

Newsletter Gratuito para más de 80.000 suscriptores del Sector Agropecuario



¿Qué espera el mercado para el maíz y la soja del fin de campaña?

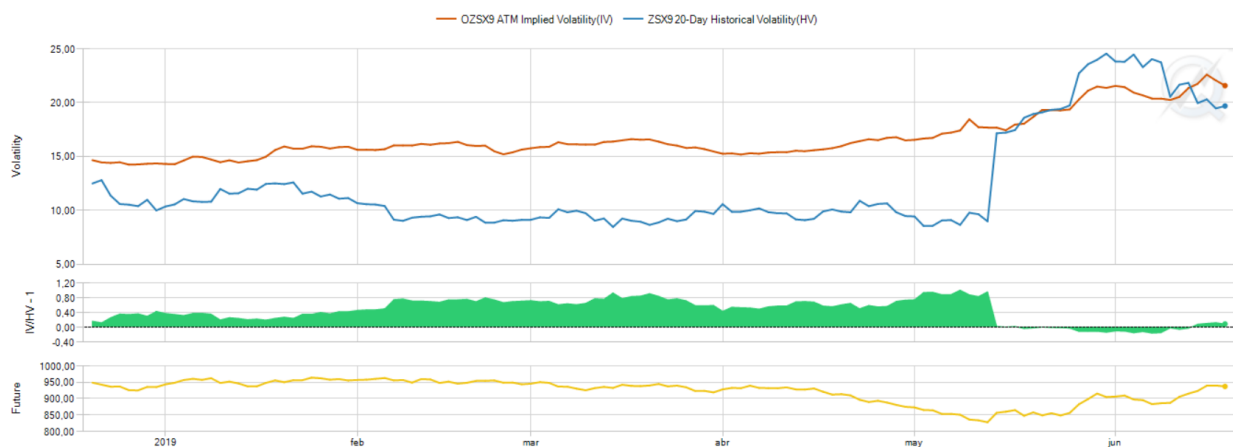
Gabriela Facciano – Derivatics | ESPECIAL PARA AGROEDUCACIÓN

Análisis de las volatilidades pagadas en Chicago y en MATba.

En los últimos seis meses los compradores de opciones en el mercado de Chicago percibieron más riesgo que el real. Esto lo evidencia la comparación entre la volatilidad implícita y la histórica. Recordemos que la volatilidad implícita es la que se desprende de los precios de las opciones negociadas en los mercados, por lo tanto, es la que efectivamente se está pagando (o cobrando). Mientras que la volatilidad histórica es la que calculamos considerando las variaciones de precio del activo subyacente. En los gráficos 1 y 2 podemos observar que la volatilidad implícita tanto de la soja noviembre como del maíz diciembre en el CME Group han sido superiores a la histórica.

En el caso de la soja esta situación comenzó a revertirse más o menos hace un mes. A mediados de mayo, los cambios de precios fueron bruscos y por lo tanto el riesgo o variabilidad presentes en el futuro aumentaron, es decir aumentó la volatilidad histórica. Sin embargo, la percibida por los compradores de opciones, no cambió demasiado. De hecho, durante algunos momentos breves, se observa como la volatilidad pagada en el mercado es inferior a la realizada.

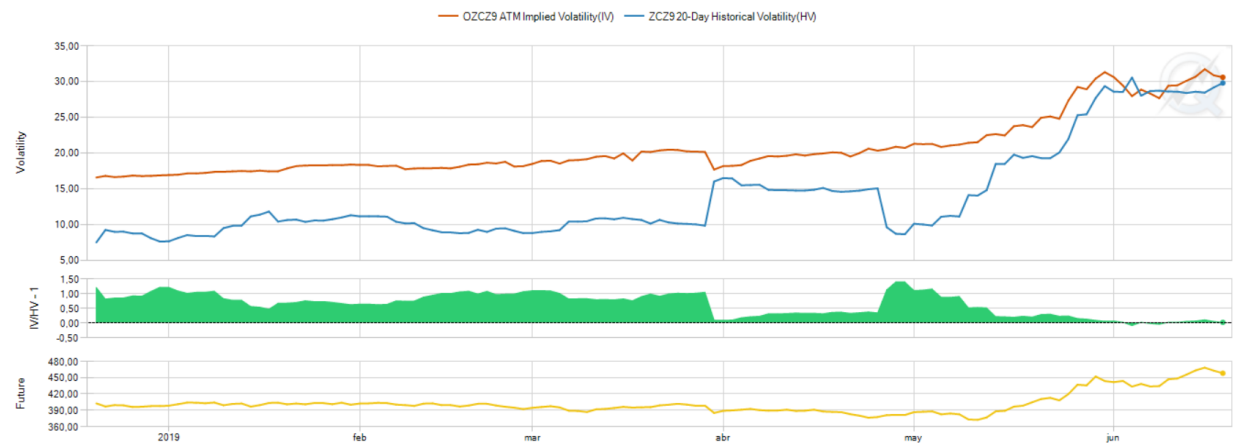
Gráfico 1: Volatilidad histórica e implícita de las opciones at-the-money (ATM) sobre soja noviembre en CME Group.



Fuente: QuickStrike (<http://www.bantix.com/quikstrike-option-analysis-software/>)

Considerando el maíz (Gráfico 2), los últimos quince días observamos un comportamiento similar al de la soja, viendo cómo la brecha entre la volatilidad pagada en el mercado y la observada se acorta sustancialmente.

Gráfico 2: Volatilidad histórica e implícita de las opciones at-the-money (ATM) sobre maíz diciembre en CME Group.

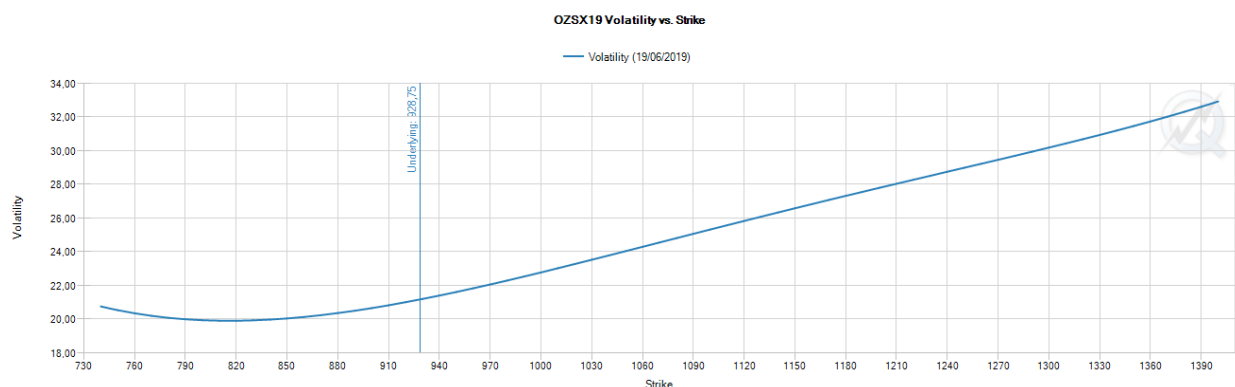


Fuente: QuickStrike (<http://www.bantix.com/quikstrike-option-analysis-software/>)

Qué nos dice esto? Cómo podemos utilizar esta información? Como potenciales compradores de opciones, podemos pensar que estamos pagando por el riesgo que existe en el mercado. Si bien el riesgo real y el percibido están más alineados, ambos han subido en el último mes de 3 a 5 puntos porcentuales. Como vendedores de opciones, no sería muy alentadora la situación actual, al menos que esperemos que las aguas se calmen, volvamos a la realidad anterior y consideremos que la suba hace interesante la venta de opciones.

Otra información interesante es la que se desprende de las transacciones de opciones realizadas por precio de ejercicio, por ejemplo, analicemos lo ocurrido el pasado 19 de junio. Observemos las opciones de soja noviembre negociadas en CME Group y calculemos las volatilidades implícitas para cada precio de ejercicio. Dicha información se muestra en el gráfico 3. En particular, notamos que los calls son más caros que los puts en término de volatilidad, ya que los calls se negocian a una volatilidad implícita mayor que los puts. Los puts más fuera del dinero (out of the money, OTM) se negocian a una volatilidad implícita del 20% aproximadamente, mientras que los calls más alejados al 32%. Esto indicaría que los participantes le asignan más probabilidad a las subas que a las bajas de precios, ya que la distribución de los retornos esperada es asimétrica hacia la derecha. En cuanto al posicionamiento de los compradores de opciones, no hay casi diferencia en la preferencia entre puts y calls, ya que el interés abierto en opciones de soja noviembre está repartido casi en partes iguales.

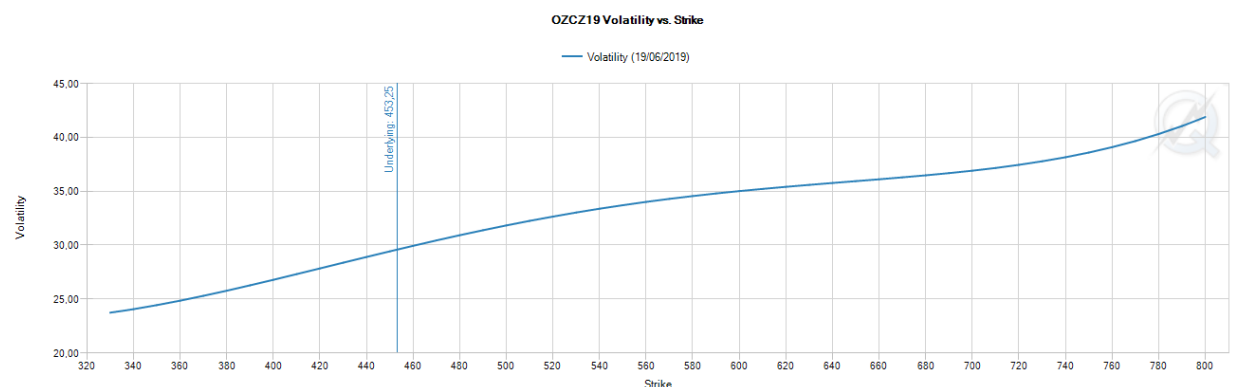
Gráfico 3: Curva de volatilidad de las opciones sobre soja noviembre el 19.06.19 en CME Group.



Fuente: QuickStrike (<http://www.bantix.com/quikstrike-option-analysis-software/>)

Sucede prácticamente lo mismo si analizamos la curva de volatilidades implícitas del maíz diciembre (gráfico 4). La volatilidad pagada por los puts (24%) es menor a la pagada por los calls (41%), siendo la diferencia aproximadamente de 17 puntos porcentuales. También se estaría esperando una asimetría en la distribución de los retornos, que le asigna mayor probabilidad a las subas que a las bajas de precios. Todo esto, reafirmado por el interés abierto en opciones que se inclina hacia los calls, con un 61% del total.

Gráfico 4: Curva de volatilidad de las opciones sobre maíz diciembre el 19.06.19 en CME Group.

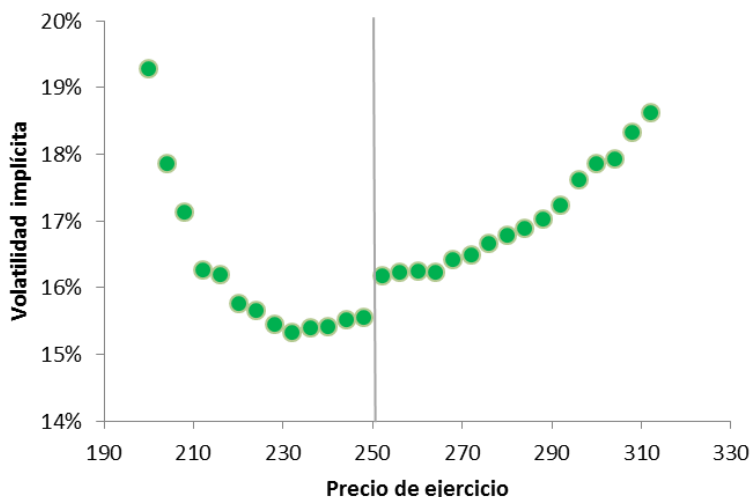


Fuente: QuickStrike (<http://www.bantix.com/quikstrike-option-analysis-software/>)

¿Qué ocurre en el mercado local?

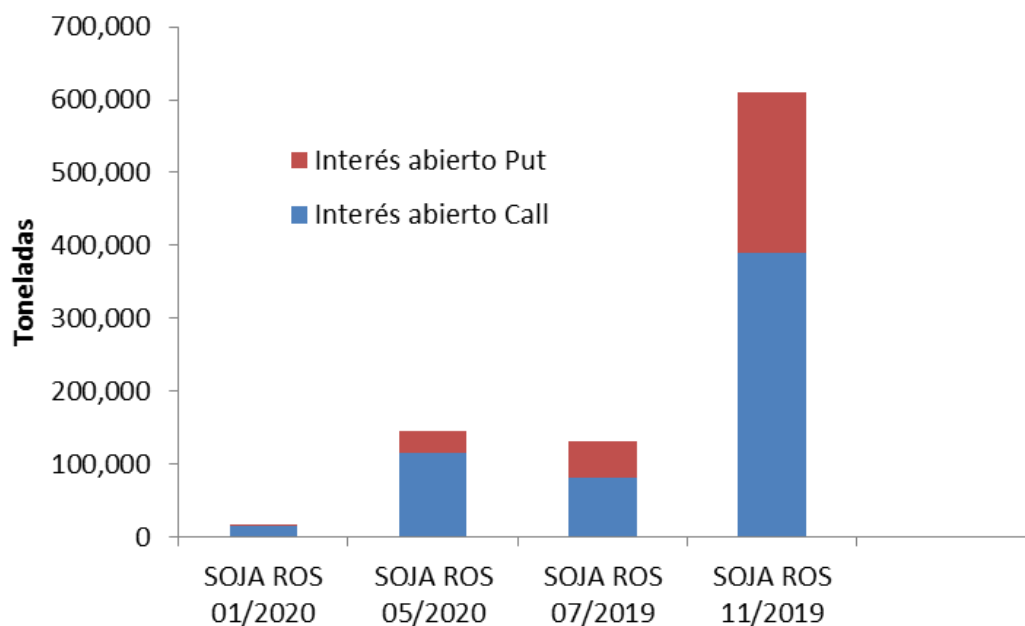
En Matba Rofex las opciones sobre soja noviembre negocian a menor volatilidad implícita que en Chicago, con valores que oscilan entre 15% y 19,5% (gráfico 5) si consideramos como prima potencialmente negociable al valor promedio entre la punta compradora y la vendedora para cada precio de ejercicio. Las opciones con precios de ejercicio lejanos al precio del futuro actual, ya sean calls o puts negocian a volatilidades implícitas mayores. Esta diferencia con respecto a lo que ocurre con las opciones de soja noviembre en CME quizás se deba fundamentalmente a la menor liquidez que presenta nuestro mercado. En este contexto, la volatilidad histórica en calculada en base a las variaciones de precios de los últimos 20 días se ubica alrededor del 14% anual. El interés abierto en opciones calls es el 64% del total (gráfico 6), lo cual podría interpretarse como una apuesta de los participantes a la suba de precios o a la necesidad de mejorar los bajos precios a los que se vendió antes de las últimas subas.

Gráfico 5: Curva de volatilidad de las opciones sobre soja noviembre el 19.06.19 en MATba Rofex.



Fuente: elaboración propia con datos de MATba Rofex.

Gráfico 6: Interés abierto en opciones sobre soja noviembre el 19.06.19 en MATba Rofex.



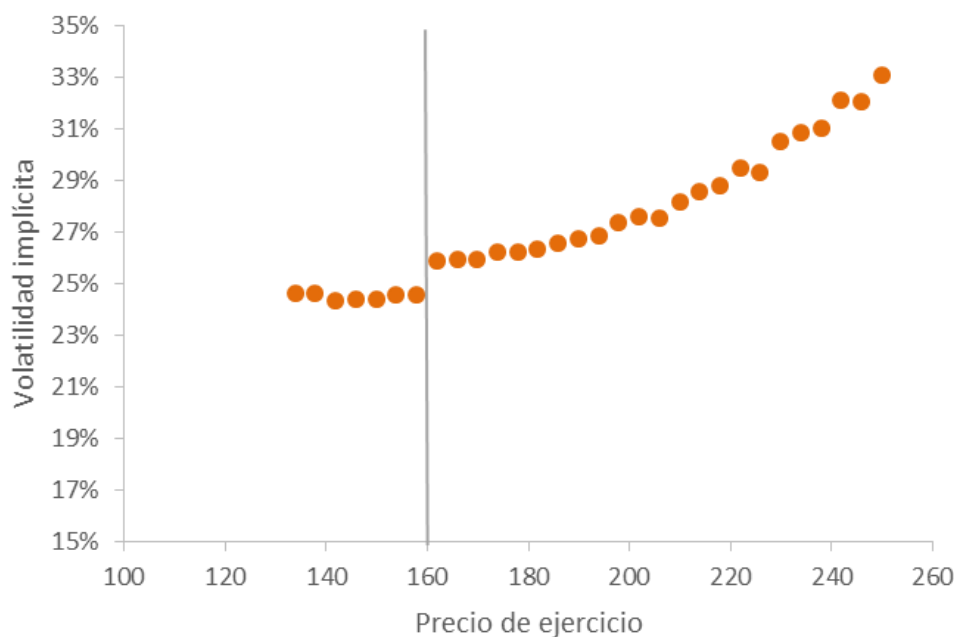
Fuente: elaboración propia con datos de MATba Rofex.

Las volatilidades implícitas se calcularon tomando como prima potencialmente negociada al promedio entre la oferta compradora y vendedora durante la sesión de negocios del día 19 de junio de 2019.

La volatilidad implícita de las opciones de maíz diciembre en MATba Rofex (gráfico 7) tienen un comportamiento más parecido al de la volatilidad implícita de maíz diciembre en CME, aunque presentan valores bastante menores, ubicándose entre un 25% a un 33%. La volatilidad histórica ha pasado en las últimas semanas del 15% al 25% anual, alineándose con lo que el mercado está pagando por las opciones. Más presencia de opciones call cuyo interés abierto llega al 85% del total (gráfico 8), además de las volatilidades implícitas mayores en los calls alejados, quizás sean un indicio de la expectativa alcista de los participantes.

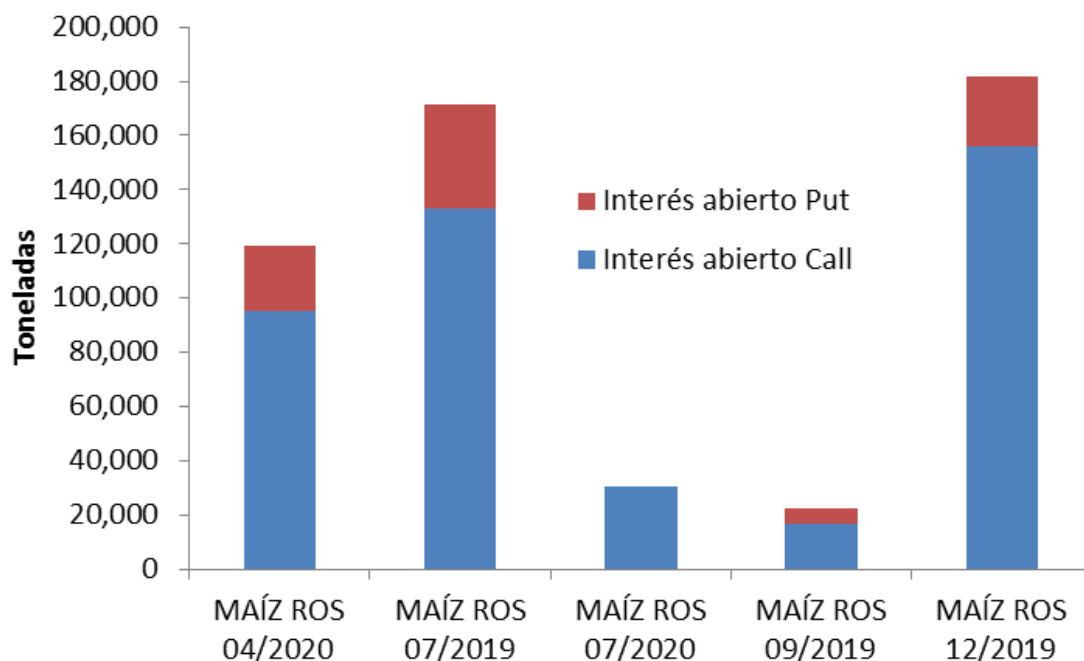
Para el cálculo de la volatilidad histórica se consideró una media móvil con ventana de 20 días.

Gráfico 7: Curva de volatilidad de las opciones sobre maíz diciembre el 19.06.19 en MATba Rofex.



Fuente: elaboración propia con datos de MATba Rofex.

Gráfico 8: Interés abierto en opciones sobre maíz diciembre el 19.06.19 en MATba Rofex.



Fuente: elaboración propia con datos de MATba Rofex.

Las volatilidades implícitas se calcularon tomando como prima potencialmente negociada al promedio entre la oferta compradora y vendedora durante la sesión de negocios del día 19 de junio de 2019.

En síntesis, los precios de las opciones negociadas sobre soja noviembre y maíz diciembre, tanto en el mercado de Chicago como en el mercado local indicarían una perspectiva alcista dado el mayor interés que hay por calls, sobre todo en el caso del maíz. Además, al disminuir la brecha entre la volatilidad implícita y la histórica en las últimas semanas podría considerarse un incentivo para comprar opciones ya que se paga una volatilidad acorde al riesgo que están evidenciando las variaciones de precios del maíz y la soja para fin de año. Si la situación actual se revierte a lo que venía mostrando el mercado en los últimos 6 meses y se desaceleran los futuros con la consiguiente caída de la volatilidad realizada, podría ser un momento oportuno para los inversores que arman carteras delta neutral para vender opciones, aprovechando el aumento de las volatilidades implícitas de las últimas semanas.

Gabriela Facciano – Derivatics/ Docente de Agroeducación

La vibración de la noticia fue rápidamente desechada por el maíz que necesitaba obtener ganancias y los demás productos persiguieron el efecto.

Si bien parece que la historia de los acres se va quedando sin brillo, la realidad es que el porcentaje de avance de maíz sembrado pudo haber sido alcanzado no por avance de siembra genuino, sino por la decisión de muchos Farmers de optar por “Prevent Plant” (área que queda sin sembrar o con cultivo de cobertura dependiendo en la fecha que se declare). Llama la atención que por ejemplo Michigan, haya avanzado la siembra de maíz desde 63% a 84% la semana pasada con las pobres condiciones edáficas y climáticas, lo que en realidad podríamos estar infiriendo es un importante ajuste por Prevent Plant.

La realidad es que los cálculos de Prevent Plant de momento van a ser difíciles de calcular, y se cree que hasta agosto /septiembre no se tendrá una sensación certera de cual será la pérdida de área. Por lo tanto el reporte del 28 de junio de stocks trimestrales y área puede no arrojar un valor preciso de lo que se calcula a campo.

Misma ecuación funciona para soja, y complicamos aún más la matemática cuando le agregamos rendimientos de tendencia ajustado por bajas o subas porcentuales calculadas en los años con atrasos en las siembras. El USDA en uno de sus estudios analiza que los años con progreso de siembra más lento para maíz fueron 1983, 1993 y 1995. Y en esos años, los rendimientos fueron al menos un 10% por debajo de la tendencia, y en el caso de 1983, un 20% por debajo. En caso de que la disminución sea del 20%, el rendimiento nacional sería similar al de sequía de 2012. Y si bien esto no lo podemos asegurar, es lo que el mercado percibe con delicadeza. En soja, en cambio, los rendimientos nacionales tienden a ser más indulgentes para las siembras tardías, ya que los años en que el progreso de la siembra se ha retrasado, como en 1990 y 1996, los rendimientos superaron la tendencia en esas condiciones. Otras fuentes afirman que los rendimientos de la soja tienen un potencial de recorte de un 20% cuando se siembran después del 10 de junio, y esto se hace más severo a medida que se acerca a julio.

El mercado por su parte hace dinero, la relación soja maíz fue atacada y también lo fue el oilshare a favor del aceite en detrimento de la harina. Las ventas de maíz hacen referencia a toma de ganancias o sea venta de contratos largos establecidos, pero no de construcción de nuevos cortos, lo que nos hace pensar que aún no se cansaron de esta apuesta.

Por el lado de la demanda, la ecuación podría encontrar sostén si USA y China llegan a un acuerdo comercial, pero hasta ese momento Sudamérica continúa gobernando el mercado. Agroconsult, aumentó su proyección de exportación de soja brasileña a 70.5 Mill de t, esto es 3.5 Mill de t más que la última estimación y 1.5 mill de t más que la proyección de 69 Mill de t que aún informa el USDA.

La demanda de maíz sigue siendo sombría, solo el típico negocio japonés y mexicano. Ahora se habla de que empresas de Etanol están estudiando la importación de maíz sudamericano, ya que las cifras parecen comenzar a funcionar. Es sabido que las granjas porcícolas y avícolas del Sureste de USA están coqueteando con ese tema, pero ahora sumamos a los etanoleros. Las bases del Golfo se han debilitado un poco, pero continúan firmes en el interior, sobre todo en lado Este que es donde las condiciones son peores. Y mientras que este argumento está en un segundo plano, no perdamos de vista que el tema del cash en el interior de USA seguirá apretado, por esta razón el precio flat no debería tender a perder mucho espacio.

Conclusión, los cálculos del PP son difíciles en este momento. Estaremos atentos al seguimiento de los datos de la superficie cuando comiencen a publicarse en agosto.

Y sepamos que la superficie cultivada es solo una parte de la oferta, ya que el rendimiento es casi mas importante, y de eso sí, que no tenemos ni una pista en este momento.

Celina Mesquida – RJO'Brien | Docente de Agroeducacion