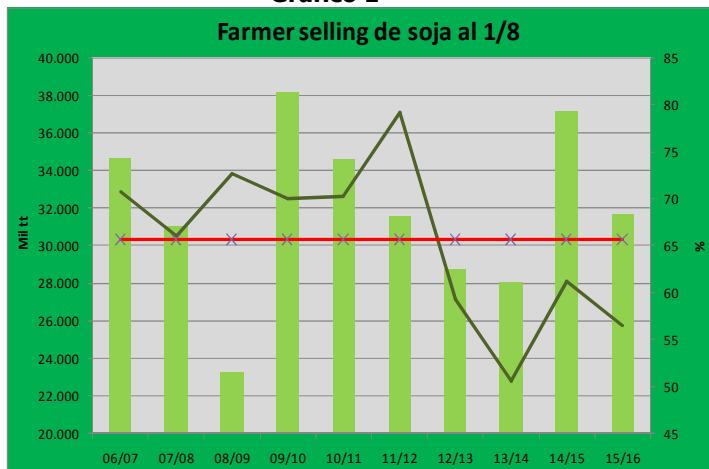


## ¿Qué hacer con la soja vieja?

Al 1/8 se ha comercializado el 56% de las 56 mill tt cosechadas en el ciclo 15/16 (línea negra y eje derecho del *gráfico 1*), lo que se encuentra muy por detrás del 66% promedio de las últimas campañas para esta época (línea roja). Esta brecha de 10 puntos está significando que el ritmo de ventas marcha retrasado aproximadamente un mes respecto a la media.

En términos absolutos, hasta el momento los productores han negociado cerca de 32 mill tt (barras y eje izquierdo), lo que deja entrever que este volumen es el segundo más elevado de las últimas 5 temporadas. Por su parte, en comparación al máximo histórico de farmer selling para este momento que data del ciclo 09/10 (38 mill tt), la oferta hasta ahora se ha desprendido de un 17% menos.

**Gráfico 1**

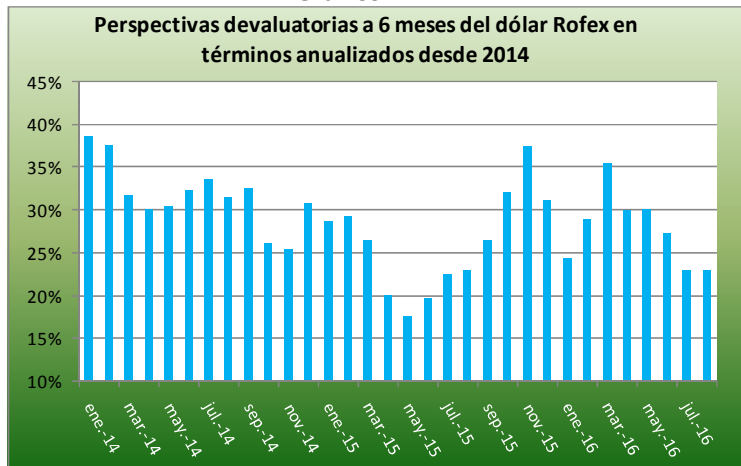


Fuente: Dirección de Mercados Agrícolas del Ministerio de Agricultura

Un aspecto a tener en cuenta, que en el pasado ha actuado como freno sobre la comercialización a la espera de una aceleración en el tipo de cambio, es que las perspectivas devaluatorias se encuentran por debajo del 25% en términos anuales e implica 10 puntos menos de lo que se registraba en marzo (ver *gráfico 2*).

Tomando lo anterior como referencia el incentivo a trasladar las ventas por esta razón tiende a desaparecer, sumado a que la tasa de interés pasiva en el sistema financiero se encuentra por encima (lo que tampoco incentiva a deshacerse de los pesos inmediatamente después de desprenderse de la mercadería).

**Gráfico 2**



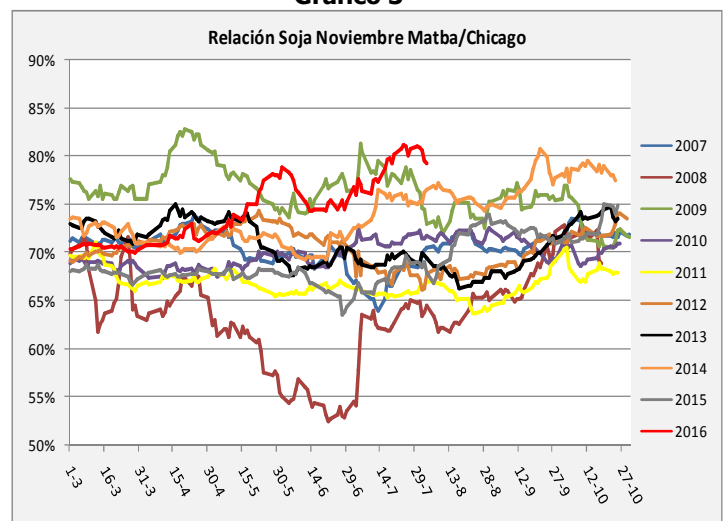
Considerando el remanente que falta negociarse (más de 24 mill tt) es que cobra mayor importancia que lo habitual la relación de precios que existe entre el mercado doméstico y el de Chicago para la posición noviembre (primer vencimiento de la temporada 15/16 en EEUU en una campaña en que las proyecciones actuales indican que la oferta podría acercarse a 110 mill tt).

En este sentido, se advierte un ratio de 79% entre ambos mercados (línea roja del *gráfico 3*), lo que marca un máximo estacional para esta época (aunque en esta temporada las retenciones resultan 5 puntos inferiores en comparación a los ciclos anteriores).

De lo anterior se infiere que a nivel local este cultivo está caro contra la plaza de referencia, habida cuenta de que se ubica 9 puntos por encima del nivel de paridad. La trascendencia de esto radica en el riesgo bajista que esto acarrea, a partir de que si el mercado doméstico cotizara al 70% de Chicago (o sea, sin premio y descontando los 30 puntos de retenciones) los valores en nuestro país se ubicarían en torno a U\$S 255.

No obstante lo anterior, a finales de octubre (antes de que esta posición se transforme en disponible y en simultáneo con el final de la cosecha norteamericana) hemos advertido que este ratio siempre se ubicado por encima de este umbral (aunque la brecha por lo general ha sido inferior a los casi 10 puntos que se vislumbran en el actualidad, lo que le pondría un techo a un eventual fortalecimiento del mercado doméstico).

**Gráfico 3**



Mirando lo anterior desde otro punto de vista, vemos que los valores domésticos están alineados, aunque no perfectamente a los internacionales, como resultado del atraso en el ritmo de comercialización. Para conocer exactamente el comportamiento de precios en el mercado local en comparación a Chicago, hacemos uso de una herramienta estadística que se llama coeficiente de correlación ( $R^2$ ).

Este indicador es igual al porcentaje de variación en una variable, relacionada con el cambio de la otra. Varía entre 0 y 1, indicando este último valor un grado de correlación perfecta (o sea todo el cambio en un variable obedece a la variación que registre otra), en tanto que un valor de cero hace referencia a que no existe asociación entre las variables.

Siguiendo con la posición noviembre en Chicago y Matba desde marzo pasado, este ratio muestra que el 86% ( $R^2=0.86$ , esto queda reflejado en el *gráfico 4*) de las variaciones de precios a nivel local es explicado por cambios en las cotizaciones de Chicago.

**Gráfico 4**



A modo de conclusión, considerando que la plaza local está muy firme contra Chicago, (no tendría margen para seguir subiendo tomando como referencia lo ocurrido en el pasado), y que el mercado está a la espera de una nueva oferta récord en EEUU, se impone la necesidad de tomar coberturas de precio.

Observando el panorama actual lo más propicio sería vender noviembre en U\$S 287 y comprar un call con base U\$S 300 pagando una prima de U\$S 4.1 (esta estrategia se denomina Put Sintético y queda expresada en el *gráfico 5*). Esto nos da un piso de prácticamente U\$S 283, con la posibilidad de beneficiarnos posteriormente si se produce un rally de precios en los próximos dos meses.

La ventaja de esta estrategia es que la volatilidad del call comprada es relativamente baja (18%) y como consecuencia la prima es barata. Si eventualmente la misma fuera del 25% (en el pasado ha tocado valores superiores a éste) entonces el costo del call sería de U\$S 7.6 y el piso sería inferior a U\$S 280.

Debilitamiento en Chicago (estacionalmente julio ha sido el más bajo desde 2008), encarecimiento relativo del mercado doméstico y baja volatilidad son factores de peso que se combinan para que resulte imperioso cubrirse en el mercado de soja vieja.

**Gráfico 5**

Estrategia Put Sintético Comprado					
Cantidad	Contrato	Posición	Vencimiento	Ejercicio	Prima
1	Futuro	Vendido	nov-16	\$ 287,00	
1	Call	Comprado	nov-16	\$ 300,00	\$ 4,10
PRIMA NETA					\$ 4,10

Posición contra el Mercado			Diferencia (\$)	PUT SINTETICO COMPRADO
Precio de Mercado	Posición Resultante			
260	282,90	22,90		
270	282,90	12,90		
280	282,90	2,90		
290	282,90	-7,10		
300	282,90	-17,10		
310	292,90	-17,10		
320	302,90	-17,10		
330	312,90	-17,10		
340	322,90	-17,10		