, las transacciones de futuros, en sí mismas, no moderarán ni eliminarán la varianza en los ingresos de exportación atribuibles a la variabilidad de la producción.

De lo que antecede se desprende que si bien los mercados de futuros pueden proporcionar algún grado de protección contra los movimientos adversos de los precios al contado, quizás no hagan mucho por proteger los ingresos del productor o exportador ingenuo. El nivel de cobertura de previsión óptima puede ser considerablemente menor al resultado previsto cuando son muchas las incertidumbres respecto a los precios y la producción. Puede resultar que la cantidad de la operación de cobertura sea una variable crítica en materia de decisiones, en vez de dar siempre por sentado que habrá posiciones de cobertura completa. Especialmente en el caso de los productos básicos agrícolas, como se dijo anteriormente, un productor tiene que enfrentarse no solamente a un riesgo de precios sino también a uno de cantidades, y se consideran racionales las desviaciones de posiciones de cobertura completa, que dependen del tipo de relación entre la variabilidad de la producción y de los precios. Es posible que el nivel de cobertura óptima para un productor que rehúye el riesgo pueda ser mucho menor que el resultado previsto cuando el precio y la producción son inciertos.

El nivel de cobertura puede también ser diferente para los productores y exportadores grandes y pequeños. Las transacciones de futuros, en un horizonte para el cual los precios de los futuros deben proporcionar una estimación imparcial del precio de equilibrio a largo plazo del producto básico (tema altamente debatible), debe permitir a los consumidores, y a aquellos pequeños productores cuya producción tiene un efecto insignificante sobre el precio del producto básico, eliminar completamente los efectos de la variabilidad de los precios. Por otra parte, los grandes productores, cuyos niveles de producción afectarán al precio del producto básico, no podrán eliminar totalmente la incertidumbre con respecto a sus ingresos, aunque es posible que puedan, en cierta medida, establecer posiciones futuras que harán que las fluctuaciones en los ingresos sean independientes de las variaciones en el precio de los productos. En resumen, para los consumidores y productores pequeños, las

transacciones de futuros podrían ser, desde el punto de vista de la reducción del riesgo, un mecanismo eficaz de estabilización de los precios. Los grandes productores, cuyo interés principal es la estabilización de los ingresos, pueden también adoptar una posición a término que sea óptima para sus propias circunstancias, pero la tarea de hallar dicho niveles es más complicada.

b) Cobertura de las existencias

Los mercados de futuros constituyen una fuente valiosa de información sobre el mercado y el seguimiento minucioso de los precios permite que en materia de exportaciones se haga una eficiente fijación de precios y comercialización. En especial, la relación entre los precios de los futuros de vencimientos diferentes proporciona el precio determinado por el mercado a consecuencia del almacenamiento de los productos básicos.

La diferencia de precio entre los contratos de futuros con vencimientos diferentes, lo que se llama "base", es una señal para los mercados de la disponibilidad de existencias: los grandes márgenes entre los precios indican una abundancia de existencias y un incentivo para almacenar, en tanto que los márgenes pequeños o negativos apuntan a una estrechez de existencias y significan un incentivo a lanzarlas al mercado. Los rendimientos por concepto de almacenamiento, llamados "costos de mantenimiento" (carrying charges), son normalmente más cuantiosos entre los meses de contrato inmediatamente siguientes a la cosecha y mínimos entre los meses que la preceden. Vale decir, cuando son abundantes las existencias disponibles para el mercado, habrá costos de mantenimiento positivos entre diferentes meses de contrato. En contraste con ello, habrá costos de mantenimiento reducidos o negativos cuando las existencias sean bajas. El exportador que entiende la importancia de los márgenes entre los precios de los futuros puede usar esta información en beneficio propio al programar las ventas de exportación, aun sin realizar operaciones de contratos de futuros. El examen de estas relaciones de precios permite al exportador estar al tanto de las condiciones actuales del mercado así como de las expectativas implícitas de los mercados de futuros (estos aspectos relativos a la base se abordarán nuevamente en el capítulo III).

Los márgenes entre los precios de los futuros, en consecuencia, le señalarán al exportador cuándo almacenar y cuándo vender. Con esta información, el exportador podría almacenar el producto haciendo operaciones

de cobertura de las existencias en los mercados de futuros para prevenir posibles cambios adversos de los precios. Cuando un costo de mantenimiento es positivo, el exportador puede obtener un rendimiento del almacenamiento, simultáneamente comprando el producto básico al contado y vendiendo futuros. Al vencimiento de los futuros cercanos, el exportador puede seguir obteniendo un rendimiento por concepto de almacenamiento cambiando la fecha del contrato de futuros a la del mercado de futuros siguiente, siempre que se mantenga un costo de mantenimiento positivo. El exportador puede repetir el proceso hasta que los márgenes entre los precios se tornen negativos, para luego cerrar su posición de futuros y lanzar sus existencias al mercado al contado.

El éxito que se logre en la cobertura de las existencias depende, al igual que en la cobertura de previsión, del riesgo de base. El rendimiento por concepto de almacenamiento puede disminuir o aumentar según los cambios en la base local o de calidad del exportador. También lo afectarán los cambios en la base del valor al contado si se sacan las existencias del almacenamiento antes de la fecha de vencimiento del contrato de futuros. Los beneficios derivados de la cobertura de existencias dependen también del comportamiento de los principales participantes en el mercado al contado en lo que se refiere al mantenimiento de existencias: la disponibilidad de existencias para el mercado en relación con la demanda actual determina en gran medida los costos de mantenimiento; además, el comportamiento de un productor o grupo de productores importantes en cuanto al mantenimiento de existencias y la ubicación del mercado de futuros tienen gran influencia en ellos. Se sabe, por ejemplo, que los costos de mantenimiento de los futuros de cereales, soya y algodón los determina el comportamiento en ese sentido de los productores en los Estados Unidos, donde están situados los principales mercados de futuros de estos productos.

Los mecanismos empleados en las operaciones de cobertura de existencias deben estimular no sólo la estabilidad de precios intratemporal (dentro de un año agrícola) sino también intertemporal (de año en año), promoviendo la salida de las existencias en épocas de escasez y la acumulación de ellas en períodos de abundancia. Sin embargo, estas ventajas podrían reducirse considerablemente merced a la aplicación de esquemas de estabilización de los

precios, que tienden a regular la disponibilidad de existencias en oposición a las señales de los mercados de futuros.

Respecto de la estabilidad de precios intertemporal, hay otra dimensión que se debe tener en cuenta en el sector de minerales. En efecto, el propietario de la mina tiene todas sus existencias en forma de reservas. Como tal, sus activos están expuestos al riesgo de variabilidad de los precios, es decir, dependerán del precio al que se extraigan las reservas. En consecuencia, el productor está expuesto al riesgo con respecto no sólo a las existencias de metal refinado, o producción durante el período en cuestión, sino también a las existencias de materias primas para un horizonte de producción a un plazo mucho más largo (Bandé y Mardones, 1990).

c) Flexibilidad en la fijación de precios

Otra modalidad importante de las operaciones de cobertura que podría ser de gran utilidad para los exportadores de los países en desarrollo es el mecanismo del llamado "contrato de precios fijados según la base" (basis-priced contract). Las partes de este contrato concuerdan en dos componentes separados al fijar los precios del producto de exportación: i) la elección del contrato de futuros que posteriormente determina el precio absoluto del producto de exportación, y ii) la base, es decir, el monto sobre o bajo el precio pertinente de los futuros que el exportador obtendrá por hacer la venta. La base está compuesta de los costos de transporte entre el mercado de futuros y el lugar de entrega y de las primas o descuentos por diferencias de calidad con respecto al producto básico especificado en el contrato de futuros. Se sabe que esta práctica es común en la industria mundial de cereales, y esta afirmación incluye a los principales exportadores de cereales de América Latina. Los contratos de precios fijados según la base permiten al exportador, al igual que en el caso del importador, fijar anticipadamente una dimensión (la base) de una venta de exportación, pero al mismo tiempo mantener la flexibilidad de la otra dimensión (el precio). Por definición, los contratos para entrega futura fijan ambas dimensiones, en tanto que las ventas en el mercado al contado no fijan ninguna.

En un contrato normal de precios fijados según la base, el exportador y el importador acuerdan una compra-venta del producto básico después de haber especificado la base. El contrato de futuros usado para este fin por el

exportador y el importador es aquel cuyo vencimiento está más próximo a la fecha de entrega acordada en el contrato de exportación. El precio al que vende el exportador y compra futuros el importador no tiene que ser el mismo. Ambos, exportador e importador, de acuerdo con su criterio, especulan acerca de los niveles de precios, esperando establecer una posición de futuros. Una vez que un comerciante fija un precio estableciendo una posición de futuros, si así lo desea, puede fijar un nuevo precio, pasando las ventas a un período de vencimiento posterior. De este modo, los riesgos en un contrato de precios fijados según la base yacen en la propia flexibilidad para determinar un nivel de precios y el riesgo de que la base acordada no cubra los costos de exportación.

Un mecanismo al que a menudo se adhieren los países de la región, pero, estrictamente hablando, fuera de las operaciones de futuros, es uno llamado órdenes ejecutables. Es una variación de un contrato de canjeo (el trueque de mercancías físicas por futuros) y generalmente se acuerda con un miembro de la bolsa. El principal objetivo es establecer una fórmula de fijación de precios que permita una ejecución parcial o total de una venta entre la fecha de venta de las mercancías físicas y la fecha de embarque. Después de convenir en la cantidad de lotes de mercancías, las posiciones y las primas y descuentos en relación con el precio de los futuros, el vendedor fija el precio de las mercancías físicas dando órdenes al corredor, el que las ejecuta en la bolsa por cuenta propia. La ventaja para el vendedor es que puede fijar el precio de las mercancías físicas cuando lo desee durante el período estipulado. El vendedor actúa en la bolsa en la misma forma que si estuviera realizando una operación de cobertura sin asumir ningún compromiso directo en la bolsa.

Los beneficios devengados de los contratos de órdenes ejecutables deben evaluarse según las alternativas de fijación de precios que ofrezcan: i) si se prefiriera una venta a precio fijo, el objetivo se podría lograr dando una orden de vender el total de los lotes que forman parte del contrato; ii) si el objetivo fuera obtener el promedio (por ejemplo por un período de un mes), se podrían emitir órdenes para una venta de un número igual de lotes cada día, de modo que al final del período, se obtendría un precio similar al promedio mensual, y iii) basándose en su mejor estimación, uno puede usar los contratos

de órdenes ejecutables de manera de obtener un precio mayor que en los casos señalados en i) y ii).

d) Apoyo de los precios de los productos básicos

Desde el punto de vista de los países en desarrollo, hay una cuestión adicional que debe abordarse: las transacciones de futuros iniciadas por el sector privado o por intervención oficial en los mercados de futuros como sustituto de la participación en esquemas de estabilización de los precios de los productos básicos, que hasta ahora se han practicado principalmente en virtud de los acuerdos internacionales de productos básicos. En vez de usar los mercados de futuros en forma individual para fines de fijación convencional de precios y mantenimiento de existencias, los exportadores pueden intentar influir en los precios del mercado al contado o apoyarlos, negociando futuros en forma colectiva. La estrategia básica entrañaría la compra de contratos de futuros manteniendo a la vez una cantidad suficiente del producto básico al contado para ejercer una presión alcista sobre los precios de los futuros y del mercado al contado. De esta manera, la adopción de posiciones largas en los mercados de futuros podría ser un sustituto de la adopción de posiciones largas en los mercados al contado, que es básicamente el objetivo de la tenencia de existencias reguladoras. Un atractivo inmediato de este tipo de acción se basa en el efecto de palanca en el mercado que causan las operaciones de futuros. Tampoco necesitan los exportadores restringir inmediatamente las exportaciones, ni tienen que almacenar las existencias en sus propios países. Sin embargo, lo que se requiere es el capital marginal necesario para establecer una posición de futuros y mantenerse en ella.

El objetivo explícito de los programas de existencias reguladoras es disminuir la variabilidad de los precios y posiblemente la variabilidad de los ingresos. Parece también haber en estas operaciones un objetivo implícito de estabilizar los precios a niveles, como promedio, más altos que los del equilibrio a largo plazo. El uso de existencias reguladoras para alcanzar niveles de precios más altos que los que habrían establecido las fuerzas del mercado por sí solas, como se ha observado en el caso de la crisis del estaño, tiende a estimular la sobreproducción y a dejar al organismo a cargo de las existencias reguladoras como comprador de última instancia, con una

acumulación cada vez mayor del producto básico. Con el fin de mantener los precios de los futuros por sobre su nivel de equilibrio a largo plazo, el organismo mantendría normalmente posiciones largas netas y sufriría pérdidas sobre estos contratos al aproximarse su vencimiento. Aún más, esas actividades de apoyo de los precios haría necesario que se aceptaran entregas con respecto a contratos de futuros.

Además de considerársela "manipuladora" y de estar expuesta a la posibilidad de medidas reglamentarias adoptadas por la bolsa misma o por el organismo gubernamental respectivo,^{12/} esta forma de operación en el mercado para apoyar los precios al contado supone serios riesgos. Los participantes se enfrentarán en definitiva al problema de qué hacer con las existencias adquiridas mientras esperan las entregas en relación con sus posiciones largas. Como ya se dijo, a menos que las existencias excedentarias se eliminen efectivamente del mercado, cualquier aumento temporal será de corta duración. Por otra parte, para que la actividad de apoyo de los precios sea eficaz, el mecanismo que consiste en transmitir los cambios de precios desde los mercados de futuros a los mercados al contado debe ser suficientemente vigoroso para que la intervención en un mercado pueda considerarse un buen sustituto en el otro. Por lo tanto, el mercado de futuros en cuestión debe poseer la profundidad, amplitud y elasticidad para soportar la intervención oficial y para transmitir en forma predecible los cambios de precios al mercado al contado.

Una alternativa a la acción colectiva de los productores, ya sea por medio de acuerdos internacionales o de operaciones conjuntas en los mercados de futuros, sería por supuesto que cada uno de ellos se adhiriera a los mercados de futuros. En este sentido, Newbery (1983) plantea que en general es probable que los mercados de futuros ofrezcan un mejor seguro a los productores que los esquemas de estabilización de los precios, siempre que, y en la medida que ello ocurra, los mercados de futuros se mantengan altamente competitivos. Esta condición, algo contraria a la creencia generalizada de los exportadores de los países en desarrollo, requiere adecuada especulación. La ventaja comparativa que tienen las operaciones de futuros sobre los esquemas de estabilización de los precios proviene básicamente de: i) la discreción que otorga al coberturista potencial, permitiéndole tener en cuenta un posible

riesgo de cantidad; ii) la posible distorsión de los incentivos de producción en virtud de esquemas de estabilización de los precios, y iii) el estímulo dado por los mercados de futuros a la creación de instalaciones de almacenamiento y al mantenimiento de existencias por el sector privado.

Optar por los mercados privados de futuros o por la intervención oficial en los mercados al contado o los de futuros con el fin de estabilizar los precios es una decisión tanto filosófica como empírica. La promoción de las transacciones de futuros para desplazar el riesgo y estimular el mantenimiento privado de existencias es un método que hace hincapié en las soluciones de "mercado" por el sector privado. Los métodos de mantenimiento de existencias reguladoras suponen, necesariamente, un grado apreciable de gestión oficial de los principales mercados de productos básicos. Las ramificaciones de la intervención oficial en los mercados de futuros pueden ser bastante considerables y posiblemente desfavorables.

2. Opciones

Una opción da al comprador el derecho, pero no le impone la obligación, de comprar (call) o vender (put) un producto básico a un precio dado (llamado strike price o "precio de golpe") durante un período dado de tiempo. En contraste con ello, un contrato de futuros es un acuerdo de compra o venta de un producto básico a un precio dado durante un período dado de tiempo. Un contrato de futuros obliga a ambas partes del contrato a cumplirlo, en tanto que el comprador de una opción puede abandonar el contrato si ello se considera conveniente. Debe recordarse que el adquirente de una opción para comprar no es la parte contraria del adquirente de una opción para vender: la parte contraria de un adquirente de una opción para comprar es el otorgante de dicha opción. Del mismo modo, la parte contraria de un adquirente de una opción para vender es el otorgante de ésta. Las opciones no son gratuitas: su precio se llama prima y se determina en el mercado. Cuando se transan opciones en una bolsa, sus primas y el precio de los futuros se desplazan juntos por medio del arbitraje. De hecho, la mayoría de las personas que suscriben opciones las protegen con operaciones de cobertura en futuros de modo que hay una adición neta a la liquidez de los futuros. En este sentido, una opción

debe tener un mercado subyacente de futuros líquidos con el fin de tener éxito. El rápido aumento de las opciones de cacao, café y azúcar en los Estados Unidos puede por lo tanto atribuirse en gran medida a su mercados subyacentes de futuros.

Los usos de las opciones por los productores y exportadores son variados, pero pueden dividirse en cuatro categorías: i) protección en materia de precios; ii) gestión del riesgo de cantidad; iii) gestión del riesgo en forma de licitaciones, y iv) generación de ingresos.

a) Protección en materia de precios

Al igual que los futuros, las opciones pueden usarse para desplazar el riesgo de los cambios de precios. A manera de ilustración, podemos ver cómo se desplaza el riesgo de los precios en el caso de los agricultores de cereales que usan futuros y opciones. Generalmente el agricultor puede elegir entre vender el cereal inmediatamente o almacenarlo previendo precios más altos al avanzar la temporada. La segunda de estas dos posibilidades es a menudo atractiva porque los precios de los cereales tienden a estar en su punto estacional más bajo justo después de la cosecha. No obstante, es también de alto riesgo puesto que los precios de los cereales pueden caer más bien que aumentar, debido a circunstancias imprevistas. Como se señaló anteriormente, una cobertura de previsión en los mercados de futuros permite a dicho productor desplazar el riesgo de los movimientos adversos en sus existencias.

En lugar de establecer una posición de futuros para vender (corta), el agricultor podría comprar una opción para vender con un precio de golpe cerca del precio de futuros de hoy día. Si el precio sube posteriormente, el agricultor puede dejar la opción o si todavía tiene algún valor, compensarla y vender sus cereales en el mercado al contado. Si no obstante bajan los precios posteriormente, el agricultor puede ejercer la opción y recibir una posición de futuros corta que puede compensarse para obtener una ganancia o saldarla mediante entrega. Está claro que la opción para vender actúa como precio mínimo, permitiendo al productor obtener utilidades de los aumentos de precios, en tanto que la operación de cobertura de futuros le permite asegurar un precio.

Otro uso sugerido de las opciones en esta categoría es como seguro contra movimientos catastróficos de precios, problema frecuente a que se enfrentan

los productores y exportadores de los países en desarrollo. Un productor puede estar dispuesto a asumir cierto grado de riesgo en períodos normales, pero puede desear protegerse de variaciones importantes de los precios. En estas circunstancias, podría comprar una opción para vender "fuera del dinero", en la que el precio de golpe es considerablemente menor al precio de mercado actual del contrato de futuros subyacente. En vista de la menor probabilidad de que dicha opción para vender sea lucrativa en comparación con un precio de golpe igual al precio actual, su prima será baja. De esta forma, las opciones para vender fuera del dinero podrían proporcionar mecanismos relativamente baratos para asegurarse contra cambios catastróficos de precios.

b) Gestión del riesgo de cantidad

Una segunda categoría es el uso de las opciones por los productores para encarar el riesgo de cantidad. Un caso ilustrativo es un productor que trata de proteger mediante operaciones de cobertura la producción "prevista" al momento de plantar. En este caso, el productor se enfrenta no sólo al riesgo de precios sino también al riesgo de cantidad, porque no se conoce el rendimiento exacto. Usando futuros, un productor prudente podría proteger una cantidad menor a la producción prevista, asegurándose de que no se ha excedido en la cobertura. En contraste con ello, una opción para vender permite a un productor proteger plenamente la producción prevista porque esta opción no tiene que ejercerse.

c) Opciones y licitaciones

Las opciones hacen posible reducir los riesgos en las transacciones en las que se usa el sistema de licitación. Un procesador que desea cubrir el riesgo de precios que entraña una licitación, cuyas reglas de presentación se anunciarán después, puede adquirir una opción para comprar por la cantidad necesaria para cumplir el pedido. De esta forma, fija el precio, evitando el riesgo si el precio del producto básico aumenta entretanto. Si no se gana la licitación, y además el precio se desplaza en contra de él, sólo pierde la prima de la opción. Si el precio se desplaza a su favor, logra una utilidad, gane o pierda la licitación. Un contrato de futuros no es útil en este caso puesto que obliga al licitante a aceptar la entrega aunque no se gane la licitación. También puede preverse el caso opuesto, en que el comprador obtiene el producto en una licitación usando una opción.

d) Generación de ingresos

Otro uso que los productores pueden dar a las opciones es la obtención de ingresos. Por muy obvio que parezca, por cada compra de una opción en un momento dado y a un precio determinado, existe también la venta de una opción en el mismo momento y al mismo precio, vale decir, tal como hay inversionistas a quienes les resulta ventajoso comprar opciones, hay otros para quienes es ventajoso suscribir opciones. De hecho, puede muy bien haber ocasiones y situaciones en que los objetivos de inversión pueden atenderse óptimamente por medio de estrategias que suponen suscribir más bien que comprar opciones sobre contratos de futuros.

Casos corrientes son las suscripciones de opciones para comprar y para vender con el objetivo de ganar primas, sin tener una posición en el contrato subyacente de futuros (llamadas opciones descubiertas o "desnudas"). Estas estrategias pueden proporcionar flujos de fondos derivados de los ingresos por concepto de primas durante períodos de mercados "inactivos" o ligeramente bajistas.

Debe señalarse, sin embargo, que la suscripción de opciones descubiertas debe ser contemplada solamente por aquellos inversionistas que tienen una comprensión clara del riesgo y que desde el punto de vista financiero están no sólo dispuestos a asumir dicho riesgo sino que además son capaces de hacerlo. Las pérdidas potenciales son ilimitadas, en tanto que las posibilidades de utilidades se circunscriben a la prima recibida. Teniendo en cuenta las limitaciones financieras y de conocimientos especializados a que se enfrentan los productores y exportadores de los países en desarrollo, se puede decir que estas estrategias no pueden servir sus intereses inmediatos.

Lo que antecede demuestra que como mecanismo flexible de gestión del riesgo, las opciones proporcionan varias ventajas tanto a los que realizan operaciones de cobertura de futuros como a los que han establecido posiciones sin cobertura, a saber: i) los compradores de opciones gozan de un riesgo limitado con ilimitadas posibilidades de utilidades (nunca pueden perder más de la prima pagada); ii) los contratos pueden terminarse antes de su vencimiento; iii) los usuarios y los productores pueden fijar sus precios en diversos niveles, usando en efecto las opciones como seguro de precios; iv) los compradores de opciones no están sujetos a exigencias de márgenes de

modo que no se necesita una línea de crédito de plazo indefinido, y v) las opciones hacen accesibles importantes estrategias nuevas de fijación de precios. Por otra parte, ciertas desventajas pueden hacer el uso de las opciones menos apropiadas en determinadas circunstancias, a saber: i) los valores de las opciones disminuyen con el tiempo, por lo tanto, los tenedores de opciones pueden sufrir una erosión diaria de su valor temporal; ii) las primas de las opciones deben pagarse en su totalidad en el momento de la compra; iii) los vendedores deben cumplir las exigencias de márgenes en todo momento, y iv) las estrategias en materia de opciones y la determinación de las primas son aspectos complicados. Evaluar cada ventaja y desventaja sólo se puede hacer en forma individual, según el grado exposición al riesgo, el capital y la disposición a aceptar el riesgo.

Desde el punto de vista de los productores y exportadores de los países en desarrollo, sin embargo, las opciones pueden ser mecanismos más pertinentes que los futuros. La participación en los mercados de opciones puede ocurrir ya sea a través de los productores y exportadores que adquieren directamente opciones para vender o de comerciantes que ofrecen a los productores y exportadores la opción a término equivalente (una opción del mercado al contado), y que luego se cubren comprando opciones. La compra de opciones se puede promover como una póliza de seguro a largo plazo, en tanto que los futuros son más adecuados para la fijación de precios a corto plazo para contratos a término. Se trata de que a través de dicho mecanismo un productor puede garantizar un precio mínimo para su producto vendido a término, pero al mismo tiempo puede estar en condiciones de aprovechar los aumentos de precios. La opción del mercado al contado funciona de manera semejante: un comerciante ofrece un precio mínimo garantizado de tantos puntos por debajo del precio corriente, pero si los precios aumentan antes de la entrega, entonces el productor recibe el mismo número de puntos bajo el nuevo precio. Este método busca satisfacer el habitual optimismo del productor respecto de los precios en el sentido de que siempre los ve subir.

IV. ELEMENTOS LIMITANTES RESPECTO DE LA UTILIDAD DE LOS
MERCADOS DE FUTUROS PARA LAS EXPORTACIONES DE
LOS PAISES EN DESARROLLO

1. La base

Las operaciones de cobertura tienden a reducir el costo de la exposición a la incertidumbre respecto de los precios si hay menos incertidumbre con respecto a la base, es decir, a la diferencia entre los precios al contado y a término, que con respecto al nivel del precio al contado. Los beneficios previstos de la operación de cobertura por lo tanto dependen del grado en que la base sea más predecible que el nivel del precio al contado.^{13/}

Dada la reconocida importancia de la base en el proceso de traspaso del riesgo, es útil analizarla con cierto detalle. En forma aproximada, la paridad de precios futuros puede definirse de la siguiente manera:

$$F^m_t = S_t + c + u$$

$$c = C - Y$$

en que F^m_t denota el precio de los futuros en el momento t de un contrato dado que vence en el momento T y m , el mes de entrega (F^{12}_t , por ejemplo, precios de futuros para entrega en diciembre). F^m_0 es el precio de los futuros en la actualidad (digamos enero) para entrega en m . F^m_T es el precio de los futuros en la fecha de vencimiento. S_t es el precio al contado en el momento t , en tanto que C es "costos de mantenimiento brutos", incluidos los intereses, seguros, almacenamiento, derechos de embarque, etc. que son necesarios para almacenar las existencias. Y es el "rendimiento de conveniencia", definido como la rentabilidad que rinden las existencias para su propietario aparte de la expectativa de precios en alza. Por ejemplo, en el caso de una materia prima para fabricación, hay beneficios que se devengan del mantenimiento de existencias desde el punto de vista del ajuste de la producción, más bien que comprarlo al contado. Este concepto ayuda a explicar por qué los comerciantes y fabricantes pueden mantener existencias aun cuando esperan que bajen los precios, y por qué mantienen existencias y hacen operaciones de cobertura de las mismas aun cuando la base es negativa. Por último, u es un término

perturbador que consiste en los costos de transacción (comisiones, etc.) así como todos los otros factores del mercado que influyen en el precio.

Usando los términos anteriores, la base se define así:

$$\text{Base} = |S_t - F_t^m|$$

Cuando $|S_0 - F_0^m| < |S_1 - F_1^m| < |S_2 - F_2^m| \dots$, la base se está tornando "fuerte", en tanto que si ocurre lo contrario ($|S_0 - F_0^m| > |S_1 - F_1^m| > |S_2 - F_2^m|$), se está tornando "débil". En el momento T, es decir, la fecha de vencimiento, $S_T - F_T^m = 0$. Además, cuando $F_t^m - S_t > 0$, se llama "mercado normal" (contango), mientras que $F_t^m - S_t < 0$ se llama "mercado invertido" (backwardation). La razón por la que la base es importante es que lo fundamental de las operaciones de cobertura es transformar el riesgo del precio al contado en un cambio de la base (riesgo de base). Que el mercado sea normal o invertido depende de c y u , pero puesto que u se define como un error de término, la tendencia del mercado depende en gran medida de los costos netos de mantenimiento ($c = C - Y$).

En general, la relación entre C e Y es clara entre los productos básicos: teniendo en cuenta la posibilidad de excepciones, el mercado normal o contango caracteriza a los mercados del oro y de la plata y otros metales preciosos. Para estos productos, Y es insignificante, y la circulación en los mercados al contado es abundante. Aún más, hay grandes reservas en posesión de gobiernos u otros agentes, y hay pocos problemas de transporte que podrían causar una situación de "escasez". Por lo tanto, F_t^m refleja principalmente intereses cobrados como componente importante de C , estableciendo la relación $F_t^m > S_t$. Mientras más distante se esté de la fecha de vencimiento, mayor será F_t^m en relación con S_t , presentándose así una situación típica de mercado normal. En estas circunstancias, el comerciante vende en el mercado de futuros (posición corta) y logra una utilidad cuando la base se torna "más débil".

Por otra parte, se observa a menudo el mercado invertido (backwardation) en el caso de productos agrícolas como el trigo, la cebada, la soya, el azúcar, el cacao, y metales como el cobre y el aluminio. Cuando estos productos están en mercado normal, existe cierto esquema de desplazamiento de la base de acuerdo con el ciclo de cosecha (producción) estacional. Por ejemplo, en el hemisferio norte, los futuros de primavera tenderían a estar en un mercado normal en relación con el precio al contado de otoño. En el caso de

un mercado invertido, mientras más restringido esté el mercado al contado, mayor será el valor de Y ; se puede suponer teóricamente que $-\infty < c = Y < 0$. Por ejemplo, una operación de cobertura en posición larga S_0 por una en posición corta de F^m_0 , en un mercado invertido, causará $(S_0 - F^m_0) < (S_{t>0} - F^m_{t>0}) < \infty$, y puede producir una fuerte pérdida. Una operación de venta protectora para cubrir una venta a término de mercancías físicas se considera ventajosa en un mercado "normal", y esto sería un argumento en favor de una operación de cobertura. Al contrario, si el mercado está "invertido", ello es un factor desfavorable para una decisión en materia de operaciones de cobertura.

Las operaciones de cobertura entrañan riesgos "de base" si las transacciones en el mercado al contado están separadas en el tiempo, el espacio y la forma de las transacciones en el mercado de futuros. Como se vio anteriormente, que el riesgo de base sea alto o bajo depende de diversos factores. Si hay riesgo de calidad (inestabilidad del margen de precios entre el grado de calidad del exportador y aquel estipulado en el contrato de futuros), no es probable que estos dos mercados se integren bien. Además, si varían los costos de transporte, como los fletes, el precio al contado en los lugares de entrega del mercado de futuros también variará en relación con el precio al contado en el mercado del exportador. Este hará una operación de cobertura de sus existencias si prevé un riesgo de base bajo. Si la base se estrecha, la cobertura es lucrativa, en tanto que si se ensancha, la cobertura puede producir pérdida.

El comerciante experimentado puede de este modo obtener ganancias si se liquidan las coberturas después de que la base se desplaza en su favor. Se pueden sacar las siguientes conclusiones con respecto al resultado de una operación de cobertura y la situación del mercado (el signo positivo significa una ganancia en tanto que el negativo, una pérdida):

<u>mercado</u>	<u>tipo de cobertura</u>	<u>base</u> ↓	<u>base</u> ↑
normal	cobertura de venta	+	-
normal	cobertura de compra	-	+
invertido	cobertura de venta	-	+
invertido	cobertura de compra	+	-

Puesto que la variabilidad puede dar origen a una pérdida, los coberturistas que rehuyen el riesgo pueden abstenerse de hacer una transacción. Debe señalarse que analizar la base es especialmente importante en el caso de productos que tengan un valor unitario bajo con el fin de evaluar cuándo y en qué mercados se deben realizar las operaciones de cobertura. Aún más, es probable que el riesgo de base sea más importante para el coberturista extranjero que para el comerciante que hace la cobertura en el mercado interno, debido a lo siguiente: i) limitada disponibilidad de transporte; ii) riesgo cambiario, y iii) posible intervención del gobierno en el mercado, ya sea en el ámbito nacional o en el extranjero.

Se podría plantear que si el cambio de la variación de la base lo causan sucesos totalmente impredecibles, es probable que disminuya la participación en el mercado de futuros. Sin embargo, si el aumento de la varianza puede atribuirse a sucesos acerca de los cuales hay información de mercado, aquellos comerciantes que estimen que tienen esos conocimientos se sentirán atraídos por la situación y, por lo tanto, pueden aumentar los volúmenes de futuros. En el caso del comerciante desinformado, hay simplemente un aumento de la varianza de la función de rentabilidad, pero en el del comerciante bien informado, hay un aumento de la media prevista que compensa con creces la mayor varianza y da lugar a un aumento de la actividad comercial. La importancia de la capacidad de información y de los conocimientos técnicos especializados en las operaciones comerciales puede entenderse dentro de este esquema.

La simple ilustración precedente demuestra que la búsqueda de ganancias y el desplazamiento del riesgo deben ser los motivos que rijan las operaciones de cobertura. El reconocimiento del motivo de ganancia en las coberturas introduce el aspecto de la información en el campo de las transacciones de futuros. En vista de la estandarización de los contratos y de la forma organizada y altamente competitiva de las transacciones comerciales, una ventaja en materia de informaciones podría significar una segunda fuente potencial de rentabilidad sistemática, aparte de la renta de escasez que podrían obtener los portadores del riesgo.

2. Consideraciones financieras

a) La carga de las exigencias de márgenes

En general, se puede decir que los mercados de futuros establecen un financiamiento más fácil y más barato. Ello se debe a que la solvencia del prestatario no resulta menoscabada por una caída radical del precio de mercado si el valor de la mercancía se ha protegido mediante la operación de cobertura. Cuando una materia prima se da como garantía, el banco correrá un serio riesgo si el producto básico no se protege adecuadamente. Por ende, se pueden usar los futuros como parte de una estrategia para facilitar el financiamiento de nuevos proyectos de producción.

Una gran ventaja de los mercados de futuros es el alto nivel potencial de efecto de palanca, que permite realizar transacciones de gran volumen con márgenes relativamente pequeños. A su vez, los depósitos marginales son los que con más frecuencia se mencionan como la barrera principal al uso de los mercados de futuros por los países en desarrollo. La práctica de abonar y cargar en cuenta diariamente (llamada en inglés marking-to-the-market) a menudo produce para el comerciante que tiene una posición de futuros ganancias o pérdidas interinas cuantiosas e inesperadas. La incertidumbre respecto del tamaño de los depósitos marginales durante la vigencia de un contrato, por consiguiente, exige recursos financieros extremadamente líquidos. Estas reservas deben ser altamente líquidas puesto que un comerciante tiene que estar listo para cumplir exigencias de márgenes inmediatamente.

Debe añadirse que el crédito para cubrir las exigencias de márgenes es accesible sólo por períodos relativamente cortos, por lo general de no más de seis a doce meses, reflejando así el hecho de que más allá de esta perspectiva cronológica el productor no está en condiciones de ofrecer el producto como garantía. No obstante, los gobiernos de los países en desarrollo están muy interesados en estabilizar sus ingresos de divisas por períodos considerablemente más largos que los mencionados.^{14/} De hecho, las transacciones de futuros se convertirán en un sustituto más adecuado de la estabilización de precios si es que se puede obtener crédito, quizás otorgado por una organización internacional o regional, para financiar operaciones de

mercado u operaciones conexas de cobertura durante un período más extenso y en forma más amplia que en la actualidad.

Los agentes extranjeros habitualmente tienen mayor dificultad que los comerciantes nacionales para mantener una posición de futuros. Los contratos de futuros se transan por lo general en la moneda del país donde está situada la bolsa y los márgenes se exigen también en las monedas nacionales o en valores del Estado que devenguen intereses, ciertos tipos de capital accionario, letras de crédito y garantías bancarias y en algunos casos recibos de almacén. Esto supone una gran limitación a los posibles participantes de países donde la disponibilidad de divisas está coartada por dilatados procedimientos burocráticos.^{15/} En este sentido, las entidades comerciales con patrocinio estatal pueden lograr mejores resultados que las empresas privadas en cuanto a establecer el acceso a las divisas.

Es fundamental que los comerciantes autorizados a operar en los mercados de futuros tengan la confianza plena del gobierno, del Banco Central y del público con el fin de poder operar libre y expeditamente con pericia y discreción, pero sin estar sujetos a críticas injustificadas. Recordemos que las pérdidas resultantes del no uso de los mercados de futuros son "costos de oportunidad". Las pérdidas que efectivamente ocurren por razón del uso de las bolsas son, sin embargo, "reales" y aparecen en las cuentas del comerciante; a menudo son objeto de fuertes críticas, especialmente si se originan de operaciones especulativas. Lo que puede ser necesario es la disposición de las partes interesadas a aceptar pérdidas de caja en vista de beneficios y oportunidades a más largo plazo. En los países donde es necesario defender cada transacción, o donde el acceso a las divisas no es inmediato, el éxito de las transacciones de futuros puede ser bastante reducido.

Al parecer los miembros de las bolsas gozan de mayor espacio para maniobrar con respecto a las exigencias de márgenes, y las transacciones por intermedio de los comerciantes principales, la mayoría de los cuales son miembros de las bolsas, daría al comerciante de un país en desarrollo más flexibilidad para cumplir las obligaciones de márgenes (Bande y Mardones, 1990). La carga de depósitos marginales podría aliviarse aún más, como en el caso de las bolsas de los Estados Unidos, al pagarse márgenes más bajos por el uso no especulativo de los mercados de futuros por los productores de

productos básicos. Otra forma sería permitir a los productores y exportadores que planeen hacer operaciones de cobertura obtener crédito de los bancos u otras instituciones contra entregas a efectuarse en almacenes en las zonas de producción.

Otra idea respecto de los márgenes es la creación de una combinación de mercado financiero y de seguros. Por una tarifa fija, relacionada con factores como la inestabilidad pasada de los precios del producto básico en cuestión, la duración del contrato que ha de asegurarse y la tasa de interés, las compañías de seguros podrían ofrecer costear todos los pagos marginales asociados con la cobertura y la fijación de precios. Este tipo de póliza de seguros sería sumamente útil para los productores que rehuyen decididamente el riesgo, diversificando sus opciones de mercado con respecto al método tradicional de ventas a término.

b) Riesgo cambiario

Desde el punto de vista de la gestión del riesgo en los productos básicos, la importancia de la inestabilidad cambiaria ha aumentado extraordinariamente desde el fracaso del régimen anterior de tipos de cambio fijos a comienzos del decenio de 1970. Ahora el riesgo cambiario es un elemento importante para los encargados de adoptar decisiones porque los valores de las monedas pueden variar ampliamente entre el momento en que se celebra un contrato de futuros y aquel en que se liquida la cobertura. Para el coberturista de otro país que busca estabilizar los ingresos de exportación en términos de moneda nacional, los movimientos de los tipos de cambio constituyen un factor decisivo en la eficacia global de una estrategia de cobertura de productos básicos. Además, el resultado de las operaciones de futuros se torna más complicado cuando se tiene en cuenta el tipo de cambio neto, que incorpora efectos de los reintegros de exportación y derechos de exportación. Un alto grado de interacción entre los precios y el tipo de cambio implica que el comerciante de otro país puede tener una visión diferente de la del comerciante nacional, y esto a su vez afectará al deseo de participar en operaciones de cobertura.

Para una operación eficiente de los mercados de futuros locales, se necesita una unidad de valor estable para la determinación del precio. Por ejemplo, en Brasil, la Bolsa Mercantil de Bahía, en cooperación con la Bolsa

de Mercaderías de Sao Paulo, creó un contrato de futuros para los granos de cacao que tuvo un éxito inicial, mientras el Plan Cruzado fue eficaz. Cuando este plan de estabilización se derrumbó y desapareció la unidad estable para la determinación de los precios con el resurgimiento de la inflación, los que mantenían posiciones cortas no lograron sostener el ritmo del repunte que experimentó el valor del cacao y se vieron forzados a cubrir con fuertes pérdidas. De este modo, mientras la inflación fuese el motivo principal para el establecimiento de posiciones largas, no habría vendedores y por ende no habría ocasión para que funcionara un mercado de futuros. Dándose cuenta de esta situación, ambas bolsas brasileñas introdujeron un contrato de cacao ajustable, pero el complicado método de ajustes diarios del valor de la posición abierta en relación con la modificación del tipo oficial de cambio dólar-cruzado hizo engorrosas las transacciones de futuros, y el contrato ajustado de cacao permaneció inactivo.

Teóricamente, y a veces en la práctica, como lo demuestra la Junta Triguera de Australia, se puede lograr algún grado de reducción de la exposición al riesgo cambiario en dos formas. Una es obtener créditos en el extranjero en la misma moneda que se aplique a las ventas en el extranjero (en el caso de la Junta Triguera de Australia, ventas de trigo en dólares de los Estados Unidos). Esto crea una cobertura natural en el sentido de que los movimientos cambiarios que impliquen una pérdida con respecto a los ingresos de exportación simultáneamente implican una utilidad con respecto a los compromisos de amortización de préstamos. La dificultad principal en la aplicación de esta política reside en hacer coincidir el volumen y vencimiento de los compromisos de préstamos con la secuencia cronológica exacta de los ingresos de exportación.

Otro recurso es, por supuesto, usar el mercado para coberturas cambiarias a término. Sin embargo, una reducción eficiente del riesgo cambiario depende del grado de interdependencia entre los riesgos de los precios de los productos básicos y los desplazamientos de los tipos de cambio. Como ocurre generalmente, los cambios del valor de la moneda principal (por ejemplo, el dólar de los Estados Unidos) se transmiten directamente a los precios de los productos básicos al contado; por ejemplo, una devaluación del dólar de los Estados Unidos supone un alza de los precios

de los productos expresados en dólares. Es también posible vislumbrar el efecto de las variaciones de los precios mundiales de los productos básicos sobre el tipo de cambio de una pequeña economía abierta. Las variaciones de los precios de los productos básicos alteran los términos de intercambio de un país, lo que por intermedio de los ingresos en cuenta corriente produce variaciones de los tipos de cambio. Además, las conmociones monetarias que afectan a las tasas de interés pueden alterar los precios de los productos básicos y los tipos de cambio. Un aumento de corto plazo de las tasas de interés puede tener el doble efecto de hacer bajar los precios de los productos (por intermedio de los efectos del mantenimiento de existencias) y de fortalecer la moneda (por intermedio del flujo inducido de capitales). Esta interacción entre los precios de los productos y los tipos de cambio puede crear una divergencia en los riesgos que se advierten en el mantenimiento de existencias, por una parte, y en los contratos de futuros, por otra. También podría producir divergencias en la forma en que perciben la variación de la base los coberturistas extranjeros, por un lado, y sus homólogos nacionales, por otro.^{16/}

En todo caso, el deseo del comerciante extranjero de reducir su riesgo cambiario haciendo simultáneamente operaciones de cobertura en los mercados de divisas extranjeros por lo general exige una liquidez adicional. Además, el hecho de que la cobertura directa en los mercados de futuros sea ya bastante complicada en el ámbito de un país en desarrollo implica que el uso de estrategias más refinadas para la protección cambiaria supondría conocimientos especializados y posiblemente altos costos y riesgos.

3. La representatividad de los precios generados en las bolsas

Es bien conocido el papel fundamental de los especuladores como participantes en las bolsas: proporcionan la liquidez necesaria al mercado y asumen riesgos que los coberturistas tratan de reducir. Una crítica corriente de las bolsas de productos básicos se relaciona con el argumento de que la especulación distorsiona los precios y aumenta su inestabilidad. De acuerdo con la naturaleza del compromiso en el mercado normalmente la cobertura es neta, corta y la especulación es neta, larga. La medida en que la especulación

larga sobrepase la cobertura corta puede considerarse especulación en exceso y reflejar cierto grado de desequilibrio del mercado.

Las cotizaciones de las bolsas son básicamente un indicador de corto plazo en el cual no están necesariamente incorporadas señales precisas de consideraciones a plazos mediano y largo sobre la producción y el consumo. Adicionalmente, el hecho de que un número relativamente pequeño de transacciones físicas establezcan el precio de referencia de toda la producción de un producto determinado tiende a distorsionar los precios. En el plazo corto, se sabe que las elasticidades de precios de los productos básicos son bajas, y los ajustes en lo que respecta a la oferta y la demanda son lentos. Debido a las reacciones desfasadas de los aspectos fundamentales de la oferta y la demanda, las nuevas alteraciones del mercado que ocurran en el ínterin podrían hacer que los precios de los productos se desviaran de una tendencia de equilibrio a largo plazo.

La práctica de muchos especuladores de depender fuertemente de los análisis técnicos (basados en información sobre los precios, volúmenes transados, posiciones de intereses abiertos y otros indicadores), y la extrapolación de las tendencias podría magnificar el movimiento del mercado en una dirección y posiblemente desestabilizarlo. Las críticas dirigidas a la índole no representativa de los precios en las bolsas se relacionan claramente con el hecho de que los especuladores dependen fuertemente de factores técnicos, lo que a menudo estimula movimientos de precios que van en sentido contrario a las tendencias de los aspectos fundamentales. Los industriales con frecuencia arguyen que los precios cotizados en las bolsas de productos básicos se hallan muy distantes de los precios de equilibrio a largo plazo y que sus intereses no tiene suficiente eco en las bolsas.

La mayor parte de las transacciones que tienen lugar son especulativas y la presencia de un número tan alto de especuladores en estos mercados requiere un análisis profundo de su comportamiento. En la actualidad, no queda claro si los precios son más inestables o están más distorsionados debido a que la creciente incertidumbre respecto de la producción, existencias, consumo u otros aspectos hace que varíen constantemente las expectativas de los especuladores, o si es su propia participación lo que genera fluctuaciones de precios.

Uno de los principales obstáculos para una mayor participación de los países en la región es la falta de paralelismo en la evolución de los precios entre las bolsas de los países desarrollados de economía de mercado y los mercados locales. Primeramente, el desempeño de los mercados de futuros con respecto a productos exportados por los países en desarrollo, como el cacao y el café, puede diferir del desempeño de los mercados de futuros en relación con productos como el algodón y el azúcar, cuyo comercio de exportación lo comparten los países en desarrollo y los desarrollados y cuyo comercio internacional es apenas una fracción de la producción mundial. Por ejemplo, la característica más destacada del contrato de futuros de algodón N° 2 es su especificación de que sólo se puede entregar algodón cultivado en los Estados Unidos. De este modo, los comerciantes extranjeros de algodón están algo limitados en cuanto a su uso del mercado del algodón de Nueva York, porque no pueden entregar algodón cosechado en el extranjero. No obstante, los futuros de algodón de Nueva York pueden aún ser usados eficazmente para operaciones de cobertura por los comerciantes extranjeros siempre que los precios del algodón en Nueva York estén altamente correlacionados con los precios del algodón en las terminales fuera de los Estados Unidos. Thompson (1983) sostiene que los márgenes precios de los futuros de algodón revelan la disponibilidad de existencias de algodón en los Estados Unidos más bien que la disponibilidad mundial. Sin embargo, en el caso de los futuros de cacao, los márgenes de precios parecen representar la disponibilidad de existencias mundiales y esto se debe probablemente al hecho de que la mayor parte de las existencias de cacao se mantienen en los países desarrollados que importan este producto, donde es probable que los tenedores de las existencias hagan operaciones de cobertura en los mercados de futuros o por lo menos presten atención a las señales relativas a los precios de los futuros.

En el caso de los granos, como lo demuestra Regúnaga (1990 a), los precios en Chicago y en Kansas no siempre evolucionan sistemáticamente con los precios f.o.b. o f.a.s. en Argentina y Brasil. Los movimientos divergentes de precios se relacionan con cambios de las primas para definir el precio f.o.b., cambios de los márgenes, costos de transporte y el tipo de cambio.

Con respecto a las primas, es posible que los "aspectos fundamentales" que afectan la demanda y oferta en los países productores (exportadores)

difieran de los que corresponden a los países consumidores donde están generalmente las bolsas. Por ejemplo, en lo que se refiere a los cereales, los Estados Unidos y algunos países de América Latina son competidores. Esto puede producir una situación en que una venta de los Estados Unidos supone para Argentina y Brasil una reducción considerable de la demanda, en tanto que un aumento de la producción en estos países latinoamericanos tiene pocas repercusiones en el plano internacional, especialmente en el caso del trigo, y en menor medida en el de los cereales forrajeros y la soya.

Se sabe que un desequilibrio temporal en la demanda y oferta de cereales en los principales países productores puede tener como consecuencia una competencia entre el consumo y las exportaciones, que se reflejará en los precios f.o.b. locales en forma más acentuada que en la Chicago Board of Trade. Relacionada también con esto se encuentra la estacionalidad cruzada en la producción entre los hemisferios norte y sur, que produce variaciones impredecibles de las primas.

La falta de paralelismo en la evolución de los precios resulta más acentuada cuando se comparan los precios internos en los países de América Latina con las cotizaciones en Chicago o Kansas. Las políticas gubernamentales o las condiciones de los mercados locales, así como la disponibilidad de financiamiento, pueden inducir cambios frecuentes de los costos y márgenes que supone el proceso de embarque. En el caso de Argentina, se ha dicho que el sistema de prefinanciamiento ha modificado considerablemente el poder adquisitivo interno de algunos operadores que tienen fácil acceso al capital internacional. Aquellos con abundantes fondos han logrado obtener márgenes f.a.s. - f.o.b. más favorables. En cuanto al equilibrio local en materia de oferta y demanda, es interesante observar que una reducción de la producción experimentada en Argentina en los últimos años tuvo como consecuencia una sobreoferta de la capacidad de embarque y de procesamiento, generándose así una fuerte competencia entre las empresas elevadoras de granos y las fábricas elaboradoras. Ello se reflejó en menores costos de embarque y mayores precios internos de los cereales, lo que causó una alteración de la relación normal de los precios f.a.s. f.o.b.

La representatividad de los precios generados en las bolsas podría aún estrecharse más en el caso de los productos con un grado bajo de procesamiento,

como los minerales. La formación de precios de los minerales no procesados ocurre en relación con las cotizaciones en la bolsa (IME, COMEX) de los metales correspondientes, pero como se ha señalado con frecuencia (Sánchez Albavera, 1984), los vendedores de estos productos no siempre pueden beneficiarse de los mayores precios de los metales, debido a los criterios arbitrarios de ajuste de la maquila, descuentos por impurezas y reducciones en concepto de fundición y refinación que no se desplazan proporcionalmente al aumento o disminución de la cotización en la bolsa.

4. Especificación de los contratos

La representatividad de las cotizaciones de precios en las bolsas tiene que ver con la especificación de los contratos, vale decir, influirá en gran medida en el éxito que logre un contrato su grado de especificidad. Los contratos bien concebidos deben atraer transacciones efectuadas por un amplio espectro de coberturistas y especuladores, en tanto que los contratos mal formulados atraen sólo un volumen insuficiente de operaciones comerciales, lo que produce "flojedad" en un gran número de mercados de futuros. Los mercados flojos con una cantidad pequeña de compradores y vendedores y un volumen limitado de transacciones podrían estar más propensos al sesgo y a la inestabilidad de los precios. Los contratos bien formulados promueven además una mayor actividad de los productores y los industriales. Lograr atraer un número suficiente de especuladores a los mercados de futuros puede significar cierta relajación de las especificaciones de los contratos que trata de obtener la industria, como compensación por la liquidez necesaria para que la bolsa cumpla su papel primordial como transferidora del riesgo. A fin de asegurar la liquidez, hay tendencia a una situación en que las cotizaciones de futuros reflejan el estado de la demanda de una calidad del producto básico de "mínimo común denominador", y no ofrecen necesariamente un reflejo pleno del valor de la mayor parte de la producción que ingresa al mercado mundial.

Las características principales de un contrato de futuros que determinan su eficacia son los grados de calidad y lugares de las entregas. Con respecto a la calidad de las entregas, habrá un "riesgo de calidad" si el producto físico no es equivalente a la calidad especificada en el contrato negociado en

la bolsa. Por ejemplo, en 1987 la LME decidió perfeccionar su contrato de aluminio, pues de acuerdo con funcionarios de la institución había poco material físico detrás de los convenios contractuales estándar, que a menudo dejaban el mercado con amplias fluctuaciones de precios. Los contratos de cobre en la LME y en COMEX fueron perfeccionados por idénticas razones. Lo mismo rige en el caso del zinc, para el cual se introdujo un nuevo contrato de alta ley con el fin de que la LME concordara más con el mercado físico. Los precios en la LME para el níquel y el aluminio aumentaron rápidamente a comienzos de 1988, pero ambos mercados eran bastante flojos desde el punto de vista del número de compradores y vendedores y la mayor parte de las transacciones comerciales físicas se efectuaban fuera de los mercados al contado asociados.

Como se señaló anteriormente, si bien se tienen en cuenta primas y descuentos estándar para otras leyes del metal, tales compensaciones pueden subestimar las primas y sobrestimar los descuentos efectivamente pagados en el mercado al contado. En el caso del cobre, por ejemplo, existe la práctica de cobrar una prima por los cátodos de mayor calidad que aquellos especificados por la LME. Mas no es siempre posible determinar el valor de la prima por anticipado. En el contrato anual firmado entre el productor y el consumidor se contempla esta prima, pero no es el caso de las ventas no cubiertas por un contrato anual. El vendedor, por consiguiente, está sujeto a una variación de los niveles de primas, que se desplaza de conformidad con la demanda y oferta de cátodos de alta calidad (Bande y Mardones, 1990).

Resulta interesante observar, sin embargo, que esta prima se pierde cuando el cátodo de alta calidad se entrega en los almacenes autorizados por la bolsa. Un comprador que desea recibir entregas de la bolsa, por otra parte, tiene que pagar una prima. Algo semejante ocurre con la ubicación geográfica de un almacén autorizado de la bolsa. El vendedor puede aprovechar el hecho de que tiene el material en un lugar conveniente, ahorrando al mismo tiempo los costos de transporte. Por otra parte, el comprador que desea recibir entregas de un almacén específico debe habitualmente pagar una prima.

5. Los mercados de futuros como recurso de última instancia

Los mercados de futuros pueden usarse como vehículo para la comercialización directa de los productos básicos. Si así lo desean, los exportadores pueden vender contratos de futuros con el propósito de entregar el producto en un lugar de entrega oficial al vencimiento del contrato. Para algunos exportadores esta opción puede ser atractiva porque resuelve el problema de hallar compradores y celebrar contratos con ellos. Mediante esta opción, se le asegura un mercado al exportador, con un precio establecido. No obstante, en la práctica, los lugares de entrega están generalmente en regiones de consumo, de modo que el exportador tendría que disponer el transporte del producto a un lugar de entrega autorizado. Añádase el hecho de que es probable que el uso intensivo de este mecanismo de entrega haga bajar el precio de un contrato de futuros, tornando de esa forma menos atractivo el contrato para los presuntos comerciantes. Un uso excesivo de este recurso podría también causar una elasticidad de la demanda aún más baja, al reducir la urgencia de regular la producción de acuerdo con las variaciones de la demanda. En estas circunstancias, los precios de los futuros pueden reflejar condiciones del mercado sólo en los lugares de entrega orientados al consumidor; los precios en las regiones productoras no necesitan desplazarse con los precios de los futuros. De esta manera, los precios de los futuros son usados con mayor frecuencia por los comerciantes que se enfrentan a un riesgo de base moderado, es decir, aquellos que transan en los mercados al contado que están bien integrados con los lugares de entrega de los mercados de futuros.

6. Las políticas gubernamentales y el uso de los mercados de futuros

Las políticas gubernamentales tienen efectos de largo alcance en el uso de los mercados de futuros y, tal como se indicó anteriormente, la gestión cambiaria es un importante caso pertinente. Es concebible que algunas políticas reduzcan el uso de los mercados de futuros y la variabilidad de los precios, en tanto que otras políticas pueden promover su uso y aumentar la variabilidad de los precios. Son posibles también otros casos que se caracterizan por una disminución del uso pero un aumento de la variabilidad de los precios.

Bajo el supuesto no siempre convincente de que los precios estabilizados del mercado al contado son un buen expediente para predecir los precios de los futuros, los esquemas de estabilización de los precios de los productos básicos en virtud de acuerdos de existencias reguladoras o de cuotas deben dar como resultado una reducción de la variabilidad de los precios en el mercado al contado, así como de la variabilidad de los precios de los futuros. Los comerciantes que encaran movimientos moderados de precios adversos tienen muy pocos incentivos para hacer operaciones de cobertura, mientras que los especuladores se ven menos atraídos a asumir posiciones de futuros. Algunas de las experiencias con programas de estabilización de precios (por ejemplo, el azúcar, el café, el cacao, el estaño) muestran, sin embargo, un comportamiento diferente con respecto a la variabilidad del mercado al contado y del mercado de futuros.

Entretanto, las intervenciones gubernamentales impredecibles, transitorias o irregulares, como los embargos comerciales, el apoyo de precios o las subvenciones y variaciones de los tipos de cambio pueden aumentar la variabilidad de los precios, y se podría incrementar el uso de los mercados de futuros para hacer frente a estas conmociones del mercado.^{17/} Del mismo modo, es más probable que los especuladores establezcan posiciones de futuros. Las restricciones comerciales como las cuotas o los aranceles podrían también aumentar la inelasticidad de la oferta del producto básico, haciendo más flojo los mercados al contado y más variables los precios al contado. Los mercados de futuros cuyas transacciones están fuertemente reglamentadas pueden incluso caracterizarse por una mayor variabilidad de los precios que el mercado al contado cuando la actividad especulativa es desproporcionadamente elevada en relación con la actividad de cobertura. Aunque la variabilidad de los precios al contado puede justificar las operaciones de cobertura, una variabilidad aún mayor de los precios de los futuros puede desalentarlas.

V. LOS MERCADOS DE FUTUROS PARA LA IMPORTACION DE PRODUCTOS BASICOS

1. Consideraciones generales

En la actualidad la mayoría de los países en desarrollo son importadores netos de cereales (trigo y harina de trigo, arroz, cebada, maíz). La relevancia de estas importaciones se ve claramente en el hecho de que en los años recientes alrededor del 40% al 50% de los ingresos de exportación de los países en desarrollo, derivados de los 18 productos básicos abarcados por el Programa Integrado para los Productos Básicos de la UNCTAD, se han destinado al financiamiento de las importaciones de cereales. Para los países de América Latina y el Caribe, la proporción de productos alimentarios en el total de las importaciones es a menudo alta, cercana al 40% en Haití y al 20% en países como Perú y Guatemala (véase nuevamente el cuadro 1). En vista de la necesidad de garantizar la seguridad alimentaria y las grandes cantidades de divisas gastadas en importaciones de alimentos, los países en desarrollo deben hacer esfuerzos especiales para comprar sus alimentos en condiciones competitivas.

Muchos gobiernos y compradores privados hacen sus importaciones de productos básicos en la forma más simple, es decir, a un precio de costo y flete (c&f) con entrega en el puerto del comprador. Esta es con frecuencia la manera más costosa de comprar y supone para el comprador considerables limitaciones logísticas. Los compradores no están en condiciones de acelerar o demorar los envíos porque no controlan los embarques. Al comprar c&f, el comprador pierde el derecho a toda forma de flexibilidad logística en favor del vendedor, cuyo objetivo principal después de concluida la venta es configurar el contrato al costo más bajo y cobrar en efectivo la carta de crédito del comprador tan pronto como sea posible. En contraste con ello, por su propia iniciativa y por decisiones propias, así como por medio de conocimientos especializados pertinentes, los compradores pueden lograr un mejor control de las importaciones y hacerlas más flexibles, tanto en lo que respecta a los precios como a la logística. Por esta razón, la mayor parte de los importadores y compradores más importantes, como los gobiernos de la Unión Soviética y de China y las principales empresas de productos básicos, compran

f.o.b. y se ocupan ellos mismos del embarque en forma separada (Pinniger, 1987).

Si bien se acepta en forma generalizada el planteamiento anterior, hay cierta preocupación en el sentido de que los países en desarrollo a menudo pagan precios indebidamente altos por los cereales y su transporte. Al hacer una comparación del valor unitario c.i.f. de los cereales importados por los países en desarrollo y desarrollados en 1981 (año de actividad máxima en materia de importaciones de cereales) se demuestra que para el primer grupo de países fue de 232 dólares por tonelada, en tanto que para el segundo fue de 196 dólares. En los años 1979 a 1981 los valores unitarios de importación de los países en desarrollo fueron de 15% a 18% más altos que los correspondientes a los países desarrollados (UNCTAD 1983). Aunque parte de esta diferencia se atribuye a los costos de transporte relativamente altos de los países en desarrollo, parece haber una importante capacidad potencial de ahorro global merced al mejoramiento de la gestión de las importaciones. Como en el caso de cualquier producto básico, para actuar con eficiencia en las compras en el mercado de cereales es preciso tener un conocimiento profundo del mercado y acceso rápido a una información actualizada, así como la capacidad de procesarla. En los últimos años, el análisis del mercado de cereales y las transacciones en el mismo se han convertido en actividades más complejas, puesto que las causas más tradicionales de inestabilidad en los mercados de cereales, como las condiciones climáticas y las plagas, se han unido a otras como los tipos de cambio, la inflación y los trastornos asociados con los cambios que ocurren en el campo de las relaciones exteriores y en el de los programas agrícolas de los principales países exportadores.

En los países en desarrollo la importación de cereales la llevan a cabo mayormente las autoridades gubernamentales, ya sea a través de los ministerios o de organismos de compra, los que con frecuencia carecen de la flexibilidad de gestión que caracteriza a los comerciantes privados. Los funcionarios públicos tienen menos experiencia en cuanto a ajustarse a la índole especulativa de los mercados de productos básicos, que exige decisiones rápidas, sentido de la oportunidad y cierta capacidad para enfrentar riesgos. Todo esto tiende a dejar a los organismos de gobierno en una situación de cierta desventaja. La eficiencia con que pueda actuar un organismo de

adquisiciones puede verse aún más limitada cuando no goza de autonomía financiera sino más bien depende de otras reparticiones, como el Ministerio de Hacienda o el Banco Central, para el financiamiento de las importaciones de alimentos.

Cuando los gobiernos importan productos alimentarios, lo hacen normalmente por medio de licitaciones. La razón principal de ello es la rendición de cuentas y la creencia de que la parcialidad y el favoritismo se pueden controlar en mejor forma. No obstante, por su propia naturaleza, las licitaciones exigen mucho tiempo y las demoras inherentes a estas operaciones son bastante pronunciadas en los países en desarrollo. Incluso cuando los productores están acostumbrados a asegurarse de que sea mínimo el intervalo entre la llamada a licitación y la contratación de la compra, la índole demorosa de las licitaciones no siempre hace que sean la estrategia más adecuada para las compras de alimentos, especialmente en el caso de grandes adquisiciones o situaciones de emergencia.

2. Usos posibles de los mercados de futuros y sus beneficios y costos

Al igual que en las exportaciones de productos básicos, hay varios tipos de operaciones de cobertura que proporcionan a los importadores un mecanismo para asegurar un precio que consideren favorable. En contraste con los contratos a término o al contado, en que las decisiones de contratación y de fijación de precios se toman simultáneamente, los contratos de futuros permiten que estas decisiones se tomen separadamente. Si así se desea, como en el caso de las exportaciones, los mercados de futuros se pueden usar para distribuir a lo largo del tiempo las decisiones sobre fijación de precios en el caso de un contrato de importación cuantioso.

Una posible forma de que los importadores usen los mercados de futuros es fijar inalterablemente un precio, de una parte o la totalidad de sus necesidades previstas, antes de que se negocien los contratos de importación. Aunque todavía se desconozcan las cantidades exactas que se importarán, los importadores, basándose en la experiencia de años anteriores, podrían hacer una cobertura larga para cubrir la exigencia mínima prevista, si consideran desventajosos los precios corrientes. Posteriormente, al conocerse las

cantidades exactas y contratarse las importaciones, se venderían los contratos de futuros. El precio "fijado inalterablemente" en este caso sería aproximado desde el punto de vista del importador, puesto que el precio efectivo pagado por la entrega en el país importador dependerá del transporte y tipos de cambio en el momento especificado por el contrato.

Como segunda posibilidad, los contratos de futuros podrían usarse para distribuir la fijación de precios en el tiempo, por ejemplo, comprando porcentajes fijos del total de la transacción prevista cada mes. Cuando los contratos de importación son grandes, la contratación a término con precios fijos es riesgosa porque se le determina un precio a la totalidad del contrato el mismo día. A menos que el organismo importador sea especialmente experto en cuanto a hacer contratos a niveles bajos del mercado o cerca de esos niveles, los costos que significa este método de determinación de precios podrían ser altos en un año determinado. Al comprar futuros durante un período de varios meses (ya sea previendo el contrato de precio fijo o después de negociarse un contrato con precio de base), es probable que el importador compre al precio medio del mercado. Además, el nivel medio de precios fijado según este método será sólo aproximado, ya que el precio de importación efectivo dependerá de los costos de transporte y tipos de cambio.

Otra forma es, si existen tales oportunidades, usar los mercados de futuros para establecer el precio de importación celebrando un contrato de "precio de base". La base puede incluir los costos de transporte y las diferencias de calidad si el nivel de calidad que se ha de establecer en el contrato es diferente del que se estipula en los contratos estándar. Los dos componentes combinados dan el nivel de precios en el lugar de entrega del país importador. De esta forma, la determinación del momento de decidir la importación de cantidades específicas en fechas específicas puede separarse de la determinación del momento de decidir sobre el precio. Puesto que se conoce la base, los futuros sirven para asegurar al importador un precio específico en función del lugar de entrega.

Como se ha señalado, el uso de los futuros permite que a las necesidades previstas que sean de una escala considerable se les fije el precio casi instantáneamente o a lo largo de un período de meses, aunque se los vaya a embarcar de una vez. Este tipo de flexibilidad puede representar una ventaja

muy importante para los importadores de los países en desarrollo, pero el grado de su contribución depende de su estimación en cuanto a si los niveles de precios corrientes son adecuados o no, dadas las proyecciones de la oferta y la demanda durante el período cuyas necesidades se prevén. Además, aunque los mercados de futuros ofrecen otra forma de poner en práctica la decisión, no ayudan necesariamente a evaluar la decisión fundamental respecto a la compra. En este sentido, la capacidad de información del agente comercial es crucial y no debe pasarse por alto.

Obviamente, un beneficio de las transacciones de futuros es el mejoramiento de la información. La importancia de una mayor capacidad de todos los agentes comerciales para efectuar el seguimiento de los mercados se aplica no sólo a los que participan directamente sino también a quienes hacen transacciones por intermedio de una o más empresas de corredores. Los mercados de futuros deben también proporcionar estimaciones confiables de los costos de las divisas, de los mecanismos de apoyo de los precios internos, de haberlos, o de cualesquier otros programas relacionados con las importaciones mucho antes de su puesta en práctica. En este sentido, un poder adquisitivo concentrado cuando se trata de organizaciones de carácter público permite no sólo conocer por anticipado las necesidades y las demandas programadas, sino también planificar una estrategia de comercialización interna, aprovechando las tendencias del mercado de acuerdo con los niveles de existencias y la demanda de los usuarios locales.

Debe señalarse, sin embargo, que si bien es factible la reducción de los riesgos de precios a corto plazo por medio de los futuros, no se eliminan totalmente, debido a los riesgos que entrañan las variaciones de los costos de transporte y los tipos de cambio. La importancia de esta reducción a corto plazo de los riesgos de precios varía de un país a otro. Aún más, aunque mediante las transacciones de futuros sólo se reducen los riesgos de precios de plazo relativamente corto, la variabilidad de los precios de importación de año en año puede no reducirse considerablemente, puesto que los precios de futuros de cereales son tan variables de un año a otro como lo son los precios al contado.

Como en el caso de las exportaciones, los costos directos de las transacciones de futuros son más cuantificables que los beneficios. Incluyen

derechos que cubren la compra y la venta posterior de un contrato de futuros, y márgenes. Las exigencias de margen, tal como se indicó anteriormente, son reales en el sentido contable (no como los costos de oportunidad en un compromiso de precio fijo) y de alta visibilidad. Este último aspecto, es decir, la visibilidad de las pérdidas de márgenes en los mercados bajistas puede significar una gran desventaja en sí misma, especialmente desde el punto de vista de un país con pocas divisas.

3. El mantenimiento de reservas de cereales en los contratos de futuros

Los posibles beneficios que se devenguen del uso de los futuros en la importación de productos básicos pueden por supuesto extenderse a lo largo del período habitualmente denominado necesidades anuales de importación. Las posiciones de futuros pueden extenderse en el tiempo para determinar los precios de las necesidades previstas para períodos más distantes que las posiciones de futuros disponibles. Las operaciones de cobertura no tienen que coincidir con el calendario previsto de las importaciones puesto que a las posiciones de futuros se les podrían cambiar las fechas. Estos mecanismos podrían promover oportunidades de intercambio comercial en virtud de acuerdos bilaterales a largo plazo y la posesión de reservas de productos alimentarios en cantidad superior a la necesaria para emergencias y fines operacionales, mediante el mantenimiento de posiciones de futuros en vez de existencias físicas.

En principio, a las posiciones a largo plazo se les fijan precios más baratos en los mercados de futuros que en el mercado al contado, ya que las compras en este último para necesidades futuras supondría costos de almacenamiento. Los márgenes de precios entre los contratos de futuros deben ser menores que los costos totales del almacenamiento, a veces por un margen considerable. En consecuencia, la posición de futuros debe ser generalmente menos costosa de mantener, cambiando la fecha de los contratos, que el volumen equivalente de existencias físicas.

En el mundo real, no obstante, es necesario circunscribir el planteamiento anterior de diversas formas. Tal como en las exportaciones, el

costo del producto en cuestión mantenido en posiciones de futuros para necesidades de largo plazo depende de la "base" en el momento en que el producto se necesita efectivamente. Es probable que esta base difiera de la que prevalezca al momento de la compra inicial de los futuros. Además, cuando los costos de mantenimiento o las tasas de interés son más bajos en el país importador que en el país donde está situado el mercado de futuros (por ejemplo, los Estados Unidos), debe modificarse la evaluación de los costos. Por añadidura, en este cálculo, son importantes las variaciones de los fletes entre el momento de la iniciación de las reservas y el momento del uso mismo. Debido a que los precios altos de los productos básicos van generalmente acompañados de fletes altos, la balanza podría inclinarse en favor de la reserva basada en el país importador. Es más, las condiciones monetarias son importantes; si, por ejemplo, el país importador prevé una devaluación monetaria considerable durante el período en que se podría mantener la reserva, las comparaciones de costos podrían volcarse en favor del mantenimiento de las reservas locales.

VI. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

A lo largo de los años una gran cantidad de las negociaciones intergubernamentales se han orientado hacia la estabilización de los precios. Sin embargo, los esquemas "no de mercado" como las existencias reguladoras y las cuotas de exportación, aplicados en virtud de acuerdos internacionales de productos básicos, han tenido poco éxito, debido principalmente a una insuficiente participación (tanto de los países productores como de los consumidores), a un insuficiente financiamiento para apoyarlos y a su incapacidad inherente de corregir los desequilibrios de la oferta. Teniendo en cuenta las tendencias recientes hacia la búsqueda de soluciones basadas en los "mercados", así como la elevada inestabilidad de los precios en los últimos decenios, el uso de los mercados de futuros de productos básicos por los países en desarrollo podría considerarse una opción viable como mecanismo de gestión del riesgo de precios, si se logra una mejor comprensión de sus mecanismos de mercado y si éstos se explotan en mejor forma.

Además de tener como punto central de su enfoque la estabilización de los precios, la cooperación internacional en el campo de los productos básicos ha hecho cada vez más hincapié en una mayor participación de los países en desarrollo en la comercialización y distribución de sus productos junto con un mejoramiento de la transparencia del mercado y del acceso al mismo. En vista de esto, los mercados de futuros podrían inducir la integración de los sistemas de fijación de precios de los países en desarrollo en los mercados mundiales, así como una ampliación de la competencia y disminución de la integración vertical a escala mundial, rasgo que ha caracterizado a muchos mercados de productos básicos. No obstante, para que estos países sean participantes activos en estos mercados, necesitan asistencia técnica para crear y mejorar su capacidad de evaluar los sistemas internacionales de comercialización, a fin de poder formular más adecuadamente estrategias de comercialización de las exportaciones. En este sentido, los organismos internacionales como la UNCTAD podrían cumplir un importante papel, preparando documentos y folletos técnicos sobre el funcionamiento de las bolsas de productos básicos y sus efectos en la comercialización de las exportaciones y la gestión del riesgo, con los intereses de los países en desarrollo en mente.

En los últimos dos decenios los mercados de futuros de productos básicos han mostrado un crecimiento espectacular y ello se ha ocurrido en parte como respuesta a los cambios del ambiente económico mundial. Una inestabilidad mucho mayor de los precios, junto a una elevada inflación e incertidumbre cambiaria, indujeron el interés de los productores, consumidores, procesadores y comerciantes por adherirse a los mercados de futuros con el fin de moderar los riesgos de precios. Al mismo tiempo, la inestabilidad de los precios dio un impulso necesario a la especulación de futuros, lo que incrementó la liquidez de estos mercados, que se hicieron más atractivos y aceptables para los especuladores. Entre tanto, los inveterados sistemas de administración de los precios al productor en los mercados mundiales han cedido el paso a los mecanismos de determinación de los precios basados en las bolsas de productos básicos, como en el caso del petróleo, el cobre, el aluminio y el níquel.

Otro cambio importante en cuanto a las transacciones de futuros en las bolsas de productos básicos ha sido su fuerte aumento, especialmente en los Estados Unidos, en materia de mecanismos financieros (contratos de futuros de bonos del tesoro, índices de acciones y precios y opciones sobre estos contratos). Esto ha significado que los futuros de productos básicos se consideren cada vez más de forma general un elemento de transacciones de futuros, más bien que un mecanismo puro de transacciones de productos básicos. Los futuros de productos básicos están adquiriendo características de mercado de inversión, y no son simplemente mercados comerciales o negocios. Teniendo en cuenta la intensificación de la interdependencia entre los mercados en lo que respecta a los factores, productos, y otros bienes, todo análisis o pronóstico de los mercados de futuros de productos básicos debe incluir el examen de diversos elementos macroeconómicos, además de las consideraciones pertinentes de los aspectos fundamentales de la oferta y demanda del producto en cuestión.

En los últimos años se han introducidos opciones sobre muchos contratos de futuros de productos básicos y adquieren mayor importancia en el comercio de futuros. Si se tienen en cuenta los importantes beneficios que podrían aportar a los países de América Latina y el Caribe, las ideas que fundamentan este mecanismo deben recibir amplia difusión entre los usuarios potenciales. Sin embargo, dadas las complejidades reales de las estrategias de opciones y

las determinaciones de primas, deberían organizarse cursos de capacitación en conjunto con las propias bolsas de productos y otras organizaciones idóneas en este campo.

Hay consenso en la actualidad en el sentido de que independientemente de si el exportador de un país en desarrollo participa o no en el mercado de futuros, las cotizaciones de las bolsas de productos proporcionan información esencial sobre el estado actual y las expectativas futuras del producto básico. Aun si el sector privado, junta de comercialización u organismo de gobierno no se propongan realizar operaciones de cobertura en estos mercados, los precios allí generados suministran información a los productores y agentes comerciales locales, lo que resulta útil para evaluar su producción y decisiones comerciales. Un examen profundo y cotidiano de estas señales de precios y de las posiciones mantenidas por los comerciantes permite al exportador (importador) saber si es razonable prever una prima sobre el precio al contado para las ventas a término, o si debería estar preparado a aceptar un descuento. Al respecto, es indispensable una mayor difusión de la información concerniente a las bolsas de productos básicos, así como un mejor acceso a ella. Es decisiva la adquisición por los países en desarrollo de mejores sistemas de comunicación y sus enlaces con fuentes de información pertinentes fuera de la región. Deben estimularse vigorosamente los esfuerzos de las autoridades de las bolsas para difundir la información sobre sus actividades.

El beneficio más obvio que se obtiene de los futuros y las opciones es la cobertura, de manera que a los productores y consumidores locales se les puedan suministrar precios garantizados relativamente sin riesgo durante un período en el futuro. En contraste con los frecuentes casos en que los vendedores (compradores) se ven obligados a vender (comprar) sus productos a precios inestables y a intervalos irregulares, se les puede garantizar que obtendrán el precio medio durante un período, mediante la adopción de una estrategia de cobertura simple para compensar los desequilibrios experimentados en el plan de venta (compra) de las mercancías físicas. Los mecanismos de cobertura de futuros también proporcionan instrumentos para mejorar la gestión de caja y de existencias de la entidad que comercia los productos básicos. Los desequilibrios estacionales pueden atenuarse merced a

las ventas y compras opuestas de futuros. Además, las existencias excedentarias pueden financiarse a un costo bajo aprovechando el "contango" de los futuros para ayudar a sufragar el costo de financiamiento de estas existencias. Del mismo modo, el elevado efecto de palanca que se puede lograr mediante el uso de los mercados de futuros permite a un país carente de divisas economizar su capital de explotación y asegurar el control de recursos con un valor nominal mucho mayor (factor de 5 a 10) que las divisas inmovilizadas por exigencias de margen.

Hay también algunos efectos indirectos aunque importantes para los países en desarrollo. Las transacciones de futuros y de opciones deben intensificar la integración de sus sistemas de fijación de precios en los mercados mundiales y acrecentar la competencia, así como disminuir la integración vertical que aún caracteriza a muchas industrias.

Al evaluar estos beneficios potenciales en el marco de una situación mundial real, deben plantearse varias interrogantes. Especialmente desde la perspectiva de América Latina y el Caribe, estas salvedades se relacionan con el tipo y tamaño de la empresa y la proximidad de sus vínculos con compañías que operan en países desarrollados, el conocimiento que tenga el personal acerca de las ventajas y limitaciones de las transacciones en la bolsa, la eficacia de las transacciones de futuros para cubrir el precio y los riesgos asociados con su comercio de mercancías, la capacidad para financiar los márgenes y otros depósitos, los reglamentos gubernamentales relativos a la transferencia de divisas, y la falta de experiencia operacional y de conocimientos técnicos.

Puede concluirse que los mercados de futuros pueden tener un valor variable para productos básicos determinados como mecanismo para el descubrimiento de precios y con fines de aseguración, ya sea por que alguno de los mercados están mejor adecuados que otros para pronosticar precios o porque representan más condiciones propias del país que los mercados mundiales. Como se ha observado en varios productos, la utilidad de las bolsas como parte de sus estrategias comerciales se ve reducida por la falta de paralelismo entre los precios de los diferentes mercados. Para algunos productos y países, el riesgo de base es mayor que el riesgo de precios como resultado de la interferencia en el mercado de las políticas comerciales de ciertos países

exportadores, o debido a que son diferentes los factores que influyen en la oferta y la demanda en cada país competidor. Siempre existe un problema relacionado con el riesgo de "calidad". La inestabilidad cambiaria es otra causa de discrepancias entre los precios locales e internacionales. El reconocimiento de la importancia del riesgo de base ha abierto el camino para otra alternativa comercial, conocida como "cobertura de la base". Aunque hay numerosos análisis de esta alternativa con respecto a los países desarrollados, no es el caso de los países de América Latina y el Caribe. Se deduce de ello que hay una fuerte necesidad de realizar estudios sobre el comportamiento de los mercados locales y su relación con los que existen en los países desarrollados. Será de especial la cuantificación del riesgo de base y la identificación de los elementos determinantes de la base desde la perspectiva del exportador de un país en desarrollo. Está de más decir que estas actividades analíticas deben ir acompañadas de un incremento de la experiencia comercial y de los conocimientos técnicos de las empresas de la región con el fin de aplicarlas en la práctica.

No siempre se dará el caso de que la fijación de precios a término mediante la cobertura permitirá estabilizar los ingresos de exportación. Se estabilizarán si la varianza de los precios de los futuros de una cantidad determinada es menor que la varianza de las transacciones del mercado al contado. Por otra parte si existe una relación tal entre la media y la varianza de los ingresos que se produce una variabilidad más baja a costa de los ingresos previstos, se podrían reducir los beneficios de la cobertura. En la medida que las operaciones de futuros no puedan moderar la varianza en los ingresos de exportación atribuibles a la variabilidad de producción, el nivel de cobertura óptima puede ser considerablemente menor que la producción prevista cuando el precio, el tipo de cambio y las incertidumbres relacionadas con la producción sean eminentes. Les será especialmente más difícil a los grandes que a los pequeños productores eliminar completamente la incertidumbre de sus ingresos, pues los trastornos de producción de los primeros afectarán al precio mismo del producto básico. Se deduce que la eficacia neta de estos mercados debe examinarse producto por producto a nivel nacional, teniendo en cuenta la importancia del país en la producción mundial, el tamaño del mercado interno y los efectos cambiarios.

Se citan a menudo las exigencias de margen como una de las limitaciones principales a que se enfrentan los agentes en los países en desarrollo para participar en la bolsa, debido a lo impredecible de los montos, la frecuencia y la fecha. Los gobiernos tienen que comprender que el otorgamiento de respaldo cambiario para las exigencias de margen no constituyen un caso de derroche de divisas escasas para fines especulativos. Si bien el monto y la fecha de las exigencias de margen son inherentemente impredecibles, el peor de todos los casos sería retirar el apoyo a las exigencias de margen al promediar una operación de cobertura. Debe darse seria consideración a la idea de que los organismos internacionales, como el Banco Mundial, el Banco Interamericano de Desarrollo o el Fondo Monetario Internacional, obtengan la capacidad de proporcionar las garantías necesarias que permitieran a los productores y comerciantes de la región proteger sus posiciones independientemente en las bolsas organizadas. Sería recomendable adoptar un concepto general de crear un mecanismo para aliviar el problema de la disponibilidad de moneda dura como impedimento importante para la participación de los países en desarrollo, y en especial podría examinarse la posibilidad de establecer cuentas en custodia de terceros garantizadas por un organismo internacional.

Sucede a veces que la calidad de los productos básicos aceptados para entrega contra contratos de futuros y los lugares en los que se pueden efectuar las entregas se eligen por lo general con el objetivo de lograr para los contratos de futuros el mayor interés comercial potencial ("liquidez"), y ello puede implicar que los futuros se relacionen, en la práctica, con material de valor comercial considerablemente menor que el suministrado por un exportador. Cualquier exportador o importador que use los futuros debe preocuparse no sólo de entender el complejo sistema de primas y descuentos, sino también de que los intereses de la industria queden reflejados en la especificación del contrato, las disposiciones sobre la entrega, las horas de operación comercial y otros asuntos institucionales del funcionamiento de las bolsas. En este sentido, sería recomendable aumentar la representación de la industria en la junta directiva y los comités ad hoc de las bolsas. Se sostiene a veces que las bolsas debieran estar ubicadas cerca de la zona de producción, basándose en que esta proximidad facilitaría las entregas y

rendiría mayores beneficios a los productores. No obstante, las bolsas realizan principalmente transacciones de "papel", no de productos básicos físicos, y no le ven mayores ventajas al hecho de estar cerca del lugar de producción. A más de esto, la mayoría de los países de la región no cumplen con los requisitos para el funcionamiento adecuado de una bolsa, que comprenden lo siguiente: una red de comunicaciones rápidas y eficientes; convertibilidad de divisas a un costo y riesgo razonablemente bajos y un sistema financiero capaz de sustentar las transferencias de capital, los créditos de corto plazo y los tipos especiales de instrumentos de deuda; sistemas bien establecidos de transporte y almacenamiento; impuestos moderados a las utilidades; un sistema legal que reconozca y haga cumplir los derechos y obligaciones incorporados en los contratos, etc. Además, los beneficios netos en materia de divisas y empleo derivados del establecimiento de mercados de futuros locales son menores que lo que se piensa comunmente. Algunos países en desarrollo, como Malasia y Singapur, que cumplen muchas de estas condiciones, han establecido sus propias bolsas. Sin embargo, para la mayoría de los países en desarrollo, la apertura de nuevas bolsas no puede estimarse viable, a menos que existan sólidos y eficientes mercados físicos, otro requisito importante para tener mercados de futuros sostenibles. De otro modo, existe el riesgo que actividades comerciales tengan una extensión y una potencial insuficientes como para permitir que un mercado funciones bien. En este sentido, el desarrollo de los mercados de productos básicos debe comenzar con los propios mercados.

Una razón por la que tan pocos productores de los países desarrollados y en desarrollo protegen sus ventas de futuros tiene que ver en parte con el hecho de que el tamaño habitual de la unidad de contratos de futuros es más que toda la producción de la mayor parte de los productores individuales. Toda reducción importante del tamaño de esa unidad probablemente elevaría demasiado los costos de las transacciones de futuros. Este es sin duda el caso del sector agrícola pero no es del todo inaplicable al sector minero, en el que las empresas pequeñas y medianas se abstienen de hacer transacciones de futuros debido a estos costos. Por otra parte, se sabe que los costos medios de estas operaciones bajan muy pronunciadamente. Estas características en conjunto sugieren que para que sus productores individuales puedan reducir el

riesgo mediante la cobertura, los gobiernos deberían sacar provecho de planes de cobertura colectiva o estimular al sector privado a realizar operaciones de cobertura en su nombre. Las grandes compañías, con solvencia mundial, por ejemplo, deberían aprovechar plenamente las flexibilidades que ofrecen los diversos corredores con que negocian. La probabilidad de que obtengan más líneas de crédito a tasas más bajas por intermedio de corredores diversificados se podría traspasar a empresas más pequeñas.

Donde existen mercados de futuros, los participantes tienen acceso por lo general a abundante información sobre el mercado. Sin embargo, se está de acuerdo generalmente en que sólo seguir la información originada en estos mercados no es suficiente; tiene que haber un grupo de expertos que comparen y juzguen críticamente el desempeño nacional (público o privado) con el del mercado internacional continuamente. Es importante recordar que la información es en cierto grado intercambiable entre una serie de productos; las señales de precios del trigo podrían indicar posibles movimientos futuros de los precios de otros cereales. Teniendo en cuenta que en general la búsqueda de información tiene la característica de rentabilidad creciente, podría ser recomendable que aquellos organismos encargados de las ventas de los productos se diversificaran desde el punto de vista de las líneas de productos, no especializándose en un número limitado de productos. Deben aprovecharse plenamente las economías de escala en la recopilación y procesamiento de la información. En este sentido, debería ser asunto de interés común tener una mayor transparencia del mercado por medio del mejoramiento de la calidad y la frecuencia de la información estadística suministrada por las bolsas y otras instituciones competentes.

Podría también surgir la necesidad de emplear a personal de auditoría idóneo y experimentado que sea independiente de las entidades de comercialización, para analizar la información sobre el mercado y para juzgar objetivamente el desempeño de los comerciantes de gobierno o privados. Esto debe ocurrir sin mucha intervención cotidiana, porque es necesario crear un ambiente que permita a los encargados de la venta (pública o privada) de productos básicos actuar con rapidez. Aunque es obviamente importante proteger el interés nacional, no es aconsejable entorpecer los intrincados detalles técnicos de las transacciones complejas. En muchos casos, condiciones

adicionales impuestas por el gobierno aumentan el costo final de las transacciones de exportación e importación. Puede también ser conveniente permitir a las empresas privadas competir con las instituciones cuasigubernamentales, de modo que se haga cargo de la transacción la entidad que suministre la mejor combinación de precios, crédito y otras condiciones.

Notas

1/ Un aspecto importante de la economía mundial en los decenios de 1970 y 1980 ha sido la gran inestabilidad de los precios de los productos básicos. Por ejemplo, de 1971 a 1974 los precios de los productos alimentarios (en DEG) aumentaron más de 100%, pero bajaron 25% de 1974 a 1977. En forma más reciente, durante el período 1983-1986 los precios de los minerales y los metales bajaron 23% en tanto que aumentaron 54% en 1986-88.

2/ A excepción posiblemente del arroz, los mercados predominantes de alimentos y cereales forrajeros del mundo son los mercados de futuros de productos básicos, y prácticamente todo el comercio de estos productos tiene los precios fijados en relación con estos mercados.

3/ Respecto del concepto de eficiencia de los mercados de futuros de productos básicos, véase Kaminsky y Kumar (1989).

4/ Los esquemas como las existencias reguladoras y las cuotas de exportación tienen como objeto reducir la variabilidad de los precios. Estas estrategias "no de mercado" han tenido un éxito limitado debido a la insuficiente participación de los países exportadores e importadores y a las insuficientes reservas financieras de los exportadores participantes, y también porque las estrategias mencionadas a menudo administran inadecuadamente el componente de variedad en la producción de la ecuación de variabilidad de los ingresos.

5/ Los datos sobre el valor de los contratos de futuros transados en Londres por grupo de productos básicos indican que en el Reino Unido, el grupo de metales no preciosos representa más de la mitad del total transado (véase FIA, International Report, 1989).

6/ Un buen ejemplo son los fondos de productos básicos (commodity funds). Estos fondos invierten en productos básicos en la misma forma que los fondos financieros de inversiones invierten en acciones y bonos. Los fondos obtienen capital de inversión de las personas, sociedades e instituciones y estos inversionistas deben comprometer sus fondos durante 5 a 8 años. Los administradores de los fondos luego usan este capital para comprar y vender futuros de productos básicos de los Estados Unidos y entregar las utilidades a los inversionistas. Los fondos de productos básicos han crecido rápidamente en los Estados Unidos desde la crisis del mercado de valores de octubre de 1987.

Se informa que actualmente se hallan invertidos cerca de 5 a 7 mil millones de dólares en estos fondos.

7/ Kuchiki sostiene que debido a estos cambios, se pueden observar tres importantes transformaciones en los movimientos de precios de los productos básicos: i) los períodos cíclicos de los precios de los productos básicos se han hecho más cortos, y se ha intensificado la amplitud de los ciclos; ii) se ha formado un nexo entre los mercados de productos básicos y los mercados financieros, aunque las relaciones tienen diferencias cronológicas (adelantos y atrasos) - el precio del petróleo crudo está a la cabeza de los otros mercados de productos, incluidos los mercados financieros, y iii) los precios del petróleo crudo, el oro, los bonos del tesoro y las acciones ofrecen los mismos períodos de ciclos.

8/ A pesar del fracaso del contrato negociado entre 1979 y 1982, se reintroducirán los futuros de los pollos para asar y sus opciones aparecerán próximamente en la Chicago Mercantile Exchange (The Financial Times, 17 de julio de 1990).

9/ La "cobertura" se define como el establecimiento de una posición en un mercado de futuros contraria a la que se tiene en el mercado físico a fin de reducir al mínimo el riesgo de pérdida financiera derivado de un cambio adverso de precios, para lo que no hay seguro comercial.

10/ Como ejemplo, históricamente, las cooperativas agrícolas en los Estados Unidos han sido propietarias de una proporción considerable del comercio de elevadores de granos. El aumento los mercados de futuros de petróleo ocurrió en el decenio de 1970, cuando el auge de la OPEP segregó las etapas de producción de la extracción de petróleo de las actividades de refinación, en una industria que había tenido un alto grado de integración vertical. Se puede hacer una observación similar acerca de la industria del aluminio, donde la aparición de los mercados de futuros estuvo correlacionada con el surgimiento de productores independientes, no integrados, entre ellos los de los países en desarrollo.

11/ Respecto de la diferencia entre los mercados a término (forward markets) y los mercados de futuros, véase Nelson (1985).

12/ Por ejemplo, la CFTC de los Estados Unidos adujo que las importantes posiciones largas de futuros asumidas por los productores de café centroamericanos a fines del decenio de 1970, en virtud del Grupo PANCAFE, eran manipuladoras, por lo que se suspendieron dichas transacciones (véase Menjívar 1983).

13/ Si bien el elemento de riesgo de base es siempre un factor, determinar si se trata del factor fundamental para decidir sobre la participación en los mercados de futuros depende del producto. Por ejemplo, las entregas de café se hacen desde almacenes en Nueva York y Nueva Orleans y hay estructuras muy complicadas de descuentos y primas por calidad para dar cabida a la heterogeneidad del producto. Para el exportador de un país en

desarrollo, estos factores aumentan considerablemente el riesgo de base en cuanto al flete, calidad y trastornos del mercado cuyo origen es político o que ocurren naturalmente. En contraste con ello, el contrato mundial de azúcar es f.o.b país de origen, opción del vendedor, lo que elimina el riesgo de flete para la mayoría de los lugares de entrega de los países en desarrollo. El azúcar es bastante homogéneo en calidad, lo que reduce también este elemento de riesgo de base.

14/ La LME, que domina las transacciones de los metales no ferrosos de todo el mundo, estudia hacer cambios radicales en sus contratos, que se prolongarían a tres años en comparación con duración actual de 15 meses. Además, a la luz de una mayor demanda de operaciones de cobertura del petróleo crudo, la junta directiva de NYMEX votó en julio de 1990 en favor de extender el calendario de futuros de este producto en un año y medio con respecto a los 18 meses actuales.

15/ En el caso de Argentina y Brasil, aunque es posible transferir las comisiones y otros fondos al exterior, en la práctica no es fácil. Durante un largo tiempo, en Argentina, las transferencias al exterior se han restringido o demorado y los comerciantes se han visto obligados a usar métodos indirectos. Hasta abril de 1989, las compañías tenían que comprar bonos externos (BONEX) y cambiarlos por dólares en Uruguay para luego remitirlos al exterior (Regúnaga, 1990a).

16/ Como ejemplo, Thompson y Bond (1987) demuestran que la decisión de dejar flotante el dólar australiano en 1983 presentó a la Junta Triguera de Australia una perspectiva diferente sobre el uso óptimo de los mercados de futuros que existían antes de aquella época, lo que indica que pueden ocurrir cambios importantes en el comportamiento de las operaciones de cobertura como resultado de la interacción de los precios de los productos básicos y los tipos de cambio. También demuestran que para el comerciante de trigo australiano, las utilidades arrojadas por las operaciones de cobertura desde diciembre de 1983 fue mayor de lo que se había apreciado debido a los efectos de interacción de los tipos de cambio y los precios de los productos básicos. El promedio de la relación cobertura óptima - riesgo cambiario para el comerciante australiano expuesto al riesgo cambiario fue de más de 30%, en tanto que la misma relación para el comerciante con riesgo cambiario con cobertura fue de 19% de las existencias.

17/ La práctica de subsidios indirectos y directos adoptada por los Estados Unidos y otros países desarrollados, muy especialmente el programa de fomento de las exportaciones, entraña generalmente una reducción de precios en el hemisferio sur y un aumento de las cotizaciones de precios en las bolsas de los Estados Unidos. Estos subsidios no son permanentes, ni tampoco generalizados en todos los países, lo que no afecta la prima sistemáticamente, causando incertidumbre al comerciante. Otros subsidios a la producción y el comercio o barreras generan también distorsiones de los precios de exportación de otros países, pero se reflejan más fácilmente en las primas y son menos perjudiciales (Regúnaga, 1990a).

BIBLIOGRAFIA

- Bande, Jorge y José Luis Mardones (consultores) (1990), La Bolsa de Metales y su incidencia en el desarrollo de la minería de América Latina y el Caribe, (LC/R.903), Santiago de Chile, CEPAL.
- CEPAL (Comisión Económica para América Latina y el Caribe), (1989), La cadena de distribución y la competitividad de las exportaciones latinoamericanas: la exportación de jugo de naranja concentrado y congelado de Brasil (LC/R.844), Santiago de Chile, diciembre.
- Contreras, Willy (1984), "Comercialización de granos básicos", Comercialización de productos básicos, Fernando Sánchez Albovera (coor.), Madrid, Instituto de Cooperación Iberoamericana (ICI)/Centro de Estudios y Promoción del Desarrollo (DESCO).
- FAO Organización de las Naciones Unidas para la Agricultura y la Alimentación (1982), Los acuerdos bilaterales a largo plazo y el comercio de futuros en cereales CCP:GR 82/5), Comité de Problemas de Productos Básicos: Grupo Intergubernamentales sobre Cereales, Roma, octubre.
- Financial Times (1990), "Chicago exchange plans broiler chicken futures", 17 de julio.
- Flood, David B., (1981), "Survey of Thailand's Commodity Marketing Problems and of the Proposed Establishment of a Thai Futures Exchange", preparado para el Bureau for Private Enterprise de USAID.
- Futures Industry Association, varios informes mensuales.
- Gemill, Gordon (1985), "Forward contracts or international buffer stock? A study of their relative efficiencies in stabilising commodity export earnings", The Economic Journal, vol. 95, pp. 440 a 417.
- GEPLACEA (Grupo de Países Latinoamericanos y del Caribe Exportadores de Azúcar), (1989), Análisis técnico de los mercados de futuros, México, D.F.
- _____ (1990), Handbook on International Sugar Marketing, tercera edición, México, D.F..
- Ghosh, S., C.L. Gilbert y A.J. Hallett (1983), "Commodity market stabilization. A comparison of simple and optimal intervention strategies in a model of the world copper market", CIPEC Quarterly Review, julio-septiembre.
- Ghura, Dhaneshwar (1990), How Commodity Prices Respond to Macroeconomic News, Policy, Planning and Research Working Paper Series N° 354, Washington, D.C., Banco Mundial.

Gilbert, Christopher (1985), "Futures trading and the welfare evaluation of commodity price stabilisation", The Economic Journal, vol. 95, septiembre, pp. 637 a 661.

Green, C.J.B., (1986 a) "The London Metal Exchange: An examination of the potential impact of a clearing house system on the trading structure of the exchange and the international metal industry", CIPEC Quarterly Review, enero-marzo.

_____, (1986 b), "Pricing mechanisms for non-ferrous metales", CIPEC Quarterly Review, octubre-diciembre.

Hirshleifer, David (1988), "Risk, futures pricing, and the organization of production in commodity markets", Journal of Political Economy, vol. 96, N° 6.

Kaminsky, Graciela y Marmohan S. Kumar (1989), Efficiency in Commodity Futures Markets, documento de trabajo del FMI (WP/89/106), Washington, D.C., diciembre.

Kuchiki, Akifumi (1989), "The world prices of primary commodities", Primary Commodity Issues in the Chilean Economy, Kuchiki y otros, Joint Research Programme Series N° 78, Tokio, Institute of Developing Economies.

Labys, Walter C. (1974), Especulación e inestabilidad de los precios en los mercados internacionales de futuros, (TD/B/C.1/171), Ginebra, Junta de Comercio y Desarrollo, UNCTAD, diciembre.

López Huebe, Víctor (consultor) (1990), La bolsa de café, azúcar y cacao y su incidencia en las exportaciones de América Latina y el Caribe (LC/R.901), Santiago de Chile, CEPAL.

MacBean, Alasdair I. y D.T. Nguyen (1987), Commodity Policies: Problems and Prospects, Londres, Croom Helm.

Marazzi, Leonarda (1984), "Commodity exchanges: implications for international trade", Trade and Development, UNCTAD, N° 5, agosto.

Menjívar, Oscar (1983), "Analytical Report on the Experience of the Bogotá Group - PANCAFE", mimeo.

Nelson, Ray D. (1985), "Forward and futures contracts as preharvest commodity marketing instruments", The American Journal of Agricultural Economics, vol. 67, N° 1.

Newbery, David M. (1983), "Futures trading, risk reduction and price stabilization", Futures Markets: Modelling, Managing and Monitoring Futures Trading, Manfred Streit (ed.), Oxford, Basil Blackwell Publisher Ltd.

Peck, Anne E. (1982), "Futures Markets, Food Imports and Food Security", AGREP Division Working Paper, N° 43., Washington, D.C., Banco Mundial.

- Petzel, Todd E. (1985), "International use of United States futures markets: discussion", American Journal of Agricultural Economics, vol. 67, N° 5.
- Pinniger, Simon (1987), "Trade and pricing issues of international grain marketing", Agricultural Marketing Strategy and Pricing Policy, Dieter Elz (ed.), Washington, D.C., Banco Mundial.
- Powers, Mark J. y Paula Tosini (1977), "Commodity futures exchanges and the North-South dialogue", American Journal of Agricultural Economics, vol. 59, N° 5, diciembre.
- Regúnaga, Marcelo (1990a), Las bolsas de cereales y su influencia en las exportaciones de América Latina y el Caribe (LC/R.898), Santiago de Chile, CEPAL.
- (1990b), Las bolsas de productos básicos de los países desarrollados y las exportaciones de América Latina y el Caribe (LC/R.899), Santiago de Chile, CEPAL.
- Rico, Manuel (1984), Las bolsas de azúcar y su utilización por los productores, México, D.F., GEPLACEA (Grupo de Países Latinoamericanos y del Caribe Exportadores de Azúcar).
- (1987), Las opciones de azúcar en la Bolsa de Nueva York, Serie Mercado y Estadística, México, D.F., GEPLACEA (Grupo de Países Latinoamericanos y del Caribe Exportadores de Azúcar).
- Sánchez Albavera, Fernando (1984), "Las acciones empresariales del Estado en la comercialización del cobre", Comercialización de productos básicos, Madrid, Instituto de Cooperación Iberoamericana (ICI)/ Centro de Estudios y Promoción del Desarrollo (DESCO).
- Schmitz, Andrew (1984) Commodity Price Stabilization: the Theory and its Application, documento de trabajo del Banco Mundial, N° 668, Washington, D.C.
- Streit, Manfred E. (ed.) (1983), "Modelling, managing and monitoring futures trading: frontiers of analytical inquiry", Manfred E. Streit (ed.), Futures Markets: Modelling, Managing and Monitoring Futures Trading, Oxford, Basil Blackwell Publisher Ltd.
- Thompson, Sarahelen (1983), "The Use of Futures Markets by Less Developed Countries for Commodity Exporting", AGREP Division, documento de trabajo del Banco Mundial N° 65, Washington, D.C.
- (1985), "Use of futures markets for exports by less developed countries", American Journal of Agriculture Economics, vol. 67, N° 5.
- Thompson, Stanley R. y Gary E. Bond (1985), "Basis and exchange rate risk in offshore futures trading", American Journal of Agricultural Economics, vol. 67, N° 5.

_____ (1987), "Offshore commodity hedging under floating exchange rates", American Journal of Agricultural Economics, vol. 69, N° 1.

UNCTAD (Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo) (1983), Las bolsas de productos básicos y sus efectos en el comercio de los países en desarrollo (TD/B/C.1/248), Junta de Comercio y Desarrollo, mayo.

_____ (1983), UNCTAD Bulletin, N° 196.

_____ (1989), UNCTAD Commodity Yearbook, 1988. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: E.89.II.D.1.