

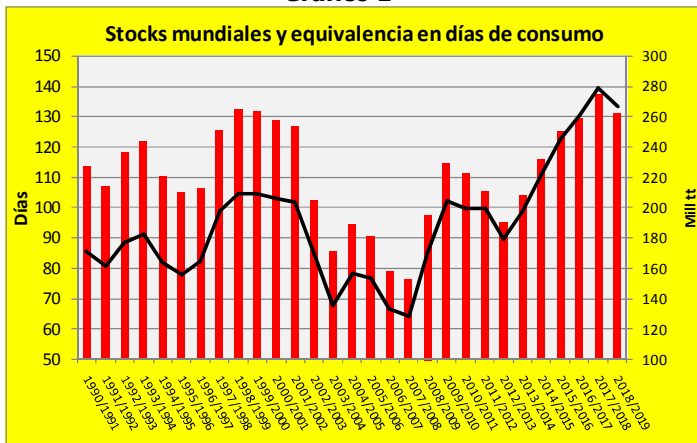
Stocks holgados de trigo en el mundo y su impacto a nivel local

A pesar de que las existencias mundiales de trigo están evidenciando un ajuste de 12 mill tt en la evolución interanual, las proyecciones actuales de USDA anticipan un excedente para el ciclo 18/19 de 267 mill tt (línea negra y eje derecho del *gráfico 1*) que se erige en el segundo mayor volumen en términos históricos.

Esta merma en los stocks puede considerarse exigua si tomamos en cuenta que en relación al ciclo previo la oferta internacional se recortaría en 30 mill tt, explicado íntegramente por recortes de aproximadamente 15 mill tt en los output de Unión Europea y Rusia.

Por su parte, si miramos los inventarios en términos de días de consumo (barras rojas y eje izquierdo), se aprecia que actualmente nos encontramos en niveles de 131 días. Este escenario se traduce en el segundo más cómodo en dos décadas (barras rojas y eje izquierdo).

Gráfico 1

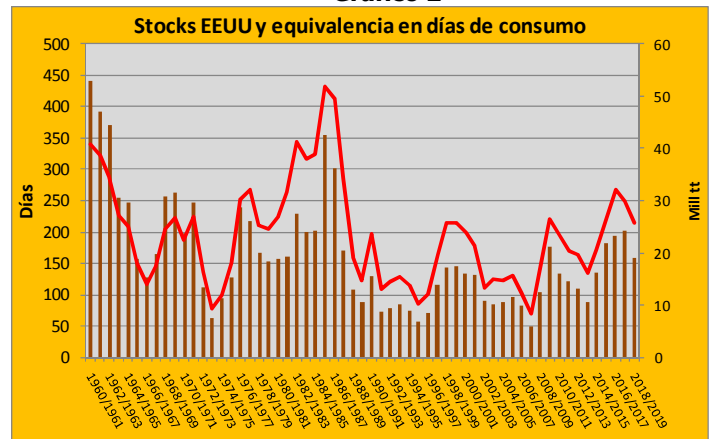


Si nos referimos estrictamente a EEUU, las casi 26 mill tt que prevé el organismo para este año comercial implicaría el segundo ajuste luego de tres expansiones consecutivas en los stocks (línea roja y eje derecho del *gráfico 2*), y si lo comparamos estrictamente con el ciclo previo el recorte es de 4 mill tt.

Sin embargo, si analizamos las existencias en términos de días de demanda vemos que la situación actual norteamericana es mucho más cómoda que la percibida a nivel internacional, habida cuenta de que la equivalencia es de prácticamente 160 días (barras marrones y eje izquierdo; para tomar una idea de lo que ocurre con otros cultivos en el caso de la soja se ubica actualmente en 85 días y en lo referido a maíz en 42 días).

Para matizar lo anterior, si bien en términos de Fundamentals no alcanza a ser decisivo para generar una reacción de peso en Chicago, respecto al ciclo previo se advierte una caída mayor a 40 días, al tiempo de que el registro actual es el más bajo de las últimas cuatro temporadas.

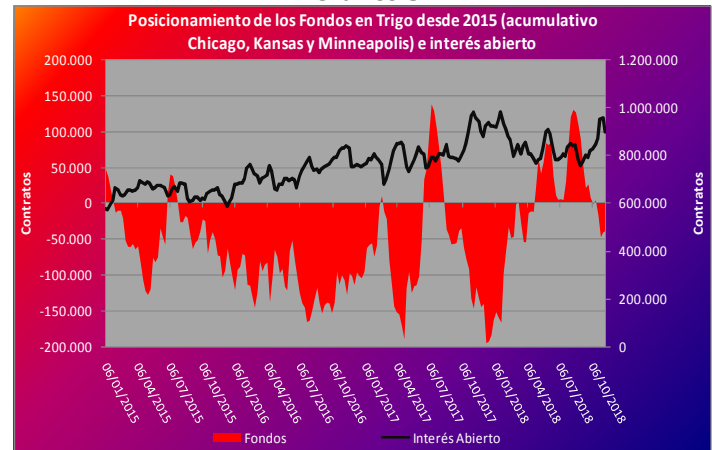
Gráfico 2



Frente a este escenario de cuentas cómodas no debe sorprender la apuesta vendedora que ostentan los Fondos considerando todos los mercados norteamericanos (Chicago; Kansas y Minneapolis), la cual con escasas excepciones se ha verificado desde comienzos de 2015.

Actualmente los inversores institucionales registran una posición vendida cercana a 39 mil contratos (más de 5 mill tt), en un contexto en el que las posiciones abiertas con 900 mil contratos están muy cerca del pico histórico de comienzos de año (tal como lo expresa la línea negra del *gráfico 3* siguiendo el eje derecho). Mirando hacia atrás el pico de liquidación durante el año en curso se ha acercado a 200 mil contratos (27 MT).

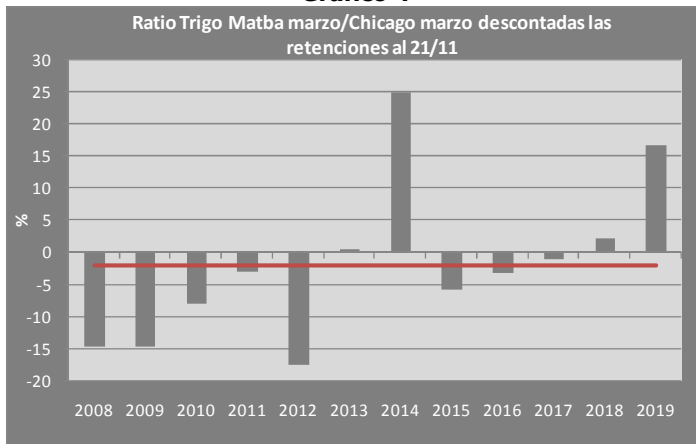
Gráfico 3



Extendiendo el análisis al mercado doméstico, despejando el efecto de las retenciones, se advierte que la relación marzo entre Matba y Chicago se encuentra en el segundo mayor nivel en términos históricos para esta época con una apreciación doméstica mayor al 16% (lo cual se sostiene en una demanda exportadora que hasta el momento ha superado las 7 mill tt). Esto implica una gran diferencia respecto a la media de la última década (incluyendo períodos en los que los mercados han estado disociados por la excesiva regulación en nuestro país), tomando en cuenta que desde 2008 se advierte una valorización relativa de Chicago en torno al 2% (representada por la línea roja del *gráfico 4*).

A partir de lo anterior persiste la amenaza de que este ratio se acerque a lo verificado en las últimas temporadas, con lo cual no podemos descartar bajas adicionales a nivel local en el mediano plazo.

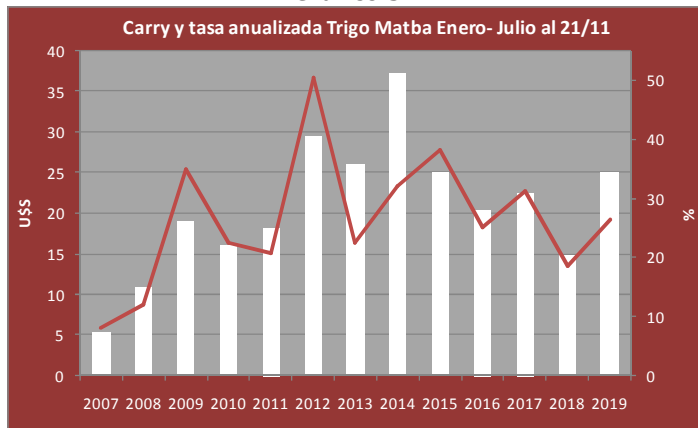
Gráfico 4



Por su parte, en lo que concierne estrictamente a los precios relativos en la plaza doméstica, se percibe que el pase entre enero y julio en Matba trepa a U\$S 25 (barras y eje izquierdo del *gráfico 5*), lo que tiene incorporado una tasa implícita en torno al 27% anualizado (línea blanca y eje derecho) y refleja el fuerte estímulo a concretar ventas hoy lejos de la trilla. Más allá del beneficio que estamos señalando de diferir la comercialización, se aprecia que para esta época la tasa actual se encuentra estacionalmente en el segundo menor nivel de las últimas 6 temporadas. Por su parte, en comparación al pico de 2012, el registro actual resulta prácticamente la mitad.

Para los que hoy estén proyectando los negocios 18/19 de este cultivo, y no tengan urgencia por generar liquidez en el corto plazo, se ratifica que la mejor decisión es comercializar su producción a mitad de 2019; este rendimiento casi triplica el de cualquier bono soberano argentino.

Gráfico 5



A modo de conclusión si bien la firmeza de la demanda de exportación ha llevado a que, neto de retenciones, los productores locales perciban valores muy por encima a los registrados en Chicago, la estructura de precios en nuestro país exhibe un carry elevado que replica el panorama de abundancia en el plano mundial.

En adelante, es probable que la fragilidad de los Fundamentales internacionales sigan afectando a este cultivo, por lo que no debemos descartar que en nuestro país la corrección que estamos observando desde comienzos de agosto perdure.