

# EL USO DEL ECU EN LAS TRANSACCIONES INTERNACIONALES

## El caso de los países latinoamericanos \*

En los días 8 y 9 de junio tendrá lugar en Bogotá una conferencia internacional, promovida por la Comunidad Europea y organizada por la Universidad Bocconi de Milán sobre el tema "Las relaciones económicas entre Europa y Colombia en los años noventa: el rol potencial del *ecu* en la diversificación de divisas".

El tema de la diversificación monetaria en las relaciones exteriores ha ganado relieve en años recientes en los dos continentes. En América Latina varios países han empezado un proceso de diversificación con respecto al dólar. En Europa, al uso de una pluralidad de monedas nacionales se va uniendo una mayor difusión del *ecu*, la moneda europea. El uso de una moneda común en las relaciones externas de los países europeos puede fortalecer el proceso de integración entre las economías de dichos países, ya en marcha con el proceso de unificación del mercado programado para 1992.

Europa absorbe alrededor del 27% de las exportaciones colombianas y es la fuente del 22% de nuestras importaciones. El proceso de diversificación de la deuda externa colombiana es muy adelantado en comparación con otros países de América Latina. Poco más de la mitad de la deuda externa pública está denominada en dólares. Frente a las mencionadas tendencias de la economía mundial, y al papel que Europa puede jugar en las próximas décadas, es preciso para los operadores económicos colombianos contar con una información adecuada sobre las características de los mercados monetarios mundiales. El Banco de la República edita con este objetivo, una síntesis preliminar de algunos de los temas presentados en la mencionada conferencia.

---

### Introducción

---

El presente artículo sintetiza los resultados de una investigación dirigida a identificar una demanda potencial para la utilización del *ecu* en las relaciones económicas entre Europa y América Latina, en particular Argentina, Brasil, Colombia y Venezuela, y los posibles usos del *ecu* por parte de los operadores económicos tanto privados como públicos. La investigación ha sido conducida por la Universidad Bocconi de Milán (Italia), por encargo de la Comunidad Europea.

El artículo está dividido en cuatro partes:

- un análisis del funcionamiento y del reciente desarrollo del mercado y de los instrumentos financieros en *ecu*;
- un análisis de la actitud de las empresas en Europa y en América Latina sobre la utilización del *ecu* para la facturación y el financiamiento del comercio internacional;
- un análisis de los posibles usos del *ecu* en las transacciones internacionales en el mercado de las materias primas;
- un análisis de los posibles usos del *ecu* por parte de los operadores públicos en América Latina.

---

\* Documento elaborado por el Instituto de Estudios Latinoamericanos de la "Universidad Commerciale Luigi Bocconi" de Milán.



En la primera parte se analiza el funcionamiento y el reciente desarrollo del mercado del *ecu*, poniendo el acento en su carácter de innovación financiera y sobre las situaciones en que el *ecu* presenta un valor adicional respecto a las monedas individuales que lo componen. Tal análisis permite concluir que la característica de canasta del *ecu*, sus bajos costos de transacción y su relativa estabilidad —debida al acuerdo sobre fluctuación de tasas de cambio del Sistema Monetario Europeo (SME)— constituyen los factores determinantes del desarrollo del mercado y son la base de posibles usos futuros de esta divisa-canasta de monedas en las relaciones internacionales, tanto al interior como al exterior de la Comunidad Europea.

La segunda parte presenta el análisis sobre la posibilidad de utilizar el *ecu* por parte de las empresas en la facturación y en el financiamiento del comercio internacional. Tal análisis ha sido efectuado con base en los resultados de una encuesta conducida sobre una muestra de empresas latinoamericanas y europeas. La encuesta ha puesto en claro que no existen impedimentos institucionales para que los operadores privados usen el *ecu*, con excepción de Colombia donde el *ecu* no es reconocido como divisa extranjera.

Además, la mayor parte de las empresas latinoamericanas entrevistadas, si bien hasta ahora han empleado el *ecu* en forma bastante restringida, se han declarado interesadas en evaluar la posibilidad de utilizar esta divisa. En efecto, en los últimos años, la Comunidad Europea ha aumentado su peso en el comercio exterior de América Latina. Este desarrollo y la tendencia reciente de inestabilidad del dólar se constituyen en la base de la inclinación a la diversificación de divisas en la facturación y en el financiamiento del comercio exterior de estos países. El *ecu*, por sus características de divisa-canasta, podría representar un adecuado instrumento de cobertura del riesgo de cambio conectado a las operaciones comerciales con Europa por parte de las empresas latinoamericanas.

En la tercera parte, se analiza el rol potencial del *ecu* en el comercio internacional de las materias primas. Actualmente, en el mercado de las materias primas la fijación de los precios y los contratos se realizan en dólares. Además, la reciente inestabilidad del dólar y la existencia de una relación inversa entre dinámica de la tasa de cambio del dólar y el comportamiento de los precios en dólares de las materias primas evidencian la conveniencia de uti-

lizar otras divisas en la reglamentación de los pagos relativos a contratos sobre materias primas. A través de tales operaciones, la empresa productora puede reducir su propio riesgo, al menos por la parte relacionada con la inestabilidad del dólar. La misma motivación induce a proponer el uso de otras divisas en la determinación de los precios de referencia fijados en los acuerdos internacionales de estabilización del mercado de las materias primas. Dada la perspectiva de inestabilidad de los cambios, la utilización de un conjunto de divisas en la denominación de los precios de referencia puede aumentar la eficacia de los acuerdos. En conclusión, el *ecu* podría representar una solución interesante tanto como divisa de uso normal en los contratos con los países como divisa en una canasta constituida para definir los precios sobre la base de los acuerdos internacionales.

En la última parte se analiza la posibilidad de utilizar el *ecu* de parte de los operadores públicos. Actualmente, el dólar representa la principal divisa utilizada para el endeudamiento externo de los países latinoamericanos considerados en la presente investigación, aunque en el caso de Brasil y de Colombia la parte de deuda externa referida en otras divisas representa alrededor del 40% del total. Además, en muchos países el dólar representa la divisa de referencia para la política de la tasa de cambio.

Recientemente, la fluctuación de la tasa de cambio del dólar ha representado un importante factor de desestabilización del costo real del servicio de la deuda externa de los países latinoamericanos. La perspectiva de inestabilidad del dólar en los próximos años induce a pensar que una parcial diversificación en la denominación de la deuda externa podría constituir una contribución importante a favor de la estabilización del servicio de la deuda externa en los países latinoamericanos. En esta óptica, el uso del *ecu* sería favorecido por la tendencia simétrica de las tasas de cambio y de interés del *ecu* respecto al dólar. Además, para los países latinoamericanos que ligan la propia moneda al dólar, podría resultar de notable interés referir la política del cambio a un conjunto de divisas, incluyendo el *ecu*. La acumulación de reservas internacionales utilizando el *ecu*, por otro lado, podría representar un ulterior incentivo al uso de esta divisa-canasta en las relaciones entre los países de la Comunidad Europea y América Latina.



## I. Definición del *ecu* y características de sus mercados

### Definición del *ecu*

El *ecu* es una moneda internacional, y como tal usada en casi todos los segmentos de mercado. El *ecu* privado fue creado en 1981 y desde entonces tuvo lugar una considerable ampliación de su uso en las transacciones privadas y oficiales.

Bajo el perfil institucional, el *ecu* es una unidad monetaria compuesta, definida como suma de montos fijos de las monedas de los países miembros de la Comunidad Europea, con excepción de la peseta española y del escudo portugués (Cuadro 1). La composición de la canasta de monedas está sin embargo sujeta a reexamen cada cinco años y/o en los casos de:

- ingreso de nuevas monedas en la canasta;
- cambio del peso de una moneda en más del 25%.

La composición del *ecu* ha sido efectivamente revisada una sola vez, en 1984, en el momento del ingreso de Grecia a la Comunidad Europea. Una segunda revisión de la canasta del *ecu* se espera para 1989 al término del segundo quinquenio, en coincidencia con el previsto ingreso de la peseta española y del escudo portugués en el *ecu*.

Una de las principales características del *ecu* es que las monedas componentes, con exclusión de la libra esterlina y el dracma, están ligadas entre sí a través del mecanismo de cambio del SME. Tal mecanismo ha inducido una estabilidad del *ecu* frente a las principales monedas internacionales mayor que la estabilidad de las divisas que lo componen, hecho importante en un período de fuerte inestabilidad de las tasas de cambio. Además, la adopción del *ecu* como elemento central del mecanismo de cambio del SME y el rol que el *ecu* podría cubrir en el proceso de integración económica y monetaria en Europa han aumentado la confianza de los operadores privados en las perspectivas de desarrollo del *ecu*.

Los *bonds* valorizados en *ecu* representaban en 1988 cerca del 4% del mercado internacional de los bonos, en términos ya sea de consistencia como de emisión neta. De la primera emisión en 1981, el mercado de los *ecu-bonds* ha registrado una considerable ampliación bajo el perfil de los instrumentos y de la tipología de los emitentes. En particular, los operadores pueden actualmente disponer de un amplio abanico de instrumentos valorizados en *ecu*, como *swaps* y *financial futures*, mientras ha aumentado en medida significativa la cuota de la emisión de *ecu-bonds* efectuada por empresas.

A fines de septiembre de 1988, los activos valorizados en *ecu* de los bancos internacionales sumaban cerca de 104 millones de *ecu*. Actualmente, comparando el volumen de préstamos en *ecu* con aquellos en otras monedas, se revela que la primera, con una cuota de mercado alrededor del 4%, se ubica en el quinto lugar del dólar, marco, yen y franco suizo.

La expansión del mercado de obligaciones y bancario internacional en *ecu* ha estado recientemente acompañada de la colocación de instrumentos financieros a corto plazo en *ecu*, realizada con buenos resultados por el gobierno italiano y británico a partir de octubre de 1987 y del mismo mes de 1988 respectivamente.

### El mercado de cambios *spot* y *forward*

El *ecu*, siendo una moneda internacional, es cotizado oficialmente en varias bolsas europeas: París,

CUADRO 1

#### Composición del ECU

(Desde el 17 septiembre de 1984)

	Unidad	Pesos	
		17.9.84	22.3.89
Esterlina Británica .....	0.0878	15.0%	13.6%
Marco Alemán .....	0.719	32.0	34.5
Franco Francés .....	1.31	19.0	18.6
Lira Italiana .....	140	10.2	9.1
Florin Holandés .....	0.256	10.1	10.9
Franco Belga .....	3.71	8.2	8.5
Franco Luxemburgués ...	0.14	0.3	0.3
Corona Danés .....	0.219	2.7	2.7
Esterlina Irlandés .....	0.00871	1.2	1.1
Dracma .....	1.15	1.3	0.7
		100.0%	100.0%

Fuentes: Lloyds Bank, ECU-Newsletter



Bruselas, Amsterdam, Milán, Roma, Copenhague, Atenas, Lisboa, Oslo, Estocolmo, Viena y Madrid. Además, el *ecu* viene cotizado en la bolsa de Dublín, donde, sin embargo, no está previsto un "fixing" oficial para las monedas. Las contrataciones resultan concentradas, además de los mercados de París y Bruselas, sobre todo en los mercados de Londres y Luxemburgo.

No existen cuantificaciones oficiales del mercado de los cambios en *ecu* publicadas con regularidad, sólo estimaciones limitadas a mercados individuales o a específicos períodos, de los cuales es posible inferir la dimensión global del mercado. De estimaciones efectuadas en Europa, la dimensión del mercado europeo de cambios *spot* en *ecu* sumaría cinco mil millones de *ecu* en agosto de 1987. Con base en la valuación efectuada en marzo de 1986 por la Reserva Federal de Nueva York y el Banco de Inglaterra, el volumen medio de contrataciones en *ecu* sobre el mercado de cambios europeos y de los Estados Unidos sumaría alrededor de 2.500 millones de *ecu*. Sin embargo, es opinión difundida que los datos publicados por la Reserva Federal y el Banco de Inglaterra subestiman la dimensión global del mercado de cambios en *ecu*.

En los mercados de divisas, la tasa de cambio del *ecu*, respecto a cualquiera otra moneda, resulta estrechamente vinculada a la tasa teórica (suma ponderada de las tasas de cambio de cada una de las monedas componentes respecto a la moneda de referencia). La discrepancia entre tasa de mercado y tasa teórica resulta en efecto limitada, debido a la oportunidad de efectuar arbitraje entre el *ecu* como tal y el *ecu* como canasta de las monedas que lo componen.

Actualmente, el mercado *spot* del *ecu* evidencia un considerable nivel de madurez, según lo testimonia:

- el creciente número de operadores activos en calidad de "market maker" o de "broker";
- la progresiva reducción de los "spreads" y la creciente liquidez del mercado, en particular en el segmento *ecu-dólar*.

La actual configuración del mercado de cambios en *ecu* resulta fuertemente condicionada por las peculiaridades que caracterizan la demanda de tal moneda. Prevalentemente el *ecu* viene siendo utilizado en operaciones de tipo financiero, mientras más limitado resulta el uso para fines comerciales.

Además, aunque marginalmente, existe oportunidad de arbitraje para los operadores bancarios activos sobre el mercado, debido al diferencial entre la valorización teórica, basada sobre la valorización de las monedas componentes, y la cotización de mercado del *ecu*.

La prevalencia de motivaciones financieras en el uso del *ecu* representa la llave de lectura de la evolución del mercado *spot* de tal moneda en el curso de los últimos años.

Originariamente alrededor del 90% de las transacciones *spot* se concentraban sobre el segmento *DM-ecu* a causa de la reducida inestabilidad de la relación de cambio. Sin embargo, sobre todo a partir de 1986, la creciente utilización del *ecu* en el mercado monetario americano ha consentido la progresiva expansión del segmento *ecu-dólar*, que en 1987 ha representado el 25% del mercado *spot* en *ecu*.

En lo que concierne al sector *forward*, la perspectiva de desarrollo resulta estrictamente ligada a la dinámica de la demanda de los operadores no bancarios y por consiguiente, a la utilización del *ecu* para fines comerciales. La situación actual, de prevalente recurrencia a tal moneda con finalidad financiera y la competencia ejercitada por las operaciones futuras explican, por lo tanto, el limitado desarrollo, en cuanto a dimensiones globales, del mercado *forward* del *ecu*. Este mercado se caracteriza por escasa liquidez, presencia de un número exiguo de "market makers" y de "brokers" y marcada concentración de las transacciones en el segmento *ecu-dólar*. De las estimaciones efectuadas por la Reserva Federal y el Banco de Inglaterra se evidencia que, salvo pocas excepciones, las transacciones efectuadas sobre tal mercado consisten en *swaps*.

#### El mercado de cambios *future*

En términos generales, el mercado *future* se distingue del *forward* principalmente por:

- El desarrollo de las contrataciones en un mercado centralizado y bajo el control de una "Clearing House";
- el elevado grado de estandarización de los contratos;
- el amplio número de operadores no sólo bancarios activos sobre el mercado.



Tales características se traducen en una mayor facilidad y rapidez de conclusión de los contratos respecto al mercado *forward* en el cual estos últimos se configuran como transacciones privadas. La ausencia de una institución de "clearing" en el mercado *forward* implica una mayor incertidumbre sobre el comportamiento de la contraparte. Desde otro punto de vista, la estandarización de los contratos *future* no representa un límite a la posibilidad de cobertura de posiciones en divisas: del punto de vista de la dimensión del contrato, se pueden cubrir posiciones por montos notables suscribiendo múltiples contratos *future*. En lo concerniente a precios, las operaciones de arbitraje evitan que los precios sobre el mercado *future* se diferencien en medida significativa de aquellos sobre el mercado *forward*. En virtud de tal peculiaridad, los contratos *future* representan un instrumento de cobertura competitivo respecto a las operaciones *forward*, en particular con referencia a las transacciones en *ecu*.

En los Estados Unidos, el mercado *future* del *ecu* se ha desarrollado lentamente. El uso restringido del *ecu* como moneda de facturación sobre todo en el comercio CEE-Estados Unidos, y los problemas de liquidez que caracterizan el mercado norteamericano del *ecu* limitan fuertemente la posibilidad de crecimiento del mercado *future* de tal divisa.

En la plaza de Nueva York se pueden observar contrataciones por montos significativos, a causa de la oportunidad ofrecida por la presencia del contrato *US Dólar Index* basado en un índice de la tasa de cambio efectiva del dólar establecido por la Reserva Federal utilizando una canasta de monedas similares al *ecu*.

La presencia de un mercado activo para el contrato *US Dólar Index* permite:

- Aumentar la liquidez del mercado paralelo del contrato *future* sobre el *ecu*.
- Combinar el uso de los dos contratos en una única estrategia a causa de la relación inversa que se ha observado en el precio de los contratos.

En efecto, en caso de depreciación del dólar, el precio del contrato *ecu*, expresado en *US cent* por *ecu*, aumenta mientras el precio del contrato *US Dólar Index* disminuye como consecuencia a la reducción del valor externo del dólar. La eventual discrepancia en el comportamiento de los precios de los dos contratos se puede atribuir a la inclusión en la canasta del *US Dólar Index* de monedas como el yen, el dólar canadiense y el franco suizo no presente en la canasta del *ecu* (Gráfico 1).

En Europa con excepción de la plaza financiera de Londres, el desarrollo de los mercados *future* es todavía bastante limitado. En particular, Europa no puede contar actualmente con un mercado *future* sobre el *ecu*. Sin embargo, el proceso de integración financiera en marcha en el ámbito de la CEE constituye un importante factor de estímulo a la creación de tal mercado.

### El mercado de obligaciones

A partir de su inicio en 1981, el mercado internacional de los *bonds* valorizados en *ecu* ha evidenciado un desarrollo significativo. En el curso de 1988, en particular, se ha registrado una consistente expansión de las emisiones, parecida a la evolución verificada en 1985 (Gráfico 2). Bajo el perfil de la consistencia, los *bonds* valorizados en *ecu* representaban a fines de 1987 cerca del 4% del mercado de las obligaciones internacionales, frente al 0,8% de 1982.

La evolución del mercado de los *ecu-bonds* ha sido caracterizada por una creciente diversificación de los instrumentos, como lo demuestra el incremento de la cuota de emisión representada de obligaciones a tasa de interés variable, particularmente en el período 1985-1986, y la colocación de *zero-coupon* y *debt-related bonds*, sobre todo en 1986.

En cuanto a operadores, se ha asistido a una progresiva reducción del grado de concentración. En 1982, la cuota de mercado de los tres primeros bancos activos en el sector de los *ecu-bonds*, en términos de volumen de títulos colocados era de alrededor del 60%. En 1987 tal cuota se redujo a cerca del 40%. Al mismo tiempo el predominio de las instituciones financieras belgas y luxemburguesas característico de la fase inicial del desarrollo de los mercados de *ecu-bonds*, se está atenuando gradualmente en particular a continuación del ingreso de los operadores norteamericanos y japoneses.

Bajo el perfil de los tomadores, la incidencia de sujetos localizados fuera del área CEE ha aumentado de cerca del 7% en 1982 a alrededor del 30% en 1988. A partir de 1984-1985 se ha registrado un considerable incremento de las emisiones efectuadas por empresas privadas favorecido en particular del desarrollo del mercado de los *swaps*. Sin embargo, los gobiernos y los organismos públicos constituían todavía, en 1987, la principal categoría de tomadores sobre el mercado de los *ecu-bonds* (Gráfico 3).



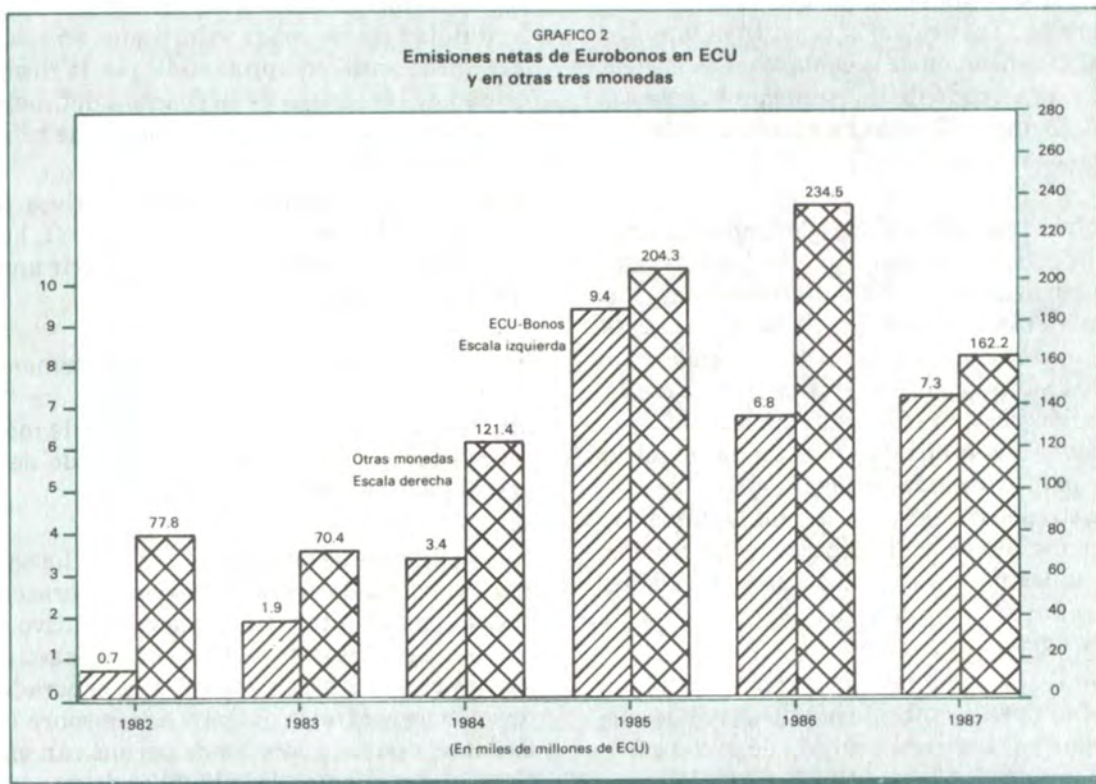
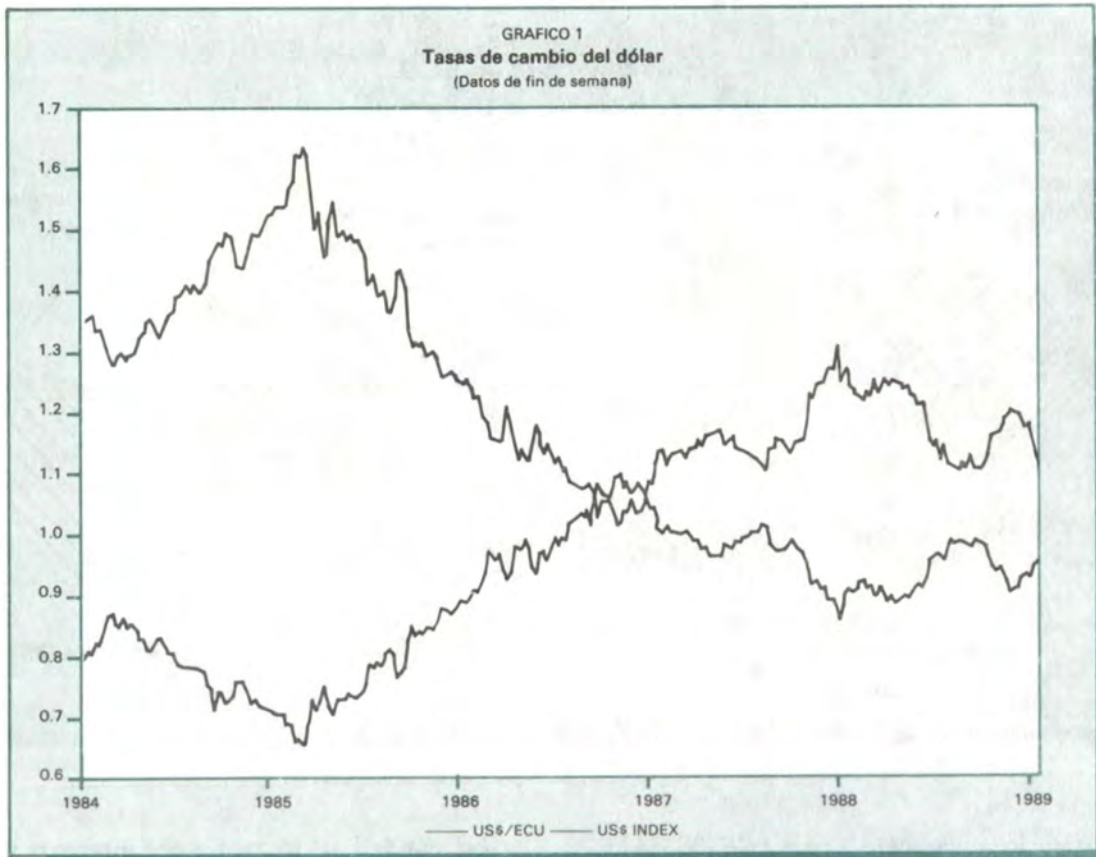
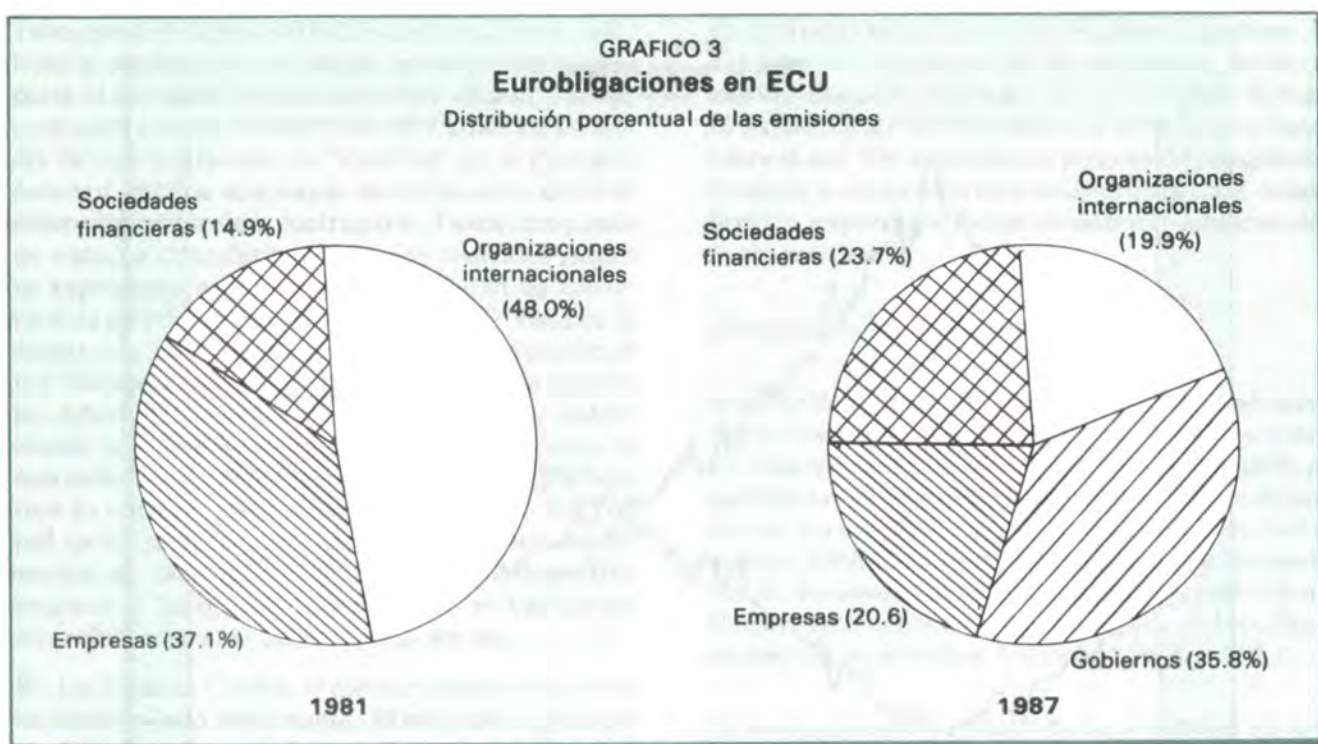




GRAFICO 3  
Euroobligaciones en ECU  
Distribución porcentual de las emisiones



Bajo el perfil de los inversores, a partir de 1985 se ha realizado en el mercado de los *ecu-bonds* una importante modificación, representada del ingreso de inversores institucionales, en particular de los fondos de inversión. Tal evolución constituye también la principal justificación de la contextual reducción de la cuota de mercado de los pequeños inversores privados. A fin de 1987 están en actividad sobre el mercado *ecu* 52 fondos.

La casi totalidad de las emisiones de *bonds* valorizados en *ecu* es cotizada oficialmente en las bolsas de valores, en particular aquella de Luxemburgo. Sin embargo, el mercado secundario de los *ecu-bonds* se configura principalmente como un mercado *over the counter*. Las motivaciones que conllevan a esta caracterización del mercado secundario de los *ecu-bonds* pueden individualizarse, ante todo en el rol de operadores principales de las instituciones bancarias. Una motivación adicional, aunque secundaria, viene de la ineficiencia del tipo de contratación prevalente en los mercados bursátiles en los cuales vienen cotizados los *ecu-bonds*, lo que resulta en una reducción del grado de liquidez.

La posibilidad que durante el período de validez de una obligación se opere una revisión de la composición del *ecu* impone la adopción de la fórmula *open*

*basket*, con la cual los pagos por intereses y capital son regulados con base en la definición del *ecu* vigente en cada una de las fechas de vencimiento. El uso de tal fórmula consiente salvaguardar la transferibilidad de los *bonds* valorizados en *ecu*, que de otro modo sería comprometida por la deshomogeneidad de las emisiones en cuanto a definición de la canasta que compone el *ecu*, moneda de referencia.

El número de "market makers" activos sobre el mercado de los *ecu-bonds*, de tres en 1981, ha subido a 31 al inicio de 1987 para después sufrir una reducción a 18 en 1988.

El escaso flotante y la contenida dimensión de numerosas emisiones han inducido a los "market makers" activos sobre este segmento de mercado a concentrarse sobre un número limitado de emisiones de mayores dimensiones.

El crecimiento de las dimensiones que ha caracterizado el mercado de los *ecu-bonds* representa una etapa fundamental del proceso evolutivo de este último. En perspectiva, la creciente participación de inversores institucionales y la esperada introducción de contratos *option* y *future* sobre las tasas de interés para los *ecu-bonds* permitirán significativos mejoramientos de la liquidez de este segmento



de mercado. De un lado, la mayor propensión de los inversores institucionales a manejar activamente sus inversiones en títulos, limitará el proceso de reducción del flotante salvaguardando, cuanto menos parcialmente, la liquidez de las emisiones presentes sobre el mercado ya desde algunos años. Por otra parte, la introducción de contratos *option* y/o *future* sobre las tasas de interés para los *ecu-bonds* aumentará notablemente las posibilidades de cobertura de los riesgos, actualmente limitadas a la utilización de contratos *future* sobre las tasas de interés para *bonds* valorizados en algunas de las principales monedas componentes del *ecu*.

### El mercado de los *swaps*

La evolución del mercado sea primario o secundario, de los *ecu-bonds* es dependiente en gran medida del desarrollo del mercado de los *swaps*. Este último ha surgido con el objetivo de conseguir minimizar el costo del financiamiento a través de arbitrajes entre diferentes evaluaciones de la "creditworthiness" de los sujetos activos sobre diferentes mercados financieros.

En el caso del *ecu*, el acceso al mercado de obligaciones en calidad de emitente resulta limitado a un número exiguo de tomadores de mayores dimensiones y con elevada capacidad de crédito. Se evidencia por lo tanto la oportunidad para tales sujetos de recurrir a emisiones de *ecu-bonds* específicamente orientadas a la utilización de *swaps* a favor de sujetos para los cuales el financiamiento directo en títulos sobre el mercado del *ecu* resultaría excesivamente oneroso.

En línea con la evolución global del mercado internacional de los *swaps*, a partir de 1984, junto a los *swaps* relacionados con operaciones de financiamiento, se han desarrollado también en el segmento del *ecu* los *swaps* unidos a operaciones de inversión.

Estos últimos permiten al poseedor de *ecu-bonds* sustituir los flujos monetarios en *ecu* asociados a los pagos por interés y capital con flujos en una tercera moneda, percibiendo así un rendimiento superior a aquel obtenible en inversiones directas en instrumentos valorizados en la tercera moneda. El objetivo de la contraparte final que posee pasivos en divisas es la reducción del costo de financiamiento. Utilizando los flujos monetarios derivados de los *swaps* para servir el débito en *ecu*, este sujeto resulta expuesto solamente en la tercera moneda empleada en el *swap*. En presencia de un diferencial positivo entre el rendimiento de los activos en

*ecu* objeto de la operación de *swap* y los intereses sobre los pasivos en *ecu* mantenidos por el sujeto en examen, este último puede entonces reducir el costo de la operación de financiamiento.

Hay que subrayar la notable importancia, en cuanto a grado de madurez de este segmento del mercado, del reciente desarrollo de los *swaps* sobre las tasas de interés, a través de los cuales las contrapartes intercambian flujos de intereses en monedas distintas, calculados sobre la base de tasas fijas en las dos monedas, o bien fijas en un caso y variables en el otro.

### El mercado bancario

Actualmente el mercado bancario del *ecu* se caracteriza por un elevado volumen de actividad, cercana a 104 millones de *ecu*. Sucesivamente a la creación del SME, el mercado bancario del *ecu* ha experimentado un crecimiento particularmente rápido, sobre todo a partir de 1982. Esta expansión ha sido sostenida principalmente, hasta el primer semestre de 1985, por la demanda de financiamiento de sujetos residentes no bancarios en Italia y en Francia, atraídos por la menor onerosidad del financiamiento en *ecu* y la relativa estabilidad de las relaciones de cambio al interior del SME.

A partir de la segunda mitad de 1985 y durante todo el año 1986, la generalizada tendencia al uso de títulos ("securitization"), la creciente inestabilidad sobre los mercados de los cambios determinada por la debilidad del dólar y la consiguiente expectativa de reordenamiento interno en el SME, la reducción de las tasas de interés y el comienzo de los procesos de desregulación cambiaria en algunos países miembros de la CEE (como en Italia y Francia) han determinado una significativa contracción de la demanda de financiamiento en moneda extranjera de parte de los operadores no bancarios residentes. Tal reducción, ha estado solo parcialmente contrabalanceada por un aumento de los financiamientos de operadores no bancarios no residentes, induciendo una reducción de la actividad global en el mercado bancario del *ecu*. Sin embargo, en el curso de 1987, el aumento de la utilización por parte de los no residentes ha dado como resultado una aceleración de la actividad en este segmento del mercado.

El mercado bancario del *ecu*, a la par del mercado internacional de las otras monedas, resulta caracterizado por una elevada incidencia en las transacciones interbancarias: a finales de 1987, la actividad interbancaria representaba cerca del 76% del total.



Tal configuración da origen a la concentración de operaciones de captación y colocaciones hacia operadores no bancarios en un número limitado de plazas financieras y la consiguiente marcada especialización bajo el perfil tanto de la captación como de la colocación de los operadores bancarios.

El mercado bancario del *ecu* se caracteriza, además, por el permanente desequilibrio entre activo y pasivo, conectado a la diferencia entre las tasas de crecimiento de los préstamos y de los depósitos. Tal desequilibrio tenderá a reducirse gradualmente en función de la valorización en *ecu* de los flujos financieros a cargo del presupuesto de la Comunidad Europea, de la actuación de los procesos de liberación cambiaria y del progresivo incremento del uso del *ecu* para fines comerciales.

La exigencia de encontrar cobertura para operaciones de colocación hacia sujetos no bancarios ha estimulado el crecimiento del mercado de los certificados de depósitos a mediano-largo plazo en *ecu* a tasa variable, realizados en particular por los bancos italianos a través de filiales extranjeras. Tal segmento de mercado evidencia notable potencialidad, no obstante la actual fase de modesto desarrollo relacionada con la disminución del crecimiento del mercado bancario, sobre todo en cuanto a colocación, y con las modificaciones realizadas en la localización de los sujetos destinatarios del financiamiento.

### El mercado monetario

La reciente decisión tomada por los gobiernos italiano e inglés de proceder a la emisión de títulos públicos a corto plazo en *ecu* podría representar un importante factor de estímulo al desarrollo del mercado monetario del *ecu*. La evolución de este mercado ha sido hasta ahora fuertemente condicionada a la ausencia de títulos con características homogéneas, emitidas a intervalos regulares, para montos elevados y con un abanico de vencimientos en el corto plazo.

La primera emisión de títulos a corto plazo en *ecu*, efectuada por el Ministerio de Hacienda (Tesoro) italiano, se da en octubre de 1987.

Los BTE (Bonos del Tesoro en *ecu*) son títulos de vencimiento formalmente anual; sin embargo la duración efectiva de los títulos puede sobrepasar los 365 días, como en el caso de la emisión de enero de 1988 (373 días). Emitidos con el método de la subasta marginal para montos que van de 500 a

1.000 millones de *ecu*, los BTE son reembolsados a la par en liras con base en la tasa de cambio lira/*ecu* prevalente en los dos días laborales precedentes a la fecha de vencimiento. Los intereses, aplazados, son sometidos a una retención del 12,50%. A partir de la emisión de abril de 1988, los operadores no residentes han sido habilitados para suscribir los BTE directamente en *ecu*.

Contrariamente a los BTE, los *T-bills* en *ecu* del Tesoro Inglés son emitidos con vencimientos de uno, tres y seis meses, a través del método de la subasta competitiva. La participación en la subasta se abre a todas las categorías de operadores. Suscripciones y reembolsos de los *ecu T-bills* son efectuadas directamente en *ecu*; el reembolso se realiza a la par, mientras los intereses, pagados anticipadamente, no están sujetos a retención.

La decisión del gobierno inglés de emitir títulos a corto plazo en *ecu* actuó como estímulo para las autoridades monetarias de otros países europeos: las de Francia, Bélgica, Holanda y Portugal han anunciado recientemente la intención de emitir títulos públicos en *ecu*.

Una rápida expansión del mercado monetario influiría positivamente y en medida significativa sobre la eficiencia de los otros segmentos del mercado del *ecu*. La presencia de instrumentos soberanos a corto plazo determina, en particular, una ampliación de la posibilidad de cobertura de las operaciones de *swap* y como consecuencia, aumenta la flexibilidad de la gestión del portafolio en esta parte del mercado.

La reciente emisión de *ecu T-bills* por parte del gobierno inglés representa el primer paso hacia la creación de un contrato *future* sobre las tasas de interés para los *ecu-bonds* en el mercado LIFFE de Londres. El mismo LIFFE ha anunciado además la intención de introducir un contrato *future* sobre las tasas de interés referido a los depósitos en *ecu*. Como ya se recordó, la introducción de contratos *future* y/o *option* sobre las tasas de interés aumentará la eficiencia global de los mercados del *ecu*, a través del incremento de la posibilidad de cobertura de riesgos.

### La determinación de las tasas de interés del *ecu*

Generalmente no se registran fuertes divergencias entre tasas de interés de mercado y tasas teóricas para operaciones bancarias en *ecu*. La determinación de la tasa teórica sobre los depósitos en *ecu*



consiste en un cómputo cuidadoso de las tasas aplicadas a los depósitos en cada una de las monedas componentes del *ecu*, ponderadas con el peso de la respectiva moneda en la canasta. La ponderación, sujeta a modificaciones causadas por variaciones en las tasas de cambio de las monedas componentes, se determina considerando las tasas de cambio *forward* relativas a la fecha de vencimiento de la operación. En las fases caracterizadas por temores de aumento de las tasas de interés o de fuerte demanda de financiamiento, las tasas de mercado del *ecu* tienden a oscilar alrededor del *offer rate* teórico, mientras en presencia de expectativas de reducción de las tasas o de fuerte demanda de inversión, se advierte una oscilación de las tasas de mercado del *ecu* alrededor del *bid rate* teórico.

Dado que el mercado tiende a anticipar los efectos de las revisiones de la canasta, pueden darse pequeñas divergencias entre la tasa de mercado y la tasa teórica en los períodos precedentes a tal revisión. Estas últimas son efectuadas cada cinco años con el fin de adecuar los pesos de cada una de las monedas componentes del *ecu* a la relevancia de la respectiva economía e implican, por lo tanto, un aumento del peso de las monedas caracterizadas por niveles de las tasas de interés elevadas, en detrimento de las monedas con tasas de interés más bajas, produciéndose en consecuencia un incremento de la tasa de interés teórica del *ecu*.

La política de anuncio de los criterios que sirven de base para las revisiones, recientemente adoptada en sede comunitaria, facilitará una adecuación del mercado a los cambios en la composición del *ecu*, evitando excesos especulativos en las fases precedentes a las revisiones mismas.

### El sistema de *clearing* del *ecu* privado

El sistema de *clearing* actualmente operante en el mercado del *ecu* privado, se basa sobre la participación de la Banca de Reglamentación Internacional (BRI) en calidad de "common clearing bank" del sistema y de algunos bancos (30 en 1988) en calidad de *ecu Clearing Banks* (ECB). La participación en el sistema, con la función de ECB es consentida también por bancos con sede fuera de la Comunidad Europea, a través de sus filiales localizadas en un país miembro de la CEE. El sistema de *clearing* se articula con base en la siguiente modalidad:

La compensación de los pagos se da a dos niveles: uno de ECB por todo lo que se refiere a las órdenes

de pago relativas a clientes y bancos correspondientes que mantengan cuentas en *ecu* en los ECB y otro de BRI para los saldos netos finales de las ECB.

Las compensaciones en la BRI se realizan diariamente sobre saldos de montos inferiores al millón de *ecu*. Mientras tanto, la ECB debe efectuar operaciones en el mercado monetario independientemente en caso de saldos de cierre superiores al millón de *ecu*. En el evento de que en forma sucesiva a esta fase de redimensión de los saldos, una o más ECB registren posiciones acreedoras o deudoras por montos superiores al millón de *ecu*, las operaciones de financiamiento o de cesión de *ecu* a favor de la banca deudora se efectúan a través de la BRI y no directamente.

En casos excepcionales, la BRI puede poner a disposición de ECB, en momentánea dificultad, algunas líneas de crédito limitadas en monto y duración. Además existe una cláusula de salvaguardia aplicable en los casos de inobservancia sean éstos determinados por motivos técnicos o de crisis de liquidez. En tal caso las operaciones de *clearing* son reenviadas al día sucesivo, mientras la ECB inobservante es suspendida del *clearing* y se anulan sus operaciones.

La función de "netting" que consiste en la recolección y registro de las órdenes de pago y en la determinación del saldo neto final —de crédito o de débito— por cada *ecu Clearing Bank* respecto al sistema, es enteramente automatizada y realizada por la "Society for Worldwide Financial Telecommunication (SWIFT)".

---

## II. Las decisiones de facturación y financiamiento internacional de las empresas

---

El potencial para la difusión del *ecu* como moneda de facturación y financiamiento del comercio internacional depende del conocimiento y aptitud de los operadores. Las motivaciones de las empresas tanto latinoamericanas como europeas en la elección de las divisas por utilizar en su actividad internacional han sido analizadas a través de una serie de entrevistas.



Los resultados de la encuesta pueden ser brevemente resumidos como sigue:

### Empresas latinoamericanas

La orientación en materia de facturación resulta condicionada por la ausencia de mercados de capitales suficientemente desarrollados y por elevados costos de transacción que limitan la consecución de los objetivos de cobertura del riesgo de cambio a la determinación de correlaciones entre precios, costos y tasas de cambio;

Las empresas latinoamericanas facturan la casi totalidad de la propia exportación en dólares (93% de las exportaciones de productos manufacturados y 100% de materias primas), mientras utilizan generalmente la divisa de los exportadores en la facturación de las importaciones, con exclusión de aquellas provenientes de países latinoamericanos o de otros en vía de desarrollo, facturadas en dólares;

El rol del *ecu* en la facturación y en el financiamiento del comercio internacional de los países latinoamericanos resulta extremadamente restringido. En efecto, en solamente una de las empresas entrevistadas ha sido utilizado el *ecu* en la facturación de transacciones comerciales con Europa.

Las motivaciones expresadas para justificar la ausencia del uso del *ecu* consisten principalmente en los usos del mercado internacional y en la ausencia de solicitud por parte de las contrapartes europeas. A la luz de los resultados de la encuesta dirigida a las empresas europeas esta falta de solicitud asume particular relieve, subrayando que las perspectivas de desarrollo del *ecu* están vinculadas a un mayor uso de esta divisa en la facturación del comercio intra-europeo.

### Empresas europeas

La orientación en materia de facturación resulta principalmente condicionada por la configuración de la organización financiera de cada empresa y se halla estrictamente conectada a la gestión global de los riesgos de cambio.

Las empresas europeas, en la facturación de las exportaciones, utilizan preferentemente la divisa del propio país, o en el caso de países con una divisa débil, una de las principales "vehicle currencies" a nivel internacional.

El uso del *ecu* como divisa de facturación por parte de las empresas europeas no resulta predominante, si bien cerca del 50% de las empresas entrevistadas lo ha utilizado al menos una vez. La creciente integración de la economía de los países miembros de la CEE debería traducirse en aumento de la covariación entre tasa de cambio del *ecu* y costos internos de los exportadores europeos, favoreciendo el uso del *ecu* en la facturación del comercio intra como extracomunitario.

En lo que concierne al uso del *ecu* para propósitos financieros, la mayor parte de las empresas europeas entrevistadas ha mantenido o mantiene activos o pasivos valorizados en *ecu*. La creciente inestabilidad de la tasa de cambio del dólar en el curso de los últimos años, en efecto, ha evidenciado la exigencia de identificar una "vehicle currency" alternativa respecto a este último, y cuyo mercado, a la par del Euro-dólar, no esté sujeto a las limitaciones de las legislaciones nacionales.

Cerca del 70% de los gerentes financieros de las empresas europeas entrevistadas se han declarado con intenciones de considerar, para el futuro, recurrir más ampliamente al *ecu*. Las motivaciones de la empresa europea a favor del *ecu* son: estabilidad de las tasas de cambio, reducciones de los costos de operaciones con el exterior y reconocimiento del rol determinante del *ecu* en la constitución del Mercado Unico Europeo. La ausencia de un banco central europeo y la falta de informes, en particular para la pequeña y mediana empresa, vienen en cambio indicadas como los principales obstáculos para el uso del *ecu* como divisa de facturación.

### Posibles usos del *ecu* en la facturación del comercio internacional

La moderna teoría de la facturación se basa en el aserto que el objetivo de la empresa sea no sólo la maximización del nivel de las ganancias, sino también la minimización de la variación de las mismas. En presencia de mercados de capital ineficientes, caracterizados por elevados costos de transacción y escaso tamaño —en particular en el sector de las operaciones *forward*— la selección de la divisa de facturación puede constituir un instrumento alternativo de cobertura de los riesgos, a causa de la correlación existente entre precios y tasa de cambio.

#### *Las importaciones*

Analizando ante todo la posición del importador, la conveniencia de facturar en una divisa distinta a la



de su propio país surge cada vez que éste último presenta una tasa de inflación inestable. En efecto, en el caso de variaciones inesperadas del precio de venta de los productos, la variación de la tasa de cambio que la acompaña tiende a compensar el efecto sobre las ganancias estabilizando su valor en el tiempo.

Hasta el inicio de los años setenta, la posición de minimización del riesgo para el importador latinoamericano implicaba el uso del dólar como divisa de facturación, dada la inestabilidad de las tasas de inflación en los países de América Latina y la relativa inestabilidad de la tasa de cambio del dólar respecto a las divisas de los demás principales países industrializados. En el curso de los años setenta y aún más, en el curso de los años ochenta, en cambio, a causa del errático comportamiento de la tasa de cambio del dólar, la facturación en dólares de las importaciones latinoamericanas desde Europa y Japón no ha sido más que una solución de minimización del riesgo.

En el caso específico del comercio con Europa, los resultados de las pruebas empíricas efectuadas sobre los datos relativos a Argentina y Brasil, evidencian la actual correspondencia entre posiciones de riesgo mínimo y facturación casi total (por el 90%) de las importaciones en divisas europeas. Además, resulta que bajo el perfil de la correlación precios/tasas de cambio, el uso del *ecu* como divisa de facturación por parte del importador latinoamericano es indiferente respecto a la utilización de las divisas componentes del *ecu*, con excepción de la libra esterlina o del florín holandés, que presentan, respectivamente, mayores y menores ventajas respecto al *ecu*.

#### *Las exportaciones*

En cuanto a la posición de las empresas exportadoras, aumentos inesperados de la tasa de inflación interna se traducen en incrementos de los costos de producción y en una depreciación de la tasa de cambio. Por lo tanto, el exportador localizado en un país caracterizado por la inestabilidad de la tasa de inflación puede minimizar el riesgo facturando el propio comercio en la moneda del importador.

Las empresas latinoamericanas operan en países caracterizados por tasas de inflación inestables. Una parte importante de sus exportaciones (30% de las exportaciones totales para los cuatro países considerados en el estudio) encuentra salida en el mer-

cado de Estados Unidos, mientras, en cuanto a costos, el valor de los insumos resulta determinado prevalecientemente en dólares (materias primas y energía). Si bien no están disponibles datos a nivel agregado, los resultados de un análisis empírico realizado sobre los datos relativos a tres empresas latinoamericanas entrevistadas evidencian una significativa correlación entre costos totales y tasa de cambio en dólares.

Dado que el exportador de bienes manufacturados soporta los costos en la fase inicial del contrato, una fuerte correlación entre costos totales y tasa de cambio del dólar implica que la facturación en dólares representa la posición de minimización del riesgo. Encuentra por lo tanto justificación el preponderante uso del dólar como divisa de facturación de las exportaciones de bienes manufacturados desde América Latina hallado en el pasado.

#### **Posibles usos financieros del *ecu* por parte de las empresas privadas**

Para las empresas latinoamericanas, la facturación en divisas distintas del dólar representa una forma de diversificación de la cartera. En el caso de aumentos inesperados de las tasas de interés en los Estados Unidos, el deterioro de la posición deudora en dólares de la empresa latinoamericana se traduce en una reducción del valor de mercado de la misma. Sin embargo a incrementos de las tasas de interés estadounidenses corresponde generalmente una revalorización de cambio del dólar. Si el comportamiento de la divisa nacional está vinculado al dólar, la depreciación de ésta última en comparación con el dólar reflejará la dinámica inflacionaria interna del país, mientras la devaluación hacia las monedas extranjeras distintas del dólar será más restringida. En este caso, un endeudamiento en monedas distintas del dólar permite en parte compensar los efectos negativos del aumento de las tasas de interés americanas sobre la posición deudora global de la empresa.

La selección de la divisa por utilizar en la facturación del comercio exterior en alternativa al dólar es efectuada por la empresa sobre la base de la relación riesgo/costo asociable a cada una de las divisas mencionadas. Sin embargo, se puede considerar que en el comercio con América Latina tal elección depende principalmente de la preferencia del exportador europeo.

En la opinión de los empresarios latinoamericanos, el uso del *ecu* significaría reducciones en los costos



de transacción sobre todo para la empresa importadora desde distintos países europeos. A estas empresas se les ofrecería en efecto la oportunidad de evitar la realización de una multiplicidad de operaciones de montos restringidos y recurrir a mercados de capitales caracterizados por insuficiente tamaño y de escasa eficiencia. Por otra parte, bajo el perfil del riesgo, el *ecu* presenta una mayor estabilidad respecto a las divisas componentes.

Para las empresas latinoamericanas que operan activamente en el mercado europeo y que entonces mantienen activos valorados en monedas europeas, la denominación de cuentas en el balance en divisas vinculadas al dólar comporta oscilaciones del valor neto patrimonial en función del comportamiento del cambio del dólar. La adquisición de pasivos a largo plazo, valorados en monedas europeas y por montos correspondientes a aquellos del activo permite la cobertura de la exposición del valor del activo en el balance.

Bajo este perfil, el recurrir a instrumentos de financiamiento en *ecu* de parte de empresas con actividades en numerosos países europeos permite reducir los costos de transacción implícitos en las operaciones de cobertura. También en el caso bastante frecuente en que la composición de la mezcla de actividad europea de las empresas latinoamericanas difiera sustancialmente de la estructura por monedas del *ecu* el uso de instrumentos valorizados en esta última divisa presenta notables ventajas. En particular, con referencia a la actividad valorizada en monedas europeas para las cuales no existen mercados internacionales de capitales organizados, el recurrir al mercado del *ecu* por parte de las empresas latinoamericanas representa la única modalidad de cobertura de la exposición a riesgos de cambio de las postas activos del balance.

Bajo el perfil de la gestión financiera, la perspectiva de desarrollo del uso del *ecu* resulta restringida sea en el caso de las empresas latinoamericanas como de aquellas europeas. El principal obstáculo a la utilización del *ecu* en el ámbito de una gestión activa de la tesorería en divisas está constituido por la configuración del *ecu* como moneda-canasta.

Generalmente, en efecto, los objetivos de cobertura de los riesgos perseguidos por las tesorerías no coinciden con las oportunidades de gestión ofrecidas por el *ecu*, dado que la composición de este último es sustancialmente fija. Sin embargo, en los casos de contratos a largo plazo, incertidumbres sobre la

naturaleza de los futuros flujos de caja y ausencia de mercados financieros internacionales para algunas divisas, el uso de una moneda-canasta, como es el *ecu*, puede resultar de interés a los fines de una gestión activa de la tesorería en divisas.

---

### III. Los mercados de las materias primas: papel potencial del *ecu*

---

Las exportaciones de materias primas representan actualmente una parte relevante de las exportaciones de los países latinoamericanos considerados en el presente estudio, no obstante los notables progresos conseguidos durante los últimos quince años en lo referente a una diversificación productiva. En el mismo período, la importancia de la CEE como mercado final para las materias primas de estos países ha aumentado (Cuadro 2).

En el curso de los últimos veinte años, por otra parte, el mercado de las materias primas ha sido caracterizado por una fuerte inestabilidad en términos de precios y volúmenes.

Para los fines del presente estudio, tiene particular relieve el efecto sobre los precios de las materias primas de la inestabilidad de las tasas de cambio. Estas últimas influyen sobre la dinámica del mercado de materias primas desde el punto de vista tanto de los precios como de la cantidad negociada, a través de dos canales principales, ambos relacionados con el papel central del dólar sobre tal mercado. La cotización de los precios y la valorización de los contratos en los mercados internacionales de las materias primas viene efectuada generalmente en dólares. Un incremento del cambio del dólar se traduce en un aumento de los precios de las materias primas, expresados en moneda nacional, para los consumidores localizados en áreas diferentes a la del dólar. Tal aumento tiende a reducir la demanda de materias primas, generando fenómenos de sustitución.

En cuanto a los productores, un aumento del cambio del dólar estimula generalmente una expansión de la oferta. Dado que los costos de los productores son valorizados principalmente en moneda nacional,



CUADRO 2

Exportaciones de los cuatro países latino-americanos

(Datos 1985, en %)

	Argentina	Brasil	Colombia	Venezuela*
Exportación de materias primas sobre el total de las exportaciones .....	82.69	63.70	33.08	99.05
Exportaciones hacia la CEE sobre el total de las exportaciones .....	24.47	27.59	35.29	16.11
Exportaciones de materias primas hacia la CEE sobre el total de las exportaciones hacia la CEE .....	89.05	73.94	92.37	96.41

\* Datos 1983.

Exportaciones de materias primas hacia la CEE

(En % del total de las exportaciones de cada materia prima)

	Argentina	Brasil	Colombia	Venezuela
Carne .....	62	36	—	—
Soya .....	65	82	—	—
Maíz .....	29	—	—	—
Café .....	—	44	50	—
Banano .....	—	—	34	—
Minerales de hierro .....	—	38	—	—
Petróleo .....	—	—	—	23

Fuentes: UNCTAD; Banca Mundial.

mientras las ganancias son valorizadas en dólares, un incremento de las tasas de cambio del dólar determina un aumento de las ganancias expresadas en moneda nacional y en consecuencia, se produce en el corto plazo un aumento de la oferta.

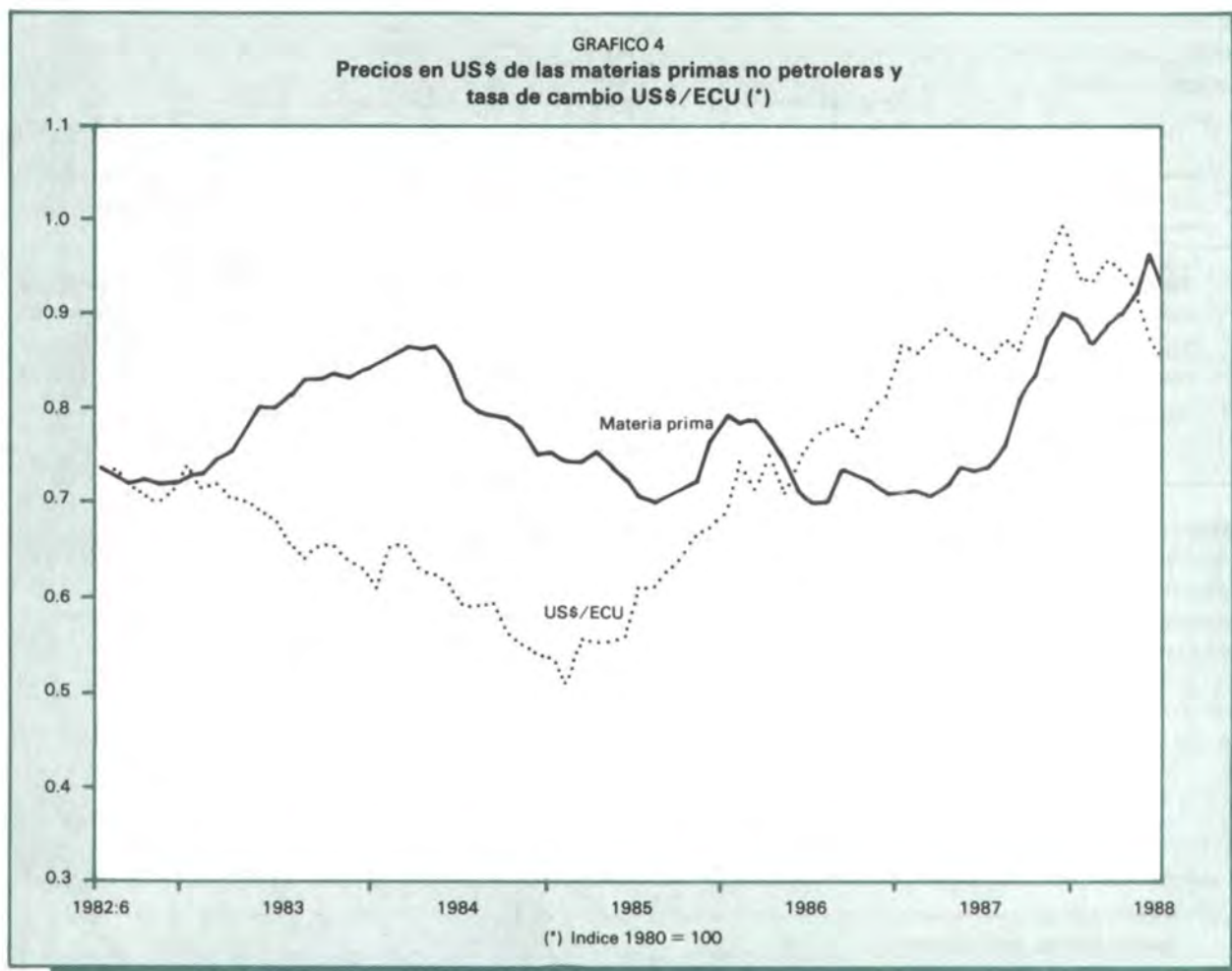
El efecto combinado de la disminución de la demanda y del aumento de la oferta tiende a crear una relación inversa entre la dinámica de cambio del dólar y el comportamiento del precio en dólares de las materias primas (Gráfico 4).

El segundo canal a través del cual la inestabilidad de los cambios influencia la evolución del mercado de las materias primas es el endeudamiento en dólares de muchos países productores de materias primas. Un incremento de la tasa de cambio del dólar, que normalmente acompaña a un aumento de las tasas de interés de los instrumentos financieros

en dólares, aumenta el costo del servicio de la deuda de tales países. La necesidad de generar riqueza adicional en divisas estimula por consiguiente la oferta de materias primas, haciendo al mismo tiempo menos eficiente el funcionamiento de los carteles presentes en muchos sectores del mercado.

Una mayor estabilización de los mercados de las materias primas puede ser obtenida a través de modificaciones tanto en el comportamiento de las empresas como en los acuerdos internacionales sobre el comercio de materias primas. En cuanto al primer canal, si existe una relación inversa entre el comportamiento de la tasa de cambio del dólar y el precio en dólares de la materia prima, una empresa productora puede eliminar parte del riesgo de cambio regulando los pagos relativos al contrato de provisión en una divisa distinta del dólar. Desde este punto de vista, el uso del *ecu* puede representar una





solución apetecible, al menos en referencia al comercio con los países de la Comunidad Europea.

En cuanto al segundo canal, la eficacia de los acuerdos internacionales de estabilización de los precios de las materias primas actualmente en vigor, resulta condicionada por la selección de la moneda en que se fijan los precios de referencia, que determinan las acciones de compra y venta de los *stocks* de estabilización, y la redefinición de la cuota de exportación atribuida a cada uno de los países productores.

Con excepción del "International Cocoa Agreement", que utiliza el SDR, los acuerdos internacionales de estabilización de precios emplean una única divisa, casi siempre el dólar, como divisa de denominación de los precios de referencia. La inestabilidad del cambio del dólar en el curso de los últimos años ha comportado significativas fluctuaciones de los precios relativos, reduciendo al mismo tiempo la eficiencia del funcionamiento de los acuerdos internacionales de estabilización de precios.

A título de ejemplo puede ser analizado el caso del último acuerdo internacional sobre el café. En los primeros años siguientes a la definición del acuerdo (1983-1985), la revaluación del dólar, para determinar un incremento del precio fijado en el acuerdo en moneda distinta del dólar, se tradujo en una contracción de la demanda de los países importadores externos al área de esa divisa. En el período sucesivo, caracterizado por una depreciación del dólar, la reducción del precio en términos de moneda nacional de los importadores ha permitido a los productores reconquistar cuotas de mercado, pero al mismo tiempo ha comportado una parcial disminución del poder de compra de las exportaciones de café.

Una solución puede ser representada por la adopción, a los fines de la determinación de los precios de referencia, de una canasta constituida de las divisas de los principales países industrializados con una ponderación que representa las cuotas de cada uno de los países en la importación mundial de la materia prima. En virtud de los acuerdos del



SME en materia de estabilización de las tasas de cambio, el *ecu* puede reflejar adecuadamente el "riesgo Europa".

En el caso de los contratos de provisión a mediano y largo plazo, concluidos directamente entre productores e importadores, se evidencian ulteriores oportunidades de empleo de divisas distintas del dólar. En la exportación hacia Europa, el uso del *ecu* como divisa de valorización de los contratos consentiría en reducir el riesgo de cambio tanto para el importador como para el productor. Tal solución resultaría particularmente favorable para los productores de materias primas que hayan contraído deudas en monedas europeas para financiar ampliaciones de la capacidad productiva.

#### IV. Los posibles usos del *ecu* de parte de los operadores públicos

##### Gestión de la deuda externa

Actualmente el dólar representa la principal divisa de denominación de la deuda externa de los países latinoamericanos considerados en el presente estudio (Gráficos 5 y 6). En particular, la parte correspondiente a dólares de la deuda externa de Argentina y Venezuela alcanza cerca del 90% del total, mientras, en el caso de Brasil y Colombia, la parte valorizada en otras monedas representa cerca del 40% del total. El rol de las monedas europeas en el financiamiento de la deuda externa de los países latinoamericanos resulta modesto (desde el 15% de la deuda colombiana a un 7% de la deuda venezolana).

La significativa fluctuación de la tasa de cambio del dólar, que ha caracterizado los años más recientes, ha representado un importante factor de desestabilización del costo real del servicio de la deuda externa en los países latinoamericanos. En los primeros años ochenta el incremento de cambio del dólar, acompañado por un aumento de las tasas de interés sobre los instrumentos financieros valorizados en dólares, ha contribuido en medida significativa a la crisis deudora de algunos de los países mayormente endeudados.

Dadas las perspectivas de la inestabilidad del dólar, el objetivo de estabilizar el valor de la deuda existente y la carga derivada del servicio de la misma en términos reales puede ser perseguido eficazmente a través de una diversificación parcial por monedas de la deuda externa.

En el ámbito de un proceso de redenominación de la deuda, el *ecu* puede revestir un rol de importancia en virtud del comportamiento tendencialmente simétrico respecto al dólar.

La recomposición del endeudamiento de los países latinoamericanos en cuanto a divisa de valorización, por otra parte favorecería una parcial diversificación monetaria de las reservas de los bancos centrales de estos países. La prevalencia del dólar como moneda de denominación de las reservas de los países considerados en el presente estudio es muy marcada, siendo de un nivel próximo al 80%, también en los países con endeudamiento en dólares inferiores al 60%. No obstante esta propensión a enfatizar el rol del dólar, la composición de las reservas tiende a reflejar la estructura por divisa de la deuda externa. El desarrollo del uso del *ecu* en la denominación de la deuda, por consiguiente, puede inducir a los bancos centrales de los países latinoamericanos a reconsiderar el rol de tal divisa, hasta ahora nunca utilizada a los fines de la constitución de reservas en divisas.

##### Fijación de la tasa de cambio

Algunos países de América Latina utilizan el dólar como divisa de referencia en la política de fijación de la tasa de cambio. Sin embargo, de frente a la reciente y considerable inestabilidad del cambio del dólar, el uso de una canasta de divisas representativa de la composición del comercio exterior de cada uno de los países latinoamericanos puede revelarse más adecuado para conseguir objetivos de estabilización. Tal elección permitiría en efecto atenuar el impacto de apreciaciones o depreciaciones del cambio del dólar sobre la competitividad de las exportaciones latinoamericanas. Considerando que el *ecu* representa en medida satisfactoria el peso de las economías de los países de la Comunidad Europea, sería suficiente incluir en la canasta de monedas de referencia para la determinación de la tasa de cambio el *ecu* y las monedas de los principales socios comerciales (yen, dólar) externos a la Comunidad Europea.

##### Otros posibles usos

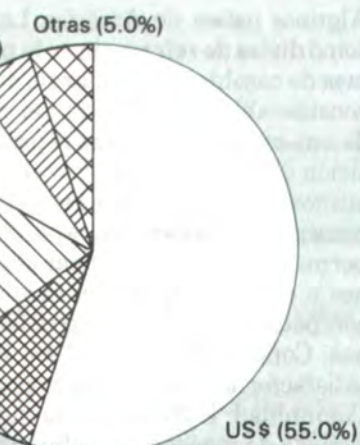
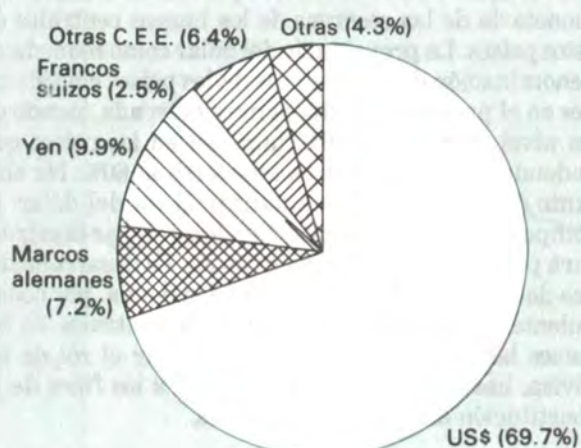
Numerosas organizaciones e instituciones supranacionales juegan un rol importante en las relaciones comerciales y financieras de América Latina y pueden ofrecer una contribución significativa al desarrollo del uso del *ecu* en esta región.

Se puede, por ejemplo, plantear un mayor empleo del *ecu* en las actividades de captación y colocación de los bancos multilaterales y otras instituciones financieras activas en la región (Banco Mundial, Banco Interamericano de Desarrollo, Fondo Andino de Reserva, Corporación Andina de Fomento).



GRAFICO 5  
Estructura de la Deuda Externa por monedas

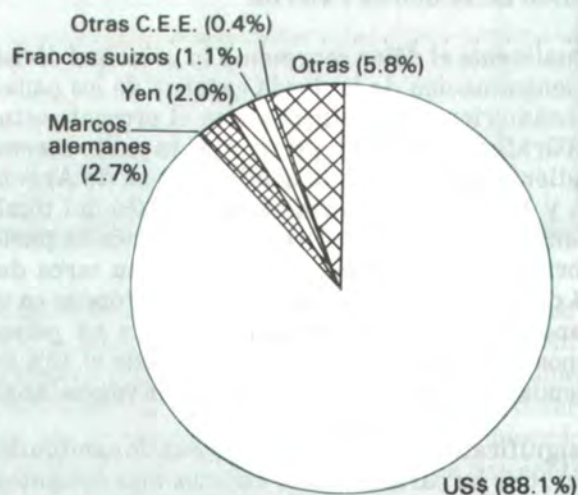
BRASIL



COLOMBIA

GRAFICO 6  
Estructura de la Deuda Externa por monedas

VENEZUELA



ARGENTINA

Las instituciones financieras y sus prestatarios podrían utilizar el *ecu* para conseguir las ventajas en términos de costo/rentabilidad de su cartera de pasivos o activos y los objetivos de estabilización y reducción del riesgo antes mencionadas.

La CAF podría emitir acciones de "clase C" denominadas en *ecu* y destinadas a inversores públicos o privados europeos logrando, de esta manera, un aumento de capital.

Ulteriores incentivos al uso del *ecu* en las relaciones con América Latina pueden derivar directamente de la acción de instituciones públicas o privadas europeas a través de la valorización en *ecu* de los programas de ayuda y desarrollo a los países latinoamericanos. Tal política favorecería el desarrollo en el uso del *ecu*, no sólo en las transacciones financieras, sino que incentivaría su utilización también en las relaciones comerciales, particularmente en aquellas vinculadas a dichos programas de desarrollo.