

## LA COBERTURA DEL RIESGO DE PRECIO: ¿FANTASÍA O REALIDAD?

Una de las principales variables que condicionan el ingreso de los productores de granos es el precio al cual podrán vender su producción, que es desconocido en el momento de la siembra. Es verdad que existen expectativas, proyecciones, cotizaciones en mercados a término, etc., pero es imposible conocer, aunque sea dentro de un determinado intervalo de confianza, el precio que en definitiva los compradores estarán dispuestos a pagar en la época de cosecha.

Los mercados de futuros y opciones permiten al agricultor, asumiendo ciertos gastos, lograr cobertura para el riesgo de variaciones desfavorables en el precio pero, apenas se analizan las alternativas existentes, puede comprobarse que los resultados obtenidos dependerán de la cotización vigente en el momento del vencimiento de los contratos operados y, a veces, el uso del mercado a término puede perjudicar al agricultor en lugar de beneficiarlo.

Con el objeto de arrojar alguna luz sobre este tema de gran relevancia para el productor y mostrar las alternativas más comunes que ofrecen los mercados de futuros y opciones, se examina el grado de cobertura que brindaron tales alternativas, en el Mercado a Término de Rosario, a un productor de soja que implantó su cultivo a mediados del mes de noviembre de 2004 y lo vendió a fines de la tercer semana de marzo de 2005.

En la tabla 1 puede verse el modelo tecnológico para la soja de primera usado comúnmente en la zona sur de Santa Fe y en la tabla 2 los costos directos de producción, sin incluir los gastos de comercialización, siguiendo ese modelo.

De los datos incluidos en la tabla 2,

estimando un rendimiento por hectárea de 33 quintales, el costo por quintal es alrededor de 5u\$s o, en otros términos, 50u\$s/tn. Ese costo no incluye los gastos de estructura (amortización de mejoras y vehículos, gastos de movilidad e impuestos y tasas). Tampoco se consideran los retiros familiares

La alternativa de cobertura más sencilla que puede elegir el productor es efectuar una venta mediante un contrato futuro. Con esta operación el agricultor podía asegurar el 15 de noviembre de 2005 un precio de 148u\$s/tn<sup>1</sup>. En este caso debe disponer de recursos financieros para efectuar los depósitos de la garantía y asumir los gastos involucrados en el registro del contrato y la comisión del corredor. La dificultad que origina esta alternativa es que, si el precio aumenta, el agricultor no puede aprovechar ese aumento porque se comprometió a vender su producción a un precio fijo.

Para evitar tal situación, puede adquirir una opción de venta, es decir, un PUT. En la fecha indicada en el párrafo anterior, el PUT más barato le permitía garantizar un precio de 134u\$s/tn. pagando una prima de 2,6u\$s/tn., sin ningún costo adicional salvo la tasa de mercado y la comisión del corredor que naturalmente están presentes en todas las alternativas. Esta operación asegura un precio neto de 131,4u\$s/tn. (134,0-2,6), bastante menor que la venta de un contrato futuro, pero el PUT le da derecho (no la obligación) de vender el grano a 134u\$s/tn., de modo que si el precio en la época de cosecha supera esa cotización, el productor puede aprovechar la suba

<sup>1</sup> Todas las cotizaciones mencionadas corresponden al Índice Soja Rosafé del ROFEX que funciona en la Bolsa de Comercio de Rosario y fueron obtenidas del Informativo Semanal de la Bolsa de Comercio de Rosario.

no ejerciendo la opción y vendiendo al precio más alto. El problema de esta alternativa es el precio tan bajo que garantiza en relación con la venta de un contrato futuro, teniendo además que afrontar el pago de la prima.

A fin de superar ese problema, otra posibilidad es hacer lo que se denomina un PUT sintético, o sea, vender un contrato futuro a 148u\$s/tn. (para garantizar un precio más alto que comprando un PUT) pero, al mismo tiempo, adquirir una opción de compra (CALL) para poder beneficiarse con eventuales aumentos de precio. El 15 de noviembre de 2004, se podía comprar un CALL con precio de ejercicio 164u\$s/tn. pagando una prima de 3,3u\$s/tn., lo cual significa que si la cotización supera ese precio, el productor puede comprar a 164u\$s/tn. y vender al precio vigente ganando la diferencia. El PUT sintético posibilita asegurar un precio neto mínimo de 144,7u\$s/tn. (148,0-3,3), menor que la venta de un contrato futuro pero mayor que el PUT, permitiendo

**Tabla 1:** Soja de primera. Modelo tecnológico comúnmente utilizado en el Sur de la provincia de Santa Fe

**Labores:**  
- Maquinaria propia: S. Grano Grueso Directa  
- Maquinaria contratada: 1 pulverización por avión  
- Maquinaria contratada: 3 pulverizaciones terrestres

**Insumos:**

Tipo de insumo	Características	Dosis (kg./ha.; lts./ha.)
Semilla	Propia	52,00
Semilla	Comprada	23,00
Fungicida	Carbendazim	1,00
Fertilizante	Fosfato Monoamónico	57,00
Fertilizante	Sulfato Ca, Yeso	103,00
Herbicida	Glifosato	8,70
Insecticida	Decis Forte	0,07
Insecticida	Endosulfan 35%	0,60

**Tabla 2:**

Soja de primera. Costos directos de producción según el modelo tecnológico utilizado en el Sur de la provincia de Santa Fe.

Costos directos	u\$/ha.
Labores	17,41
Insumos	85,14
Cosecha	43,75
Seguro granizo	17,23
<b>Total</b>	<b>163,53</b>

aprovechar subas de precios superiores a 164u\$/tn., si bien la prima es más alta (3,3 en lugar de 2,6 u\$/tn.).

Por último, en el caso de no tener recursos financieros para asumir el pago de primas o no desear incurrir en tales gastos, puede venderse un futuro sintético, que consiste en comprar un PUT, que podría haber sido (en la fecha indicada) el de 134u\$/tn. pagando una prima de 2,6u\$/tn. y vender un CALL, con precio de ejercicio 164u\$/tn., cobrando una prima de 3,3u\$/tn. el cual le obliga al productor a vender la soja a 164u\$/tn., si la cotización en el mercado futuro supera dicho valor y el comprador de la opción ejerce su derecho de vender a ese precio. Esta estrategia de venta le permite al productor aprovechar aumentos de precios hasta el límite de 164u\$/tn., pero en este caso le brinda una ganancia de 0,7u\$/tn. derivada de la diferencia de primas.

El 18 de marzo de 2005, la cotización del Índice Soja Rosafé llegó a 170u\$/tn. En la Tabla 3 se muestran los precios que hubiese obtenido un agricultor, según la alternativa de cobertura elegida.

Como puede verse, para quien hubiese elegido la venta futura a fin de evitar del riesgo de una baja en el precio, la cobertura le habría resultado muy desfavorable, pues no le habría permitido beneficiarse con una suba de 22u\$/tn., en tanto que quien obtuvo el mayor precio fue quien eligió gastar 2,6u\$/tn. y garantizar un precio mínimo mucho menor que si vendía futuro. Naturalmente, si el precio hubiese sufrido una baja importante, llegando por ejemplo a 136u\$/tn., habrían obtenido mejores precios quienes hubiesen operado con contratos futuros antes que con opciones.

Por lo tanto, a primera vista parecería que operar en un mercado a término para lograr cobertura de precios es una fantasía antes que una realidad, porque el productor sigue quedando en cierta manera a merced de los vaivenes de las cotizaciones: le puede ir bien o le puede ir mal. Sin embargo, no es así porque lo esencial es buscar para cada productor en particular, la estrategia más conveniente que satisfaga sus necesidades, expectativas y posibilidades, evitándole sensibles pérdidas aunque, en ciertos casos, a costa de una reducción de sus ingresos.

Por ejemplo si el agricultor, cuyos costos directos son los indicados en la tabla 2, no desea incurrir en gastos elevados, podría vender contratos futuros hasta cubrir tales costos (11 qq/ha.) y por el resto, para cubrir los gastos estructurales, vender futuros sintéticos limitando la posibilidad de aprovechar aumentos de precios, pero disminuyendo gastos. Por supuesto, debe respetarse siempre

la operación mínima de 4 contratos de 25 toneladas cada uno.

En cambio, si puede y está dispuesto a afrontar un gasto mayor, podría optar simplemente por comprar un PUT o, si no le satisface el bajo nivel del precio de ejercicio de esta opción, elegir un PUT sintético.

La cobertura de precios a través del uso de los mercados a término no es una fantasía, es una realidad en la Argentina de hoy si bien, por ahora, presenta las características señaladas. A medida que su uso se vaya generalizando e intervengan más operadores granarios e inversores, su funcionamiento se irá perfeccionando y el nivel de cobertura que pueda lograrse será mayor, aunque el resultado final de la alternativa elegida siempre estará atado al precio vigente en el momento en el que el productor venda su grano, se produzca el vencimiento de las operaciones pactadas o el agricultor decida cancelarlas.

**Tabla 3:**

Precio final obtenido, descontada la prima o sumada la diferencia de primas positiva y precio mínimo garantizado, según la alternativa de cobertura elegida, operando en el Mercado a Término de Rosario (ROFEX) con el Índice Soja Rosafé.

Alternativa	Prima (u\$/tn.)	Precio mínimo garantizado	Precio final obtenido
		(u\$/tn.)	(u\$/tn.) [1]
Venta de un contrato futuro	----	148	148
Compra de PUT (PE[2]: 134u\$/tn.)	2,6	131,4	167,4
Compra de PUT sintético			
Venta de contrato futuro			
Compra de CALL (PE: 164u\$/tn.)	3,3	144,7	150,7
Venta de Futuro sintético			
Compra de PUT (PE: 134u\$/tn.)			
Venta de CALL (PE: 164u\$/tn.)	Diferencia positiva: 0,70	134,7	164,7

[1] No se consideran la tasa de mercado ni la comisión del corredor.

[2] Precio de ejercicio.