

Análisis del mercado de Futuros en Cítricos FC&M desde el punto de vista del potencial operador* .

Fernández Izquierdo, M. A. y Muñoz Torres, M.J.
Profesores Titulares de Universidad
Departamento de Finanzas y Contabilidad
Universitat Jaume I

Introducción:

Los mercados de futuros en mercaderías se crearon para combatir el riesgo de variación de precios de aquellos productos en los que presentan una elevada volatilidad. En este sentido, la existencia del mercado de futuros sobre cítricos permite la gestión del riesgo de variación de precios para todos los operadores del sector cítrico, tanto productores como comercializadores. Esta operación, denominada de cobertura, se puede realizar si se mantiene una relación intertemporal entre los precios del subyacente en el mercado de contado y de futuros.

Para que esta relación entre los precios de ambos mercados exista es necesaria la presencia de otros dos grupos de operadores. Los arbitrajistas, que operando en los mercados de contado y futuro equilibran la formación del precio en ambos y los especuladores, que tomando posiciones en el mercado de futuros, asumen el riesgo que los coberturistas no desean.

Otra de las misiones que se le atribuyen a los mercados de futuros es la de suministradores de información sobre los movimientos de los precios en mercados que, por alguna circunstancia, tengan dificultades en ofrecer este tipo de informaciones (heterogeneidad de producto, opacidad en las operaciones...), el denominado efecto de “price discovery”.

Estas son algunas de las razones que se especificaban a la hora de apoyar la creación del Mercado de Futuros en Mercaderías FC&M. Así pues, es de gran importancia para quienes quieran participar en este mercado el conocer la situación del mercado FC&M y la repercusión que puede éste llegar a tener sobre la estructura del sector de contado.

Relación entre el precio al contado y a futuro:

* Agradecemos los valiosos comentarios del personal de la división de mercados secundarios de la CNMV, de los del “pool” del mercado FC&M, así como el soporte financiero de la Consellería de Educación de la Generalitat Valenciana a través de la beca GV-3285/95.

La relación entre los precios formados en el mercado de futuros y en el de su subyacente deben, teóricamente presentar un el evado grado de relación. Keynes (1.939), a través de su denominada “teoría de los costes de almacenamiento” nos muestra que el precio a futuro es más elevado que el precio al contado en un mercado normal¹, ya que el precio a futuro recoge los costes de transacción y gastos de almacenamiento necesarios para cubrir la entrega futura.

Si los bienes son fácilmente almacenables, al menos durante algún tiempo, como es el caso de los cítricos², los mercados deberían estar equilibrados según la teoría de los costes de almacenamiento, dado que cualquier desigualdad sería aprovechada por los arbitrajistas en beneficio propio, reequilibrando los precios de nuevo.

En estas circunstancias de equilibrio de precios, el coberturista espera que la evolución de los precios al contado y a futuro sea paralela, obteniendo de esta forma una cobertura perfecta, pues las ganancias obtenidas en el mercado de futuro compensarán las pérdidas ocasionadas en el mercado de contado.

El paralelismo de los precios no es totalmente compatible con la teoría de los costes de almacenamiento, dado que estos disminuyen conforme se acerca el momento de vencimiento del contrato, lo que implica una convergencia de precios. Este hecho puede ser eludido adoptando una razón de cobertura óptima, que indique la relación de contratos de futuro a negociar frente a la posición a cubrir.

En resumen, la estrategia de cobertura dependerá de la relación existente entre los precios de contado y los de futuro. La reequilibración de esta relación está en manos de los especuladores y arbitrajistas.

Si nos centramos en el mercado de futuros en cítricos, la información disponible en lo que a precios de los contratos de futuros negociados, es la información oficial ofrecida por el FC&M, que recoge las posiciones alta, baja y cierre diarias de los precios, y el número de contratos negociados de forma diaria, así como las posiciones abiertas al final de la sesión. De esta forma se puede elaborar una serie de precios representativa de los movimientos diarios que permite hacer un seguimiento claro y transparente del mercado de futuros, para cada uno de los contratos negociados.

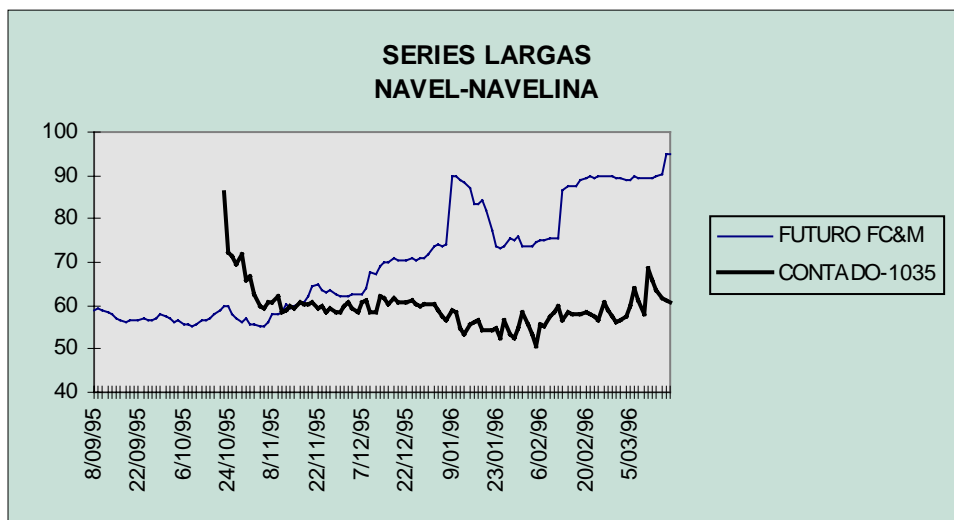
En lo que respecta al mercado de contado, no es tan sencilla la elaboración de una serie de precios representativa, ya que existen varias series de precios oficiales en el mercado español, pero ninguna de ellas muestra relación, ni gráfica, ni estadística, ni econométrica con la serie de precios al futuro, careciéndose, para la realización de

¹ Se define como mercado normal cuando el precio a futuro excede al de contado. Por contra, se dice que el mercado está invertido cuando el precio al contado es superior al precio a futuro.

² De hecho, los cítricos pueden ser definidos como bienes semialmacenables, dado que una vez recogidos pueden ser almacenados, aunque sea en cámara, sin perder calidad por algún tiempo (dependiendo de la variedad de la fruta, desde 2 semanas a dos meses). Además también pueden ser almacenados “en árbol” retardando la fecha de recogida.

estudios comparativos, de series de precios representativas del mercado al contado, como ejemplo, ver el gráfico núm. 1.

GRÁFICO NÚM.: 1.



En concreto, si se analiza la información pública disponible en este sentido nos encontramos con que por una parte, la normativa comunitaria europea, a través del reglamento 1035/72, obliga, para los productos con precio de retirada de mercado, a ofrecer unos precios diarios de contratación. Así, el Ministerio de Agricultura, Pesca y Alimentación español ofrece precios diarios de las distintas variedades de frutos cítricos presentes en el mercado, especificando categoría y rangos de calibre .

Por su parte, la Consellería de Agricultura y Pesca de la Comunidad Valenciana publica semanalmente "Notes Agraries Setmanals", donde se recoge, con esta periodicidad, los precios correspondientes para cada variedad, comunicados previamente por los observadores de la Consellería.

El Ministerio de Comercio y Turismo, de forma anual publica la Memoria de la campaña de cítricos, donde ofrece datos por campaña, de volúmenes de exportación y precios realizados. También incluye la evolución semanal de las cotizaciones en divisas por kilo, en los mercados mayoristas de Alemania, Holanda, Francia y Reino Unido para las distintas variedades de cítricos.

Sin embargo, aun cuando el mercado al contado adolece de un precio representativo, único, transparente y de gran difusión, los operadores del sector conocen los posibles márgenes de beneficios que los precios del mercado de futuro reportan, descontando de estos sus costes propios, lo que les permitiría diseñar sus estrategias de cobertura, especulación ó arbitraje entre ambos mercados.

De hecho, tal y como se refleja en el estudio de viabilidad del mercado de futuros, el mercado de contado no dispone de un sistema reconocido por los profesionales de difusión de informaciones sobre los precios y se constata su opacidad, lo que se consideró un aliciente para la creación de un mercado de futuros, debido a esta función de “price discovery” de los precios del mercado de futuros.

Los operadores del mercado de contado

La producción española de cítricos se centra en cuatro grandes grupos de productos que se consumen principalmente en fresco, naranjas, clememtinias y satsumas, limones y pomelos. La producción está concentrada principalmente en la Comunidad Valenciana, con un 70% de ésta, seguida de Andalucía y la Comunidad Murciana.

Según la Memoria de Campaña 95/96, Un elevado porcentaje de la producción -en torno al 50%- se destina a la exportación, siendo los principales importadores, un 80%, los países de la U.E.

La estructura del sector citrícola presenta diferentes figuras, algunas de ellas agrupan a la producción y a la comercialización, como es el caso de las cooperativas o las O.P.C., mientras que junto a estas figuras coexiste la producción y el comercio tradicional, agricultores, comerciantes e intermediarios del tipo de los corredores. Todas estas figuras, junto con los importadores, son potenciales operadores de cobertura y arbitraje en el mercado de futuros sobre cítricos.

Esta estructura de producción-comercialización presenta importantes handicaps que dificultan la utilización de un mercado secundario para la cobertura del riesgo de variación de precios. El elevado minifundismo del sector productor, la excesiva parcelación de las explotaciones, y la elevada presencia de una agricultura a tiempo parcial son graves impedimentos a la introducción de usos de explotación innovadores.

La comercialización se caracteriza por una gran atomización en los volúmenes inferiores de comercialización y por una gran concentración en los niveles altos. Como dato indicativo, de los más de 700 exportadores censados en la campaña 94/95, únicamente el 5% exporta más de 11.000 Tm del total de productos cítricos, mientras que el 75% no alcanza las 3.000 Tm.

La forma de contratar mercancía a plazo a precio fijado de antemano no es desconocida en los usos de negociación en cítricos, donde tradicionalmente se viene negociando el precio de venta de la fruta cuando esta está aún en el árbol, la denominada “compra a ojo”. No obstante esta forma de compraventa presenta una serie de inconvenientes que los mercados organizados solucionan. El más importante es el riesgo de insolvencia, dado que este contrato se presenta como “pacto entre caballeros” y puede no existir constancia documental. Otros inconvenientes se sitúan en la falta de estandarización de la mercancía lo que implica que el precio recoge las diferentes calidades y calibres de la fruta en el árbol y en que no queda especificada la fecha de recogida de la misma.

Estas circunstancias hacen que el precio de contado de la naranja presente campaña tras campaña una elevada volatilidad. De hecho, según Meneu (1996), las medidas de volatilidad de las series de precios diarias ofrecen unos resultados muy elevados, en torno al 9% de media por campaña; lo que implica que el sector citrícola sea muy sensible al riesgo de variación de precios y por lo tanto un potencial operador en aquellos mercados, a plazo o futuro, que le garanticen o cubran este precio.

El mercado FC&M:

Si la evolución global de un mercado de contado se muestra, en general, a través del nivel de precios y de los volúmenes negociados, en los mercados de futuros se añade el volumen de contratos abiertos, como indicativo del potencial futuro de negociación y de la utilización de este mercado.

Por las diferencias producidas entre las tres campañas de existencia del mercado, cabría analizar de forma separada los dos primeros años de la última campaña.

En primer lugar, cabe destacar que en los dos primeros años de negociación, el mercado evolucionó según el escenario optimista presentado por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV). Esta situación queda plasmada en el cuadro núm. 1, donde destacan tanto los volúmenes de negociación alcanzados, como el incremento que se ha producido entre campañas. El volumen total de negociación nominal, medido en número de contratos, así como su equivalente en toneladas de fruta, ha aumentado un 46,8%, lo que ha supuesto un incremento del volumen efectivo, medido en millones de pesetas, del 76% .

CUADRO NÚM. 1. FC&M: VOLÚMENES DE NEGOCIACIÓN NOMINALES Y EFECTIVOS.

	Campaña 1995/96			Campaña 1996/97		
	nº contratos	Miles Tm.	Mlls. Ptas.	nº contratos	Miles Tm.	Mlls. Ptas.
Navel/navelina	46.293	231.465	16.082,771	68.472	342.360	28.795,899
Valencia Late	48.290	241.450	20.225,450	39.044	195.440	14.957,023
Clementina	-	-	-	31.141	155.705	20.179,368
Total	94.583	472.915	36.307,621	138.657	693.285	63.932,290

Fuente: FC&M y elaboración propia.

Pormenorizando estos datos, los volúmenes de negociación máximos coinciden con el mes central de campaña de cada una de las variedades, noviembre para Navel-Navelina (NN) y Clementina (CN) y Abril y Mayo para Valencia-Late (VA-VY), siendo además estos contratos los que mayor presencia tienen en el mercado, medida ésta en número de días negociados.

La media diaria de negociación se ha visto incrementada entre campañas, aunque éste no ha sido espectacular, sino que se debe en mayor medida en la aparición de un nuevo contrato para la segunda campaña, el de Clementinas.

En cuanto a la evolución seguida por el número de posiciones abiertas, destaca que los máximos diarios por contrato suponen entre un 15 y un 20% del volumen diario total negociado. Esto denota claramente que los operadores en general han sido excesivamente cautelosos a la hora de intervenir en la negociación y en el mantenimiento de su permanencia en el mercado.

El mercado FC&M ha dedicado esta última campaña 97/98 a modificar algunos aspectos de operatoria y definición de los contratos con el objetivo de flexibilizar las condiciones generales de los contratos, la operatoria de negociación y sobretodo las entregas a vencimiento de los contratos abiertos. Dichas modificaciones se pueden agrupar en dos conceptos:

- Modificaciones en las normas de calidad
- Modificaciones en el procedimiento de liquidación por entrega

Dentro del primer grupo, para el contrato de Navel-Navelina las modificaciones en cuanto a la calidad suponen que se deba definir claramente si el contrato es de Navel o de Navelina imposibilitándose la mezcla de estas dos variedades en la entrega. En campañas anteriores se podían entregar ambas con la condición de no aparecieran ambas variedades en un mismo palet, e indicándolo expresamente.

El mercado conoce cual de ambas variedades conforma el entregable mas barato dado que aunque concurren bastante tiempo en el mercado de contado la calidad y precio de la Navel es diferente de la Navelina, fruta esta última más temprana, de menor tamaño y con producción mas abundante, lo que suponía, en las condiciones de campañas anteriores, que en las entregas fuera preferible la Navelina, entregándose fruta mezclada o Navel solo cuando la Navelina empezaba a desaparecer de los mercados. Este salto suele darse en febrero, aunque depende de las características de precocidad en cada campaña de producción. Los contratos de vencimiento Marzo y de Abril estaban ya exclusivamente referenciados a fruta Navel.

En este sentido esta modificación del contrato es beneficiosa sobre todo para la parte compradora, ya que clarifica las entregas y permite conocer de antemano que tipo de fruta va a recibir, lo que le permite una planificación mejor de su producción.

Para el contrato de Valencia-Late, la modificación en cuanto a la calidad se centra en la posibilidad de entregar la fruta con o sin cera, no obstante no se admitirán partidas mezcladas. En la anterior especificación estaba prohibida la entrega de fruta encerada.

Desde el punto de vista del vendedor del contrato que ha de realizar la entrega, el no encerar la fruta supone, en la mayoría de los casos una distorsión en su proceso de

manipulado de la fruta, proceso automatizado que conlleva, en el caso de entregar fruta sin cera, una parada de la línea de confección.

Además, la naranja Valencia-Late permite la conservación en cámaras de fruta tratada y encerada. En este sentido, permitir la entrega de fruta encerada alargaría la posibilidad de entregas en los últimos contratos de los meses de junio y julio.

La entrega con cera supone una pequeña distorsión para el comprador del contrato, sobre todo debido a la diferencia en la cera usada normalmente por él y la que lleve el producto entregado, aunque esta distorsión, desde el punto de vista de los expertos, es mínima frente a las ventajas de la entrega de fruta ya encerada.

Las modificaciones en el procedimiento de liquidación por entrega son básicamente la posibilidad de poder realizar entregas, previo acuerdo entre las partes, al margen de la cámara y la de poder aplicar “descuentos en la entrega” , lo que en los mercados de derivados se conoce como factores de conversión.

El sistema de entrega al margen ofrece la posibilidad de acuerdo directos entre posiciones abiertas compradoras y vendedoras en el momento de la entrega sin necesidad de tener que transportar la mercancía a alguno de los almacenes de entrega oficiales del mercado y necesariamente pasar la inspección obligatoria realizada por el SOIVRE. Lógicamente, el procedimiento alternativo de entrega al margen debe ser autorizado por La Cámara de Compensación (Clearing House) del mercado, quien desvelará la identidad del potencial operador al resto de titulares de posiciones abiertas interesados en participar en este procedimiento.

El acuerdo al margen puede pactar cualquier tipo de confección o calidad. Una vez alcanzado éste se le comunica al FC&M y éste cierra las posiciones de los titulares al margen de la transacción, sin necesidad de que sea comunicado los aspectos del acuerdo, por lo que no queda vinculado el mercado en estos acuerdos en ningún sentido. Si en las negociaciones al margen no se logra acuerdo, las entregas deberán realizarse necesariamente por el procedimiento ordinario, entrega en almacén homologado por la cámara con inspección de la fruta por el SOIVRE.

El sistema de factores de conversión no significa que la calidad de la fruta vaya a verse mermada en las entregas ordinarias por debajo de los estándares exigidos, sino que el nuevo sistema permite rebajar el nivel de calidad para facilitar la entrega, primando siempre a la mejor fruta.

Cuando un titular vendedor entregue mercancía con defectos superiores al 10% e inferiores al 20%, no le será rechazada como se producía antes, sino que se le aplicará un descuento en el precio que será equivalente al exceso del porcentaje respecto al 10%. Con esta medida los vendedores se evitan la sanción por rechazo, el coste adicional de retirar la partida ya entregada y el buscar otro comprador que acepte la fruta con esas características y defectos. Por su parte, el comprador se beneficia en el ajuste del precio a la calidad de la fruta que adquiere. Para el cálculo de este descuento (que se aplicará automáticamente) se establecen dos tramos con diferentes cargos:

- Si el nivel de defectos no supera el 15%.
- Si el nivel de defectos se encuentra entre el 15% y el 20%.

La repercusión de ambas medidas de liberalización en las entregas agiliza el procedimiento de entrega, pero, desde nuestro punto de vista también lo hace más accesible, lo que puede dar pie a algunos agentes a plantearse el mercado de futuros como una bolsa de contratación de mercancía, distorsionando el fin para el que los mercados de futuros fueron creados.

En esta nueva campaña que ya cuenta con la nueva estructura de contratos el volumen de negociación ha sido muy bajo, quedando de manifiesto que en esta tercera campaña los creadores de mercado no se han involucrado en la negociación de forma activa. Como ejemplo el contrato de Navel-Navelina, vencimiento noviembre 97 negoció un total de 27 contratos en el mes de noviembre, y el de Valencia-Late, abril 98 supuso para dicho mes la negociación de tan solo 55 contratos

También se ha producido para esta campaña la suspensión cautelar del contrato sobre Clementinas para todos sus vencimientos. Esto ha sido debido a las importantes distorsiones que se produjeron en la campaña anterior, que pusieron de manifiesto la incorrecta especificación del subyacente, dado que no existía una homogeneización en la entrega, induciendo a la sociedad gestora del mercado a replantearse con tranquilidad como introducir este producto en la negociación.

Creemos necesario hacer constar que la potenciación del mercado ante estos cambios en las condiciones de los contratos debe venir de la mano de los potenciales operadores, tomando el relevo a los Creadores del Mercado, que han abandonado su función en el mercado.

Conclusiones

La creación y puesta en funcionamiento de un mercado de futuros necesita de un periodo de introducción y asentamiento tanto dentro del marco financiero como del sector del subyacente cuya duración se estima entre dos y tres años.

Por otra parte, la existencia diaria de un precio oficial y público de transacción y negociación de productos citrícolas ha ofrecido la posibilidad de una mayor transparencia al sector, de forma que si este mercado definitivamente se consolida, esta serie diaria de precios ofrecida por el FC&M puede llegar a ser una base de referencia para sus transacciones tanto nacionales como extranjeras.

Sin embargo los buenos resultados de las dos primeras campañas no han supuesto una consolidación progresiva del mercado de futuros ya que no ha supuesto una mayor utilización del mercado por parte de los operadores del sector de contado. De hecho el sector se ha mostrado cauteloso en la operatoria y se ha vinculado al mercado con

posiciones de escaso volumen de negociación, utilizando para ello los contratos de vencimiento más próximo. Según la CNMV (1.996) “La actividad del mercado se ha concentrado en los cuatro miembros creadores de mercado, por lo que la participación de terceros representa una parte marginal de la misma”.

Esta situación es fácilmente comprensible en esta etapa experimental, dado la novedad del mercado, el elevado coste de operatoria³ y el tecnicismo del mismo. De hecho, la existencia de un mercado de futuros tiende a modificar la organización del mercado de contado. Sin embargo querer cambiar rápidamente estas costumbres puede suponer el fracaso de este mercado de futuros.

En cuanto a la evolución comparativa de los precios remarcar la disparidad mostrada entre los precios diarios del FC&M y los reportados por el R.D. 1035/72. Ello supone o que los operadores del mercado de futuros no toman como precio teórico representativo de contado esta serie de precios, o bien que los gaps o diferencias de niveles entre uno y otro se podrían traducir en beneficios potenciales para los arbitrajistas entre ambos mercados. Sin embargo la consolidación total del mercado solo se producirá cuando la mayoría del sector cítrico se sienta vinculada con este mercado, no solo tomando posiciones directas en él, sino también sirviéndose de sus precios como referencia.

Por todos ello, según informa la Bolsa de Valencia (1.997) el mercado FC&M se halla inmerso en la actualidad en un proceso de reestructuración y reflexión, tanto sobre las condiciones de negociación como sobre las especificaciones de los contratos con el fin de mejorar el producto que se ofrece al sector cítrico y adecuarlo a sus necesidades.

En nuestra opinión, para que un mercado de futuros deje de ser considerado como emergente y entre en su fase de consolidación necesita ser flexible en la mejora de su regulación, ser dinámico en la adecuación de los procesos de entrega, ser sensible a los posibles cambios del ciclo de vida del producto y por supuesto no limitar el acceso al mercado.

Esperemos que el FC&M acabe de ponerse en marcha involucrando al sector productor, de forma que pueda ofrecerles las ventajas inherentes a este tipo de instrumento de negociación.

Bibliografía

ANDREU ALAPONT, L.; SANCHEZ COLL, F.J. “Modificaciones en el mercado de futuros”. Boletín Informativo 6-10-97. Fundación de Estudios Bursátiles y Financieros.

BARCELÓ, L.V. *Política agroalimentaria Valenciana*. Fundación Cañada-Blanch 1.992.

BOLSA DE VALENCIA *La Bolsa en la vida- Bolsa Valencia*. Septiembre 1.997.nº 9.
CNMV Informe anual 1.996. CNMV 1.997

³ El coste de la operatoria se va visto reducido en cuanto a las garantías. El diez de diciembre la CNMV aceptó una rebaja de las garantías iniciales sobre el valor efectivo de los contratos, situándose en este momento en un 18% para el contrato Navel-Navelina, un 25 % para el Valencia-Late. El contrato de Clementinas mantiene sus garantías en un 25%..

- EDERIGTON, L.** “The hedging performance of the futres markets”. *Journal of Finance*. March. 1.979.
- FC&M** *Reglamento del Mercado de Futuros y opciones sobre Cítricos*. 1.995.
- FC&M** *FC&M News*. Varios números. 1.995/96/97.
- FC&M** *Circular del mercado sobre modificaciones de las condiciones de los contratos*.
- FERNÁNDEZ IZQUIERDO, M.A.; MUÑOZ TORRES, M.J.** “Factores determinantes de la relación intertemporal de los precios al contado y a futuro en el mercado de la naranja” *II Congreso Nacional de Economía y Sociología Agrarias*. Valencia. 1.995.
- FERNÁNDEZ IZQUIERDO, M.A.; MUÑOZ TORRES, M.J.** “ El mercado de futuros de cítricos: Situación y expectativas”. *Información Comercial Española*. Septiembre. 1.997
- FUNDACIÓN DE ESTUDIOS BURSÁTILES Y FINANCIEROS** *Estudio de viabilidad del mercado de futuros de la Naranja en Valencia. Informe de síntesis*. 1.992.
- KEYNES, J.M.** *A Treatise on Money. Vol. II. Applied Theory of Money*. Mc-Millan. London. 1.965.
- MENEU, V. ET. AL.** *Análisis empírico de los precios al contado de la naranja y de la clementina*. CAM-Fundación de Estudios Bursátiles y Financieros. 1.996.