

Performance de los Fondos en soja

El ciclo en curso está exhibiendo un marcado quiebre en la estructura de oferta y demanda de soja norteamericana, tomando en consideración que estamos en presencia del escenario más cómodo de los últimos 9 años.

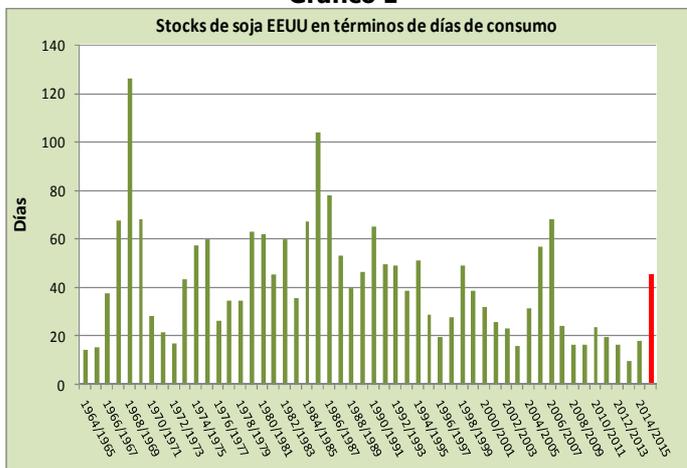
La forma más usual de indagar acerca de la abundancia que existe en un mercado es a través de la relación stock/consumo, sin embargo existe un indicador alternativo que resulta más esclarecedor y se trata de los stocks en términos de días de consumo.

En este caso, y partiendo de la previsión para el ciclo 15/16 de que en EEUU se va a demandar un promedio diario de prácticamente 280 mil tt (esto comprende molienda doméstica y exportación), se advierte que las existencias finales resultan equivalentes a 45 días de consumo.

Esto queda expresado en el *gráfico 1*, y deja en evidencia el cambio rotundo con relación a las 8 campañas anteriores cuando este ratio apenas ha llegado a superar los 20 días. Asimismo, se trata quinto mayor registro de las últimas 22 campañas.

En este contexto de elevados inventarios proyectados para el principal productor a nivel mundial (lo que se explica por un output que excedería las 108 mill tt y se transformaría en un nuevo máximo histórico), no sorprende que recientemente el mercado haya tocado sus menores niveles en Chicago desde comienzos de 2009.

Gráfico 1



En este contexto de tranquilidad de parte de la demanda, resulta coherente ver un carry creciente en el mercado de referencia luego de que hace algunos meses se observara un inverse significativo como resultado de la incertidumbre que ha provocado el clima excesivamente húmedo en época de siembra.

El *gráfico 2* muestra a las claras este panorama, comparando el valor de la posición enero en Chicago con los meses subsiguientes de la temporada 15/16. Si tomamos el spread enero-julio (línea roja) vemos que a finales de junio se apreciaba un inverse de prácticamente 30 cents (U\$S 11) y ahora se advierte un diferencial en favor del vencimiento más lejano de casi 15 cents (U\$S 5).

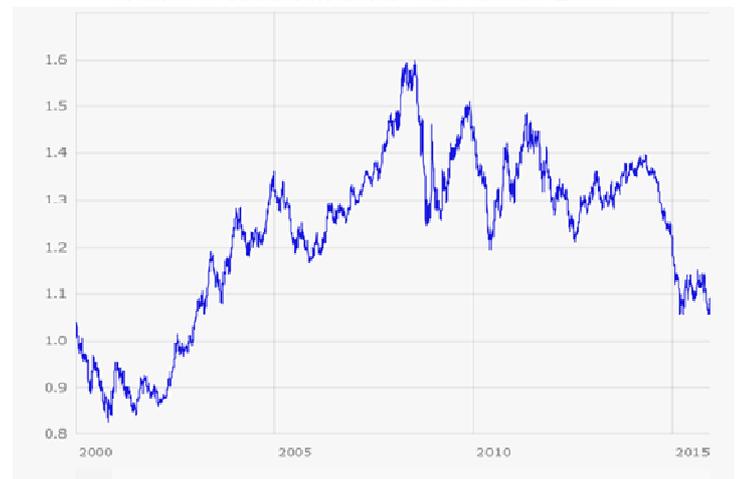
Gráfico 2



Otro factor de peso que ha empujado a la baja los valores de la soja (y de prácticamente todos los commodities) tiene que ver con un dólar que se ha estado apreciando fuertemente desde mediados de 2014, a partir del encarecimiento que esto supone (tanto por el lado de la demanda genuina como de la especulación).

En lo concerniente a la relación dólar/euro, paridad cambiaria con mayor liquidez en el mercado internacional, se advierte que recientemente se han tocado los menores valores desde marzo de 2003 (ver *gráfico 3*). Esto obedece principalmente a que la solidez que evidencia la economía norteamericana en lo que va de este año y que llevaría a un inminente proceso de suba de la tasa de referencia (la cual está en un piso histórico de 0-0.25% desde 2009).

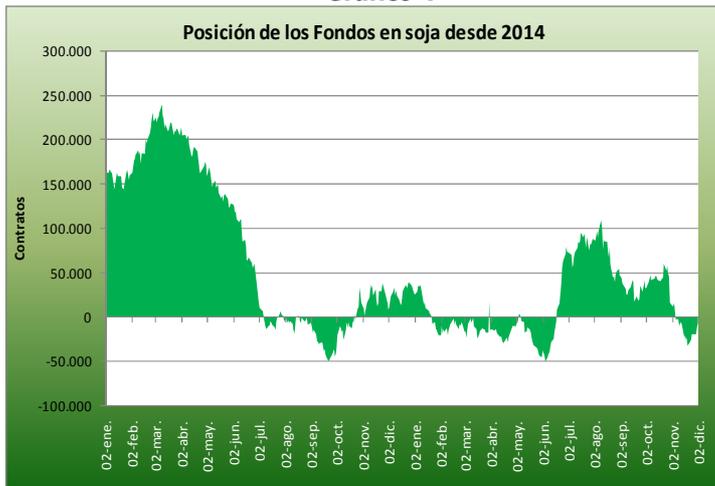
Gráfico 3-Relación dólar-euro desde 2000



Frente a este panorama resulta entendible que los Fondos hayan desarmado posiciones en los últimos 5 meses en Chicago, habida cuenta de que en ese momento ostentaban una posición comprada de 90 mil contratos (algo más de 12 mill tt) y ahora se muestran vendidos en aproximadamente 10 mil contratos.

Si bien durante la campaña pasada, tal como lo muestra el *gráfico 4*, los inversores institucionales han estado vendidos durante algunos meses, esto no resulta normal y debemos remontarnos a 2006 para encontrar una situación similar.

Gráfico 4



Mirando hacia atrás, vemos que en promedio para las últimas 10 temporadas la participación de los especuladores ha sido neutra en el primer trimestre de cada año (línea roja del *gráfico 5*). Sin embargo, se advierte que los Fondos han realizado bruscos cambios en sus tenencias en varios períodos, tomando en cuenta que una vez han incrementado su exposición en 150 mil contratos (2012), en otra ocasión se han desprendido de 100 mil contratos (2010), mientras que en tres oportunidades su posicionamiento ha variado en torno a 50 mil contratos (2007, 2008 y 2015).

A partir de esta situación, y si bien seguimos sosteniendo que el mercado tiene espacio para recuperarse en la primera parte de 2016, es probable que en los próximos meses asistamos a un salto en la volatilidad.

Gráfico 5

