



ALGUNOS CONCEPTOS SOBRE LA VOLATILIDAD (SEGUNDA PARTE)

Lic. Mario Wolberg
Marketing del MATBA

Al evaluar el precio de las opciones, surgen diversas cuestiones; una de ellas es que sucede si al aplicar la volatilidad histórica en la fórmula de obtención de primas, se obtiene como resultado un precio lejano al precio actual que se está negociando la opción. Otra podría ser a que se debe que utilizando diferentes modelos de análisis se obtiene un precio que no está cerca del precio actual negociado de la opción. O bien, por qué se obtienen primas que no pueden tenerse en consideración. Todos los operadores en opciones utilizan las mismas variables; todos utilizan el mismo precio del subyacente, el tiempo restante hasta su expiración, el precio de ejercicio, la tasa de interés y la volatilidad. Todas estas variables son conocidas, o realmente no es tan así?

La única variable que no se conoce y que debe ser determinada es la volatilidad implícita. El tema es que el mercado está adoptando una volatilidad diferente a la volatilidad histórica. Para obtener dicha volatilidad implícita habrá que utilizar un determinado modelo (como por ejemplo Black and Scholes) pero ahora tomando como un dato el valor de la prima de la opción. El valor de la opción es conocido, como así también el resto de las variables (cantidad de días hasta la expiración, tasa de interés, cotización del subyacente), con excepción de la volatilidad implícita que el mercado está utilizando.

En este caso, la operación es inversa, en vez de usar el modelo elegido para encontrar el valor del precio de la opción, se utiliza el modelo para encontrar la volatilidad de la opción. Insertando el precio de la opción en el modelo, se deja a un lado la volatilidad (que es la incógnita), manteniendo el resto de las variables constantes. Es de esta manera como se calcula la volatilidad implícita que arrojan los precios actuales del mercado de opciones.

Es muy común que aquellas personas que se dedican a la compra y venta de opciones consideran a la volatilidad implícita como prima. En definitiva, la palabra prima se refiere al precio de la opción en relación con el mercado subyacente. No obstante, los inversores en opciones estimarán que "los niveles de las primas están altos" o "los niveles de las primas están bajos", pero en realidad los inversores en opciones se están refiriendo a la volatilidad implícita. Indirectamente están expresando que la volatilidad implícita es alta o la volatilidad implícita es baja.

La volatilidad de un activo, es la capacidad de éste de variar su rentabilidad en sentido positivo o negativo. Se dice que un activo es más volátil que otro cuando el primero presenta cambios de valor relativo más acentuados que el segundo. El valor relativo se refiere a la relación entre las cotizaciones en un determinado momento y un momento anterior. Su equivalencia estadística, considerando que la rentabilidad del activo es aproximadamente igual a una distribución normal, sería la desviación típica.

NOTICIAS DEL MERCADO

TRIGO

Mercado Internacional

Luego de operar los mercados de Chicago y Kansas con fuertes bajas los primeros días de la semana, sobre el final de la misma se observó una recuperación que recortó las pérdidas. Los mayores descensos en los precios del trigo de Kansas, trigo duro, se deben a las precipitaciones que se dieron en las planicies trigueras donde actualmente avanza la siembra de trigo de invierno, que le dio tranquilidad a los operadores.

El clima en Australia fue también factor de presión para el mercado, ya que la buena evolución climática en las últimas semanas hizo cambiar la proyección de producción de Australia de un rango de 22 a 24 millones de toneladas a uno más chico de 23 a 24 millones de toneladas.

Estas nuevas proyecciones muestran que nuevamente estará este país cercano a su récord de producción de dos campañas atrás, y esto generará un volumen de oferta en el mercado internacional por demás importante en el mes de diciembre.

Actualmente el mercado internacional no tiene en cuenta la falta de lluvias que se da en la Argentina, hecho que de continuar podría incidir en la oferta que nuestro país pueda volcar al mercado en esa misma época.

El factor de sostén del mercado estuvo dado por el reingreso de Egipto comprando trigo, una parte de Australia y otra de origen opcional. Esto tuvo un efecto favorable en el mercado ya que en las primeras ruedas de la semana se consideraba que este país se mantendría sin concretar nuevas operaciones por unos días, al tener cubiertas sus necesidades del mes de Octubre.

Teniendo en cuenta las caídas en producción ya conocidas y las ajustadas cifras del balance de oferta y demanda mundial, creemos que no debería haber mucho más por perder en el mediano plazo.

Mercado Local

Molinería

Los valores pagados por la molinería mostraron una leve mejora respecto al cierre de la semana anterior, aunque en el cierre de la jornada del viernes se pudo ver a varios compradores retirándose del mercado. El buen volumen comercializado en las dos últimas ruedas de la semana nos da la pauta de un mercado tranquilo en cuanto a precios en los próximos días.

Exportación

En nuestro mercado tuvimos esta semana una suba importante en el valor disponible pagado por la exportación en los puertos del sur.

Si bien es cierto que existe necesidad por parte de la demanda, creemos que los 127,5 dólares pagados no se pueden sostener en el tiempo, como también se debe tener en cuenta que este precio significa una suba de 7 dólares respecto a la semana anterior, cuando el mercado internacional y FOB operaron en baja.

Tampoco se debe perder de vista que estamos frente al momento del año en que los embarques a Brasil van en franca disminución, y que aún queda mucho trigo por venderse de la cosecha pasada.

En función de esto, consideramos que estos valores no se deben dejar pasar sin concretar un porcentaje de las ventas que aún resten, ya que son valores que cierran con rentabilidad.

Cosecha 2003/04

Al igual que desde hace varias semanas, el mercado Forward se mantiene paralizado, por lo que la única alternativa de cobertura de la nueva cosecha es el Mercado a Término, pudiendo concretar ventas en valores del orden de los 115 dólares para Buenos Aires, Bahía Blanca y Necochea, mientras que para Rosario este valor ronda los 110 dólares por tonelada.

Teniendo en cuenta la grave situación hídrica por la que se atraviesa en nuestro país, creemos que la venta de un porcentaje importante de la cosecha no sería muy coherente, ya que de prolongarse la misma veríamos reducida la oferta y no deberíamos extrañarnos de tener una suba en los precios locales del trigo, pero si creemos que se debe ir poniendo un piso al precio de venta mediante la compra de opciones Put.

SOJA

Mercado Internacional

Las cotizaciones del complejo sojero fueron nuevamente la vedette de la semana pasada, con subas de 23 dólares para el aceite y de 6 dólares para soja, mientras que la harina se mantuvo sin cambios respecto al viernes anterior.

Los principales motores de la suba en soja de la semana fueron dos, el primero de ellos es China, que habría autorizado nuevamente la compra de soja, y los rumores indican que en la semana se podrían haber concretado operaciones por 3 a 10 vapores.

El segundo hecho que impactó en el mercado fue la aparición de los primeros reportes de rindes de cosecha, que muestran resultados inferiores a los esperados, obvio que esto en relación al rinde promedio estimado por el USDA en su último informe, y ya aparecieron hasta quienes consideran que la producción americana deberá mostrar un recorte adicional de más de un millón de toneladas.

Al igual que lo mencionado en maíz, hacer proyecciones y comparaciones con las cifras oficiales puede ser un error.

Para el reporte de evolución de cultivos del próximo lunes por la tarde se espera que ya se llegue a un 7% de soja cosechada en Estados Unidos.

Respecto a expectativas, si bien todo apunta a un mercado sostenido, consideramos que esto es cierto en tanto los reportes de cosecha sigan mostrando rindes más bajos a los esperados, pero no se debe descartar que con el correr de los días estos comiencen a modificarse, y nos encontremos con un mercado que muestre recortes de relativa importancia en los precios.

No debemos olvidarnos que la situación planteada hoy para soja no es diferente a la que se vivía hace un año atrás, y actualmente la soja Mayo cotiza cerca de 20 dólares por encima de lo que cotizaba esta misma posición el año pasado.

Mercado Local

Los valores en nuestro mercado mostraron mejoras también, pero no en la misma cuantía que la observada en el exterior, esto por un lado por menores subas en los precios FOB locales, y por otro lado porque los industriales tratan de aprovechar y mejorar sus márgenes de rentabilidad, ya que de todas formas el nivel de oferta es suficiente como para su normal abastecimiento, y mientras esto suceda continuarán intentando mejorar su situación.

Creemos que en el corto plazo nuestras cotizaciones seguirán lo que ocurra en el mercado internacional, y si bien el potencial de subas adicionales existe, el actual valor de \$ 512 o u\$s 176 no es mal valor como para continuar realizando ventas y promediando el precio de la campaña.

Cosecha 2003/04

Sin la posibilidad de concretar operaciones Forward queda como alternativa solo la de ventas en el Mercado a Término, con la posibilidad en el cierre de la semana de concretar operaciones en 157 dólares por tonelada para soja Mayo. También se debe tener en cuenta la alternativa de la compra de opciones, que pueden asegurar un piso de venta que cierre rentabilidad ante una baja de mercado, pero que deje la posibilidad de captar subas en caso que las mismas se den, y también se puede evaluar la posibilidad de realizar combinaciones de opciones.

MAÍZ

Mercado Internacional

Los precios en Chicago terminaron la semana pasada con una baja algo inferior a 1 dólar por tonelada, esto gracias a una mejora también cercana a 1 dólar en la jornada del viernes que recortó las pérdidas totales.

No hay demasiados factores que hayan mostrado cambios a lo largo de la semana, sino que el hecho fundamental es el resultado de los rindes de los primeros lotes cosechados, que se ubican bastante por encima de lo proyectado por el USDA, lo que lleva al mercado a pensar que la cosecha finalmente será superior a lo que hoy se está esperando.

Lo que el USDA estimó fue un rinde promedio, tal como lo dice el término, el mismo estará formado tanto por lo que hoy está ocurriendo, como por el resultado de los lotes más tardíos que si mostrarán el perjuicio del clima. Por lo tanto, respecto a este tema, debería ser el mercado algo más cauto. Los rindes de mitad de campaña en adelante son los que van a definir el resultado final de la cosecha.

Para el reporte de estado de cultivos del próximo lunes, se espera que la cosecha alcance ya un 12 a 13%, contra el 15% del año anterior a igual fecha.

Como factor de sostén, se espera que el USDA en su próximo informe vuelva a recortar las cifras de producción estimada de maíz en la Unión Europea, actualmente ubicadas en 32 millones de toneladas, ya que todas las fuentes privadas están considerando a la misma en el orden de los 30 millones solamente.

Esto es por demás relevante para el mercado, ya que en el mediano plazo se considera que Europa será un participante de bastante importancia en el mercado internacional.

El mercado podría mostrar bajas importantes sólo ante una producción de maíz americano mucho más elevada a la que hoy se espera, mientras que lo ajustado de las cifras de oferta y demanda pueden ser el disparador de una suba importante ante el más mínimo cambio en otros factores.

Mercado Local

Las cotizaciones en nuestro país se mantuvieron estables respecto al cierre de la semana. En los puertos del sur el volumen de negocios es realmente escaso, esto se debe a la falta de oferta, y a la fuerte demanda que hay por parte de los invernadores, que pagan los mismos valores que la exportación pero por mercadería puesta en procedencia, no en destino, y con pago del 100% contado.

En la zona de Rosario, se observan varios compradores, y si bien hoy la exportación no tiene cubierta toda su posición de ventas al exterior, tampoco tiene actualmente inconvenientes para cumplir con los embarques de corto plazo, por lo tanto opera con suma tranquilidad.

Por el lado de los consumos, los mismos consiguen suficiente volumen de oferta en sus propias zonas de influencia, sin necesidad de pagar valores mucho más elevados que los de la exportación.

Si bien para fin de año siempre se daban subas por presión de los polleros, cosa que ya no ocurrió el año anterior, consideramos que el volumen que queda en manos de los productores asegura nuevamente el abastecimiento de los mismos, por lo que esperamos nuevamente que el mercado se muestre estable en los últimos meses del año.

La situación financiera de los productores varió mucho en las últimas campañas, dándole la posibilidad de mantener existencias hasta llegada la siguiente cosecha en algunos casos, y actualmente la relación de precios entre los diferentes productos los lleva a deshacerse de la soja y a guardar maíz, esperando justamente la mejora de fin de año y asegurando el normal abastecimiento de la demanda en esa época.

Si bien consideramos que se pueden dar recuperaciones, también creemos que esperar hasta fin de año para concretar ventas puede no resultar la mejor alternativa, por lo que ir vendiendo ante mejoras del mercado puede ser una estrategia de mejor resultado final.

Cosecha 2003/04

Al igual que en trigo, la única alternativa es la comercialización a través del Mercado a Término, donde se pueden concretar operaciones para Abril/04 en niveles de u\$ 76.50/77.00 Dársena/Rosario y u\$ 74.00/75.00 para B. Blanca y Necochea

GIRASOL

Los valores pagados por las aceiteras mostraron una suba interesante a lo largo de la semana, terminando en promedio con precios que muestran subas de \$ 25 por tonelada.

Esta mejora está relacionada con aspectos locales y con aspectos externos, en parte la suba mostrada por los aceites en el mercado internacional, impulsada por la evolución de precio del aceite de soja en Chicago, impacta en nuestro mercado. De todas formas, ante subas de más de 20 dólares en Chicago, el aceite de girasol FOB en puertos argentinos mejoró sólo 15 dólares.

La otra parte de la suba creemos que está generada por la presión de algunos compradores intentando conseguir mercadería, en un mercado en que la oferta es escasa.

Si bien no todos los compradores están cortos en sus existencias, aquellos que están con menores necesidades también mejoran sus valores intentando captar algo de volumen ante esta mejora del mercado internacional.

Respecto al mercado de aceites, hoy el valor de exportación de nuestro aceite no es competitivo como para ingresar en el mercado Europeo, principal demandante. Si bien para poder competir en dicho mercado los valores deberían mostrar una baja de unos 30 dólares, esta no parece ser la intención de los industriales locales en el corto plazo, ya que al estar en el momento en que ingresa la cosecha de girasol europea al mercado, la demanda de este continente de todas formas sería baja o nula.

Actualmente, por lo tanto, se concretan operaciones por muy bajo volumen a destinos de la región o de África, demandantes que no se incentivarían con bajas de precios.

Respecto a lo que se puede esperar, en el ámbito internacional creemos que debería haber un ajuste en precios relativos, ya que hoy el aceite de girasol se ubica por debajo del aceite de soja en el mercado internacional, hecho que no se debería sostener en el tiempo, por lo que si no tenemos una baja en el aceite de soja, cosa que creemos puede pasar, el de girasol debería recomponerse.

En el plano local, consideramos que hoy los valores ofrecidos por las fábricas son mayores a lo que en realidad deberían ser, por lo que si no hay una mejora en el aceite internacional, esta suba de precios podría desaparecer en el corto plazo, por lo tanto aquellos que todavía mantienen volúmenes importantes de girasol en stock deberían pensar en concretar ventas aprovechando los valores actuales.

Cosecha 2003/04

El mercado forward es inexistente, teniendo como única alternativa la posibilidad de vender en el Mercado a Término, donde se concretaron operaciones el día viernes en 160 dólares por tonelada.

Si bien este valor seguramente es poco atractivo para los productores, el mismo se ubica algo por encima de lo que podrían pagar los aceiteros por girasol Marzo teniendo en cuenta que el aceite para este mes en el mercado FOB Argentino cotiza en niveles de 480 dólares, unos 45 dólares por debajo del aceite disponible.

Ante esto, y más aún si los márgenes de rentabilidad fueran positivos con este valor, creemos que se deberían concretar operaciones para comenzar a cubrir costos de implantación del cultivo.

Fuentes: SAGPyA, USDA, ROFEX, MATBA, INTA, Granar.