

El Boom de los Commodities:

¿Transitorio o Permanente?

*Unidad de Análisis Financiero
Banco Supervielle S.A.*

Walter Ramírez, Martín Polo, Andrea Sabatini

Un tema que, por diversas razones, ha estado en el ojo de la tormenta política desatada en la Argentina el 11 de marzo pasado. Fuera del país, los sucesos mantienen una lógica que permite analizar y predecir lo que podría suceder con los commodities a mediano y largo plazo, con razonable expectativa.

Los precios de las materias primas son objeto de estudio en la economía desde hace más de dos siglos. Primero fue Malthus, quien advertía que los precios de las materias primas serían cada vez más caros dado que notaba que el crecimiento de la población iba mucho más rápido que el que presentaba la oferta de los alimentos. Al mismo resultado llegaron los economistas clásicos David Ricardo y Stuart Mill, aunque por un camino distinto: sostenían que los precios de los productos primarios en el largo plazo serían crecientes debido al rendimiento decreciente de las tierras cultivables. Afortunadamente, el gran avance que tuvo la tecnología para la producción durante el siglo XX impidió que estas teorías se cumplan. Tanto fue así, que a

mediados del siglo pasado los economistas Prebisch y Singer llegaron a conclusiones opuestas a las anteriores: el precio relativo de las materias primas respecto a las manufacturas industriales sería cada vez más desfavorable para los primeros debido a que la productividad crecía mucho más lento que en los sectores industriales (por esto es que sostenían que los países en vías de desarrollo, al especializarse en la producción de productos primarios e importar productos industriales, les costaría cada vez más alcanzar a los desarrollados).

La volatilidad que han presentado los precios de las materias primas a lo largo del último siglo no dejó en claro qué teoría fue la más acertada. Así,

hubo largos períodos con precios de los commodities cayendo y otros en los que se registraban fuertes subas y la discusión se centraba en si éstas se trataban de un cambio de tendencia definitivo o si era un shock de precios y que en el corto plazo volverían a los niveles previos.

Corrieron ríos de tinta de investigaciones que intentaron –e intentan– explicar cuáles son los principales determinantes de los precios de estos productos. Los más aceptados son el nivel de actividad mundial y las tasas de interés reales.

Analizando la evolución de los precios de los productos primarios desde 1950 hasta fines de siglo (en valores reales, es decir, deflactado por

los precios mayoristas de Estados Unidos), se puede advertir que la tesis de Prebisch y Singer parece cumplirse. Sin embargo, desde fines de 2001, la tendencia bajista comenzó a revertirse recuperando el terreno perdido en los últimos 20 años del siglo XX (ver gráfico 1).

Como se puede apreciar en el gráfico, no es la primera vez que los precios de las materias primas muestran un ciclo alcista. Sin embargo, lo que diferencia al ciclo actual es que la suba en los precios es más duradera (ya lleva más de cinco años) que las que se dieron anteriormente (por ejemplo en 1973 y 1979 cuando los precios "volaron" determinado por la restricción en la oferta de petróleo por parte de la OPEP tras la crisis con Irán).

Conviene entonces analizar cómo es que se llega a la situación actual en el mercado mundial de materias primas, identificando los determinantes para poder inferir el comportamiento de los precios en los próximos años.

La fuerte escalada que vienen presentando los precios de las materias primas se explican por factores relacionados con la oferta (tensiones geopolíticas, condiciones meteorológicas que impactan negativamente en la producción

agrícola), con la demanda, y con factores financieros que se refuerzan mutuamente.

Entre los factores de la demanda, lo más destacado es el fuerte crecimiento que registró la economía mundial en los últimos años, siendo éste el ciclo expansivo más extenso desde la Segunda Guerra Mundial.

Concretamente, entre 2002 y 2007 la producción global creció a un ritmo del 4.6% a/a, muy por encima del 3% a/a promedio de los últimos 30 años. Una característica distintiva de este ciclo expansivo es que prácticamente la mayoría de las economías del mundo crecieron a tasas superiores a su media histórica, destacándose la excelente performance que registraron

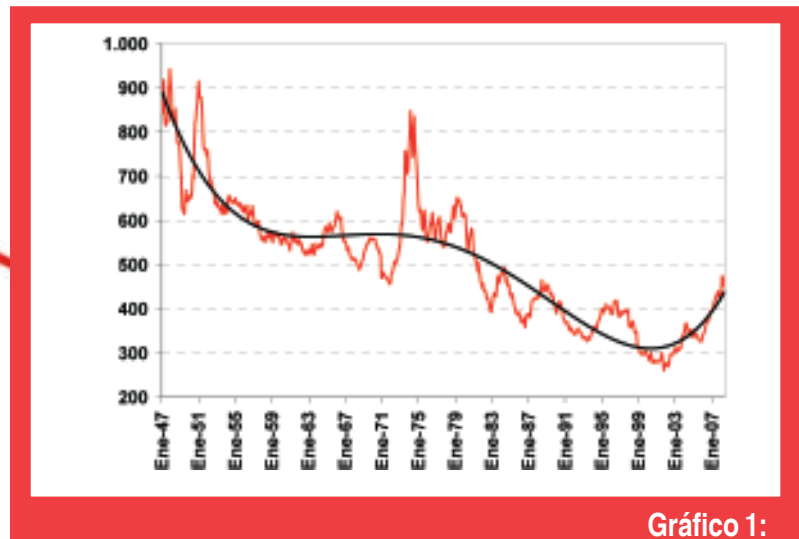


Gráfico 1:

Tendencia Histórica de los Precios de Commodities*

*Índice CRB elaborado por el Commodity Research Bureau Delcatedo por Precios Mayoristas de Estados Unidos

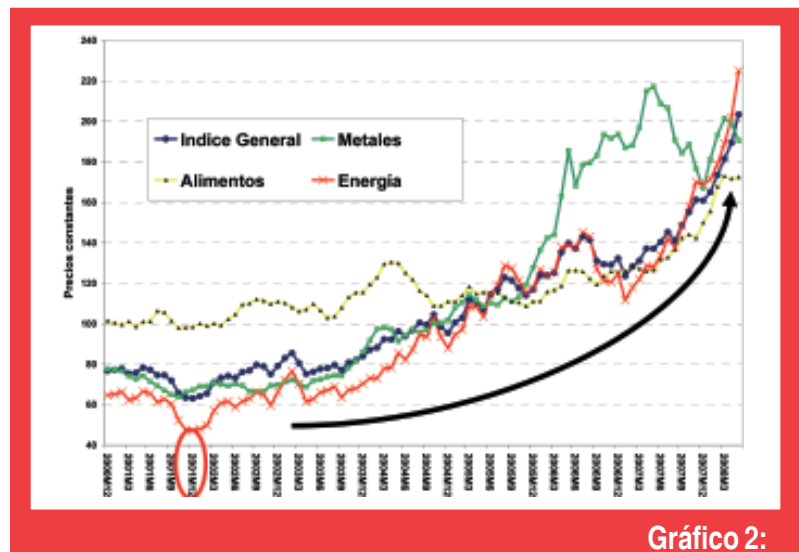


Gráfico 2:

Evolución reciente de los precios de los commodities.

Fuente: elaboración propia en base a FMI.

las economías emergentes, con China e India a la cabeza.

Fueron varios los factores que se combinaron para que el capitalismo global haya gozado del mejor escenario. En principio, el abrupto corte en las tasas de interés que llevó a cabo la Reserva Federal (FED) de Estados Unidos en 2001, le dio una gran liquidez a los mercados financieros. Otro factor fue la incorporación de la economía China a la Organización Mundial de Comercio (OMC) en el mismo año, lo que significó su ingreso pleno al comercio mundial: del lado de la demanda, como principal demandante de materias primas (especialmente metales) y por el lado de la oferta aumentando notoriamente sus exportaciones de manufacturas al resto del mundo, convirtiéndose en el segundo exportador mundial (luego de Estados Unidos y destronando a Alemania).

El ingreso de China a la escena mundial, no es un dato menor: la continua, y cada vez mayor demanda de materias primas presionó a la suba los precios de estos productos y al mismo tiempo, debido a la enorme ganancia de productividad (gracias a la inmensa mano de obra disponible) fueron los "disiplinadores" de los precios de las manufacturas a nivel mundial. De esta manera, los países productores de materias primas registraron una notable mejora en sus términos de intercambio, tanto por el aumento en los precios de sus productos exportables, como por la

« Si bien el reinado del petróleo está lejos de ser amenazado por los biocombustibles, países como Estados Unidos vienen avanzando a paso firme dedicando cada vez más proporción de la producción de granos a la de combustibles »

relativa estabilidad de los precios de las importaciones (esto explica buena parte del fuerte crecimiento de las economías emergentes de los últimos años).

El crecimiento de la economía China y de las demás economías emergentes, especialmente del sudeste asiático, impulsaron la demanda de productos básicos. De hecho, los aumentos anuales del consumo mundial de los principales grupos de productos básicos en 2001-07 fueron mucho más altos que en las dos décadas anteriores. Por ejemplo, la demanda de China, India y Oriente Medio representó el 60% del crecimiento del consumo de petróleo del período. Al

mismo tiempo, la industrialización y urbanización en estos países han incrementado la demanda de electricidad basada en combustibles, como el carbón, u otros metales como hierro y cobre, impulsando el alza en los precios (China explicó el 90% del aumento en el consumo mundial de cobre).

El mayor nivel de actividad de estas economías también incrementó el ingreso per cápita de la población, mejorando las pautas de consumo incidiendo así en una mayor demanda de alimentos. Hoy China es el principal importador mundial de soja, consumiendo el 40% de las exportaciones mundiales de este producto.

Un nuevo factor que está jugando este partido son los biocombustibles: los elevados precios del petróleo y sus carterización en la producción y las presiones por producir energía "limpia" (no contaminante del medio ambiente), le dieron un fuerte impulso a la producción de combustibles derivados de la caña de azúcar y maíz (para producir etanol) y de la soja y malta (para producir biodiesel). Si bien el reinado del petróleo está lejos de ser amenazado por los biocombustibles, países como Estados Unidos vienen avanzando a paso firme dedicando cada vez más proporción de la producción de granos a la de combustibles (si se destinase el total de la producción de maíz a la elaboración de etanol, esto sólo alcanzaría para cubrir el 12% del consumo de combustible que consume la economía americana).

La mayor producción de biocombustibles afecta directamente a los mercados de alimentos por dos caminos. En primer lugar porque aumenta la demanda de maíz y soja, y en segundo, al ser estos granos insumos de la producción de otros productos alimentarios, como carnes, pollos, cerdos y lácteos.

Así, alta liquidez internacional, bajas tasas de interés y crecimiento de la economía mundial, fueron un terreno fértil para que los precios de las materias primas superen día a día sus niveles máximos. Es decir que a diferencia de los ciclos alcistas anteriores que fueron determinados

principalmente por el lado de la oferta, el ciclo actual se da más que nada por presiones de la demanda.

Al ciclo de suba en el precio de los commodities que empezó a fines de 2001 se agregó un nuevo impulso a mediados del año pasado, esta vez por razones distintas: se produjo lo que se denominó la "financionalización de los commodities". El desarrollo de la crisis de las hipotecas de bajo valor en EE.UU. ("subprime") desató una crisis financiera en el mundo que amenaza el ciclo expansivo. Este hecho debería actuar como mitigante de la demanda de commodities y en consecuencia a favor de una baja en el precio. Sin embargo, el resultado fue el opuesto: en un contexto de caída de activos, con quiebres de instituciones financieras y gran debilidad del dólar, con un continuo accionar por parte de la Reserva Federal de EE.UU. que bajó la tasa de referencia

(Fed Fund) desde un nivel de 5.25% a 2.00%, los inversores comenzaron a refugiarse en los commodities mediante la compra de instrumentos derivados. Este desarrollo incipiente en los mercados financieros hizo que el precio de los commodities tomara un nuevo impulso a mediados del año pasado.

De esta manera la aparición de China en el mercado global puede explicar en parte la depreciación que viene mostrando el dólar desde fines de 2001. Es bien sabido en la teoría económica, que un empeoramiento en los términos de intercambio produce una depreciación en el tipo de cambio real. Consecuentemente, la mayor participación de China en el comercio mundial contribuyó grandemente a empeorar los términos de intercambio de Estados Unidos al incrementar sus exportaciones de bienes industriales (bajando su precio en el mundo) y

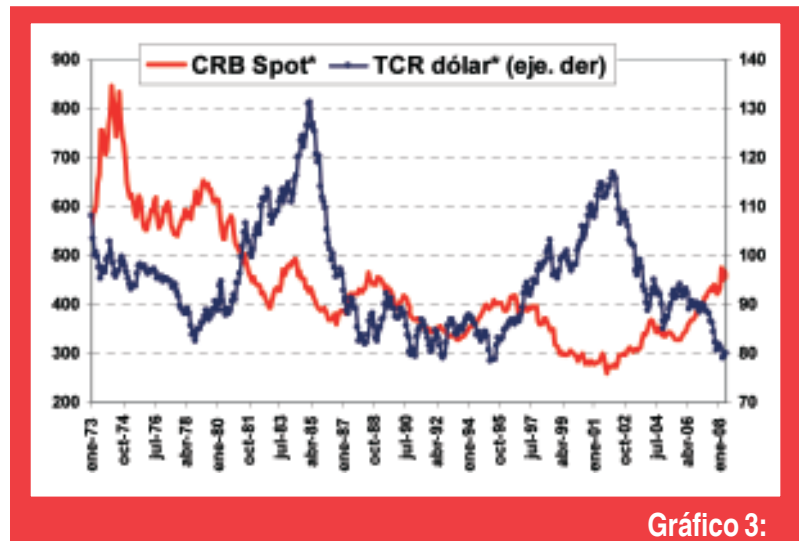


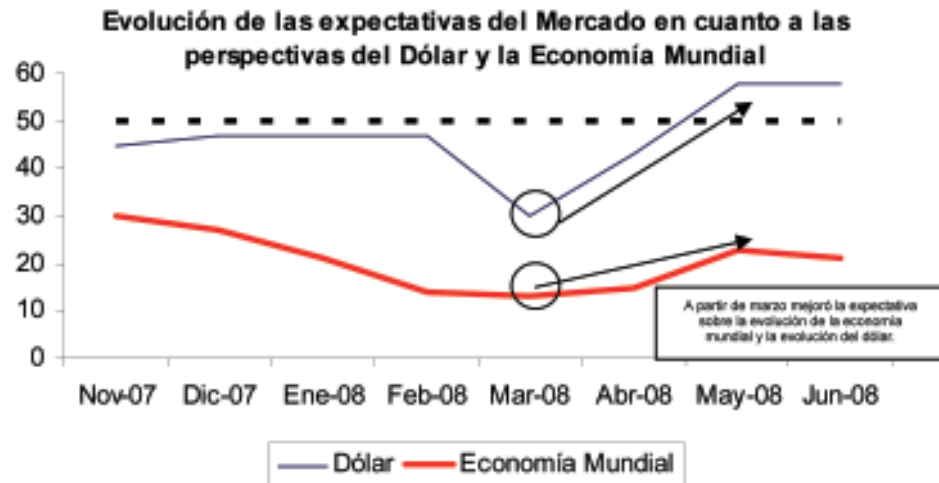
Gráfico 3:
Tipo de Cambio Real del dólar vs. Precios de Commodities.

Fuente:
elaboración propia en base Federal Reserve y Commodity Research Bureau

	Hoy	3° T 2008	4° T 2008	1° T 2009	2° T 2009	2009	2010	2011
Tasa de Fed Fund EE.UU.	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,25%	3,00%		
Dólar Euro	1,54	1,54	1,50	1,47	1,50	1,43	1,37	1,35
Petróleo	135	110	110	110		101	98	92
Soja (centavos / bushel)	1.566	1.300	1.310	1.491		1.393	953	1.088
Cobre (centavos / libra)	362	340	350	320		310	274	247

Evolución de las Expectativas del Mercado (fuente encuesta Bloomberg junio 2008)

Gráfico 4:
Expectativas sobre la evolución del Dólar y la Economía Mundial.
Fuente: Bloomberg



umentando fuertemente su demanda de materias primas (contribuyendo a la suba en el precio de las mismas) (ver gráfico 3).

Para estimar que puede llegar a ocurrir con el precio de los commodities, es necesario distinguir entre corto, mediano y largo plazo. De corto y mediano plazo operan los dos impulsos comentados más arriba: el primero, relacionado con la demanda mundial, es probable que continúe en los próximos años pero la tasa exponencial a la que vino expandiéndose el comercio de China es difícil que se mantenga por muchos años más con lo que en un futuro (no muy lejano) la oferta se encontrará con el tiempo suficiente como para adecuarse al nuevo nivel

de demanda y el precio primero dejará de subir y luego incluso podría bajar. Con respecto al segundo impulso, el provocado por la denominada "*financiarización de los commodities*" vemos indicios de un rebote en las expectativas favorables de los inversores (aunque aún dentro del terreno pesimista) que de mantenerse podría estar generando mejor ánimo en los mercados con lo cual poco a poco la situación irá volviendo a la normalidad y la demanda de commodities como reserva de valor podría reducirse con lo cual los precios podrían comenzar a retroceder y ubicarse en los niveles de mediados del año pasado (ver gráfico 4). Esta reversión en el precio de los commodities que podría

comenzar a partir de la segunda parte de este año vendría acompañada de un dólar más fuerte. En este sentido las expectativas del mercado en cuanto a la evolución de la tasa de interés en EE.UU. y el dólar son consistentes con las expectativas en cuanto a la evolución de los principales commodities (ver cuadros al respecto). Finalmente para el largo plazo, creemos que los cambios estructurales operados a partir de 2001, se mantendrán en el tiempo y actuarán como fuertes limitantes para que se retome la tendencia de largo plazo anterior por lo que estaríamos ante el final de la teoría de Prebisch-Singer: bueno para las economías emergentes.