



# Futuros Cash o Futuros con Delivery

Vamos a resumir varios artículos que se publicaron con anterioridad en este Semanario y a los que se le introdujeron modificaciones.

En la historia de los mercados se han desarrollado dos variedades de contratos de futuros: el contrato cash settlement y el contrato con posibilidad de entrega o delivery. Los contratos de futuros más tradicionales, concretamente los de granos que se negocian en el Chicago Board of Trade, son contratos que pueden cerrarse con la entrega de la mercadería (delivery) aunque, en general, los contratos que se cierran de esa manera llegan a solo el 0,5% de las operaciones.

Algunos contratos cash settlement se han desarrollado en otros mercados, concretamente el de hacienda (novillo) en el Chicago Mercantile Exchange. Este mercado utiliza para el ajuste un índice promedio que se extrae por un instituto especializado de una serie de remates ferias de Estados Unidos, haciéndose un promedio ponderado de los precios. También siguen esta modalidad algunos contratos de futuro financieros, siendo uno de los más conocidos el de Eurodólar, que también se negocia en el último de los mercados mencionados y que se ajusta a la maduración contra un índice que resulta de la tasa libor que se registra ese día en determinados bancos de la City de Londres.

Con respecto a la aplicación del cash settlement al mercado de granos, la primera experiencia que conocemos es la que desarrolló el Rofex desde 1994, es decir el llamado Índice de Soja Rosafé. En este contrato el ajuste mensual se hace con el precio de la soja determinado por la Cámara Arbitral de Cereales de Rosario. La razón fundamental para desarrollar un contrato cash para la soja en el Rofex fue la gran concentración que hay en la zona de la producción, comercialización, crushing y exportación de ese grano. Otra razón que sirvió de fundamento para el desarrollo de un contrato cash settlement fue que siempre se pensó en un contrato que se negociase en un mercado más amplio, sudamericano.

Diferencias entre ambos tipos de contratos:

- a) En la operatoria diaria y hasta el momento de la maduración, las características de ambos tipos de contrato son exactamente las mismas.
- b) La única diferencia se registra en la liquidación de la posición más cercana o disponible: el ajuste de los contratos cash settlement se hace a través de un índice estadístico o de un promedio de 5 días hábiles de los precios en el disponible. En los contratos con delivery el ajuste se hace de acuerdo a los precios operados en los últimos momentos de la rueda. Teóricamente, ese precio no puede diferir del que se registraría en el disponible dado que los operadores, de haber una diferencia con el precio registrado en el piso, podrían hacerse de la mercadería en el mercado disponible.
- c) En los contratos con delivery, cuando un operador short (vendido) quiere salir de su posición, tiene que comprar contratos de futuro o comprar en el disponible, con lo que eleva el precio respectivo.

De esta manera está jugando contra sus propios intereses ya que tiene que pagar diferencias mayores respecto al precio de venta originario. Es decir, no hay neutralidad en la operatoria de futuro con respecto a la operatoria de disponible. En





los contratos cash settlement, por el contrario, hay neutralidad entre uno y otro mercado. Aquel que está short en el mercado de futuro no tiene porqué salir a comprar ni en uno ni en otro.

d) Una de las cosas que se le critica a los contratos cash settlement es que normalmente quedan muchos contratos abiertos en la maduración y que muchas veces esos contratos son varias veces mayores en volumen al mercado disponible. Esta objeción no es válida dado que los operadores no se encuentran impelidos a permanecer con sus posiciones abiertas; esta manera de operar entra dentro de la estrategia especuladora del operador. El no está obligado a mantener sus contratos abiertos, si los mantiene es porque está 'especulando', lo que es propio de su acción en los mercados de futuros.

e) En un contrato regional, con distintos puntos de entrega y con diferencias en la calidad de la mercadería, la operatoria con contratos con delivery es más complicada. Hay que tener en cuenta que en un contrato regional (Mercosur, por ejemplo) los posibles puntos o puertos de entrega pueden ser innumerables, con lo que disminuiría la liquidez en las distintas posiciones. Si a los distintos puntos de entrega hay que agregar que pueden existir diferencias en la calidad de la mercadería (por ejemplo: soja OGM, soja no OGM, harina de soja con mayor o menor contenido de proteína, etc.), que son varias entre la mercadería de Brasil y la mercadería de nuestro país, las complicaciones de la entrega se multiplicarían.

f) Los contratos cash settlement permiten entrar en la operatoria a «especuladores» que no tienen porqué tener instalaciones o manejar la logística de la mercadería respectiva. Estos operadores dan liquidez al mercado.

g) Otra ventaja muy importante de los mercados cash settlement es la financiera, dado que sólo se tiene que reponer en efectivo, a la maduración de los contratos abiertos, las diferencias entre el precio de contratación y el precio de ajuste, diferencias que muchas veces ya están cubiertas en los días previos. Estas diferencias son mucho más pequeñas que los precios llenos que se tienen que abonar en caso de que el contrato finalice con la entrega de la mercadería.

En la preparación de un contrato Mercosur de futuro de soja, si se elige la forma de contrato cash settlement, existe el inconveniente de no encontrar un índice externo que sirva para el ajuste de los contratos abiertos. Pero hay que tener en cuenta que podrían desarrollarse dos tipos de mercados cash settlements. El más común es aquél en donde el ajuste se hace con un precio externo. Para eso existen dos posibilidades: a) un mercado de disponible importante cuyo precio sea un buen precio de referencia, como es el caso del Índice Rosafé de la soja en el ROFEX, que utiliza el precio de la Cámara Arbitral de Cereales de Rosario, y b) la utilización de un índice, que resulta de los precios en distintos remates ferias, como es el caso del contrato de Live Cattle en el Chicago Mercantile Exchange, o el promedio de la tasa Libor de los principales bancos de la plaza londinense para el contrato de Eurodólar.

El problema que se presenta en esta variedad de contrato cash settlement es que en determinadas circunstancias no exista un índice o precio de referencia externo que pueda utilizarse. En el caso concreto de un contrato sudamericano, como ha sido propuesto por algunos, nos encontramos con la no existencia de un claro índice de este tipo.

Pero existe la posibilidad de un contrato de futuro que se autoajuste, es decir que el ajuste final al momento de la maduración resulte de los precios de las operaciones del propio mercado. Un contrato de futuro de soja que se autoajusta podría funcionar de esta manera. Durante los veintinueve primeros días del mes los contratos se ajustarían con los precios que se registran en el propio recinto de operaciones.





En esto no habría ninguna diferencia con ninguno de los contratos existentes, aún los contratos con delivery. La única diferencia con estos sería el ajuste del último día del mes, el día 30, ya que en los contratos con delivery el monto financiero a pagar es mucho mayor. En un contrato cash que se autoajusta, la diferencia que se puede producir el último día es relativamente pequeña ya que los operadores en los días previos han ido pagando o cobrando la diferencia del precio de ajuste con el precio al que contrataron.

Como una salvaguarda del sistema, en todos los mercados de futuro, durante el transcurso del mes, las variaciones de precios de hoy con respecto a los precios de ayer se dan dentro de un entorno muy limitado (Daily Price Limit). El mes disponible (o mes de maduración del contrato) se deja libertad de precios. Este criterio se ha adoptado en razón a la existencia de contratos de futuro con delivery. Ya que se pueden haber producido diferencias significativas con respecto al precio de la mercadería disponible, esa especie de corset se libera para que el precio de la posición cercana se iguale con el precio de la mercadería disponible, dándole la posibilidad del ajuste con la entrega o recepción de la mercadería.

Pero no se está contemplando en este esquema la distorsión que se está produciendo en las otras posiciones y sus costos financieros, ya que diariamente se pagan o reciben diferencias por todos los contratos abiertos. Como un hecho interesante a destacar es que el contrato de Eurodólar mencionado más arriba y que se negocia en el Chicago Mercantile Exchange, no tiene Daily Price Limit.

La principal crítica que se le hace habitualmente a un contrato que se autoajusta es que podría ser objeto de manipulación. Si el día del ajuste algunos operadores se ponen de acuerdo realizando operaciones en el 'aire' para determinar un precio más alto o más bajo, podrían perjudicar a aquellos que tienen posiciones que maduran ese día. Pero esta objeción parte del supuesto que esos 'aquellos' actúan pasivamente y dejan que el ajuste se realice sin su intervención. Pero esta objeción se puede realizar también con un contrato con delivery, ya que las diferencias se cobran o se pagan diariamente en base a un precio a autoajuste del mercado.

Veamos un resumen de los mercados de futuros:

- 1) Todo contrato de futuro tiene por finalidad esencial la cobertura de precios. Es por este motivo que surgieron los mercados de futuros, pues hay operadores (hedgers) que necesitan cubrirse de las oscilaciones de precios. Pero es cierto también que se necesitan los llamados especuladores o arbitristas que con su actuación permiten la cobertura de aquellos.
- 2) El fundamento de los contratos de futuro es que los precios de las distintas posiciones (las más cercana o disponible y las más lejanas) varían de manera bastante semejante, lo que permite cubrirse de su oscilación realizando en el mercado de futuro la operación inversa a la posición que se tiene en el disponible.
- 3) Lo importante no es si el precio es más alto o más bajo sino la relación entre precio de futuro y precio de disponible. ¿Cuál de ambos precios es primero, el de futuro o el de disponible? Esto es como contestar qué es primero, si el huevo o la gallina.

Ambos precios, en un mercado normal, están fuertemente correlacionados, porque si así no fuera, los mercados de futuros no tendrían 'ningún sentido'.

- 4) En un contrato cash settlement autoajutable no existiría ningún precio externo de referencia que se utilice para el ajuste al momento de la maduración. Los precios para el ajuste surgirían de la operatoria diaria en el mismo mercado de





futuros.

5) Una primera objeción que se le hace al mencionado contrato, es que sus precios al no tener ninguna referencia externa (índice o delivery) son totalmente vacíos, no reflejan ningún bien real. Esto no creemos que sea cierto desde el momento que los precios a los que el hedger tiene que operar son aquellos que le sirvan para la cobertura, allí está el precio de referencia.

6) Una segunda objeción es que en un contrato de futuro cash settlement con autoajuste, un operador grande, dominante en el mercado y a quien seguirían los pequeños, podría actuar de la siguiente manera: ese operador compraría contratos de futuros a precios cada vez más altos: hoy compraría un contrato a 200 dólares, mañana a 210, pasado mañana a 220, y así sucesivamente. En el segundo día recibiría 10 dólares de diferencia, en el tercer día 20 dólares, y así sucesivamente. Se supone que los vendedores lo seguirían dado que este comprador ofrecería precios cada vez más altos. Veamos que pasa con los vendedores: hoy venderían un contrato a 200 dólares, mañana a 210, pasado mañana a 220, y así en los días siguientes. En el segundo día pagarían 10 dólares de diferencia, en el tercer día 20 dólares, y así sucesivamente. No creemos que esta actuación sea real dado que si los vendedores acompañan vendiendo a precios cada vez más altos, están pagando cada vez mayores diferencias.

De la misma manera que el operador dominante optó por comprar a precios cada vez más altos, podría pensarse de otro operador dominante que vende a precios cada vez más bajos y que los compradores le seguirían. Pero en la realidad, estos no le seguirían ya que advierten rápidamente que tienen que pagar cada vez mayores diferencias. Quiénes de los grandes se imponen: ¿los que compran a precios cada vez más altos o los que venden a precios cada vez más bajos?

7) La actuación de un operador dominante mencionada en el punto anterior se puede dar en cualquier contrato de futuro, también en los contratos con delivery. Supongamos un operador dominante que hoy compra a 200 dólares, mañana a 210, pasado a 220 y en el cuarto día vende tres contratos a 220 dólares, cerrando su posición. En el segundo día cobraría 10 dólares, en el tercer día 20 y en el cuarto cierra su posición llevándose 30 dólares. Es cierto que si dejase abierta su posición hasta el momento de la maduración del contrato, alguien le podría entregar la mercadería comprada en el mercado disponible. Pero esto es suponer que el precio en el mercado disponible no va a acompañar al precio de futuro, lo que es irreal. El precio del disponible va a subir acompañando la suba del precio de futuro y, por lo tanto, el vendedor de futuro se verá doblemente perjudicado. Primero porque fue pagando diferencias cada vez mayores en el mercado de futuro y segundo porque tuvo que comprar el grano a un alto precio para cumplir con el delivery. Le hubiera sido mucho más práctico cerrar su posición en los días previos.

8) Si un operador dominante actuase como se presupone en los puntos anteriores: comprando a precios cada vez más altos o vendiendo a precios cada vez más bajos, se va situando en una posición financiera cada vez más riesgosa. Bastaría que en un momento determinado, los precios cerrasen a un nivel más bajo o más alto, respectivamente, y tendría que pagar cuantiosas diferencias.

9) Los precios de futuro surgen de distintas estimaciones que hacen los operadores. Como se dice comúnmente: los mercados son 'descubridores de precios'. Esos precios, tanto en los contratos con delivery como en los contratos que se autoajustan, 'no son precios cualesquiera'. Cuando realizamos una oferta de un precio futuro, en cualquiera de los dos tipos de contratos, estamos tomando como referencia nuestras estimaciones de oferta y demanda, stocks, etc. del producto en cuestión.





10) Durante el transcurso del mes hasta el día previo a la maduración, y lo mismo para las posiciones futuras, el mercado se autoajusta. En esos días ¿cuál es el precio de referencia sino el que surge de las estimaciones de los operadores? El delivery no es más que un medio de control que sólo sirve para la posición inmediata y para el último día de operación.

Pero el precio de la mercadería a entregar por delivery no es más que el precio que surge de los autoajustes diarios con un determinado descuento o no. En definitiva: todos los precios surgen del autoajuste.

Los puntos anteriores no son más que ideas que pueden ser válidas o no. Solo se necesita confirmarlas, corregirlas o eliminarlas de las cosas posibles a través de la libre discusión.

