

Newsletter Gratuito para más de 80.000 suscriptores del Sector Agropecuario



## Coberturas de precio a cosecha

Por Gabriela Facciano – Derivatics | Especial para Agroeducación

*Cómo lograr un plus cuando el mercado no llega al precio objetivo.*

Los precios de las principales commodities a cosecha están en niveles muy cercanos o por debajo del objetivo para muchas empresas agrícolas. Tenemos la soja mayo alrededor de 230 dólares la tonelada, el maíz abril y el maíz julio (maíz de primera y segunda) a 147 y 138 dólares por tonelada respectivamente y el trigo enero 21 rondando los 170 dólares la tonelada. Consideremos la soja, vender a 230 para mayo, no parecería ser muy atractivo. ¿Cómo podríamos hacer para lograr un mejor precio? Una alternativa sería recurrir a productos estructurados, como por ejemplo acumuladores de venta en todas sus variantes. Otra, que puede implementarse tanto mediante contrato OTC como directamente operando en el mercado de futuros, es la venta o lanzamiento de opciones cubiertas. Esta segunda alternativa es la que describiremos a continuación.

Comencemos por analizar las volatilidades implícitas de las opciones en el mercado local, Matba-Rofex. En el caso de la soja, las volatilidades implícitas se ubican en valores cercanos al 16% anual, las de maíz 20% anual y el trigo 25% anual. En el CME Group las volatilidades de las opciones ATM para soja mayo y maíz mayo son inferiores, rondando el 13% y 16% anual respectivamente. La volatilidad implícita de las opciones ATM de trigo Kansas, sin embargo, están más alineadas a los valores locales.

Consideremos mejorar el precio de la soja mayo mediante el lanzamiento de opciones cubiertas. Podríamos pensar en soja por soja o soja por maíz. Quizás lo más interesante sería soja por trigo por lo atractivo de las volatilidades y por los niveles de precios del trigo, pero la dificultad radica en el bajo volumen de opciones de trigo en la actualidad. ¿A qué nos referimos? La estrategia consiste en mejorar el precio de la soja mayo adicionando al precio de los futuros o forwards, el valor de una prima obtenida mediante la venta de una opción call OTM de soja noviembre o maíz abril (o julio). En principio, considerando que las volatilidades implícitas del maíz son superiores a las de la soja, sería más conveniente vender opciones de maíz. Sin embargo, considerando el menor tiempo al vencimiento y lo deprimido del precio del maíz, es probable que el deje un

probable precio de venta del maíz que no sea atractivo. Todo dependerá de la visión de mercado y la estructura de costos de cada empresa. Veamos un ejemplo así estos conceptos quedan más claros.

Supongamos que la mejora del precio de la soja mayo proviene de la venta de un call cubierto de maíz julio con precio de ejercicio 144 a una prima de 5 dólares por tonelada. Entonces, el precio de la soja mayo sería 235 (230 que valen los futuros + 5 de la prima del call vendido). ¿Cuál sería el resultado al vencimiento (23.06.20) de dicho call? Si el maíz julio supera los 144 dólares, queda vendido en futuros a 144. En otro caso, la opción call muere sin valor y el lanzador no tiene obligaciones. El problema es que quizás vender maíz julio a 144 no sea atractivo. Otra posibilidad es pensar en lanzar un call de soja noviembre, por ejemplo, el de 256 a 7 dólares. Entonces llevamos el precio de la soja mayo a 237 y en el peor de los casos (suba de la soja noviembre) quedamos vendidos en soja noviembre a 256.

Hay variantes más arriesgadas de esta estrategia que implica jugar con el volumen, por ejemplo, hacer un 2x1. ¿Cómo sería? Por cada tonelada de soja mayo que vendo, lanzo 2 toneladas de call. Con lo cual logro una muy buena mejora en el precio de la soja mayo a costo de comprometer doble volumen de maíz (o soja noviembre). Serían 14 dólares si consideramos el lanzamiento del doble de toneladas en calls noviembre y 10 dólares por tonelada si optamos por lanzar el doble volumen en calls de maíz julio.

Cuestiones a considerar, de mucha importancia, es que el lanzamiento de opciones implica el depósito de márgenes y diferencias. Cuando se vende un call, los pedidos de márgenes llegarán a medida que comience a subir el precio del futuro subyacente.

Este tipo de contratos suele ser ofrecido en su versión OTC por estructuradores. Las mismas ventajas y desventajas que tiene un forward con respecto a un futuro, se trasladan a la comparación entre las estrategias descritas en su versión institucionalizada y OTC. Es decir que si en lugar de vender el call en el mercado de futuros, vamos por la versión OTC no tendremos que depositar márgenes ni diferencias (si el subyacente aumenta de precio) pero vamos a comprometer mercadería física (si el call resulta ejercible al vencimiento) y no vamos a poder desarmar la estrategia antes del vencimiento. Los aspectos favorables y desfavorables enumerados se resquemem en la Figura 1.

Figura 1: comparación de las principales características del lanzamiento de opciones cubiertas mediante un contrato estructurado OTC y mercados institucionalizados.

Principales características	Estructurado OTC	Mercado institucionalizado
Riesgo de contraparte	Existe, es fundamental tener en cuenta la calidad crediticia del estructurador	No existe, la cámara compensadora garantiza los contratos de futuros y opciones
Depósito de márgenes y diferencias	No	Sí
Flexibilidad en el diseño del negocio	Muy flexible	No flexible
Posibilidad de desarmar el contrato	No	Sí
Compromete mercadería	Sí, generalmente Sin embargo, algunos estructuradores realizan contratos por diferencia o cash settled)	No

[1] OTC sigla en inglés correspondiente a “over de counter” o mercado no institucionalizado.

[1] ATM, at the money o a la par, cuando el precio de ejercicio es muy cercano al valor del futuro subyacente.