



SISTEMA DE VALORACIÓN DEL RIESGO DEL MATBA (SEGUNDA PARTE)

2.3. Forma de cálculo

El **SVR** determina cómo un contrato (por ejemplo una opción sobre futuros de Trigo) puede ganar o perder valor en un determinado escenario, bajo una serie de específicas condiciones de mercado que ocurrirán en ese escenario. El período de tiempo a considerar es generalmente de un día, porque el **SVR** busca evaluar la máxima pérdida probable que puede razonablemente sufrir una cartera durante un día de negociación. El sistema calcula primero el valor de cada contrato de la cartera en cada uno de los distintos escenarios probables, donde se combinan diferentes variaciones en el precio del futuro y en la volatilidad. La sumatoria de estos valores para cada escenario es igual al valor que la cartera tendría al día siguiente si se produjeran los cambios de precios y volatilidad supuestos en ese escenario. Luego se determina en cuál de los 16 escenarios el portfolio sufriría la peor pérdida. Esa peor pérdida es el margen de garantía que el MAT requerirá al operador.

2.3.1 Cálculo de los parámetros a utilizar

2.3.1.1 Márgenes de futuros

Los márgenes de futuros son los fijados por el Directorio.

No obstante, en aquellas posiciones que estén en ganancia, por encima de un rango de precios o más, el sistema aplica una reducción a los mismos que diferirá según la ganancia obtenida.

2.3.1.2 Volatilidades implícitas

Se calculan todas las volatilidades implícitas de las opciones operadas en los últimos 15 días.

Luego se determina el promedio ponderado por volumen de las volatilidades implícitas operadas cada día.

Sobre el promedio ponderado, se determinan los valores medios, máximos y mínimos obtenidos en el punto anterior y se comparan con las volatilidades actuales.

La revisión de las volatilidades será permanente y el criterio a seguir para el cambio de las mismas será el de modificarlas si han variado significativamente con respecto a las que están siendo utilizadas, quedando a criterio del MAT decidir qué se considera por cambio significativo.

2.3.1.3 Escenarios probables considerados

1	Futuro Constante y Volatilidad en Suba
2	Futuro Constante y Volatilidad en Baja
3	Futuro Aumenta 1/3 del Rango y Volatilidad en Suba
4	Futuro Aumenta 1/3 del Rango y Volatilidad en Baja
5	Futuro Disminuye 1/3 del Rango y Volatilidad en Suba
6	Futuro Disminuye 1/3 del Rango y Volatilidad en Baja
7	Futuro Aumenta 2/3 del Rango y Volatilidad en Suba
8	Futuro Aumenta 2/3 del Rango y Volatilidad en Baja
9	Futuro Disminuye 2/3 del Rango y Volatilidad en Suba
10	Futuro Disminuye 2/3 del Rango y Volatilidad en Baja
11	Futuro Aumenta 1 Rango y Volatilidad en Suba
12	Futuro Aumenta 1 Rango y Volatilidad en Baja
13	Futuro Disminuye 1 Rango y Volatilidad en Suba
14	Futuro Disminuye 1 Rango y Volatilidad en Baja
15	Futuro Aumenta el doble del Rango (Cubre 40 %)
16	Futuro Disminuye el doble del Rango (Cubre 40 %)

Tal como se muestra en el cuadro de escenarios antes especificado, el **SVR** comienza del precio de ajuste actual y supone aumentos y disminuciones del mismo en tres intervalos de

variaciones de precios. Para cada precio de mercado, el sistema también combina variaciones en la volatilidad implícita del mismo.

Las opciones muy afuera del precio (deep out of the money) poseen un riesgo especial. Cuando se acerca la fecha de vencimiento una variación inusual en el precio del activo subyacente podría hacer que estas opciones se volvieran ejercibles (in the money), afectando seriamente a los lanzadores de las mismas. Con el objeto de cubrir el riesgo de esta situación, los escenarios 15 y 16 suponen una variación extrema de los precios del activo subyacente (dos veces el rango), lo cual tiene escasas probabilidades de ocurrir y, por lo tanto, el sistema sólo cubre el 40% de las pérdidas de esa cartera.

NOTICIAS DEL MERCADO

Trigo

Mercado Internacional

Semana con bajas para trigo, fundamentalmente en Chicago, donde los precios del cereal perdieron lo ganado la semana anterior. En Kansas, ante algo de mejora en la demanda, y ante menor presión de competencia a nivel internacional, los valores lograron mantener cierta firmeza, y además mejorar algo su premio respecto del trigo blando.

Se debe tener en cuenta que las ventas de la semana de los exportadores norteamericanos fueron de 615 mil toneladas, a pesar de todo, esto es por encima de lo esperado, pero lo más importante es que Estados Unidos ya lleva vendido en este año comercial 11.8 millones de toneladas, esto es 1 millón de toneladas más que el año anterior a igual fecha o un 9%.

Estaríamos en la etapa de precios más bajos de la temporada, si no estamos en el piso del mercado creemos que deberíamos estar muy cerca, mientras que también consideramos que existen posibilidades de subas.

Por el lado de Brasil no se observa nada importante, lo que si habrá que seguir muy de cerca de ahora en más es el comportamiento del clima en nuestro vecino, ya que históricamente comienzan los meses que definirán su producción, cualquier situación adversa que se presente y haga disminuir su cosecha, puede actuar como disparador para que comience a realizar compras y reactive un mercado que por el momento se muestra muy tranquilo.

Mercado Local

En el mercado local, las bajas fueron en promedio mínimas al lado de lo acontecido en Chicago y mucho más cercanas a lo sucedido en Kansas, algo que pareciera lógico en función de la calidad que cotiza un mercado y otro, pero además de esto, otras de las razones sigue siendo la escasa oferta con la que cuenta el mercado y una demanda que si bien no está al ciento por ciento activa, es lo suficiente como para dar sostén a los precios.

Se siguió observando la presión vendedora sobre la posición Septiembre en el M. A T., la cual si bien mejoró u\$ 1.60, la cual si bien continúa en contra pase con Enero, este se redujo de u\$ 2.00 a u\$ 0.50, provocado fundamentalmente por el sostenimiento que muestra enero/2005.

Luego de haber observado durante la semana un caudal de compradores más importante que el que se venía viendo en los puertos del Sur sobre principios de semana, esta concluye con una demanda un poco más tranquila. Por el lado de la oferta se vuelve a observar un caudal de oferta interesante situada en torno a los \$ 300.00, situación que había desaparecido semanas atrás cuando el mercado mostraba una recuperación importante. Ahora nuevamente y ante la baja de precios, nuevamente la oferta busca intentar llegar a los \$ 300 o u\$ 100.00.

Algo que también actúa como freno de la oferta, es cuando el mercado se invierte y el valor del disponible es inferior al de la nueva cosecha, por ejemplo B. Blanca en \$ 287.00 (u\$ 94.70) es prácticamente el mismo valor que Enero/05, mientras que Necochea finaliza invertido al cerrar en \$ 277.00 (u\$ 91.41). Observándose por el lado de oferta, un importante volumen de la actual campaña que pasará a engrosar la nueva cosecha.

También cabe destacar que existe una oferta relativamente importante buscando condiciones a fijar con pizarra llena, de forma tal de poder desprenderse de la mercadería por razones de espacio, logística etc., si bien se han realizado algunas operaciones por volúmenes importantes a fijar precio, las mismas fueron hechas con quitas sobre la pizarra hasta el ingreso de la nueva campaña, para luego de esa fecha sí contar con pizarra llena.

Si bien continúa la posibilidad, tal como mencionáramos en informes anteriores, de vender disponible y realizar compras de futuros Enero, en estos momentos solo B. Blanca

o Rosario permiten realizar un pase a la par o levemente favorable, mientras que para Necochea el contrapase es de aproximadamente u\$ 2.50 / 3.00.

El mercado momentáneamente pareciera haber ingresado en una meseta, y con pocas probabilidades de mostrar grandes cambios en el corto plazo, fundamentalmente debido a la oferta mundial de Trigo Europeos y Americanos, lo cual haría que para poder competir con estos mercados nuestros exportadores deberían realizar ventas a un valor FOB que pareciera imposible luego de cubrir en el mercado local en función del comportamiento de la oferta.

Los valores actuales parecieran estar muy cercanos al piso, no nos olvidemos que llegaron al equivalente a u\$ 90.00 el disponible y u\$ 89.00 Enero/2005, y este podría ser el peor escenario ante un mercado adverso. Hoy el mercado permite muchas opciones de coberturas, tanto para la actual cosecha como para la nueva campaña, pudiendo asegurar pisos y estar cubiertos ante potenciales subas.

Maíz

Mercado Internacional

Semana de pérdidas importantes para maíz, bajando casi 5 dólares por tonelada, exactamente lo que había ganado la semana anterior.

El lunes, subas muy fuertes en soja contagiaron a los operadores del pit de maíz, y los valores terminaron en suba también, pero esta mejora no encontró fundamentos para sostenerse en el tiempo.

Por un lado, se habló de alguna pérdida en el norte del país por efecto de las heladas del fin de semana pasado, pero luego ese dato se fue minimizando por la altura del año en la que estamos, y por los reportes que hablaban de pérdidas reales muy bajas.

Por otra parte, desde varios lugares siguieron llegando reportes que marcaban muy buenos rindes no solo en zonas donde se esta cosechando, sino también esperados en zonas núcleo del cinturón maicero norteamericano, llevando nuevamente al mercado a afirmarse en la idea de una producción record para esta campaña.

Por otra parte, el mercado externo tampoco se comporto bien con los americanos esta semana, ya que las ventas semanales mostraron un magro resultado, siendo de solo 343 mil toneladas, cuando lo esperado era de 500 a 800 mil toneladas.

Además, los embarques de la semana también fueron bajos.

Y si, no queda otra, eso es más stocks iniciales en la campaña siguiente, y si no hay cambio alguno en medio con demanda, seguro termina por generar un incremento en las existencias finales esperadas para la cosecha 2004/05 que esta por empezar.

El tema clima para los próximos días tampoco es favorable, para los precios al menos, ya que al acercarnos al fin de semana fueron mostrando posibilidades de temperaturas más elevadas y tiempo despejado de lunes a viernes, esto sumado a las buenas lluvias de los últimos días y las anunciadas para este fin de semana son excelentes para el desarrollo y maduración del cultivo.

Fundamental será en las próximas semanas la actitud de los productores que vayan comenzando con la cosecha, ya que si la oferta es fuerte seguramente presionarán precios, y también será primordial el comportamiento de la demanda internacional, ya que si en plena cosecha, record, los americanos venden menos de 1 millón de toneladas semanales los precios seguirán desplomándose.

Solo resta esperar, la verdad la tiene el tiempo.

Mercado Local

Nuestro mercado siguió el ritmo de Chicago.

Las perspectivas en el corto plazo no muestran señales muy alentadoras, ya que como mencionáramos en la parte de mercado Internacional, todo hace prever nuevas bajas en la medida que comience a ingresar el fuerte de la cosecha americana, y sacando alguna situación puntual en el mercado local, nuestro precios seguirán acompañando en gran medida el comportamiento de Chicago.

Insistimos con algo que venimos mencionando en nuestros últimos informes, y es el valor de la posición Diciembre en el MaT (Mercado a Terminado), cuando comenzamos este era de u\$ 83/84, destacando el pase que existía con el mercado disponible, hoy cerró en u\$ 81.00, y continuamos con la misma visión, nos parece un excelente pase contra un mercado disponible ahora oscila en torno a los u\$ 73, un pase de aproximadamente u\$ 8.00 equivalente a una tasa del 11% en dólares por solo 3.5 meses, o sea una tasa del 38% anual, añadiéndole a este análisis meramente financiero las perspectivas de nuevas bajas que ya mencionáramos.

El único freno que puede tener el mercado local ante nuevas bajas, tendrá que ver con el comportamiento de la oferta local, la cual hasta ahora se ha mostrado activa y permitiendo cubrir sus posiciones a la demanda. El tema a dilucidar es cuanto maíz queda aún por comercializar, ya existen zonas como Rio IV en Córdoba donde se habla

que cerca del 50% está sin comercializar, mientras que otras esta cifra solo alcanza el 25%

Soja

Mercado Internacional

La semana cierra con subas para soja de U\$ 3.7 promedio para las posiciones de la nueva cosecha, en aceite termina con subas de U\$ 20 y en harina con bajas del orden de 1 dólar por tonelada..

En harina de soja, stocks algo mayores a los del mes pasado y la certeza de poder llegar a empalmar con la próxima campaña, sumado a problemas de fiebre aviar fueron los factores que impidieron mejoras en cotizaciones.

En soja, si bien hubo varias cosas, el papel central lo jugo el clima y su posible impacto en la producción final.

Por un lado, tuvimos buenas ventas semanales de exportación, pero por otro, en el día de hoy apareció la noticia de la supuesta cancelación de compras de 2 cargos de soja norteamericana y otros 2 a 4 de soja sudamericana por parte de Indonesia, como reflejo de los problemas que con la fiebre aviar tienen allí.

Si bien la semana termina por encima del viernes anterior, el cierre de las últimas jornadas fue en baja, y el sentimiento en el mercado es bajista también en general.

Da la impresión que la semana siguiente podría ser el punto de inflexión, que si nada raro ocurriese y los pronósticos siguen siendo buenos, podríamos tener bajas de relativa importancia.

Mercado local

El mercado local concluye este viernes con mejoras similares a las experimentadas en los mercados internacionales.

Sigue sostenida la cotización de nuestra Soja respecto de Chicago.

Es cierto que resultó ser una semana positiva, tanto en el exterior como en el mercado local, en este último cabe mencionar que existieron 3 días donde pese a las mejoras de afuera aquí los compradores no lo reflejaban en los precios, recién entre ayer jueves y hoy viernes las mejoras en los precios permitieron concretar operaciones de volúmenes relativamente interesantes.

Este comportamiento tiene que ver con dos razones, por un lado que se conocieron nuevas operaciones FOB, lo cual activó al mercado en general, mientras que hasta que esto no sucedía, las fábricas, principales demandantes, intentaban bajar el precio para neutralizar los contra márgenes con los cuales están trabajando.

De aquí en más habrá que ver como se enfrentan estos dos actores (fábricas – exportadores), ya que mientras a los primeros les resulta a pérdida estos niveles de precios, a los segundos los ubica momentáneamente competitivos para cerrar nuevas operaciones.

Pero más allá de esta situación, que no es nueva y ya ha sucedido en muchas oportunidades, las perspectivas del mercado para el corto y mediano plazo las vemos poco alentadoras, para usar una palabra tenue, ya que en realidad las posibilidades de asistir a un escenario bajista son muy altas.

De no mediar ninguna noticia en contrario del avance de la cosecha americana - No podemos ir y no se debe ir en contra del mercado -, las posibilidades de perder precio tanto en el mercado disponible como en el de nueva cosecha, son muy altas.

Fuente: Matba, Rofex, Granar, SAGPYA