

La gestión del riesgo y el Mercado de Futuros de Cítricos de Valencia

Análisis de las causas del severo retroceso de la actividad en el mercado en las dos últimas campañas

A pesar de estos favorables fundamentos, y de la flexibilidad que han demostrado los gestores para introducir cambios, el FCM no ha conseguido consolidarse, habiendo sufrido durante la actual campaña 1998/99 y la anterior un severo retroceso que pone en serias dificultades su continuidad. El objetivo de este artículo consiste en mostrar cuál ha sido la actividad del mercado y, sobre todo, desarrollar una hipótesis sobre su escasa implantación. Aunque son seguramente varias y complejas las causas que pueden explicar la situación actual, el análisis se centra en una de ellas: **cómo se gestiona el riesgo en las transacciones de cítricos**, por entender que ha sido menos analizada que otras y porque tiene potencial suficiente para contribuir a iluminar y enriquecer el debate⁽¹⁾.

Características y evolución del mercado

El proyecto de crear un mercado de futuros surgió a finales de los ochenta, pero la negociación de los primeros contratos hubo de esperar hasta 1995, iniciándose las transacciones con la variedad Navel-Navelina, a la que siguió en 1996 la Valencia Late y, posteriormente, con las mandarinas. Los promotores fueron la Bolsa de Valencia, la Generalitat Valen-

En Valencia opera FC&M (Futuros de Cítricos y Mercaderías de Valencia), el único mercado de futuros de cítricos frescos que existe en el mundo. Su creación se explica, tanto por el liderazgo mundial de la región valenciana en la producción y comercialización de cítricos, como por la existencia a priori de características en las transacciones que justifican el recurso a la compraventa de futuros: volatilidad de los precios, básicamente.

Raúl Compés López. Universidad Politécnica de Valencia.

ciana y la Cámara de Comercio de Valencia. Su creación contó, además, con la participación de las entidades financieras Bancaja, Banco Central Hispano Americano, Caja de Ahorros del Mediterráneo y Caja Rural Valencia. En la actualidad son también accionistas de la Sociedad Rectora y miembros del mercado otras entidades e intermediarios financieros.

Los volúmenes de cítricos comercializados por FCM han sido relativamente escasos. En su mejor campaña, la 1996/97, se negociaron formalmente un total de 76.707 contratos

de naranjas por un valor superior a los 32 mil millones de pesetas. Sólo una campaña después, estos volúmenes de contratación se habían reducido drásticamente, situándose en 403 contratos y algo más de 111 millones de pesetas. Se trata de una caída tan brutal en tan breve lapso de tiempo que resulta casi imposible de explicar **con argumentos económicos**, pero que, en cualquier caso, se debe enmarcar en el diagnóstico general de baja aceptación del mercado por parte de los operadores del sector, que es el problema que este artículo pretende explorar.

La gestión del riesgo en las transacciones de cítricos

El fundamento de los mercados de futuros radica en la existencia de riesgo en las transacciones. En realidad, el riesgo es un ingrediente consustancial de los mercados no intervenidos, tan frecuentes, por otro lado, en el sector agrícola. Estrictamente hablando, no cabe identificar riesgo con variabilidad de los precios o desconocimiento de las características futuras de los mercados. Más preciso es diferenciar los conceptos de riesgo e incertidumbre. El primero identifica una situación de falta de información presente acerca de las condiciones futuras, sí, pero admitiendo que los agentes pueden asignar probabilidades a



A los productores les cuesta asumir el riesgo en las transacciones de cítricos.



Los volúmenes de cítricos comercializados por FCM han sido relativamente escasos.

los diferentes estados de la naturaleza posibles. El segundo, por el contrario, considera que el individuo se encuentra en la más completa ignorancia acerca de las probabilidades de que acontezca una u otra circunstancia. Estrictamente hablando, en la actividad agraria son más abundantes las situaciones de incertidumbre e, incluso, a veces, resulta difícil distinguir el riesgo de la incertidumbre. Para hacer más operativa la utilización de estos conceptos, está ganando aceptación la consideración de incertidumbre como falta de información y la de riesgo como incertidumbre con consecuencias negativas para el agente, lo que permite identificar como arriesgadas una mayoría de las decisiones económicas adoptadas por los agricultores.

El análisis riguroso de estas decisiones se ve dificultado porque, además de los problemas de información, el riesgo tiene una dimensión psicológica que hace más compleja la predicción del comportamiento de los agentes económicos. Las empresas están asumiendo continuamente riesgos, pero un elevado número de personas prefiere evitarlos, y las mismas empresas que, por un lado, adoptan decisiones arriesgadas, por otro, tratan de reducir su potencial efecto negativo, lo que explica la variedad de estrategias e instrumentos disponibles para ello: desde los seguros a la diversificación, pasando por los contratos a plazo e instrumentos financieros tan sofisticados como los mercados de futuros.

La comercialización de cítricos es una actividad donde la información disponible es siempre incompleta. Sus mercados están muy poco regulados y, antes del inicio de la campaña, ni productores ni comerciantes conocen las características futuras de los factores que influyen en la oferta (plagas, incidencias climatológicas, huelgas...) la demanda (temperaturas, shocks financieros o de otro tipo) y, por tanto, en los precios, y tampoco existe un sistema de información desarrollado y fiable sobre cotizaciones y mercados. Este desconocimiento puede llevarles a tomar decisiones económicas que, a la larga, se pueden revelar equivocadas o perjudiciales para sus intereses, del tipo de cuándo vender o a qué precio hacerlo, por lo que se encuadran perfectamente en la categoría de riesgo.

Como hipótesis preliminar, que después será matizada en parte, vamos a suponer que los agricultores tienen aversión al riesgo y que esta aversión es superior a la de los compradores. Esta afirmación se basa en la creencia de la teoría económica de que los agentes pequeños tienen más aversión al riesgo que los grandes, debido a que los últimos suelen disponer de más medios para diversificarlo⁽²⁾. Por tanto, si a la falta de información futura con consecuencias negativas unimos esta actitud



El mercado de cítricos está muy poco regulado.

contraria al riesgo, se deduce que de un análisis de las características de las transacciones debería concluirse que los agricultores adoptan estrategias para reducir el riesgo que soportan.

Aunque no disponemos de una evidencia empírica amplia que pueda resultar concluyente, parece razonable afirmar que uno de los sistemas tradicionales de comercialización en el campo valenciano es consistente con esta explicación. Se trata de la denominada "venta a peso" que es, en realidad, un **contrato a plazo** (*forward*). Consiste esta modalidad de transacción en que, meses antes de la recolección, el agricultor se compromete a entregar al comerciante su producción a un precio pactado de antemano e independiente del que

rija en el mercado al contado en el momento de la recolección. Con este contrato, el productor se cubre de una bajada del precio del producto y el comprador, menos averso por su mayor tamaño y su actividad con varios proveedores, se cubre de una posible subida y, sobre todo, se asegura la disponibilidad de mercancía. El futuro demostrará que, en el momento de efectuar la transacción, las expectativas de una de las dos partes eran infundadas, pero la aversión al riesgo del pequeño productor le hace preferir la ganancia segura al **juego** de subida o bajada.

Pero, en la venta en el mercado al contado, existe también otro riesgo referido a la cantidad de producto recolectado. El **contrato a plazo** descrito anteriormente sirve al agricultor para eliminar el riesgo sobre los precios, pero

no sobre la cantidad. Esto explica otra modalidad de contrato, ciertamente, con una difusión notablemente menor y en retroceso, denominada "venta a ojo", por la cual el agricultor pacta en ante un ingreso total para el conjunto de su cosecha. La posibilidad actual de asegurar las producciones contra diversos accidentes externos, junto con los cambios en la actitud ante el riesgo de los titulares de explotaciones, puede ayudar a explicar el declive de este instrumento.

Aparentemente, estos acuerdos son frágiles, porque suelen ser informales. Una de las partes puede incumplir alguno de los términos pactados sin que la otra pueda recurrir a un tercero para obligarle a hacerlo. Si este fuera un comportamiento generalizado, es evidente que la venta a plazo sería un instrumento ineficaz para cubrirse del riesgo. Sin embargo, la extensión y pervivencia de su uso hace pensar que son otros los elementos capaces de hacer las veces de un documento escrito y un juez. Se trata principalmente de la reputación, garantía informal estable cuando el ámbito de las transacciones es local y todas las partes implicadas en el negocio se conocen, lo que da al **contrato informal a plazo** estabilidad como instrumento de gestión del riesgo.

Pero las transacciones están cambiando. En un mercado cada vez más amplio hay nuevos agentes cuya identidad es desconocida y la eficacia de la reputación se resiente, debilitando las garantías informales y la fuerza del acuerdo. Una prueba de ello es la alarma causada en el sector por el incumplimiento de los compromisos a finales de la campaña 1997/98, cuando las cotizaciones desfavorables del mercado no se correspondieron con las expectativas de los compradores. Si bien no es fácil estimar la incidencia en el espacio y el tiempo de estas conductas oportunistas (se ha hablado de un 20 ó 25% de los casos), es

indudable que, de persistir, otros instrumentos de gestión del riesgo serán necesarios y de ello podrá beneficiarse el FCM.

No obstante, hay otros cambios que pueden actuar en sentido contrario. En el lado de la demanda la distribución está cada vez más concentrada. En el lado de la oferta se asiste, a su vez, a procesos de integración horizontal por la constitución de OPC y el fortalecimiento del cooperativismo de segundo grado. Las nuevas características de los agentes del mercado producen cambios en los mecanismos de contratación y en la asignación de los riesgos. Los mercados mayoristas, cuyo paradigma

La contratación ha caído en picado de una campaña a otra, lo que demuestra la baja aceptación del mercado por los operadores del sector



ma para los españoles es Saint Charles en Perpiñán, pierden cuota de mercado en detrimento de las ventas directas a las grandes cadenas y sus centrales de compra, por lo que al sistema de venta **en consignación** sucede el de **venta en firme**, con programación de envíos y fijación de horquillas de precios al inicio de cada campaña. Los circuitos de distribución tradicionales no han muerto (una parte sustancial de las ventas del sector cooperativo circulan a través de ellos), pero van perdiendo terreno y sus cotizaciones tienen una representatividad cada vez menor¹³. El riesgo de las ventas a comisión va siendo sustituido por los acuerdos contractuales entre oferentes y demandantes, y una parte cada vez menor del comercio cítrico en origen se realiza sin algún tipo de cobertura.

Llegados a este punto, es necesario revisar la actitud hacia el riesgo de los productores de cítricos. Es éste un colectivo heterogéneo en el que abundan cada vez más los agricultores con dedicación parcial, propietarios agrícolas que tienen otras fuentes de empleo y



Variedad de naranja Navel-Late.

renta. Esta diversificación de sus ingresos permite adelantar la hipótesis de que tienen menos aversión al riesgo que los agricultores profesionales, lo que significa que están dispuestos a "jugar" y esperar el momento de la recolección para vender entonces al precio del mercado "al contado", por lo que se desentienden de cualquier estrategia de gestión del riesgo.

Por último, otro factor que debería ser tenido en cuenta es el momento de la campaña en el que llega la cosecha y se efectúa la transacción. De todos es sabido que la campaña cítrica, como la de muchas frutas y hortalizas,

tiende a alargarse y desestacionalizarse. Al inicio de la campaña, en los meses de septiembre y octubre, la información sobre las cotizaciones es menor que en los meses finales; por esta razón, no sería extraño que para las transacciones primeras resultase más pertinente que para las segundas el recurso a alguno de los instrumentos de gestión disponible.

Conclusiones

Como la información disponible sobre los mercados es incompleta, el riesgo en la comercialización de cítricos es un ingrediente ineludible y ello obliga a los agentes a adoptar algún tipo de estrategia de cobertura, sobre todo, si le tienen aversión. El contrato de futuro que FCM ofrece a los operadores es, en realidad, un contrato **a plazo estandarizado**, pero si los productores no lo han utilizado en cuantía significativa es porque, a pesar de que el mercado tradicional es más estrecho y menos transparente, el contrato **a plazo tradicional** resulta para ellos un instrumento de gestión del riesgo menos costoso, al estar exento de los costes de transacción del mercado de futuros (comisiones, entre otros) y haber ofrecido tradicionalmente garantías y confianza a compradores y vendedores.

A pesar de esto, la ampliación del tamaño del mercado y los cambios en la identidad de los agentes cambian las características de las transacciones y, con ello, no es descartable que aumente el riesgo y las ventajas e inconvenientes de las diferentes instituciones diseñadas para reducirlo o evitarlo. Por este motivo, cualquier hipotética estrategia destinada a intentar relanzar el comercio de futuros de cítricos por parte del FCM debe de tener en cuenta todos estos factores¹⁴. Es necesario profundizar en el conocimiento de las transacciones y en el análisis contractual. De confirmarse las hipótesis aquí adelantadas, no sólo tendríamos una explicación de las dificultades del presente, sino una información para predecir con poco riesgo las escasas perspectivas de futuro. ■

¹³ Los problemas de calidad en las transacciones de cítricos son también importantes y están en parte relacionados con el análisis contractual del riesgo, pero no se van a considerar aquí de forma explícita por el alcance limitado del artículo.

¹⁴ Así ocurre, por ejemplo, con el contrato de trabajo entre empleador y empleado, prefiriendo por lo general el segundo una retribución estable e independiente en el corto plazo de las fluctuaciones de los mercados de productos.

¹⁵ La gestión del riesgo en las cooperativas merecería un análisis específico, pero se puede adelantar que está condicionado por los mecanismos de elección y toma de decisiones en este tipo de empresas.

¹⁶ A partir de ahora es preciso considerar también el efecto que pueda tener el contrato tipo diseñado por la Consellería de Agricultura de la Generalitat Valenciana.

CUADRO I. ESPECIFICACIONES DE LOS CONTRATOS DE FUTUROS

	Navel-Navelina	Valencia Late
Calidad	Categoría 1, y de calibres 2 a 5.	Categoría 1, y de calibres 3 a 7.
Cantidad y presentación de la fruta en cada contrato	5 toneladas, lavadas, calibradas, sin cera, en cajas de campo y éstas paletizadas por calibre.	5 toneladas, lavadas, calibradas, en cajas de campo y éstas paletizadas por calibre.
Meses de vencimiento (o entrega)	Noviembre, diciembre, enero, febrero y marzo.	Abril, mayo, junio y julio.
Último día de Negociación	El primer día hábil anterior al tercer lunes del correspondiente mes de vencimiento.	
Cotización	Euros/tn. Sin IVA.	
Variación mínima de precio permitida (tick)	1 euro.	
Límite diario de fluctuación	El 12% (por arriba o por debajo) del precio de cierre del día anterior.	El 16% (por arriba o por debajo) del precio de cierre del día anterior.
Depósito de garantía	18% del valor de cada contrato según el precio de cierre diario publicado por el Mercado.	25% del valor de cada contrato según el precio de cierre diario publicado por el Mercado.
Liquidación al vencimiento	Por entrega de la mercancía. Dicha entrega puede realizarse, bien a través del procedimiento "al margen", bien a través del procedimiento ordinario establecido por el Mercado.	
Período de entrega	En las entregas al margen, con posterioridad al vencimiento y según pacten comprador y vendedor. En las entregas ordinarias, el período comprendido entre el martes y el viernes posteriores al tercer lunes del mes del correspondiente vencimiento.	
Horario de negociación	De las 12:00 a las 13:00 horas, horario peninsular, en los días declarados hábiles por el Mercado.	