



BOLSA DE COMERCIO DE ROSARIO

Testimonio de

Michael W. Masters

Managing Member / Portfolio Manager

Masters Capital Management, LLC

Ante el

Comité de Seguridad Interna y Asuntos Gubernamentales
(Committee of Homeland Security and Governmental Affairs)

Estados Unidos

20 de Mayo de 2008



BOLSA DE COMERCIO DE ROSARIO

Buenos días y gracias, Señor Presidente y Miembros del Comité, por la invitación para hablar ante ustedes hoy. Éste es un tema que me interesa profundamente, y aprecio la oportunidad de compartir lo que he descubierto.

He estado administrando exitosamente un fondo de cobertura de acciones por más de 12 años y tengo muchos contactos en Wall Street y entre la comunidad de fondos de cobertura. Es importante que sepan que actualmente no estoy involucrado en la operatoria de commodities en mercados de futuros. No estoy representando ninguna organización corporativa, financiera o de lobby. Estoy hablándoles hoy como un ciudadano preocupado, cuyos antecedentes profesionales le han dado elementos para comprender una situación que creo que está afectando negativamente a la economía estadounidense. A pesar de que algunas personas de mi profesión pueden verse decepcionadas de que esté presentando este testimonio ante el Congreso, siento que es lo correcto.

Ustedes han hecho la pregunta “¿Están los Inversores Institucionales contribuyendo a la inflación en los precios de los alimentos y la energía?” Y mi respuesta inequívoca es “SÍ”. En este testimonio explicaré que los Inversores Institucionales son uno de -si no el principal- los factores que están afectando el precio de los commodities hoy. Claramente, existen muchos factores que contribuyen a la determinación de los precios en los mercados de commodities; yo estoy aquí para exponer un factor de rápido crecimiento pero que sin embargo ha pasado desapercibido, y uno que presenta un problema que puede ser convenientemente corregido mediante una acción de política legislativa.

Los precios de los commodities han aumentado más a un nivel agregado en los últimos cinco años que en ningún otro período en la historia de Estados Unidos¹. Hemos visto picos en los precios de los commodities en el pasado como resultado de crisis de oferta, tal como la que tuvo lugar durante el Embargo Árabe de Petróleo de 1973. Pero hoy, a diferencia de los episodios previos, la oferta es amplia: no hay colas en los surtidores de gas y hay suficientes alimentos en las estanterías.

Si la oferta es adecuada –tal como ha sido demostrado por otros que han testificado anteriormente ante este Comité²– y los precios continúan aumentando, la demanda debe estar aumentando. Pero ¿cómo se explica un aumento continuo en la demanda cuando los precios de los commodities se han duplicado o triplicado en los últimos 5 años?

Lo que estamos experimentando es un shock de demanda proveniente de una nueva categoría de participantes en los mercados de futuros sobre commodities: los Inversores Institucionales. Específicamente estos son Fondos de Pensión Gubernamentales y Corporativos, Fondos de Bienestar Soberano, Talentos Universitarios, y otros Inversores Institucionales. Colectivamente, estos inversionistas actualmente dan cuenta en promedio



BOLSA DE COMERCIO DE ROSARIO

de una mayor participación en destacados contratos de futuros sobre commodities que ningún otro participante de mercado.³

Estas partes, a las cuales llamo especuladores de índices, asignan una porción de sus portafolios a “inversiones” en los mercados de futuros sobre commodities, y se comportan muy diferentemente de los Especuladores Tradicionales que han existido siempre en este mercado. Me refiero a ellos como Especuladores de “Índices” por su estrategia de inversión: distribuyen su asignación de dólares entre los 25 commodities sobre futuros clave según los índices populares –Standard & Poors, Goldman Sachs Commodity Index, AIG Commodity Index⁴.

Me gustaría exponer brevemente el marco en el cual surgieron esta nueva categoría de “inversores”.

A principios de esta década, algunos inversores institucionales que sufrieron como consecuencia del severo mercado bajista de las acciones en el período 2000-2002, comenzaron a mirar el mercado de futuros sobre commodities como una nueva “clase de activo” potencial adecuada para inversiones institucionales. Mientras que el mercado de commodities siempre ha tenido algunos especuladores, nunca antes había tenido grandes instituciones de inversión considerando seriamente el mercado de futuros sobre commodities como viable para programas de inversión a gran escala. Las condiciones eran atractivas porque históricamente habían estado negativamente correlacionados, lo cual significa que operan inversamente a los portafolios de renta fija y acciones. Consultores de la industria financiera de primera línea, que aconsejaban a grandes instituciones sobre asignaciones de portafolio, sugirieron por primera vez que los inversores podían “comprar y mantener” futuros sobre commodities, tal como los inversores habían hecho antes con acciones y bonos.

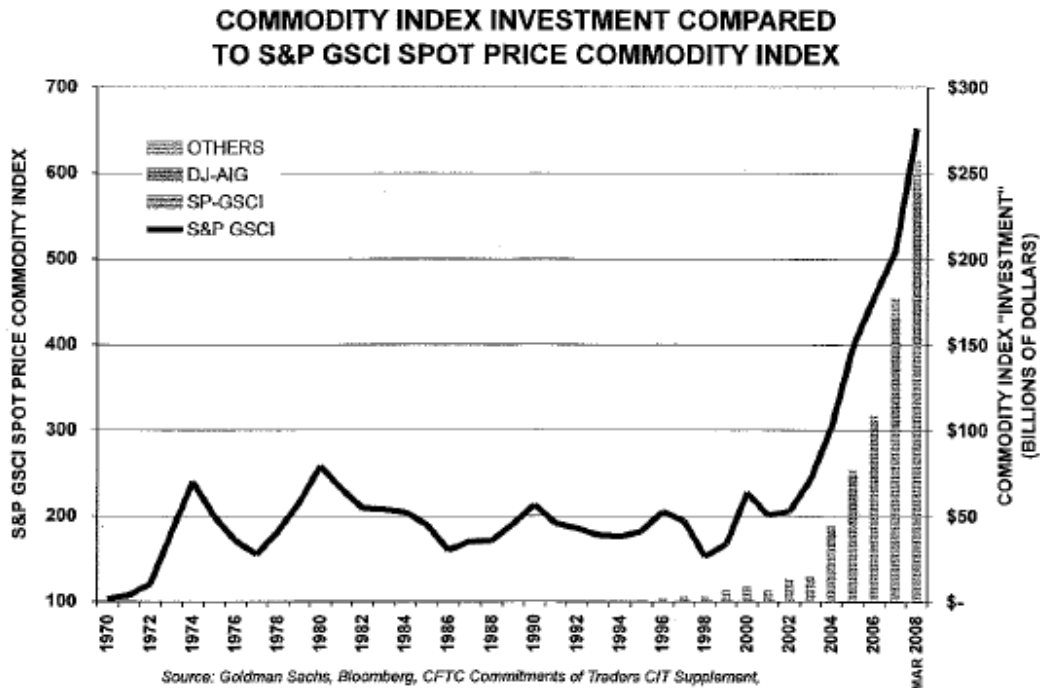
La Demanda de Especuladores de Índices está impulsando los precios al alza

Hoy, los especuladores de Fondos Índices están vertiendo miles de millones de dólares en los mercados de futuros sobre commodities, especulando a que los precios de los commodities van a aumentar. El Gráfico 1 muestra que los activos asignados a las estrategias de trading de índices sobre commodities han aumentado desde u\$s 13 mil millones a fines de 2003 a u\$s 260 mil millones a marzo de 2008,⁵ y los precios de los 25 commodities que componen estos índices pueden haber aumentado en promedio un 183% en esos cinco años!⁶



BOLSA DE COMERCIO DE ROSARIO

Gráfico 1-



De acuerdo a la CFTC y a participantes del mercado spot, los precios de los futuros sobre commodities son la referencia para el precio del bien en el mercado físico, por lo que cuando los Fondos Índices de Especulación presionan los precios de los commodities sobre futuros al alza, los efectos se sienten inmediatamente en los valores spot y en la economía real.⁷ Entonces hay una conexión directa entre los precios futuros de los commodities y los precios que su electorado está pagando bienes de primera necesidad.

La siguiente tabla muestra las compras de commodities que los especuladores de índices han hecho vía el mercado de futuros. Estos son números muy grandes y necesitan ser puestos en perspectiva para ser cabalmente comprendidos.

En la prensa popular la explicación que se da con mayor frecuencia a los precios del petróleo en aumento es la mayor demanda de petróleo por parte de China. De acuerdo al DOE, la demanda anual de china por petróleo ha aumentado los últimos cinco años de 1,88 mil millones de barriles a 2,8 mil millones de barriles, un aumento de 920 millones de barriles.⁸ Durante el mismo período de cinco años, la demanda de futuros sobre petróleo por parte de los Fondos Índices de Especulación ha aumentado en 848 millones de barriles.⁹ El aumento en la demanda por parte de los Fondos Índices de Especulación es casi igual al aumento en la demanda por parte de China.



BOLSA DE COMERCIO DE ROSARIO

Commodity Purchases By Index Speculators The Last 5 Years

Sector	Commodity	Units	Previous Futures Market Stockpile January 1, 2003	Net Purchases Last 5 1/4 Years	Current Futures Market Stockpile March 12, 2008
Agricultural	Cocoa	Metric Tons	18,828	303,352	322,180
	Coffee	Pounds	195,716,944	2,238,858,056	2,434,575,000
	Corn	Bushels	242,561,708	2,138,383,292	2,380,945,000
	Cotton	Pounds	544,934,999	5,548,915,001	6,093,850,000
	Soybean Oil	Pounds	163,135,678	4,312,624,322	4,475,760,000
	Soybeans	Bushels	81,028,272	890,616,728	971,645,000
	Sugar	Pounds	2,291,358,746	46,094,097,254	48,385,458,000
	Wheat	Bushels	166,738,225	967,351,775	1,134,090,000
	Wheat KC	Bushels	54,746,014	102,618,986	157,365,000
Livestock	Feed Cattle	Pounds	104,446,612	365,453,388	469,900,000
	Lean Hogs	Pounds	517,414,747	3,827,425,253	4,344,840,000
	Live Cattle	Pounds	669,766,732	5,099,033,268	5,768,800,000
Energy	Brent Crude Oil	Barrels	47,075,357	144,524,265	191,599,621
	WTI Crude Oil	Barrels	99,880,741	538,499,579	638,380,320
	Gasoil	Metric Tons	1,682,662	6,027,680	7,710,342
	Heating Oil	Gallons	1,067,859,608	2,568,925,661	3,636,785,269
	Gasoline	Gallons	1,102,184,401	2,488,458,616	3,590,643,018
	Natural Gas	Million BTUs	330,652,415	1,932,356,225	2,263,008,640
Base Metals	Aluminum	Metric Tons	344,246	3,232,406	3,576,652
	Lead	Metric Tons	82,019	158,726	240,745
	Nickel	Metric Tons	20,147	101,968	122,135
	Zinc	Metric Tons	133,381	1,182,091	1,315,472
	Copper	Metric Tons	220,096	1,144,538	1,364,634
Precious Metals	Gold	Troy Ounces	979,863	8,742,401	9,722,264
	Silver	Troy Ounces	11,126,862	152,866,187	163,993,049

Sources: Goldman Sachs, Standard & Poors, Dow Jones,
CFTC Commitments of Traders CIT Supplement, calculations

De hecho, los especuladores de índices han acumulado a la fecha, a través del mercado de futuros, el equivalente a 1,1 mil millones de barriles de petróleo, sumando efectivamente ocho veces tanto petróleo a sus reservas como los Estados Unidos sumó a la Reserva Estratégica de Petróleo en los últimos cinco años.¹⁰

Dirijamos nuestra atención a los precios de los alimentos, los cuales se han disparado en los últimos seis meses. Cuando se pide explicaciones para este dramático aumento, las respuestas de los economistas típicamente se enfocan en el direccionamiento de una significativa porción de la cosecha de maíz de EEUU a la producción de etanol.¹¹ Lo que se pasan por alto es el hecho de que los Inversores Institucionales han comprado más de 2 mil millones de bushels de futuros sobre maíz en los últimos cinco años. A la fecha, los Fondos Índices de Especulación han acumulado suficientes futuros sobre maíz como para potencialmente satisfacer a toda la industria de etanol de Estados Unidos a capacidad plena por un año.¹² Ello equivale a producir 5,3 mil millones de galones de galones, lo cual convertiría a Estados Unidos en el mayor productor mundial de etanol.¹³



BOLSA DE COMERCIO DE ROSARIO

En relación al trigo, durante el 2007 los estadounidenses consumieron 2,22 bushels de trigo per capita.¹⁴ A 1,3 mil millones de bushels, la actual acumulación de trigo en manos de Fondos Índices de Especulación es suficiente para satisfacer a cada ciudadano estadounidense con todo el pan, pastas y productos de repostería que pueden comer por los próximos dos años!

Características de la demanda del especulador de Fondos Índices

La demanda de contratos sobre futuros sólo puede provenir de dos fuentes: Consumidores de los Commodities Físicos y Especuladores. La categoría Especuladores incluye a los Especuladores Tradicionales que han existido siempre en el mercado, así como también a los Especuladores de Fondos Índices. Hace cinco años, los Fondos Índices eran una pequeña fracción de los mercados de futuros sobre commodities. Hoy, en muchos mercados de futuros sobre commodities, son la mayor fuerza individual.¹⁵ El enorme aumento en su demanda ha pasado virtualmente inadvertida por economistas entrenados en el marco clásico, *que casi nunca analizan la demanda en los mercados de futuros*.

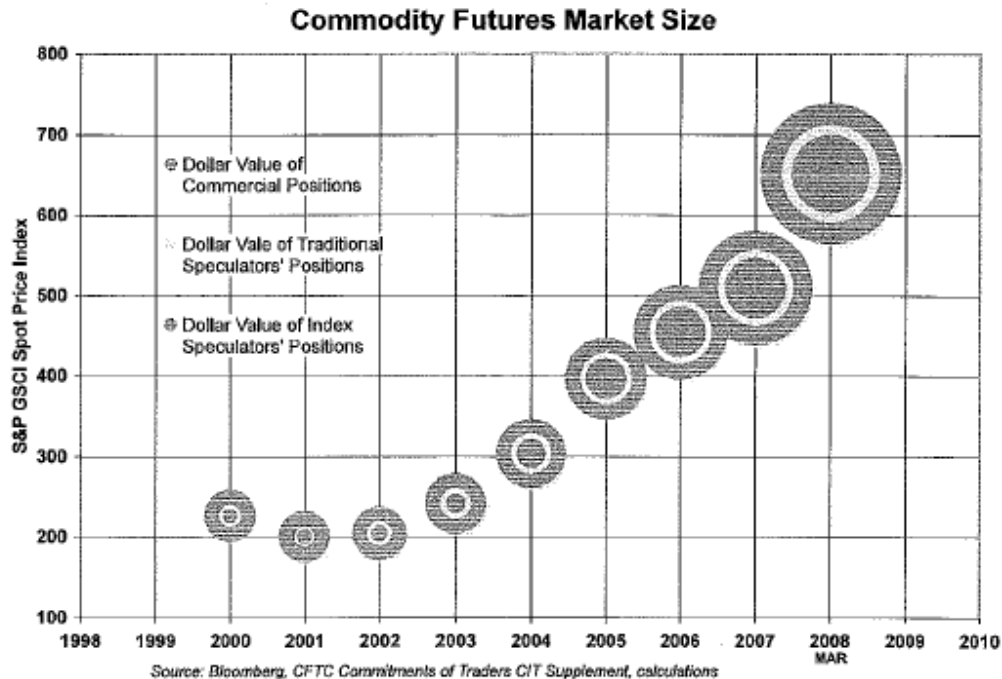
La demanda de los Especuladores de Fondos Índices es distintivamente diferente de la demanda de los Especuladores Tradicionales, se deriva puramente de decisiones de asignación de portfolio. Cuando un Inversor Institucional decide asignar 2% a los futuros sobre commodities, por ejemplo, llegan al mercado con una cantidad fija de dinero. No están preocupados por el precio por unidad; comprarán tantos contratos de futuros como les sea necesario, a cualquier precio que sea necesario, hasta que todo su dinero haya sido “puesto a trabajar”. Su insensibilidad respecto al precio multiplica su impacto en los mercados de commodities.

Es más, los mercados de futuros sobre commodities son mucho más pequeños que los mercados de capitales, por lo que las asignaciones de dólares multimillonarias en los mercados de commodities tendrán un impacto mucho mayor sobre los precios. En 2004, el valor total de contratos de futuros pendientes para todos los 25 índices sobre commodities totalizaba sólo unos u\$s 180 mil millones.¹⁶ Compare ello con los mercados de capitales globales que totalizan u\$s 44 billones¹⁷, o más de 240 veces mayor. Ese año, los Fondos Índices de Especulación vertieron u\$s 25 mil millones a estos mercados, un monto equivalente al 14% del mercado total.¹⁸



BOLSA DE COMERCIO DE ROSARIO

Gráfico 2-



El gráfico 2 muestra esta dinámica en funcionamiento. A medida que el dinero se vierte en los mercados, dos cosas ocurren a la vez: los mercados se expanden y los precios aumentan.

Un aspecto particularmente problemático de la demanda de los Fondos Índices de Especulación es que *de hecho aumenta mientras más aumentan los precios*. Esto explica la aceleración de la tasa a la cual el precio de los futuros sobre commodities (y los precios reales de los commodities) están aumentando. Los precios en aumento atraen a más Fondos Índices de Especulación, cuya tendencia es a aumentar sus asignaciones a medida que los precios suben. Por lo tanto su demanda de futuros motivada por las ganancias es lo inverso de lo que se esperaría del comportamiento de un consumidor sensible al precio.

Puede verse a partir del gráfico 2 que los precios han aumentado más dramáticamente en el primer trimestre de 2008. Calculamos que los Fondos Índices de Especulación afluyeron al mercado con u\$s 55 mil millones en sólo los primeros 52 días de operaciones de este año.¹⁹ Ello significa un aumento en el valor en dólares de contratos de futuros pendientes de más de u\$s 1 mil millones por día de operatoria. ¿No parece probable que un aumento de la demanda en los mercados de futuros sobre commodities de tal magnitud explique gran parte de los extraordinarios aumentos de precios de los commodities a principios de 2008?



BOLSA DE COMERCIO DE ROSARIO

Hay una diferencia clave entre los Especuladores Tradicionales y los Fondos Índices de Especulación: los Especuladores Tradicionales proveen liquidez mediante la compra y venta de futuros. Los Fondos Índices de Especulación compran futuros y luego rolean sus posiciones mediante la compra de spreads calendarios. *Ellos nunca venden.* Por lo tanto, consumen la liquidez y no proveen ningún beneficio a los mercados de futuros.²⁰

Es fácil ver ahora que las medidas de política tradicionales no funcionarán para corregir el problema creado por Fondos Índices de Especulación, cuyas decisiones de asignación de capital se hacen con poca preocupación por los fundamentos de oferta y demanda en los mercados físicos del commodity. Si los estadounidenses reducen su demanda a través de medidas de conservación tales como compartir los viajes en coche o la utilización de medios de transporte públicos, ello tendrá un efecto muy pequeño en la demanda de futuros sobre commodities de los Inversores Institucionales.

Las estrategias de trading de los Fondos Índices de Especulación ascienden a un virtual acaparamiento a través de los mercados de futuros sobre commodities. Los Inversores Institucionales están comprando ítems esenciales que están disponibles en cantidades limitadas para el único fin de llevarse beneficios especulativos.

Piénselo de este modo: Si Wall Street tramara un esquema a través del cual los inversores compraran grandes cantidades de drogas farmacéuticas y equipos médicos con el fin de beneficiarse con el aumento resultante en los precios, convirtiendo a estos ítems esenciales en incosteables para las personas enfermas y moribundas, la sociedad se indignaría justamente.

¿Porqué no hay indignación acerca del hecho de que los estadounidenses deben pagar drásticamente más para alimentar a sus familias, ponerle combustible a sus autos, y calefaccionar sus hogares?

Los Fondos Índices de Especulación no proveen ningún beneficio a los mercados de futuros e infringen un costo tremendo a la sociedad. Individualmente, estos individuos no están actuando con intención maliciosa; colectivamente, sin embargo, su impacto alcanza las billeteras de todos los consumidores norteamericanos.

¿Es necesario para la economía estadounidense sufra aún otra crisis financiera creada por las nuevas técnicas de inversión, cuyas consecuencias fueron una vez más imprevistas por sus promotores de Wall Street?



BOLSA DE COMERCIO DE ROSARIO

La CFTC ha dado lugar a mayor especulación

Cuando el Congreso aprobó la Commodity Exchange Act en 1936, lo hicieron entendiendo que no debía permitírseles a los especuladores dominar el mercado de futuros sobre commodities. Desafortunadamente, la CFTC ha tomado deliberadamente pasos para permitir a ciertos especuladores acceso virtualmente ilimitado a los mercados de futuros sobre commodities.

La CFTC ha concedido a los bancos de Wall Street una excepción a los límites en las posiciones especulativas cuando estos bancos cubren transacciones con swaps over-the-counter.²¹ Ello ha efectivamente abierto una laguna jurídica para la especulación sin límites. Cuando los Fondos Índices de Especulación entran a swaps sobre índices de commodities, lo cual el 85-90% de ellos hace, no enfrentan ningún límite a las posiciones especulativas.²²

El punto realmente shockeante de la laguna jurídica de los swaps es que los Especuladores de todas las clases pueden usarla para acceder a los mercados de futuros. Entonces si un fondo de cobertura quiere una posición de u\$s 500 millones en trigo, lo cual está muy por encima del límite a las posiciones abiertas, pueden entrar a un swap con un banco de Wall Street y luego el banco compra futuros sobre trigo por un valor de u\$s 500 millones.²³

En el esquema de clasificaciones de la CFTC todos los Especuladores que accedan al mercado de futuros a través de la laguna jurídica de los swaps se clasifican como “Comerciales” en lugar de “No Comerciales”. El resultado es una burda distorsión en los datos que efectivamente oculta el impacto total de los Fondos Índices de Especulación.

Adicionalmente, la CFTC recientemente ha propuesto que los Fondos Índices de Especulación sean exceptuados de todos los límites a las posiciones abiertas, por lo tanto dejando la puerta abierta para “inversiones” ilimitadas por parte de los Fondos Índices de Especulación.²⁴ La CFTC ha incluso ido tan lejos como para lanzar comunicados de prensa en su sitio Web tratando de vender estudios que han encargado donde se muestra que los futuros sobre commodities constituyen una buena adición a los portafolios de los Inversores Institucionales.²⁵

Esto es lo que el Congreso esperaba cuando creó la CFTC?



BOLSA DE COMERCIO DE ROSARIO

El Congreso debería eliminar la práctica de los Fondos Índices de Especulación

Me gustaría concluir mi testimonio de hoy esbozando tres pasos que pueden tomarse para reducir inmediatamente la Especulación de Fondos Índices.

Número Uno:

El Congreso ha regulado con atención los fondos de pensión, reconociendo que sirven a un propósito público. El Congreso debería modificar las regulaciones ERISA para prohibir estrategias de réplica en los índices sobre commodities inversiones de pensión inadecuadas por el daño que provocan a los mercados de futuros sobre commodities y a los norteamericanos como un todo.

Número Dos:

El Congreso debería actuar inmediatamente para cerrar las lagunas jurídicas de los swaps. Los límites a las posiciones especulativas deben revisar las transacciones con swaps hasta la última contraparte y sujetar a esa contraparte a los límites para posiciones especulativas. Esto reducirá la Especulación de Fondos de Índices y forzará a TODOS los especuladores a hacer frente a los límites para las posiciones abiertas.

Número Tres:

El Congreso debería forzar a la CFTC a reclasificar todas las posiciones en la categoría Comercial del *Commitments of Traders Report* para distinguir aquellas posiciones que son controladas por Coberturistas Físicos “de buena fe” de aquellas controladas por bancos de Wall Street. Las posiciones de los bancos de Wall Street deberían desglosarse basándose en su contraparte de los swaps OTC según sean Coberturistas Físicos “de buena fe” o Especuladores.

Hay cientos de miles de millones de dólares de inversión listos para entrar al mercado de futuros sobre commodities en este mismo momento.²⁶ Si entra en acción inmediatamente, los precios de los alimentos y de la energía subirán más aún. Esto puede tener efectos económicos catastróficos sobre millones de ya estresados consumidores estadounidenses. Ello puede literalmente implicar inanición para millones de pobres en el mundo.²⁷

Si el Congreso toma estos pasos, la integridad estructural de los mercados de futuros será restaurada. La demanda de los Fondos Índices de Especulación sería virtualmente eliminada y probablemente los precios de los alimentos y de la energía caigan marcadamente.



BOLSA DE COMERCIO DE ROSARIO

APÉNDICE: CÓMO CALCULAR LAS POSICIONES DE LOS FONDOS ÍNDICES DE ESPECULACIÓN

Si alguien sabe cuánto dinero es invertido en el índice total después es fácil cuánto debe ser en cada commodity en dólares y en contratos de futuro.

$$\begin{array}{ccccccc} \text{Dólares Totales} & & & & & & \text{Dólares en} \\ \text{invertidos en el} & & \text{Ponderación de los} & & & & \text{Commodities} \\ \text{Índice} & \times & \text{Commodities} & = & & & \text{Individuales} \\ & & \text{Individuales} & & & & \end{array}$$

$$\begin{array}{ccccccc} \text{Dólares Totales} & & & & & & \text{Número de} \\ \text{invertidos en el} & \times & \text{Ponderación de} & / & \text{Valor en} & = & \text{Contratos} \\ \text{Índice} & & \text{los Commodities} & & \text{Dólares de} & & \text{sobre un} \\ & & \text{Individuales} & & \text{un Contrato} & & \text{Commodity} \\ & & & & \text{de} & & \text{Individual} \\ & & & & \text{Commodities} & & \end{array}$$

Y por lo tanto si alguien conoce cuántos contratos hay sobre un commodity individual junto con el valor en dólares de un contrato y la ponderación de ese commodity en el índice, luego puede calcularse los dólares totales invertidos en el índice como sigue:

$$\begin{array}{ccccccc} \text{Número de} & & & & & & \text{Dólares} \\ \text{Contratos sobre} & \times & \text{Valor en Dólares} & / & \text{Ponderación} & = & \text{Totales} \\ \text{un Commodity} & & \text{de un Contrato} & & \text{de los} & & \text{invertidos en} \\ \text{Individual} & & \text{de Commodities} & & \text{Commodities} & & \text{el Índice} \\ & & & & \text{Individuales} & & \end{array}$$

La CFTC a partir de enero de 2006 ha estado publicando el Suplemento *Commodity Index Trader* al Reporte de *Commitments of Traders*. Este reporte complementario muestra las posiciones reportadas de los Fondos Índices de Especulación en 12 commodities agrícolas diferentes. De los doce, dos commodities: Trigo KC y Ganado en Pie de Invernada, son parte del S&P GSCI (y no del DJ-AIG) y un commodity: Aceite de Soja, es parte del DJ-AIG (y no del S&P GSCI). Note que el 95% de los dólares indexados a los commodities están replicando el S&P GSCI o bien el DJ-AIG.

Tanto el S&P GSCI como el DJ-AIG publican diariamente las ponderaciones individuales de los commodities incluidos en los índices. También los proveedores de datos sobre el mercado como Bloomberg publican diariamente los precios de cierre para los commodities. Dado que los términos de los contratos sobre futuros no cambian ello permite calcular los valores diarios en dólares de los contratos sobre commodities individuales.



BOLSA DE COMERCIO DE ROSARIO

Entonces con estos datos es simple calcular el total de dólares invertidos en el S&P GSCI y el DJ-AIG sobre una base semanal. Y una vez que el total de dólares invertidos en estos dos índices se conoce ello luego resulta en la posibilidad de calcular el número de contratos en manos de Fondos Índices de Especulación en los otros 13 commodities no-agrícolas.

A continuación se muestra un ejemplo detallado de este proceso de tres pasos.

Paso 1- Estimación del monto total invertido en S&P GSCI y DJ-AIG

De acuerdo al reporte CIT de la CFTC del 17 de enero de 2006, los Fondos Índices de Especulación tenían posiciones en Trigo KC, Ganado en Pie de Invernada y Aceite de Soja por 21.366, 5.613 y 59.264 contratos respectivamente. Teniendo en cuenta las ponderaciones y el valor de los contratos informados por las fuentes apropiadas se da lugar a los siguientes cálculos:

$$21.366 \times \text{u}\$s 18.762,50 / 0,82\% = \text{u}\$s 48.887.753,049$$

$$5.613 \times \text{u}\$s 59.137,50 / 0,68\% = \text{u}\$s 46.338.204,044$$

$$59.264 \times \text{u}\$s 12.732,00 / 2,77\% = \text{u}\$s 27.240.045,054$$

Entonces el S&P GSCI tenía entre u\$s 46 y u\$s 49 mil millones invertidos en él y el DJ-AIG tenía cerca de u\$s 27 mil millones invertidos en el mismo. Esto se corresponde acertadamente con los números publicados por Goldman Sachs y Dow Jones.



BOLSA DE COMERCIO DE ROSARIO

CALCULATIONS OF INDEX SPECULATORS' POSITIONS (JANUARY 17, 2006)

	PERCENTAGE WEIGHTS		POSITIONS (in millions)		Contract Dollar Value	POSITIONS (in contracts)		Combined Position Estimate	CFTC Actual Positions
	S&P-GSCI	DI-AIG	S&P-GSCI	DI-AIG		S&P-GSCI	DI-AIG		
Cocoa	0.2%	0.0%	\$95.5	\$0.0	\$15,710	6,081	0	6,081	9,390
Coffee	0.8%	2.9%	\$373.2	\$799.0	\$46,425	8,039	17,201	25,240	28,777
Corn	2.0%	5.9%	\$954.0	\$1,600.0	\$10,438	91,398	153,292	244,689	305,264
Cotton	0.9%	3.2%	\$444.9	\$862.0	\$27,995	15,891	30,777	46,668	53,741
Soybean Oil	0.0%	2.8%	\$0.0	\$753.0	\$12,732	0	59,173	59,173	59,264
Soybeans	1.4%	7.8%	\$672.5	\$2,116.0	\$28,563	23,543	74,073	97,617	103,304
Sugar	1.9%	3.0%	\$884.9	\$808.0	\$17,438	50,742	46,352	97,094	124,487
Wheat	2.1%	4.8%	\$1,009.1	\$1,300.0	\$16,438	61,393	79,082	140,475	181,986
Wheat KC	0.8%	0.0%	\$396.0	\$0.0	\$18,763	21,106	0	21,106	21,366
Feed Cattle	0.7%	0.0%	\$329.5	\$0.0	\$56,138	5,869	0	5,869	5,613
Lean Hogs	1.4%	4.4%	\$663.8	\$1,185.0	\$23,790	27,902	49,824	77,726	69,591
Live Cattle	2.7%	6.1%	\$1,293.2	\$1,660.0	\$38,620	33,486	42,982	76,468	71,834
Brent Crude Oil	14.5%	0.0%	\$6,901.3	\$0.0	\$64,900	106,337	0	106,337	
WTI Crude Oil	31.3%	12.8%	\$14,888.0	\$3,482.0	\$66,310	224,521	52,516	277,036	
Gasoil	3.1%	0.0%	\$1,472.7	\$0.0	\$54,725	26,911	0	26,911	
Heating Oil	8.0%	3.8%	\$3,823.7	\$1,048.0	\$75,243	50,818	13,924	64,742	
Gasoline	7.9%	4.1%	\$3,780.5	\$1,105.0	\$76,579	49,368	14,424	63,792	
Natural Gas	10.6%	12.3%	\$5,030.8	\$3,355.0	\$91,680	54,873	36,591	91,464	
Aluminum	3.1%	6.9%	\$1,464.4	\$1,866.0	\$59,475	24,621	31,383	56,004	
Lead	0.3%	0.0%	\$156.4	\$0.0	\$31,800	4,918	0	4,918	
Nickel	0.7%	2.7%	\$312.8	\$724.0	\$88,182	3,547	8,214	11,762	
Zinc	0.7%	2.7%	\$355.6	\$736.0	\$51,900	6,852	14,184	21,036	
Copper (LME)	2.8%	0.0%	\$1,335.1	\$0.0	\$116,575	11,453	0	11,453	
Copper (CMX)	0.0%	5.9%	\$0.0	\$1,602.0	\$54,225	0	29,542	29,542	
Gold	1.8%	6.2%	\$875.9	\$1,694.0	\$55,430	15,802	30,568	46,370	
Silver	0.2%	2.0%	\$99.2	\$545.0	\$45,100	2,201	12,080	14,280	
TOTAL	100%	100%	\$47,613	\$27,240					

Source: Standard & Poor's, Dow Jones, Bloomberg Data

Paso 2- Calcular el tamaño de las posiciones para los otros commodities

Si u\$s 47,6 mil millones se utilizan como una estimación para el S&P-GSCI y luego u\$s 27,2 mil millones se usan para el DJ-AIG es posible calcular (utilizando las fórmulas de más arriba) las posiciones de los Fondos Índices de Especulación en todos los otros commodities. La tabla de arriba muestra los resultados.

Paso 3- Comparación con los números efectivamente publicados por la CFTC para mayor precisión

La última columna de la tabla muestra los números realmente publicados por la CFTC. Como puede verse, en casi todos los casos las estimaciones generadas utilizando estos métodos dan lugar a resultados que son menores que los resultados efectivamente reportados. Esto incrementa la confianza en que este método es de hecho conservador.



BOLSA DE COMERCIO DE ROSARIO

Nota Final

Este método para calcular los Fondos Índices de Especulación es casi idéntico a los métodos utilizados por Philip Verleger (www.pkverlegerllc.com), Steve Brieser (www.commitmentsoftraders.org) y otros. No está claro quién merece el crédito por desarrollarlo pero claramente no somos nosotros.



BOLSA DE COMERCIO DE ROSARIO

¹ “Reserve Management, The Commodity Bubble, The Metals Manipulation, The Contagion Risk to Gold And the Threat of the Great Hedge Fund Unwind to Spread Product.” Frank Veneroso, 19 de julio de 2007, pp. 5-6.
<http://www.venerosoassociates.net/Reserve%20Management%20Parts%20I%20andII%20WBP%20Public%20071907.pdf>

² <http://hsgac.senate.gov/public/index.cfm?fuseaction=Hearings.Detail&HearingID=dc7368c2-Oea1-4151-9fc5-06317a5bba79>

³

Commodities Futures Markets Open Interest

2008	LONG / DEMAND SIDE		
	Physical Hedger	Traditional Speculator	Index Speculator
COCOA	33%	48%	19%
COFFEE	26%	35%	39%
CORN	41%	24%	35%
COTTON	32%	27%	41%
SOYBEAN OIL	46%	22%	32%
SOYBEANS	30%	28%	42%
SUGAR	38%	19%	43%
WHEAT	17%	20%	64%
WHEAT KC	37%	32%	31%
FEED CATTLE	17%	53%	30%
LEAN HOGS	18%	20%	63%
LIVE CATTLE	13%	24%	63%
WTI CRUDE OIL	59%	10%	31%
HEATING OIL	37%	16%	47%
GASOLINE	41%	20%	39%
NATURAL GAS	62%	10%	28%
GOLD	22%	55%	23%
SILVER	27%	46%	28%
AVERAGE	33%	27%	39%

Source: CFTC Commitments of Traders CIT
 supplement plus calculations

⁴ Para más información visite:

<http://www.djindexes.com/mdsidx/?event=showAigHome> para el DJ-AIG o para el S&P-GSCI
http://www2.standardandpoors.com/portal/site/sp/en/us/page.topic/indexes_gsci/2,3,4,0,0,0,0,0,1,1,0,0,0,0,0.html



BOLSA DE COMERCIO DE ROSARIO

Index Component Weights as of March 12, 2008

		S&P-GSCI	DI-AIG	Weighted Average
Agricultural	Cocoa	0.2%	0.0%	0.1%
	Coffee	0.6%	2.9%	1.5%
	Corn	3.3%	5.7%	4.2%
	Cotton	0.9%	2.5%	1.5%
	Soybean Oil	0.0%	2.9%	1.1%
	Soybeans	2.2%	7.2%	4.1%
	Sugar	1.0%	3.1%	1.8%
	Wheat	5.3%	5.6%	5.4%
	Wheat KC	1.2%	0.0%	0.8%
Livestock	Feed Cattle	0.3%	0.0%	0.2%
	Lean Hogs	0.8%	2.2%	1.4%
	Live Cattle	1.7%	3.9%	2.6%
Energy	Brent Crude Oil	13.4%	0.0%	8.3%
	WTI Crude Oil	38.3%	12.9%	28.6%
	Gasoil	5.0%	0.0%	3.1%
	Heating Oil	4.9%	3.8%	4.5%
	Gasoline	4.2%	3.6%	4.0%
	Natural Gas	6.8%	13.1%	9.2%
Base Metals	Aluminum	2.5%	7.7%	4.5%
	Lead	0.5%	0.0%	0.3%
	Nickel	0.9%	2.7%	1.6%
	Zinc	0.6%	2.7%	1.4%
	Copper	3.1%	7.3%	4.7%
Precious Metals	Gold	1.9%	7.1%	3.9%
	Silver	0.3%	3.0%	1.3%

Source: Standard & Poor's, Dow Jones

⁵ "Investing and Trading in the GSCI," Goldman, Sachs & Co., 1° de junio de 2005, y cálculos basados en el reporte CFTC Commitments of Traders Report, CIT Supplement. Vea el apéndice para más información acerca de cómo calcular las posiciones de los Fondos Índices de Especulación.



BOLSA DE COMERCIO DE ROSARIO

Commodity Futures Price Increases

March 2003 - March 2008

<i>Agricultural</i>	Cocoa	+34%
	Coffee	+167%
	Corn	+134%
	Cotton	+40%
	Soybean Oil	+199%
	Soybeans	+143%
	Sugar	+69%
	Wheat	+314%
	Wheat KC	+276%
<i>Livestock</i>	Feed Cattle	+34%
	Lean Hogs	+10%
	Live Cattle	+23%
<i>Energy</i>	Brent Crude Oil	+213%
	WTI Crude Oil	+191%
	Gasoil	+192%
	Heating Oil	+192%
	Gasoline	+145%
	Natural Gas	+71%
<i>Base Metals</i>	Aluminum	+120%
	Lead	+564%
	Nickel	+282%
	Zinc	+225%
	Copper	+413%
<i>Precious Metals</i>	Gold	+183%
	Silver	+331%

Source: Bloomberg Financial Data

⁷ La CFTC declara en su sitio Web que “En muchos commodities físicos (especialmente los commodities agrícolas), los participantes del mercado spot basan los precios spot y forward en los precios futuros que son “descubiertos” en el mercado competitivo y de subasta abierta que son los mercados de futuros”. -“El propósito económico de los mercados de futuros y cómo funcionan”, U.S. Commodities Futures Trading Commission, <http://www.cftc.gov/educationcenter/economicpurpose.html>

⁸ Recuerde que si la demanda por petróleo no varía los precios no variarán. Si la oferta es constante entonces la demanda tiene que aumentar para que aumenten los precios. Por ello es que examinamos el aumento en la demanda.

Increase In Chinese Demand For Petroleum Last 5 Years

	CONSUMPTION (Barrels Per Year)	YEAR OVER YEAR CHANGE
2002	1,883,660,777	
2003	2,036,010,338	152,349,561
2004	2,349,681,577	313,671,240
2005	2,452,800,000	103,118,423
2006	2,654,750,989	201,950,989
2007	2,803,010,200	148,259,211
	TOTAL CHANGE	919,349,423

Source: Energy Information Association, US
Department of Energy



BOLSA DE COMERCIO DE ROSARIO

⁹ Esta tabla toma el número de la tabla principal en el cuerpo del comunicado y lo convierte a su equivalente en barriles. Los números de consumo de petróleo que la DOE provee para el consumo de China incluye todas las formas de petróleo, tanto crudo como refinado.

**Increase in Index Speculator
Demand For Petroleum
Last 5 Years**

Petroleum Product	Barrels
WTI Crude Oil	538,499,579
Brent Crude Oil	144,524,265
Gasoil	44,122,619
Heating Oil	61,164,897
Gasoline	59,249,015
TOTAL CHANGE	847,560,374

¹⁰ *Energy Information Association* – Departamento de Energía de Estados Unidos
http://tonto.eia.doe.gov/dnav/pet/pet_stoc_wstk_dc_u_nus_a.html

¹¹ “The End of Cheap Food”, *The Economist*, 6 de diciembre de 2007.
http://www.economist.com/research/articlesBySubject/displaystory.cfm?subject=7216688&story_id10252015

¹² “Ethanol reshaped the corn market”, *Economic Research Services* – Departamento de Agricultura de Estados Unidos, Allen Baker y Steven Zahniser, abril de 2006.
<http://www.ers.usda.gov/AmberWaves/April06/Features/Ethanol.html>

¹³ “Ethanol production could be eco-disaster, Brazil’s critics say”. Kelly Hearn, *National Geographic News*. 8 de febrero de 2007.
<http://www.news.natioalgeographic.com/news/2007/02/070208-ethanol.html>

¹⁴ *Economic Research Services*, Departamento de Agricultura de Estados Unidos
<http://www.ers.usda.gov/Briefing/Wheat/consumption.html>

¹⁵ Vea el pie de página número 2

¹⁶ Como los metales base se negocian en el London Metals Exchange, Bloomberg no tenía datos sobre interés abierto anterior al 2005. Dado que los precios y el interés abierto expresados en los contratos han estado aumentando sin pausa en los últimos cinco años tomamos los datos del metal base del 2005 y lo sumamos a los valores reales del 2004 para elaborar una estimación conservadora del interés abierto para el 2004. Estos son números diarios promediados a lo largo de todo el año



BOLSA DE COMERCIO DE ROSARIO

Average Daily Dollar Value Of Open Interest

(in millions)	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
COCOA	\$ 1,815	\$ 1,510	\$ 1,569	\$ 1,883	\$ 2,040	\$ 2,690	\$ 4,062
COFFEE	\$ 1,408	\$ 1,693	\$ 2,748	\$ 3,769	\$ 4,203	\$ 6,308	\$ 9,521
CORN	\$ 5,435	\$ 5,118	\$ 8,182	\$ 7,657	\$ 15,059	\$ 23,763	\$ 37,427
COTTON	\$ 1,646	\$ 2,990	\$ 2,645	\$ 2,841	\$ 4,259	\$ 6,822	\$ 11,689
SOYBEAN OIL	\$ 1,441	\$ 1,952	\$ 2,456	\$ 1,944	\$ 3,186	\$ 5,756	\$ 8,868
SOYBEANS	\$ 4,883	\$ 7,306	\$ 9,480	\$ 8,846	\$ 10,129	\$ 20,882	\$ 37,399
SUGAR	\$ 1,521	\$ 1,712	\$ 2,772	\$ 5,120	\$ 8,634	\$ 8,174	\$ 15,509
WHEAT	\$ 1,836	\$ 1,862	\$ 2,647	\$ 3,827	\$ 7,414	\$ 11,608	\$ 19,742
WHEAT KC	\$ 1,304	\$ 1,081	\$ 1,240	\$ 1,525	\$ 3,099	\$ 4,094	\$ 6,253
FEED CATTLE	\$ 540	\$ 757	\$ 804	\$ 1,298	\$ 1,518	\$ 1,409	\$ 1,818
LEAN HOGS	\$ 602	\$ 858	\$ 1,873	\$ 2,309	\$ 3,285	\$ 3,875	\$ 4,465
LIVE CATTLE	\$ 2,670	\$ 3,595	\$ 3,556	\$ 4,859	\$ 6,701	\$ 7,909	\$ 8,764
BRENT CRUDE	\$ 6,556	\$ 8,486	\$ 12,620	\$ 19,388	\$ 31,094	\$ 45,653	\$ 52,832
WTI CRUDE	\$ 16,052	\$ 20,400	\$ 33,620	\$ 55,297	\$ 80,996	\$ 130,699	\$ 199,970
GASOIL	\$ 3,990	\$ 3,695	\$ 5,461	\$ 10,196	\$ 14,749	\$ 21,006	\$ 22,917
HEATING OIL	\$ 4,412	\$ 5,105	\$ 8,242	\$ 11,838	\$ 13,575	\$ 17,903	\$ 23,854
GASOLINE	\$ 3,714	\$ 3,947	\$ 7,304	\$ 10,276	\$ 11,366	\$ 16,085	\$ 24,213
NATURAL GAS	\$ 23,551	\$ 27,812	\$ 25,897	\$ 42,427	\$ 45,067	\$ 54,075	\$ 72,834
ALUMINUM	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 12,286	\$ 23,676	\$ 27,589	\$ 32,741
LEAD	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 677	\$ 981	\$ 2,226	\$ 2,134
NICKEL	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 1,986	\$ 4,415	\$ 6,690	\$ 6,608
ZINC	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 2,696	\$ 6,759	\$ 6,917	\$ 6,428
COPPER	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 11,864	\$ 26,516	\$ 28,921	\$ 32,717
GOLD	\$ 5,639	\$ 9,851	\$ 13,221	\$ 13,860	\$ 18,929	\$ 24,891	\$ 43,700
SILVER	\$ 1,976	\$ 2,438	\$ 3,745	\$ 4,286	\$ 6,447	\$ 7,437	\$ 12,935
TOTAL	\$ 90,991	\$ 112,168	\$ 150,082	\$ 242,955	\$ 354,097	\$ 493,382	\$ 699,400

Source: CFTC Commitment of Traders and Bloomberg. Delta-equivalent options positions are included but spread positions are omitted. For Base Metals, Brent Crude and Gasoil open interest represents futures only. No data for Base Metals in 2002-2004.

¹⁷ CIA World Factbook. <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/geos/xx.html#Econ>

¹⁸ No hay datos públicos disponibles que muestre información sobre la entrada para estrategias de indexación de commodities, pero pueden hacerse algunas aproximaciones. Los datos de “inversión” del final de año se publican por las respectivas compañías de índices (o pueden ser calculadas) y la performance anual es conocida. Por lo tanto, el monto en que la inversión del año previo a aumentado o disminuido puede ser calculado. Entonces la diferencia en la variación anual debe provenir de las entradas netas. Cuando durante el año las entradas ocurridas no son conocidas, se hace el supuesto de que todas las entradas netas ocurrieron de manera igualitaria a lo largo de todo el año. Cambiar el supuesto sobre el ritmo temporal de las entradas sólo afecta la tasa de crecimiento para las entradas de ese año lo cual nunca suma más que una diferencia de pocos miles de millones de dólares.

Estimated Annual Inflows

	S&P-GSCI	DJ-AIG	TOTAL
2004	\$16.2	\$8.9	\$25.1
2005	\$4.8	\$12.4	\$17.2
2006	\$28.3	\$11.3	\$39.6
2007	\$14.7	\$15.4	\$30.1
2008	\$35.1	\$20.0	\$55.1
TOTAL	\$99.1	\$68.0	\$167.1



BOLSA DE COMERCIO DE ROSARIO

¹⁹ Ibid.

²⁰ Esta tabla es una buena referencia al comparar las diferencias entre participantes del mercado.

Tipos de Participantes del Mercado de Futuros

Coberturistas	Fondos Índices de Especulación	Especuladores Tradicionales
Transfieren el riesgo de precio	Toman el riesgo de precio	Toman el riesgo de precio
Cubren una posición subyacente	Se benefician de movimientos en los precios	Se benefician de movimientos en los precios
Consumen liquidez	Consumen liquidez	Proveen liquidez
Sensibilidad al precio	Insensibilidad al precio	Sensibilidad al precio
Toman posiciones compradoras y vendedoras	Sólo toman posiciones compradas	Toman posiciones compradoras y vendedores

²¹ “Y ello de hecho ocurrió en 1991 con un operador particular de swaps que estaba cubriendo una transacción OTC con un fondo de pensión, y el operador de swap vino a nosotros, y le dijimos ‘si, eso cualifica para una excepción por cobertura,’ por lo que le concedimos una excepción por cobertura al operador de swaps. Y en los años que siguieron a ello, hemos hecho también lo mismo para otros operadores de swaps”
Comentario de Don Heitman, División de Market Oversight, Encuentro de la CFTC Agricultural Advisory Committee, Washington DC, 6 de diciembre de 2007
(www.cftc.gov/stellent/groups/public/@aboutcftc/documents/file/aac_12062007.pdf)

²² “Commodities: Who is behind the boom?”, Gene Epstein, Barron’s, 31 de marzo de 2008.

²³ “Excepciones por cobertura similares fueron subsecuentemente concedidos en otros casos donde las posiciones con futuros claramente compensaban los riesgos relacionados a swaps o posiciones similares en los mercados OTC que incluían tanto commodities individuales como índices sobre commodities. Estas coberturas no tradicionales estaban todas sujetas a limitaciones específicas para proteger a los mercados de potenciales efectos nocivos. Las limitaciones incluían: (1) Las posiciones con futuros deben compensar el riesgo de precio específico; (2) el valor en dólares de las posiciones en futuros no deben ser mayores al valor en dólares del riesgo subyacente; (3) la posición en futuros no será trasladada al mes disponible.”
(72 FR 66097, “Notice of Proposed Rulemaking”, *Risk Management Exemption from Federal Speculative Position Limits*, 27 de noviembre de 2007.)

<http://www.cftc.gov/stellent/groups/public/@lrfederalregister/documents/file/e7-22992a.pdf>

(El lenguaje en 72 FR 66097 más arriba también aparece en 71 FR 35627, “CFTC Request for Comments”, *Comprehensive Review of the Commitments of Traders Reporting Program*, 21 de junio de 2006)
<http://www.cftc.gov/foia/fedreg06/foi060621a.htm>

²⁴ (72 FR 66097, “Notice of Proposed Rulemaking”, *Risk Management Exemption from Federal Speculative Position Limits*, 27 de noviembre de 2007.)

<http://www.cftc.gov/stellent/groups/public/@lrfederalregister/documents/file/e7-22992a.pdf>



BOLSA DE COMERCIO DE ROSARIO

²⁵ “CFTC Study Finds Independent-Moving Commodity and Equity Markets,” 19 de diciembre de 2007, <http://www.cftc.gov/newsroom/generalpressreleases/2007/pr5425-07.html>
<http://www.cftc.gov/stellent/groups/public/@aboutcftc/documents/file/amarcketofone.pdf>

²⁶ Los consultores de fondos de pensión han estado recomendando asignaciones de portfolio de entre 5% y 12% a índices sobre commodities. Considerando que los activos institucionales en el mundo son de aproximadamente u\$s 29 billones, si los Inversores Institucionales hicieran caso del consejo de sus consultores, la réplica en los índices podría fácilmente alcanzar los u\$s 1 billón. Un billón de dólares de u\$s 29 billones representa una asignación promedio de sólo el 3,5%.

“Investing in Collateralised Commodities Futures,” Russells’ s Research for Excellence, Yvonne Ooi y David Rae, 2005.

Strategic Asset Allocation and Commodities, Obbotson Associates, Thomas M. Idzorek, 27 de marzo de 2006.

Fondos de pensión u\$s 26 billones: “UK pension fund returns at five-year low”, IFAonline, Jennifer Bollen, 28 de enero de 2006. <http://www.ifaonline.co.uk/public/showPage.html?page=698204>

Fondos de Bienestar Soberano u\$s 3 billones: “Sovereign Wealth Funds”, *Council On Foreign Relations*, Lee Hudson Teslik, 18 de enero de 2008. <http://www.cfr.org/publication/15251/>

²⁷ “WFP says high food prices a silent tsunami, affecting every continent”, World Food Program – United Nations, 22 de abril de 2008. <http://www.wfp.org/english/?ModuleID=137&Key=2820>