



BOLSA DE COMERCIO DE ROSARIO

DIRECCIÓN de INFORMACIONES
y ESTUDIOS ECONÓMICOS

Análisis de la participación de los fondos especulativos en los mercados de futuros agrícolas a través del reporte *Commitments of Traders* que publica la *U.S. Commodity Futures Trading Commission*

De: Blas Rozadilla, DIYEE – Bolsa de Comercio de Rosario
Fecha: 22/02/2018

Abstract

El presente informe indaga en las características del reporte *Commitments of Traders* que publica la *U.S. Commodity Futures Trading Commission* y su utilidad como herramienta para evaluar el posicionamiento que toman los fondos de inversión especulativos en los mercados de derivados.

Introducción

Diferentes tipos de participantes pueden encontrarse en los mercados de futuros de commodities. En rasgos generales podemos diferenciarlos en dos grandes grupos: los coberturistas o hedgers, que buscan cubrirse ante el riesgo precio, y los especuladores, quienes asumen ese riesgo con el objetivo de lograr ganancias ante las variaciones de precios.

Entre los coberturistas se encuentran aquellos agentes cuya principal actividad implica la operatoria con el producto físico o disponible. Para el caso de los derivados agrícolas, entre estos se puede mencionar a productores, acopios, industrias y exportadores. Estos buscan cubrirse ante cambios desfavorables de precios mediante la adquisición de una posición en el mercado de futuros que sustituya temporariamente la compra o venta de la mercadería.



BOLSA DE COMERCIO DE ROSARIO

DIRECCIÓN de INFORMACIONES
y ESTUDIOS ECONÓMICOS

Los especuladores son aquellos inversores que buscan posicionarse a favor de la tendencia, anticipando cambios en los precios en búsqueda de obtener una ganancia. Estos participantes cumplen un papel clave en los mercados ya que son los que brindan la liquidez necesaria para que los demás agentes puedan realizar con facilidad las transacciones necesarias y en los volúmenes requeridos para realizar sus coberturas. Estos inversores generalmente no se encuentran vinculados al subyacente que, para el caso de los futuros agrícolas, quiere decir que no forman parte del circuito de comercialización del grano.

La CFTC y su reporte Commitments of Traders

La Commodity Futures Trading Commission (CFTC) se estableció como una agencia independiente en 1974, asumiendo responsabilidades que anteriormente habían pertenecido al Departamento de Agricultura desde la década de 1920. Ésta tiene el mandato de ejercer la autoridad regulatoria sobre los mercados de futuros de commodities. Con el tiempo, la agencia ha incorporado bajo su supervisión a los mercados de productos financieros tales como tasas de interés, índices bursátiles y moneda extranjera.

La misión de la CFTC es fomentar mercados abiertos, transparentes, competitivos y financieramente sólidos. Al trabajar para evitar el riesgo sistémico, la comisión pretende proteger a los usuarios del mercado y sus fondos, a los consumidores y al público general del fraude, la manipulación y las prácticas abusivas relacionadas con derivados y otros productos sujetos a la Commodity Exchange Act (CEA), ley que regula la operatoria con futuros de commodities en los Estados Unidos.

La CFTC publica todos los viernes los informes de Commitments of Traders (COT) para ayudar al público a comprender la dinámica del mercado. Específicamente, los informes COT proporcionan un desglose de los intereses abiertos de cada martes anterior a la publicación, sólo para futuros o para futuros y opciones, en mercados de derivados en los que 20 o más operadores mantienen posiciones iguales o superiores a los niveles reportables establecidos por la CFTC. Los informes COT se basan en los datos de posición proporcionados por las empresas informantes. Estas entidades informantes (miembros de la clearing, futures commission merchants y agentes de bolsa extranjeros) entregan a la comisión un reporte diario que muestra las posiciones en futuros y opciones de los operadores que mantienen posiciones por encima de los niveles específicos fijados por las regulaciones del organismo. Si, al cierre de un día, alguno de los entes informantes ha negociado posiciones en un volumen igual o mayor de los niveles establecidos por la CFTC en cualquier mes de un futuro o de una opción, los entes mencionados deben reportar la posición completa del operador en todos los contratos de futuros y opciones de dicho commodity, sin tener en cuenta el tamaño de la misma.



BOLSA DE COMERCIO DE ROSARIO

DIRECCIÓN de INFORMACIONES
y ESTUDIOS ECONÓMICOS

La CFTC presenta dos tipos de informes con diferentes clasificaciones de los operadores. El reporte COT en su formato original (o "Legacy Report") desglosa las posiciones de interés abiertas reportables en dos clasificaciones: operadores comerciales (Commercial) y no comerciales (Non-Commercial). Todas las posiciones de futuros reportadas por un operador en un producto se clasifican como comerciales si el operador usa contratos de futuros en ese producto en particular para cobertura, según lo definen las regulaciones de la CFTC. Una entidad generalmente se clasifica como "Commercial" mediante la presentación de una declaración ante la comisión de que está comercialmente dedicada a actividades de negocios cubiertas por el uso de los mercados de futuros y opciones. Dentro de los "Non-Commercial" se podría inferir que se encuentran aquellas entidades que realizan operaciones especulativas en búsqueda de generar ganancias.

Desde septiembre de 2009, esta institución publica también un reporte desagregado ("Disaggregated COT"), que luego ha sido ampliado con información histórica desde junio de 2006. En este informe se realiza una clasificación más detallada de los operadores, discriminándolos en cuatro grupos:

Producer/Merchant/Processor/User: en esta categoría se encuentran todos aquellos participantes que se dedican a la producción, procesamiento, empaque o manejo de una determinada materia prima y que utilizan los mercados de futuros para gestionar o cubrir los riesgos asociados a tales actividades.

Swap Dealers: son aquellos participantes que realizan operaciones de swaps sobre commodities y utilizan los mercados de futuros para gestionar o cubrir el riesgo asociado con estas transacciones. Las contrapartes de los "swap dealers" pueden ser participantes especuladores, como fondos de inversión alternativa (hedge funds), o participantes comerciales que gestionan sus riesgos.

Managed Money: son los asesores de negociación de materias primas registrados (Commodity trader advisor), operadores especializados registrados (Commodity pool operator) y fondos no registrados identificados por la CFTC. Este tipo de operadores está comprometido en administrar y conducir la operatoria con futuros en beneficio de sus clientes, es decir, son aquellos fondos que buscan obtener ganancias ante cambios de precios.

Other Reportables: Son todos aquellos participantes que no están en las anteriores categorías.

La categoría de "Commercial" en el "Legacy Report" siempre ha incluido a los productores, comerciantes, procesadores y usuarios del producto básico físico que gestionan sus riesgos comerciales mediante la cobertura. También ha incluido operadores de swaps que pueden haber incurrido en un riesgo en el mercado extrabursátil (OTC) y luego compensar ese riesgo en los mercados de futuros, independientemente de si su contraparte en el mercado OTC era un operador comercial o un especulador. Esas dos categorías de lo que se ha informado como "Commercial" se informan por separado en el COT desagregado. La categoría "Non-commercial" del formato original incluía administradores de dinero profesionales, así como una amplia gama de otros operadores no comerciales o especuladores. Estas dos categorías de lo que se ha informado como "Non-



BOLSA DE COMERCIO DE ROSARIO

DIRECCIÓN de INFORMACIONES
y ESTUDIOS ECONÓMICOS

commercial" se informan por separado como "Managed Money" y "Other Reportables" en el informe desagregado.

¿Dónde fijar la atención?

Para poder realizar un análisis en base al reporte COT (se tendrá en consideración el informe que reporta las posiciones en futuros y opciones), buscando determinar tendencias de precios, es necesario saber cuál de todos estos grupos es el que más acierta en el movimiento de los precios, es decir, qué grupo acumula posiciones compradas en los momentos en que las cotizaciones suben y distribuye posiciones cuando las mismas bajan.

Como se mencionó anteriormente, son los especuladores quienes buscan posicionarse a favor de la tendencia del mercado con el objetivo de beneficiarse ante los movimientos de precios. Estos grandes especuladores, representados por los fondos de inversión, buscan obtener ganancias tanto en situaciones alcistas como ante tendencias bajistas, haciendo uso para esto último de los mercados a término. Mirando la participación de estos grandes especuladores en el mercado de Chicago se vislumbra la capacidad de estos para estar, generalmente, posicionados a favor de la tendencia; incluso en repetidas veces se han adelantado a las mismas (esto se puede observar claramente en los gráficos expuestos más adelante en este informe).

Aquí surge la disyuntiva de cuál es el grupo que mejor se ajusta mediante su posicionamiento a los movimientos del mercado, teniendo en cuenta las diferentes desagregaciones existentes en los dos formatos del reporte COT. Los grupos que podemos asociar a actividades especulativas son el "Managed Money" y el "Non-Commercial". Para determinar sobre cuál de los grupos se puede obtener una información más representativa a partir de su seguimiento, se realizó un cálculo de las correlaciones entre las posiciones netas de los mismos y los precios del mercado de Chicago, para los tres principales commodities agrícolas –soja, maíz y trigo-. Las posiciones netas refieren a la diferencia entre las posiciones compradas y vendidas sobre un mismo subyacente pero sin distinguir el vencimiento de los contratos.

¿Qué reflejan los datos?

El índice de correlación muestra el grado en que dos variables se relacionan, y como varía una en relación a la otra y viceversa. Considerando la serie completa de las posiciones netas de ambos grupos y los precios de los futuros con mayor volumen operado para cada día de la semana para el cual se publican los datos para cada uno de los commodities agrícolas tenidos en cuenta, se obtiene que, tanto para la soja como para el trigo y para el maíz, los "Managed Money" tuvieron una correlación mayor con los precios que los "Non-Commercial". A partir de esto podemos plantear

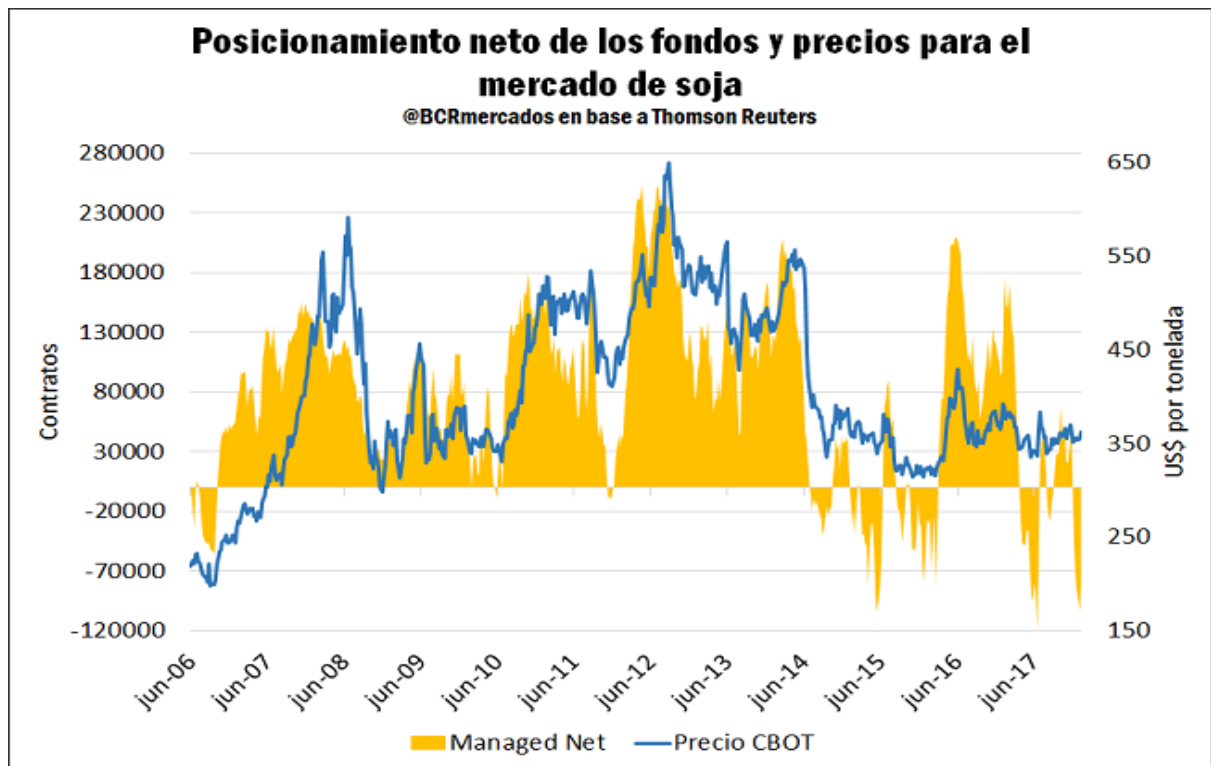


BOLSA DE COMERCIO DE ROSARIO

DIRECCIÓN de INFORMACIONES
y ESTUDIOS ECONÓMICOS

que los participantes englobados en “Managed Money” tienen una mayor capacidad para posicionarse a favor de la tendencia, tratando de replicar el movimiento de los precios.

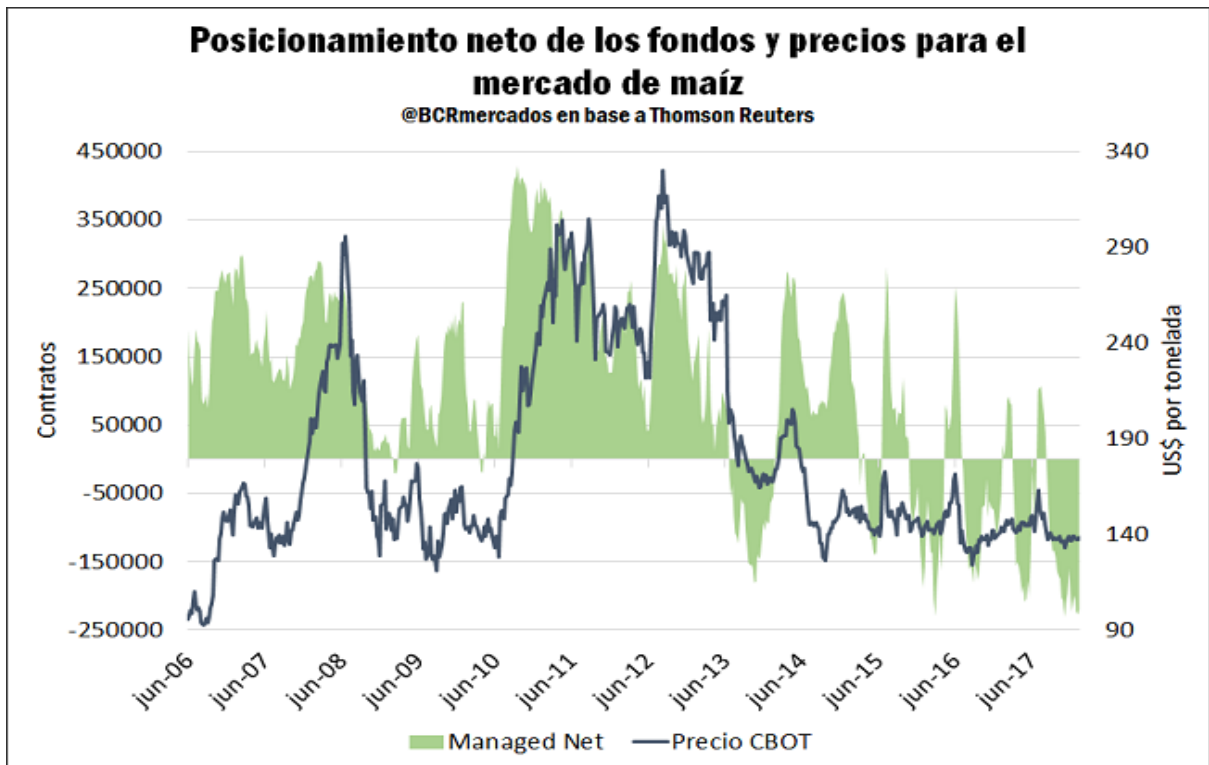
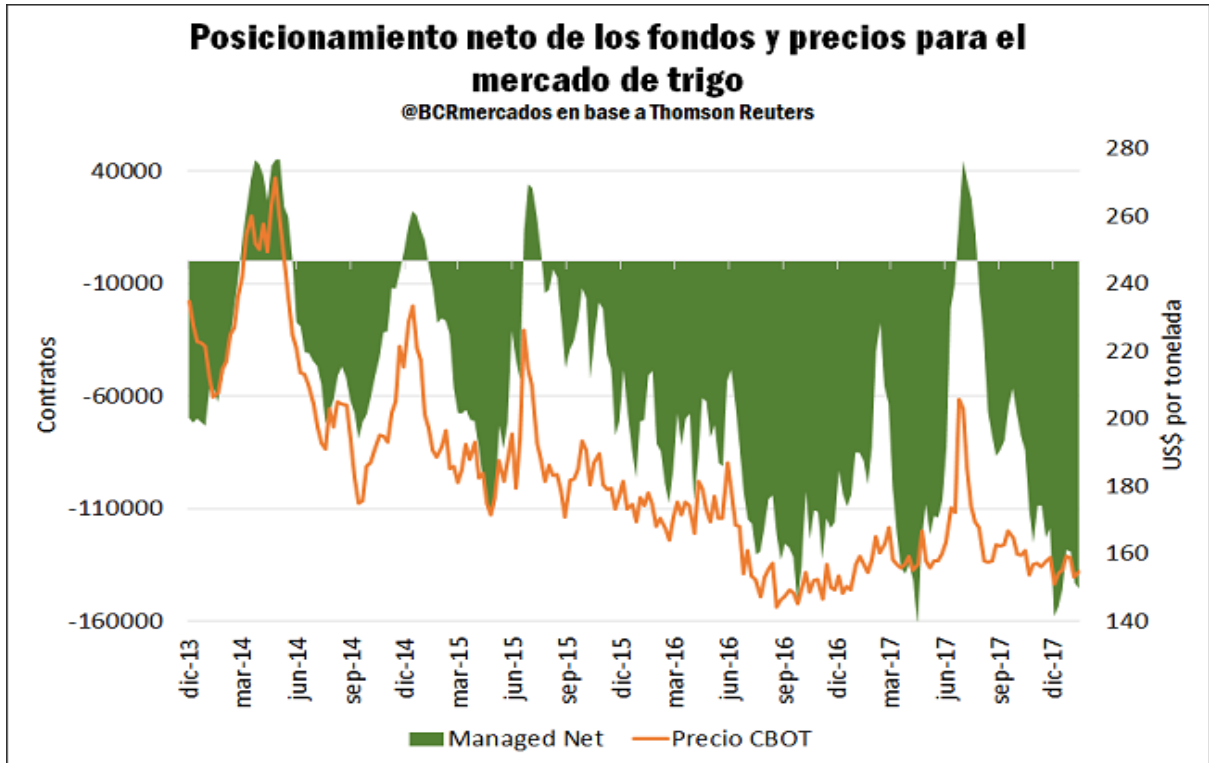
Los valores obtenidos para los índices de correlación calculados fueron: 0,6554 (respecto al posicionamiento neto de los “Managed Money” contra 0,6462 (respecto a los “Non-Commercial”) en la soja; 0,798 contra 0,762 en el trigo (teniendo en cuenta datos desde diciembre de 2013, cuando aparece el contrato SRW en CBOT), y 0,5341 contra 0,5222 en el maíz.





BOLSA DE COMERCIO DE ROSARIO

DIRECCIÓN de INFORMACIONES
y ESTUDIOS ECONÓMICOS



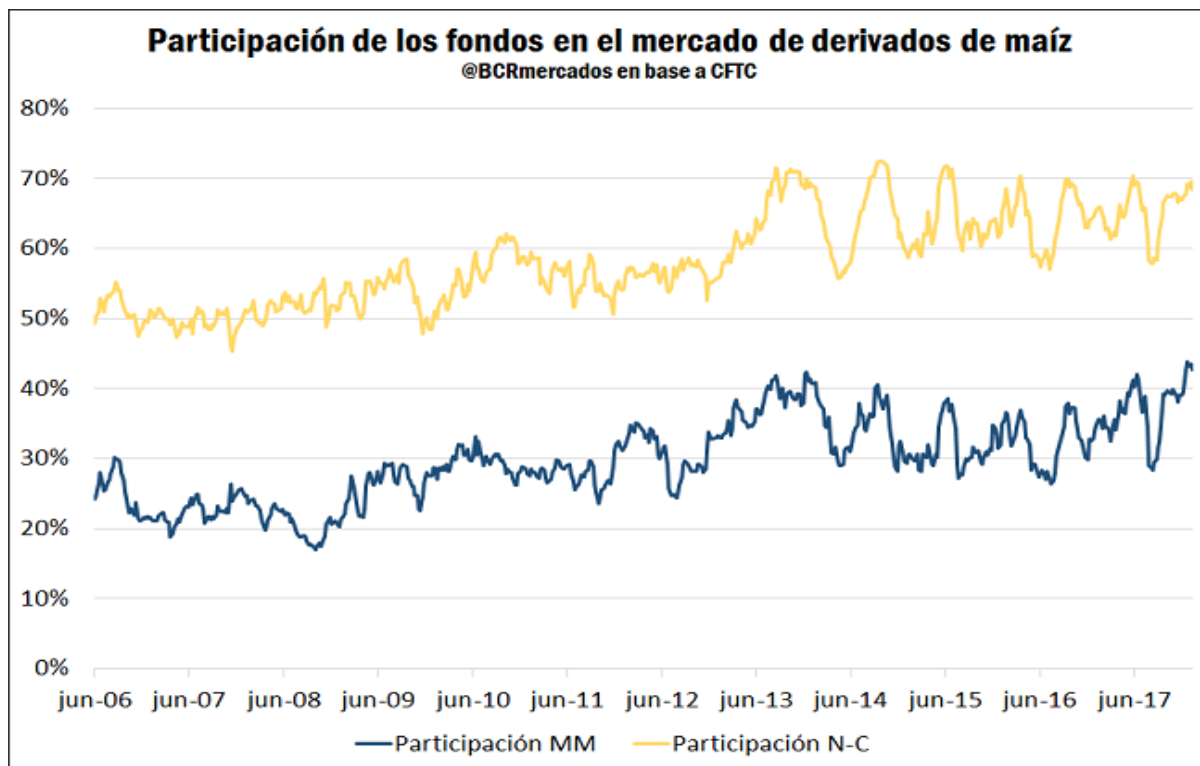


BOLSA DE COMERCIO DE ROSARIO

DIRECCIÓN de INFORMACIONES
y ESTUDIOS ECONÓMICOS

Ahora bien, si no se toma la serie de datos completa y se calculan las correlaciones para períodos más cortos y recientes, el valor de las mismas tiende a aumentar en los tres mercados bajo análisis. La hipótesis principal para explicar este fenómeno, es que el mismo se debe al aumento en la participación de los fondos especuladores en la operatoria de cada mercado. Sin embargo, se presentan particularidades en cada caso que caben destacarse. Para la calcular la participación de estos fondos en el mercado, se sumaron las posiciones compradas y vendidas de los mismos, para obtener qué porcentaje representaba este valor sobre la sumatoria del total de las posiciones compradas y vendidas. Otra hipótesis en relación a esto, es que esta mayor correlación está asociada al incremento en la presencia de la operatoria a través de algoritmos, la comprobación de la misma excede los límites de este artículo.

Para el caso del maíz, el promedio histórico de la participación de los “Managed Money” en el mercado es del 29,9%. A partir de comienzos del año 2015, se observa que el valor de la participación semanal para este grupo se ubica continuamente por encima del promedio histórico; si se calcula el promedio de estas participaciones a partir de esa fecha (enero de 2015), este aumenta a 33,85%. Es también para este período donde se observa una mayor correlación entre el posicionamiento neto de los especuladores y los precios del cereal en Chicago; el índice de correlación es de 0,7642.

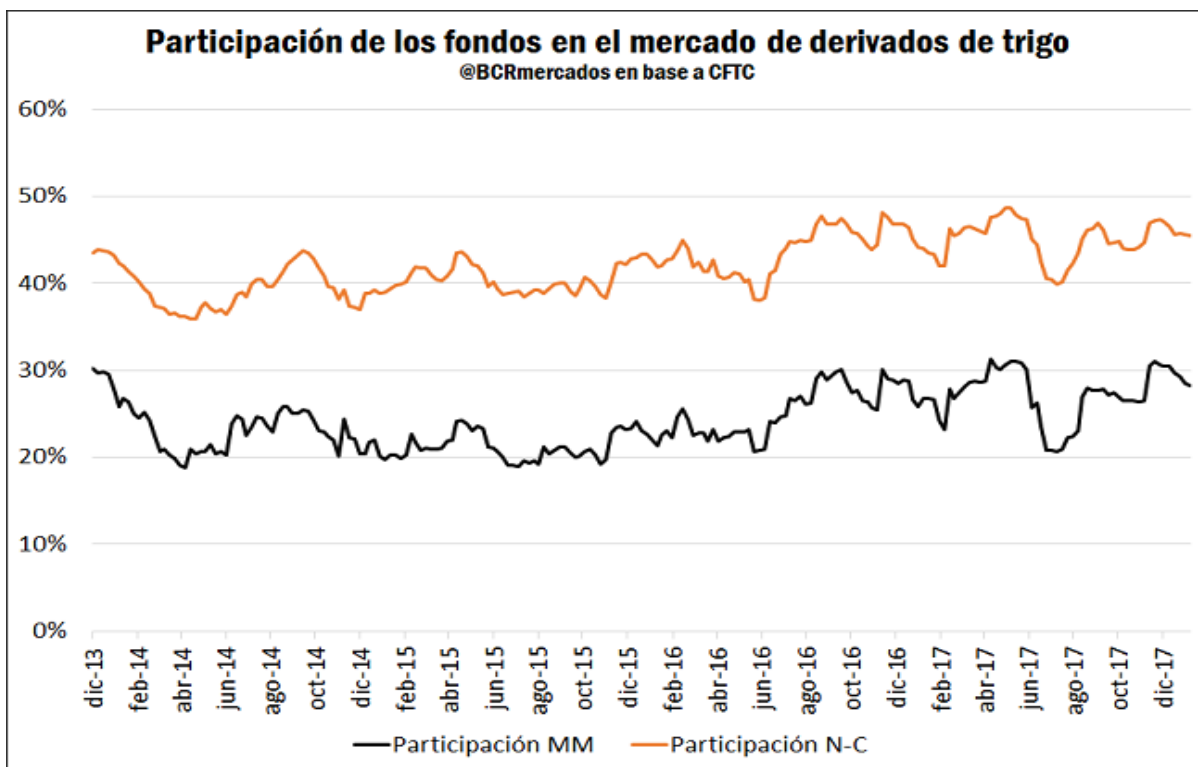




BOLSA DE COMERCIO DE ROSARIO

DIRECCIÓN de INFORMACIONES
y ESTUDIOS ECONÓMICOS

Para el trigo, también con datos desde diciembre de 2013, la participación promedio “Managed Money” es de 24,29%. Esto cambia de forma considerable a partir de julio de 2016, en donde el promedio de la participación pasa a ser de 27,38%. Esto se ve reflejado en la correlación entre la posición neta de este grupo y los precios, utilizando los datos a partir de esa fecha este valor alcanza 0,801.

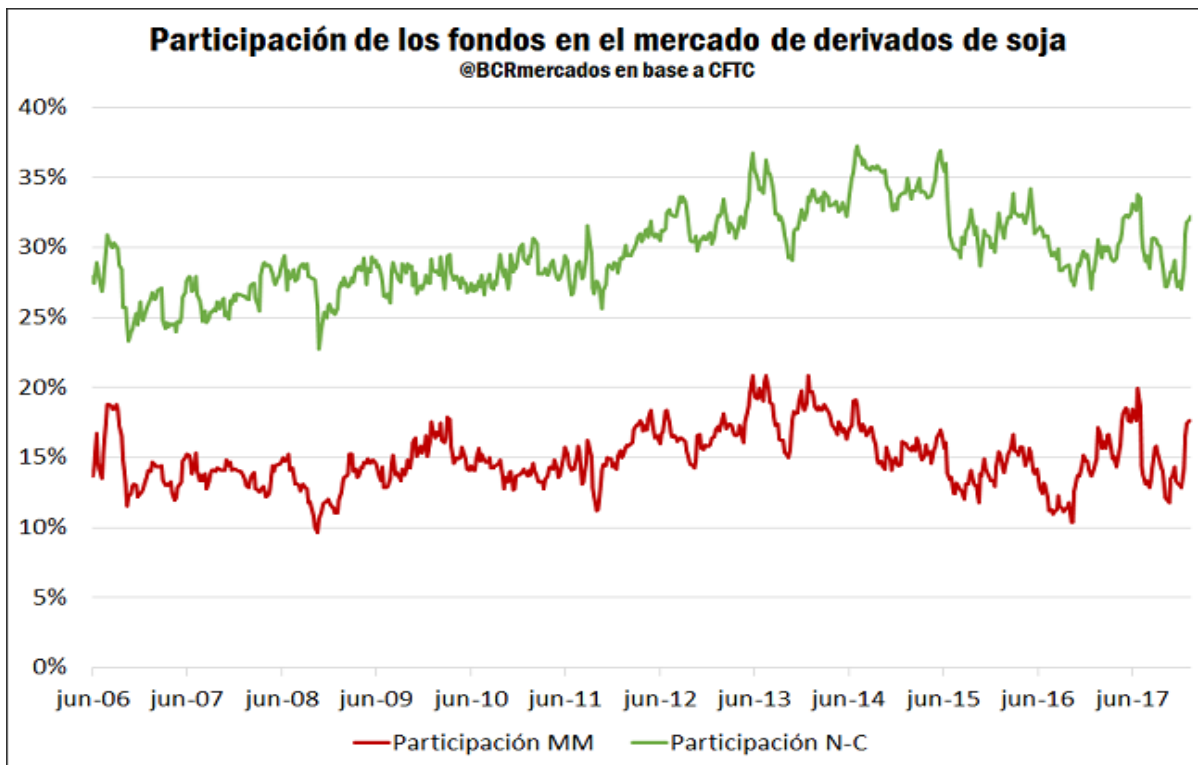


Lo que sucede para la soja es bastante singular, a partir del año 2015 es el grupo de los “Non-Commercial” el que muestra un mejor ajuste al movimiento de los precios con un índice de correlación de 0,7428, mientras que para los “Managed Money” es de 0,7218 considerando el mismo período. Si se analizan las participaciones, se puede observar que para el período referenciado los “Non-Commercial” aumentan su participación respecto al promedio histórico (31,79% contra 29,73%), mientras que los “Managed Money” la disminuyen (14,52% contra 14,99%). Como consecuencia de esto, se puede plantear que a la hora de hacer un análisis del mercado de la oleaginosa es conveniente fijar la atención en los “Non-Commercial”.



BOLSA DE COMERCIO DE ROSARIO

DIRECCIÓN de INFORMACIONES
y ESTUDIOS ECONÓMICOS



¿Qué se debe tener en cuenta a la hora del análisis?

Existen tres cuestiones principales a considerar cuando se intenta analizar un mercado en base al posicionamiento de los fondos especulativos en un determinado mercado. En primer lugar, se debe prestar atención a los cambios en la posición neta, que pueden ser buenos indicadores de la tendencia. Estos inversores pueden mantener grandes posiciones vendidas o compradas por largos períodos, por lo que resulta de mayor valor detenerse en los cambios que se generan en esas posiciones netas, que pueden aumentar o disminuir.

Otro factor al que se debe prestar atención es a los posicionamientos extremos, que pueden ser un indicio significativo de posibles cambios en la tendencia. La razón por la cual estas posiciones extremas son importantes para el análisis es que son puntos en los cuales existen tantos especuladores orientándose en una dirección que no existe nadie más para comprar o vender. Como resultado, tiene lugar un agotamiento y los precios comienzan a revertirse.

Por último, las variaciones tanto en el interés abierto como en el volumen operado permiten determinar la fortaleza de una tendencia. Si un mercado ha estado subiendo o bajando durante un



BOLSA DE COMERCIO DE ROSARIO

DIRECCIÓN de INFORMACIONES
y ESTUDIOS ECONÓMICOS

largo tiempo con niveles crecientes del interés abierto, una estabilización o decrecimiento del mismo puede ser una alerta que indique que la tendencia puede estar acercándose a su fin. Un mayor interés abierto generalmente indica que la fortaleza de la tendencia está aumentando porque nuevo dinero o compradores agresivos están entrando al mercado. Una caída del interés abierto indica que el dinero se está yendo del mercado y que la tendencia reciente está perdiendo impulso.

Sin embargo, analizando la participación de los diferentes agentes del mercado se puede apreciar que no todos los participantes suelen ser eficientes a la hora de predecir la evolución de precios, por lo tanto, una afirmación sobre fortaleza y debilidad de las tendencias en función al volumen operado o al interés abierto puede no ser del todo precisa. Esto se relaciona con la participación de los fondos especulativos (quienes buscan predecir las tendencias) en los diferentes mercados. Como se vio anteriormente la participación de este tipo de inversores es minoritaria, es por ello que antes de arribar a conclusiones sobre la fortaleza o debilidad de una tendencia a partir del volumen o del interés abierto, es de utilidad revisar qué hicieron cada uno de los participantes del mercado.

Bibliografía

- **¿Quiénes mueven al mercado?**; Collatti, M. B.; BCR; disponible en: <https://www.bcr.com.ar/Pages/Publicaciones/seriesDet.aspx?ID=32>
- **Fondos especulativos**; Perotti, E.; BCR; disponible en: <https://www.bcr.com.ar/Pages/Publicaciones/investigacionesDet.aspx?ID=11>
- **Proyecciones en el mercado cambiario en base al Reporte COT de la CFTC**; BCR News: Noticias del mundo de los derivados; Año XII, N°580 – 18 de septiembre de 2009.
- **Web oficial de Commodity Futures Trading Commission (CFTC)**: <http://www.cftc.gov/index.htm>