

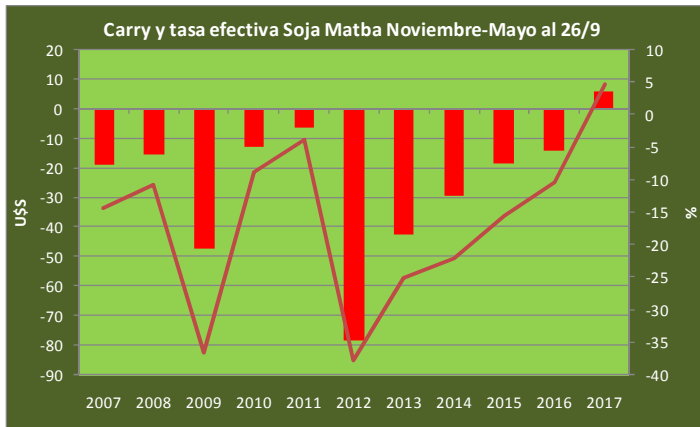
## Panorama auspicioso para la soja nueva

A nivel local el mercado de soja está exhibiendo un escenario inédito, considerando que hasta el momento siempre para finales de septiembre se generaban incentivos para que los productores se desprendan de sus existencias antes de ingresar al nuevo año comercial.

Esto queda expresado en el *gráfico 2*, donde vemos en Matba que para esta época la posición noviembre ha estado sin excepción más cara que mayo (mercado invertido) hasta 2016 (el caso más notable ha sido 2012 con una brecha que se ha acercado a U\$S 80); ahora esta tendencia se ha revertido y estamos asistiendo a un carry de prácticamente U\$S 6 (barras y eje izquierdo) con una tasa anualizada implícita de 4.6% (línea y eje derecho).

Si bien el panorama actual difiere del percibido en el pasado, un factor que no puede soslayarse es que este pase está distorsionado por el efecto retenciones. Esto tiene que ver con que la alícuota vigente es del 30%, pero el año que viene se pone en marcha una secuencia de reducciones progresivas mensuales de 0.5% (de acuerdo a lo anunciado por el gobierno a comienzos de este año), de modo que a mayo de 2018 si este cronograma se cumple llegaríamos con derechos de exportación a la soja en el 27.5%. Dicho de otro modo, este diferencial está sesgado por la asimetría que existe entre las retenciones del año en curso y el próximo.

**Gráfico 1**

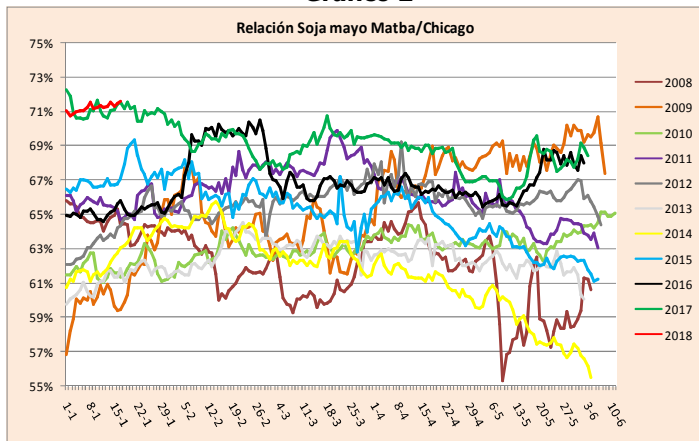


Lo anterior inexorablemente repercute en la relación de precios para soja mayo entre Matba y Chicago, tomando en consideración que a menores retenciones más asemejan los valores en la plaza doméstica a los del mercado de referencia.

El *gráfico 2* muestra la evolución de este ratio desde 2008, y en este contexto no resulta casual que 2018 (línea roja) este evidenciando un techo cercano al 72% que por el momento coincide con lo vislumbrado para 2017.

En el mediano plazo, una cuestión que debemos contemplar es que esta relación se ha visto afectada por la presión estacional de cosecha hacia finales de abril. En efecto, con la única excepción de 2009 (en ese momento la brecha ha sido de dos puntos a favor de la plaza local como consecuencia de la seca), Matba se ha ubicado por debajo de Chicago en una magnitud mayor a la que viene dada por la alícuota de las retenciones a la exportación que regían en cada momento (35% entre 2008 y 2015, mientras que desde 2016 este impuesto se ha recortado al 30%).

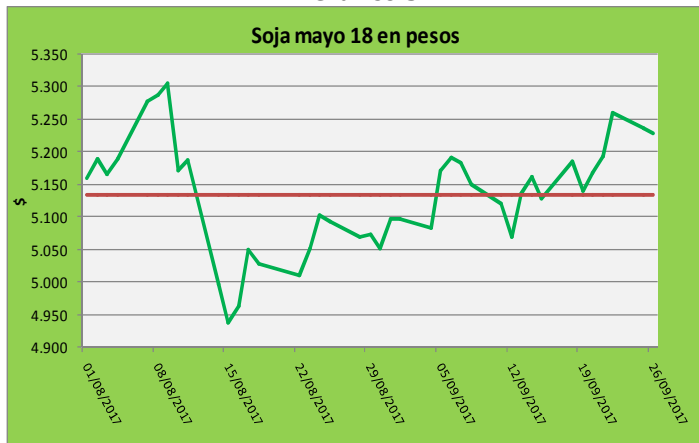
**Gráfico 2**



En lo concerniente a los precios de la próxima temporada, la venta en forma simultánea de soja mayo y dólar mayo permite formar un valor para ese mes en \$5.228 (ver *gráfico 3*). En comparación a la cotización actual en el mercado disponible (\$ 4.400) esto supone una tasa en pesos anualizada del 32%, lo que implica aproximadamente 15 puntos por arriba de la inflación proyectada para 2018. Esto deja en evidencia que resulta conveniente trasladar los negocios a la próxima campaña, toda vez que se incrementa el poder adquisitivo de la soja.

Si bien el valor actual se encuentra casi \$100 por encima de la media desde comienzos de agosto (línea roja), debemos tener en cuenta que en comparación al pico del 9/8 (\$5.305) estamos casi \$80 por debajo. Lo más destacado del gráfico de abajo es el ajuste de \$350 en la segunda semana de agosto (en sintonía con la difusión del reporte de USDA de ese mes) hasta un piso menor a \$4.950.

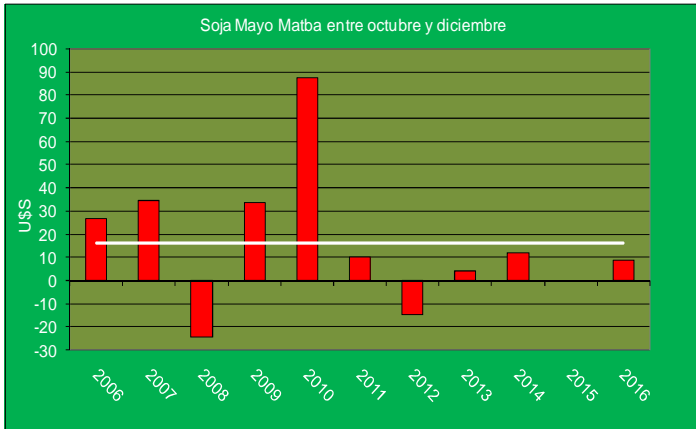
**Gráfico 3**



Continuando con el análisis de precios correspondientes al ciclo 17/18, se advierte una marcada estacionalidad favorable de la posición mayo en Matba en el cuarto trimestre del año.

De hecho, desde 2006 se observa que en promedio (línea blanca del *gráfico 4*) entre finales de septiembre y los últimos días del año este vencimiento ha subido más de U\$S 16. Lo más interesante es que solamente se han verificado dos mermas en el período bajo análisis, destacándose la de 2008 con más de U\$S 20 (esta contracción ha sido ajena a los Fundamentales y se ha vinculado con la peor crisis financiera internacional en 80 años).

**Gráfico 4**



Considerando el escenario alcista que podría enfrentar la soja nueva en el mediano plazo, para aquellos productores que estén proyectando tomar coberturas recomendaríamos formar un piso de precios pero sin dejar de lado la posibilidad de aprovechar un eventual mejora en las cotizaciones.

En este sentido, con un valor de soja mayo por encima de U\$S 260 la volatilidad del Put mayo U\$S 250 es de solamente 14% (bajísima en términos históricos, lo que abarata las opciones) y vale U\$S 5.5. Eventualmente si la volatilidad fuera del 20% entonces el costo de la opción de venta se ubicaría en U\$S 10.

En esta coyuntura nos aseguraríamos un piso cercano a U\$S 245 (tal como queda expresado en el gráfico 5, este valor equivale al 94% de la cotización actual de la soja mayo), al tiempo que si el mercado cumple con la estacionalidad positiva señalada y emprende un rally en los próximos tres meses recogemos íntegramente las ganancias (deduciendo la prima pagada).

Lo que se paga por el Put puede interpretarse como bajo en términos relativos, tomando en consideración que representa el 2.2% del piso que se está formando.

**Gráfico 5**

Estrategia Put Comprado					
Cantidad	Contrato	Posición	Vencimiento	Ejercicio	Prima
1	Put	Comprado	may-18	\$ 250,00	\$ 5,50
PRIMA NETA					\$ 5,50

Posición contra el Mercado			Diferencia (\$)	PUT COMPRADO
Precio de Mercado	Posición Resultante			
200	244,5	44,50		
210	244,5	34,50		
220	244,5	24,50		
230	244,5	14,50		
240	244,5	4,50		
250	244,5	-5,50		
260	254,5	-5,50		
270	264,5	-5,50		
280	274,5	-5,50		

A modo de conclusión se percibe un panorama auspicioso para el próximo período, en donde confluyen una estacionalidad positiva en la última del año, un fortalecimiento relativo contra Chicago producto de la baja de retenciones que se aplicará a partir de enero, y además un nivel de volatilidad extremadamente bajo que posibilita armar coberturas a 7 meses pagando una prima muy exigua.