

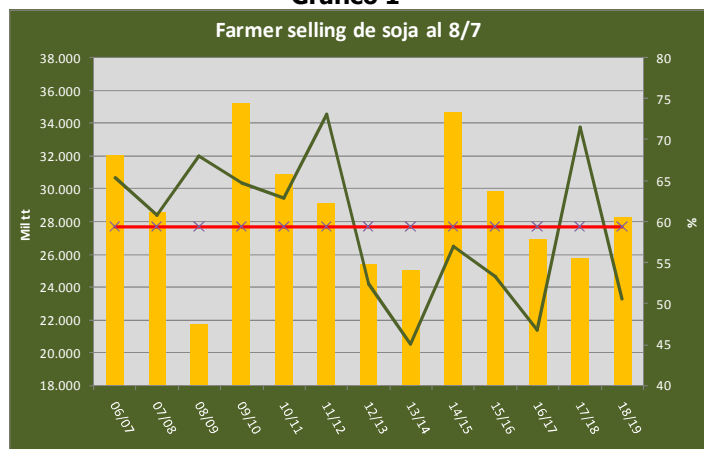
¿Vender o retener la soja?

De acuerdo a datos oficiales en nuestro país se ha comercializado al 8/7 el 50% de las 56 mill tt obtenidas en el ciclo 18/19 (línea roja y eje derecho del *gráfico 1*), lo que resulta 9 puntos por debajo de la media desde 2007. Asimismo, considerando la proporción negociada hasta esa fecha, se advierte que estamos 35 días retrasados en comparación al promedio histórico.

En términos absolutos (barras a través del eje izquierdo), hasta el momento los productores se han desprendido de 28.3 mill tt (la exportación ha comprado 7.1 mill tt en tanto que la industria demandó a esa fecha 21.2 mill tt), de las cuales 18.8 mill tt ya tienen precio asignado tomando en cuenta las ventas disponibles y lo fijado.

Gráfico 1

Farmer selling de soja al 8/7



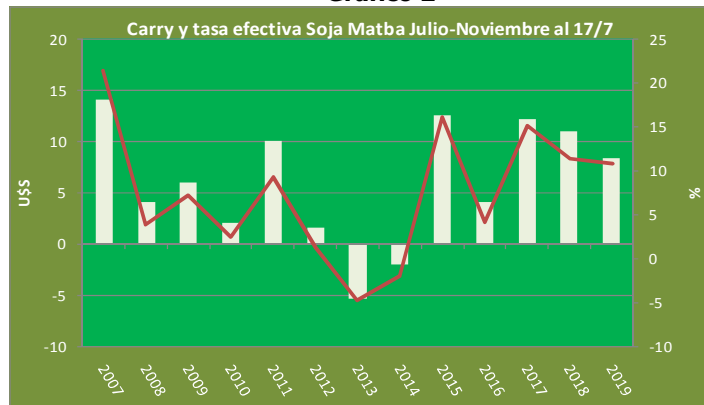
Fuente: Elaboración propia en base a datos de Minagri

La estructura de precios que está exhibiendo el mercado doméstico está generando estímulos para postergar la comercialización, considerando que el carry que existe entre las posiciones julio (disponible) y noviembre en el Matba se encuentra por encima de U\$S 8 (barras y eje izquierdo del *gráfico 2*). Lo más interesante es que esto supone una tasa anualizada en dólares de prácticamente 11% (línea roja a través del eje derecho).

Para tomar dimensión de lo que estamos comentando, el diferencial y la rentabilidad asociada que se registran actualmente están entre los mayores niveles en más de una década en términos estacionales. Más allá de esto, frente al pico observado en 2007, estamos muy lejos tomando en cuenta que el spread alcanzó niveles superiores a U\$S 14 y la tasa excedió el 21%.

Gráfico 2

Carry y tasa efectiva Soja Matba Julio-Noviembre al 17/7



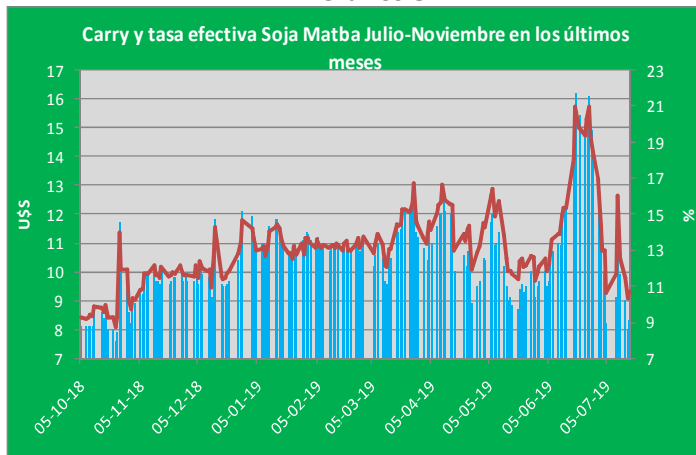
Analizando estrictamente el ciclo en curso, este spread ha evidenciado un ajuste brusco desde mediados de junio (la tasa en ese momento había llegado al 21%), habiendo confluído tantos factores externos como internos para explicar esta reacción.

En lo concerniente al mercado internacional, si bien el escenario continúa mostrándose holgado en EEUU para la campaña 19/20 (existencias en 21 mill tt), USDA ya ha aplicado un recorte en sus previsiones de 7 mill tt en relación a sus primeras estimaciones y de esta manera los números en ese país serán menos cómodos que los del período 18/19 (independientemente de que la tensión comercial entre las dos principales potencias subsista). Por su parte, en lo que se refiere a la plaza local, el hecho de que el ritmo de comercialización se muestre rezagado lleva a que las posiciones más próximas se encarezcan en forma relativa para estimular los negocios de corto plazo.

Como resultado de lo anterior el rendimiento del pase julio-noviembre se ubica en su menor nivel desde comienzos de noviembre del año pasado.

Gráfico 3

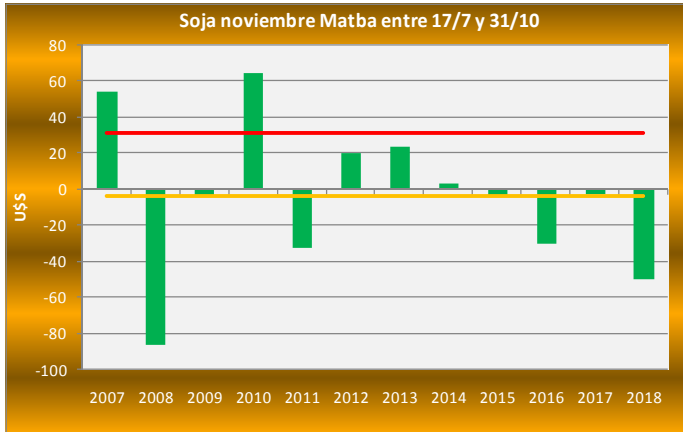
Carry y tasa efectiva Soja Matba Julio-Noviembre en los últimos meses



Considerando que resta negociarse la mitad de la producción de soja, vale la pena analizar lo que ha ocurrido con los valores de soja noviembre en Matba en campañas anteriores entre este momento y finales de octubre (antes de que la posición noviembre se transforme en disponible).

En este sentido, las últimas 12 campañas indican que entre 17/7 y 31/10 se ha registrado una leve estacionalidad negativa (caída de U\$S 4 expresado a través de la línea amarilla del *gráfico 4*), pero lo más significativo es que la variación promedio en las cotizaciones (sin importar la dirección del mercado) de U\$S 31 (línea roja) refleja la fuerte volatilidad que afecta a la plaza local durante este lapso. Esto implica que el armado de coberturas resulta crucial para despejar la incertidumbre que se genera en los próximos tres meses.

Gráfico 4

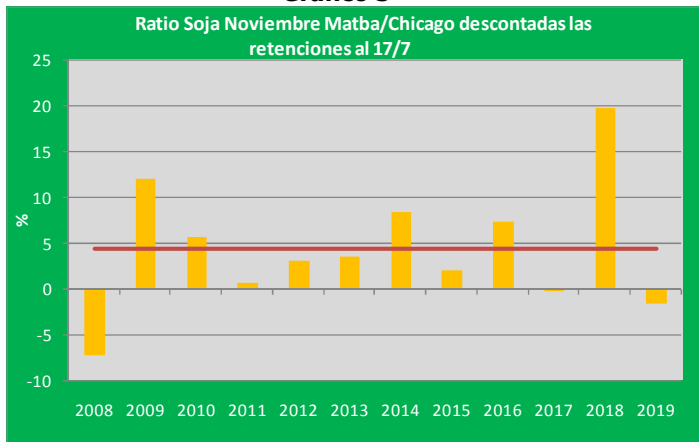


En otro orden, incorporando la relación de precios para soja noviembre entre Argentina y Chicago, ajustado por retenciones en cada año según la alícuota que ha tenido este impuesto, se advierte que el mercado doméstico al 17/7 se encuentra en promedio 4.4% por encima de paridad (línea roja). Esta situación resulta coherente con la presión estacional que genera la cosecha norteamericana en ese momento.

De los últimos 12 períodos, descontados los derechos de exportación, solamente en dos oportunidades los valores de la oferta argentina han exhibido un nivel inferior al de la plaza de referencia. Se destaca lo observado en 2008 con una diferencia negativa que ha sido de 7 puntos, aunque en aquella temporada la plaza doméstica sufría el efecto perjudicial de las retenciones móviles; el otro caso es el ciclo en curso con una brecha negativa cercana a dos puntos.

Esta situación, partiendo del supuesto de un escenario estable en el mercado de mayor liquidez mundial, podría brindar algo de impulso a las cotizaciones en nuestro país. Puesto esto en números, si se respetara el promedio desde 2008 la soja noviembre en nuestro país valdría U\$S 20 por encima del precio vigente.

Gráfico 5



Los principales dilemas que hoy enfrenta la comercialización de soja local son: incentivo moderado para negociar a fin de año, expectativas de aceleración de la volatilidad en los próximos tres meses y abaratamiento respecto a Chicago mirando posición noviembre.

Frente a este panorama lo más aconsejable es armar una estrategia flexible que me permita asegurar rentabilidad en el mediano plazo a través de un precio mínimo, pero que al mismo tiempo que me posibilite recoger las ganancias de un eventual rally de precios.

Para ello lo más simple es comprar un PUT o un PUT SINTÉTICO (venta futuro o forward+compra call); en el primer caso construyo un piso bajo pero si se genera un escenario alcista recojo íntegramente las ganancias (descontando la prima pagada), mientras que en el segundo el mínimo que se forma es más elevado aunque los beneficios de una escalada de precios son más limitados.