

# INFORME SOBRE MARGENES - parte I: SOJA

Diego Fernández  
Contador Público  
Subgerente Mercado a Término Rosario  
[df@rofex.com.ar](mailto:df@rofex.com.ar)

Año 1998

"Los conceptos, datos y opiniones vertidas en los artículos, son de exclusiva responsabilidad de sus autores y no reflejan necesariamente la opinión de la Bolsa de Comercio de Rosario, deslindando la institución toda responsabilidad derivada de la exactitud de la información allí contenida. Queda prohibida la reproducción total o parcial de los artículos sin autorización de sus autores".

## Abstract

Evaluación de las variaciones históricas de los futuros de granos, con el objetivo de determinar la efectividad de los Márgenes actuales y su eventual modificación. Comparación con el CBOT y el sistema de márgenes utilizado en ese mercado.

Se tomaron cotizaciones de futuros de Soja en Chicago y en Rosario de diferentes posiciones comprendidas entre los años 1991 y 1997. También se utilizaron cotizaciones de Soja disponible CAC para obtener una muestra mayor de datos ya que el ISR es de reciente aparición.

Posteriormente se calcularon las variaciones diarias y se realizó un análisis estadístico sobre las mismas determinando, entre otros datos, la media y el desvío estándar para cada posición y período.

Luego, se calculó el margen que brindaría una seguridad del 99,7 %. El mismo estaría dado por la media de las variaciones del período más tres desvíos estándar. (todo esto asumiendo el supuesto de una distribución normal)

## RESULTADOS OBTENIDOS

Se adjuntan al presente los resultados de distintas posiciones.

Para los datos de Chicago se obtuvo un nivel de márgenes de 9,03 dólares por tonelada para todo el período considerado. El análisis de períodos más cortos, generó resultados que se apartaron del mencionado valor promedio. No obstante, se debe tener en cuenta que para la obtención de estos datos se fue utilizando siempre el futuro más cercano, reemplazando un contrato por otro cuando el primero expira para obtener una sucesión continua de datos. Por ello, cada vez que se realiza el salto de una posición a la siguiente se produce una diferencia de precio que no es producto de una variación en la cotización del grano. Consecuentemente el valor de 9,03 está calculado en exceso.

También se tomaron al azar posiciones individuales y se sometió las mismas a idéntico tratamiento estadístico. Los resultados se ubicaron entre \$ 7,70 y \$9,50, tal como se puede observar en la planilla adjunta.

Para las cotizaciones del ISR y Disponible CAC se obtuvieron valores de 9,07 dólares por tonelada, es decir similares a los del CBOT.

No obstante, debemos hacer notar que la última modificación en los márgenes en el CBOT, que data del 16 de enero de 1998, ha establecido 27 ctvos. por bushel el margen inicial y en 20 ctvos. por bushel el margen de mantenimiento<sup>1</sup>. Esto da un equivalente en dólares por tonelada de U\$S 9,92 y U\$S 7,35 respectivamente.

¿ Cómo funciona esta dualidad de márgenes? Se podría interpretar que en el CBOT se solicita un margen inicial de U\$S 7,35 y diferencias adelantadas por U\$S 2,57. De esta manera las ganancias obtenidas por encima de los U\$S 9,92 se pueden ir retirando en cualquier momento, pero las variaciones de precio desfavorables se cubren sólo cuando el saldo sea menor a U\$S 7,35 y hasta llegar a los U\$S 9,92.

De esta manera la cobertura real está situada en un valor cercano al promedio entre ambos márgenes. Cabe destacar que el límite diario de variación de precios en el CBOT es de 30 ctvos. por bushel. Este límite se puede expandir hasta 45 ctvos., aumentando los márgenes un 50 %.

---

<sup>1</sup> Estos márgenes corresponden a operatoria de especulación. Para hedgers no existe diferencia entre el margen inicial y el de mantenimiento, estando ambos actualmente en un valor de 20 ctvos. por bushel o U\$S 7,35 por tonelada.

De todo lo expuesto, observamos que los márgenes están ubicados exactamente en el entorno de los resultados arrojados por el análisis de las variaciones diarias.

En Rosario, se observa una volatilidad un poco mayor que la de Chicago. Sin embargo, el margen de U\$S 8 debería considerarse adecuado para el nivel actual de precios de los contratos ISR. Es importante tener en cuenta que la gran mayoría de los participantes de nuestro mercado son hedgers, y que para estos en Chicago existe un único margen de U\$S 7,35.

También debemos hacer notar que en Chicago se van modificando los márgenes en función del nivel de precios de los contratos y la volatilidad de los mismos.

Esta medida es saludable ya que los márgenes se establecen en valores absolutos por cuestiones de comodidad administrativa. Es obvio que no da lo mismo una variación del 3 % con la soja cotizando a U\$S 300 que cuando su precio es \$ 200. Esto obliga al replanteo permanente de los márgenes para mantener niveles de seguridad adecuados.

Finalmente, debería estudiarse el efecto que produciría incorporar a los requerimientos de márgenes una exigencia puntual en los casos en que el mercado no opera y sí lo hace Chicago. En la medida que nuestro mercado sea tomador de precios - habría que establecer la correlación con otras plazas - está sujeto a mayores oscilaciones si Chicago cotiza y aquí hay, por ejemplo, un feriado.