Commodities

Comercialización de soja 2019/20

Patricia Bergero - Javier Treboux

Los bajos precios de la soja en las últimas semanas hacen peligrar los márgenes de los productores. En este trabajo se analizan posibilidades de comercialización para la soja 2019/20

El contexto global ha afectado negativamente a los precios de la soja desde comienzo de año, cayendo en el mercado local de forma casi ininterrumpida, exceptuando un período de leve recuperación hacia la segunda mitad de marzo, hasta tocar niveles cercanos a los US$ 200/t en las últimas jornadas. Además de los efectos sobre las economías del mundo de la pandemia de COVID-19, las modificaciones en el esquema de tributos al comercio exterior también han golpeado las cotizaciones internas de la oleaginosa, y cerrar ventas en estos valores pone un serio interrogante sobre la rentabilidad de la explotación agrícola, sobre todo si la zona del productor ha sido perjudicada por la seca acaecida en este verano y este ha visto sus rindes afectados.

En este trabajo intentaremos dar cuenta de algunas posibilidades de comercialización que nos ofrecen los mercados a término en nuestro país, y brindar datos útiles para tomar decisiones con respecto a cómo encarar la misma, sin que esto revista de ningún modo consejos o sugerencias para el productor. Las estrategias propuestas y los resultados que se desprenden de las mismas intentan ser representativas de las condiciones reales de mercado, considerando los costos de operatoria de los mercados a término y las comisiones de mercado de agentes ALyC; aun así, los resultados pueden diferir de los reales por distintas circunstancias que se explicarán en el contenido del presente.

Presión estacional y ventas en el disponible

Es harto conocido cómo la presión estacional de la cosecha afecta negativamente a los precios de los productos agrícolas. El período abril-mayo suele, de no ocurrir situaciones particulares sobre la oferta o la demanda, y de no mediar cambios en políticas impositivas, marcar los mínimos de la campaña para la soja.



Vemos cómo en tres de las últimas cuatro campañas, los mínimos anuales se encuentran en este período, exceptuando el año 2018 en el que se introdujeron cambios en las retenciones sobre el final del año. Con la cosecha ya en marcha, y habiendo alcanzado cerca del 25% del total del área sembrada en la campaña, la presión ya se siente en los precios, tocando mínimos en lo que va del año.

Al día miércoles 15, el precio abierto de compra de soja por parte de las fábricas se ubicaba en los US$ 205/t; al final del presente presentaremos un análisis de márgenes para un productor tipo de la zona núcleo con estos valores de venta.

La campaña comercial avanzó con premura en la segunda mitad del 2019 y llegamos a mediados de abril con aproximadamente el 37,5% de lo que se espera producir ya comprometido, con el sector exportador habiendo comprado 5,7 Mt, y con la industria habiéndose asegurado ya unas 18,8 Mt de soja. Todo esto nos deja todavía 31,6 millones de toneladas pendientes de comercialización. No es tarde, sin embargo, para beneficiarnos de una potencial suba en el precio de la soja, en caso de ya haber fijado precio de venta de nuestra mercadería.

Venta de futuros

El futuro de Soja Rosario Mayo que cotiza en el mercado MATBA-ROFEX, ajustó el día miércoles en 215/t. Este valor está cerca del mínimo en la vida del contrato, pero aún está por encima de la cotización en el mercado de disponibles. Claro que, en caso de querer realizar la entrega de mercadería en este mercado, a través de la caratulación del contrato, debemos esperar al mes de mayo. Las ofertas de entrega presentadas durante los dos primeros días hábiles del mes del contrato recibirán cupos por al menos el 50% de su tonelaje hasta el día 15 del mes del contrato, pudiendo por el tonelaje restante darse cupo hasta el último día del mes del contrato.

Descontando una comisión de mercado del 0,50% del valor del contrato por comisión del ALyC (entre las comisiones para la apertura de la posición y la presentación de la oferta de entrega) y de 0,25% del derecho de registro por la apertura más 0,08% + US$ 0,5/t por la caratulación, nos da un valor de venta de nuestra mercadería de US$ 213,1/t, más de US$ 8/t superior al precio del mercado disponible.



Es necesario considerar el costo de no decidir el lugar de entrega de nuestra mercadería, dado que el mercado define una zona de entrega en un radio de 40 km a la redonda de la ciudad de Rosario. Aun así, la operatoria en el Mercado a Término no implica necesariamente la entrega de mercadería; lo habitual en este tipo de operatorias es el cierre anticipado de las posiciones a través de la ejecución de la operación contraria. Es decir, si vendemos un contrato de Soja Mayo, basta con recomprar este contrato al momento que queramos cerrar nuestra posición, y realizar la venta y entrega de la mercadería hacia el destino preferido a través del mercado de disponibles. El resultado de la venta y posterior compra del futuro será = Precio de Venta – Precio de Compra – Comisiones ALyC – Tasa de Registro MAT

Diferir ventas a través del Mercado a Término

Una alternativa, de querer escapar a la caída de los precios al momento de la cosecha, es diferir la entrega y cobro de la mercadería a un momento posterior. Los futuros más alejados ofrecen una tasa de rendimiento implícita, que pueden resultar en una buena alternativa, de no necesitarse el dinero de la venta en el corto plazo. Esto resulta aún más tentador en un contexto en el que no abundan instrumentos en el mercado financiero local para hacer trabajar el dinero.



Vemos que, por diferir la venta hasta el mes de julio, el mercado nos ofrece US$ 6/t de bonificación (por sobre el futuro a mayo), lo que nos da una tasa anualizada del 17%; el futuro a mayo tiene implícita una tasa de 11,9%, al ubicarse US$ 12,5/t por encima del valor a mayo. Es necesario, a la hora de analizar esta posibilidad, cotejar los costos de almacenamiento y de traslado temporal de la mercadería.



En este momento, la tasa implícita para el mes de noviembre se ubica algo por encima del promedio desde que cotizan ambos contratos, con el mercado ofreciendo un mayor premio a la dilación en la entrega, aunque se encuentra lejana a los máximos de más del 20% que llegó a tocar esta tasa en la primera semana de marzo.

Diferir venta sin fijar techo

Una estrategia alternativa a la fijación del precio, puede ser adoptar una estrategia de piso, dejándonos la posibilidad de beneficiarnos con una potencial suba en el precio de la soja. Esto puede realizarse a través de la venta del futuro a noviembre y la compra posterior de un CALL o a través de la compra de un PUT. En caso de haber ya realizado la venta, la entrega y el cobro de la mercadería, con la compra de un CALL de Soja Noviembre volvemos a "ponernos en soja", permitiendo beneficiarnos de la posterior revalorización de la misma.



En el gráfico vemos dos coberturas similares, con distinta agresividad. Vendiendo un futuro de Soja Noviembre con la compra de un CALL con precio de ejercicio en US$ 240/t, pagando una prima de US$ 6,5/t, nos aseguramos a noviembre un precio de venta mínimo de US$ 220,5/t ya descontadas las comisiones, aún más de US$ 15/t por encima del precio de la mercadería disponible, y permitiendo beneficiarnos de una potencial suba en el precio de la soja en el período. Comprar un CALL con PE en US$ 252/t, pagando una prima de US$ 3,4/t me permitiría hacerme un piso, ya descontadas comisiones, de US$ 223,6/t, aunque me permitirá beneficiarme más lentamente de la revalorización de la soja en relación al CALL con PE menor.

Como generar estrategias combinadas

Ahora, puede uno preguntarse, ¿es conveniente dejar abiertas las ganancias potenciales hasta el infinito? Si la respuesta es no, podemos complementar esta estrategia con el lanzamiento de un CALL con un precio de ejercicio mayor al comprado; así, abaratamos el costo de nuestra cobertura, resignando ponerle un límite a los potenciales beneficios que obtendremos de la revalorización de la soja. Así, nace una estrategia llamada FENCE.



El gráfico de arriba se obtiene con la venta del futuro en US$ 228,5/t + Compra CALL PE US$ 240/t P US$ 6,5/t + Venta de CALL PE US$ 252/t P US$ 3,4/t. Vemos que, en comparación con la estrategia anterior, esto eleva nuestro piso (ahora en US$ 223,8/t) pagando una prima neta ostensiblemente menor (US$ 3,1/t) , y nos pone un techo, aunque recién a partir de que la soja noviembre supera los US$ 255/t.

Por último, podemos ahora preguntarnos si es necesario cubrir con piso toda la potencial trayectoria descendente del precio de la soja hasta el cero. Es altamente improbable que la soja caiga a niveles demasiado bajos, por lo que es posible mejorar nuestro resultado si resignamos el piso para valores bajos de la soja. Esto lo logramos mediante el lanzamiento de un PUT con un precio de ejercicio más bajo, permitiendo hacernos de la prima de su venta.

Sumamos a este armado el lanzamiento de un PUT con PE de US$ 200/t, cobrando una prima de US$ 2,3/t, deshaciéndonos de la cola trasera de nuestra estrategia de cobertura, permitiéndonos mejorar los resultados de venta para valores de soja superiores a los US$ 200/t (escenario probable de precios). El precio de venta, que obtengo en valores del futuro a noviembre entre US$ 200/t y US$ 240/t es de US$ 226/t (ya descontadas las comisiones), acompañando la suba del precio en valores entre US$ 240/t y US$ 255/t, con un precio de venta máximo para valores superiores de US$ 238/t; es de destacar que para armar esta estrategia el costo de las primas resulta en un neto de apenas US$ 0,8/t.

De esta manera se construye una estrategia estructurada; se sugiere al lector probar con distintas opciones con diferentes precios de ejercicio para generar una estrategia que se adecue con sus precios objetivos y su grado de aversión al riesgo. Esta estructuración nos brinda la flexibilidad de poder modificándose a medida que corre el tiempo y según los posicionamientos del mercado, pudiendo a través de la venta/recompra de las opciones quitar nuestro techo y/o subir nuestro piso de venta en mercados alcistas, y lo contrario si los precios comienzan a tender a la baja.

Análisis de márgenes

Ahora estamos en condiciones de analizar los márgenes del productor promedio de zona núcleo con tecnología de punta, tanto para campo propio como alquilado, tanto para soja de primera como de segunda, para distintos rendimientos y para distintas alternativas de venta, a saber: (1) Venta disponible (2) Venta mayo (3) Venta Julio (4) Venta Noviembre (5) Estrategia combinada a noviembre (en su piso)

Al analizar los márgenes del cultivo de soja de primera ocupación vemos que, para campo alquilado, con la venta a los precios de mercado actuales, los resultados son negativos para rendimientos de 40 qq/ha o menores. Si la venta se difiere hasta mayo, y se vende un futuro a precio de US$ 215,5/t, los resultados son positivos para el rendimiento medio de 40 qq/ha, y los rendimientos mejoran a medida que diferimos la venta a mayores plazos. Para rendimientos menores a los 35 qq/ha los rendimientos son negativos para todas las alternativas planteadas en campo rentado.

En campo propio, los resultados son positivos para prácticamente todas las alternativas para rendimientos dentro del margen planteado, exceptuando la venta en el mercado disponible a precio de US$ 205/t para rendimientos iguales o menores a los 30 qq/ha, donde el resultado es cercano a cero.

El balance mejora en la soja de segunda ocupación para el campo rentado, dado que se diluye el costo del alquiler al asignarle solo una parte del mismo al cultivo de soja. En este caso podemos ver rendimientos positivos en todas las alternativas para rendimientos de 30 qq/ha o superiores, pudiendo obtener márgenes positivos para las alternativas de venta a noviembre para rendimientos de 25 qq/ha, incluso en la estrategia compuesta en su “piso” (no es un piso propiamente dicho porque, como vimos, para precios de soja por debajo de los US$ 200/t quedamos sin cobertura).

En el caso de trabajar con campo propio, los resultados son positivos todas las alternativas de comercialización planteadas con rendimientos a partir de los 25 qq/ha. Si la venta se difiere a noviembre, ambas estrategias planteadas brindan rendimientos positivos para todo el rango de rendimientos analizados.