

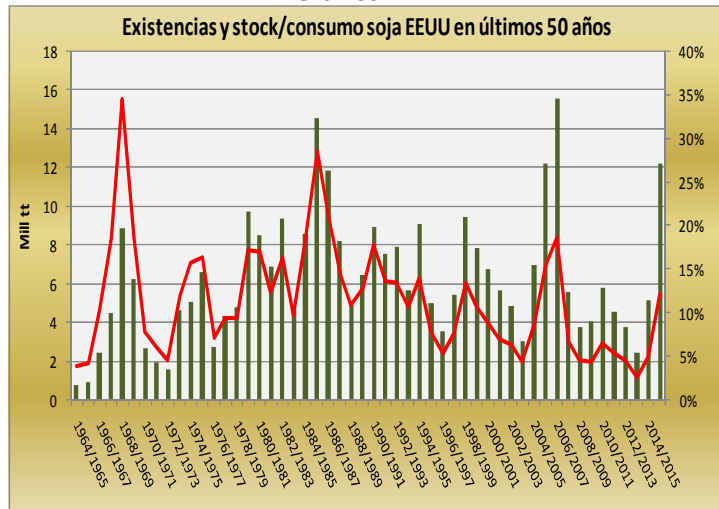
Expectativas de mediano plazo para la soja en Chicago

En un escenario en el que la producción de soja norteamericana ha alcanzado un máximo histórico, y que la demanda con destino a exportación se muestra más débil en comparación a las últimas dos temporadas, las existencias 15/16 de ese país están superando las 12 mill tt y se han transformado en el cuarto mayor volumen en más de medio siglo.

Esto puede vislumbrarse en el *gráfico 1* que se expone abajo (el pico histórico se ha registrado en 06/07 con más de 15 mill tt), siguiendo las barras verdes a través del eje izquierdo. Para dimensionar el panorama de abundancia debemos notar que los inventarios actuales resultan mayores a la suma de las últimas tres campañas.

No obstante, y con un enfoque algo más positivo, este panorama queda parcialmente atenuado al observar lo que ocurre con la relación stock/consumo (línea roja y eje derecho); si bien este ratio llega al 12% y está en máximos de 10 años, mirando hacia atrás se ubica en torno a la media histórica.

Gráfico 1

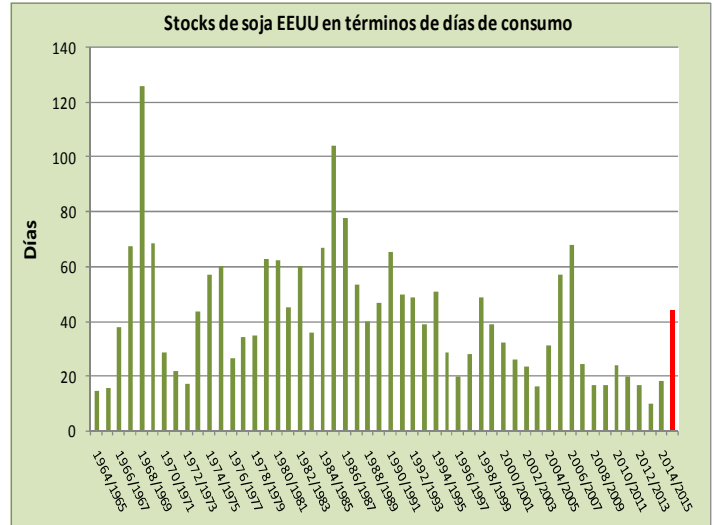


Una forma alternativa, y al mismo tiempo más esclarecedora, de medir cuan holgadas resultan las cuentas actuales en el mercado de soja norteamericano es analizando las existencias en términos de días de consumo.

En este caso las previsiones apuntan a que el equivalente del ciclo en curso es de casi 45 días (ver *gráfico 2*), lo que constituye un cambio rotundo respecto a las últimas 8 temporadas cuando este indicador como máximo ha superado ligeramente los 20 días en dos oportunidades.

El crecimiento del consumo con el correr del tiempo se aprecia poniendo como ejemplo más notable lo que ha ocurrido en el ciclo 06/07; como dijimos anteriormente los inventarios en esa temporada han sido los más elevados desde mediados de los 60' y sin embargo, desde el punto de vista de su correlato en días de demanda, han resultado equivalentes a menos de 70 días contra otros períodos previos de más de tres meses.

Gráfico 2



Tomando lo anterior como base, resulta interesante indagar acerca de lo que ha ocurrido con los precios en Chicago para las campañas en la última década cuyos stocks han alcanzado para más de 20 días de demanda (tomando este parámetro como razonable para una transición ordenada hacia la temporada siguiente).

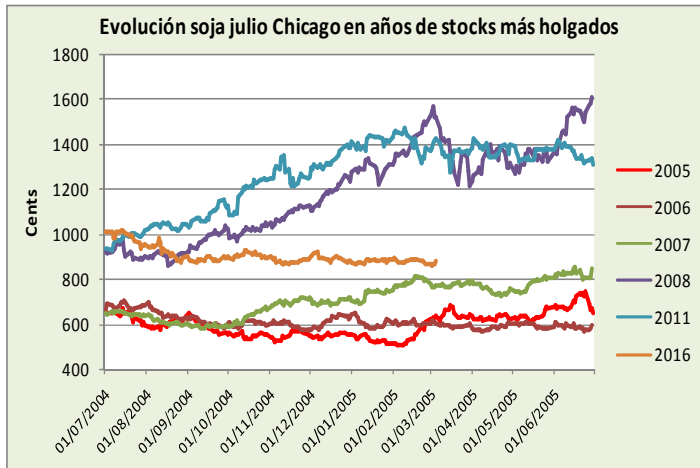
El *gráfico 3* hace referencia a esto para la posición julio en el mercado de referencia para los años 2005, 2006, 2007, 2008, 2011 y 2016; si bien en términos absolutos los valores han sido disímiles (habiendo influenciado en cada momento lo que acontecía con los mercados externos, principalmente dólar y petróleo), se puede observar que existen algunos puntos en común.

Considerando en cada caso los últimos 12 meses antes de que esta posición se transforme en mercado disponible (vale decir desde comienzos de julio del año previo hasta finales de junio de ese mismo período), se advierte que el piso de precios se ha registrado en el período julio-septiembre en tres oportunidades (2007, 2008, 2011) para luego evidenciar una recuperación sostenida de la mano de una subestimación inicial del consumo internacional.

Por su parte, en las otros tres casos, los mínimos se vislumbraron en el primer trimestre del año en el que expira la posición (2005, 2006 y el ciclo en curso), previo a que se da a conocer la encuesta de siembra entre productores de finales de marzo.

En contrapartida, en lo concerniente a los picos de precios, los mismos se han observado a lo largo de junio en tres de los cinco casos anteriores. Esto ha coincidido con la publicación del reporte definitivo de siembra de finales de ese mes en EE.UU, lo cual ha tenido un impacto directo sobre la posición noviembre en Chicago (primer vencimiento de la nueva temporada) e indirecto sobre julio.

Gráfico 3



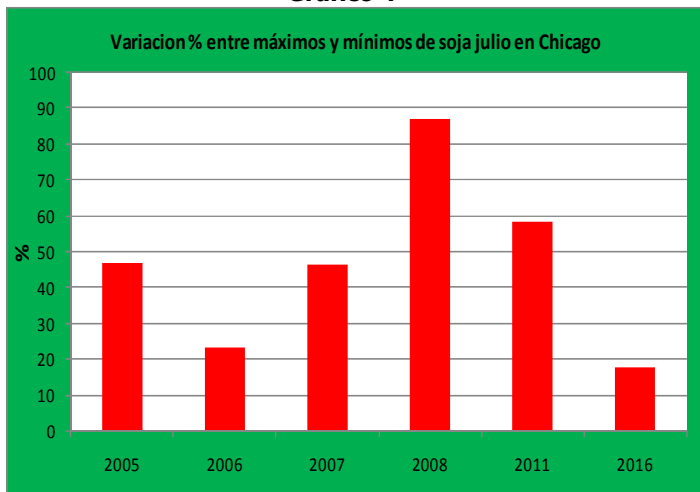
Lo anterior encuentra todavía más justificación en que los Fondos se encuentran vendidos, pudiendo equilibrar su exposición previo al comienzo de la siembra a la espera de que haya señales claras respecto a la evolución de los cultivos.

Por otra parte, en términos de brecha entre máximos y mínimos en Chicago para los períodos en cuestión, se advierte que durante la campaña actual estamos en los mínimos de los últimos años con aproximadamente el 18% (tal como queda reflejado en el gráfico 4).

La diferencia frente a los otros ciclos es muy significativa; en esas temporadas la variación ha oscilado en el rango de 45-85% (el máximo como vemos se ha observado en 2008 previo a la crisis financiera internacional), con excepción de 2006 cuando se ubicó en el 23%.

Esto avala la baja volatilidad implícita que exhiben las opciones en el mercado de referencia, tomando en cuenta que este ratio ha estado en torno al 15% en los últimos meses contra aproximadamente 25-30% en la mayoría de las últimas campañas.

Gráfico 4



A modo de conclusión, mirando hacia atrás en temporadas con Fundamentals bastante similares a los actuales, existen razones de peso para suponer que los mínimos en soja están quedando atrás, con la posibilidad de que el mercado logre fortalecerse independientemente de que se forme una prima climática en el período abril-junio.