

Commodities: ¿fundamentos o burbuja especulativa?

RAFAEL NIVÍN VALDIVIEZO*

Lo que hay detrás de la reciente evolución de los precios de los metales

¿Es la participación de los especuladores en el mercado de los commodities, o son los fundamentos, ante el crecimiento de la demanda y la escasa oferta, los factores que están detrás del boom de los precios de los metales?. En este artículo, se presenta el debate que existe alrededor de esta interrogante.

* Especialista en Economía Internacional,
Gerencia de Estudios Económicos del BCRP

Los precios de los commodities, en especial de aquellos que afectan directamente a nuestros términos de intercambio, tuvieron una tendencia alcista en los últimos años y, a la vez, en algunos casos, como los metales, registraron significativas correcciones a partir del segundo semestre del 2006. Así, luego de alcanzar máximos históricos, como en el caso del cobre, petróleo y oro¹, dichos precios registraron retrocesos temporales, aunque aún se mantienen en niveles muy por encima a los observados antes de la escalada en las cotizaciones.

Existe un gran debate sobre si este rápido crecimiento, y una posterior corrección, es reflejo de factores de oferta y de demanda o si, por el contrario, responden más bien a una burbuja especulativa.

La primera tesis sostiene que el dinamismo de China y otros países emergentes, explica el incremento en los precios (la teoría de super-ciclo² en commodities). A ello se suma, la falta de inversión en los años 90 y los bajos niveles de inventarios, que determinaron el boom reciente de los commodities. En el lado opuesto, diversos analistas de bancos de inversión sostienen que fuerzas especulativas habrían separado los precios de los commodities de sus fundamentos de mercado; si bien éstos habrían influido en el alza de los últimos años, no justificarían los niveles récord alcanzados.

Es de mucha importancia analizar en detalle cada una de las dos hipótesis, por cuanto dependiendo de cuál predomine, las perspectivas de los precios de los próximos años variarán sustancialmente, teniendo un efecto directo en la economía peruana, que en los últimos años registró una evolución positiva en los términos de intercambio.

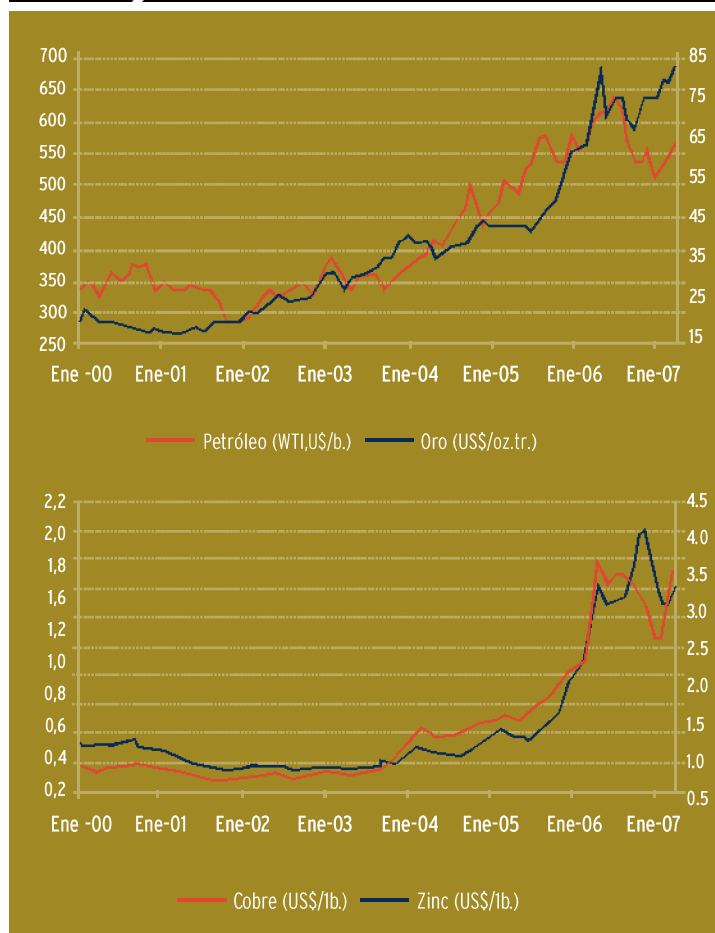
Así, los términos de intercambio alcanzaron en 2006 un crecimiento de 26,2 por ciento (récord en 33 años), gracias al aumento de los precios de exportación en 35,7 por ciento (con aumentos de 137,0 por ciento en zinc, 82,7 por ciento en cobre, 57,7 por ciento en plata, y 35,7 por ciento en oro)³. El considerar que el boom de los commodities se debe a una burbuja especulativa, llevaría a correcciones sustanciales en el precio, mientras que si esta alza es explicada por las fuerzas del mercado, se podría tener un comportamiento más predecible en los precios en función de los determinantes de la oferta y la demanda.

¿BURBUJA ESPECULATIVA CERCA DE EXPLOTAR?

Algunos bancos de inversión concluyen que parte significativa de la tendencia alcista de los precios de

los commodities en los últimos años, es provocada por la participación de inversionistas especulativos en dicho mercado. En tal sentido, la corrección del primer trimestre del año solo sería una señal de lo que vendría cuando la burbuja especulativa estalle. Así, el banco de inversión UBS⁴ considera que se habría gestado una burbuja especulativa en los commodities, similar a burbuja tecnológica de fines de los 90s, pronosticando el mismo desenlace en los próximos meses. Mientras que Societe Generale⁵ predice que dicha burbuja estallaría cuando las altas tasas de interés generen una desaceleración económica mundial y una menor demanda por commodities. Cabe indicar que Citigroup⁶ había alertado a inicios de 2006, que “un flujo de fondos inversión⁷ está llevando los precios de los metales básicos a niveles más altos de los justificados por el análisis de la oferta y la demanda. Una burbuja que podría aumentar mucho más antes de explotar.”

GRÁFICO 1 ■ Tendencia del petróleo y el oro



¹ En el caso del oro fue un récord en 26 años.

² “Super-ciclo” es definido como una prolongada tendencia al alza en los precios reales de commodities, determinada por la urbanización y industrialización de una economía importante (en el presente caso, China).

³ Cabe indicar que, compensando, en parte, esta evolución los precios de importación registraron un aumento de 7,5 por ciento (principalmente por el crecimiento de 17,0 por ciento en petróleo).⁴ “The Trouble with bubbles”. Investment Brief, UBS, summer 2006.

⁴ “The Trouble with bubbles”. Investment Brief, UBS, summer 2006.

⁵ “Commodity bubble to burst”. Junio 2006.

⁶ “Beyond fundamentals - the funds phenomenon”. Enero 2006.

⁷ JP Morgan estima que US\$ 100 mil millones se encuentran invertidos en índices relacionados con commodities.



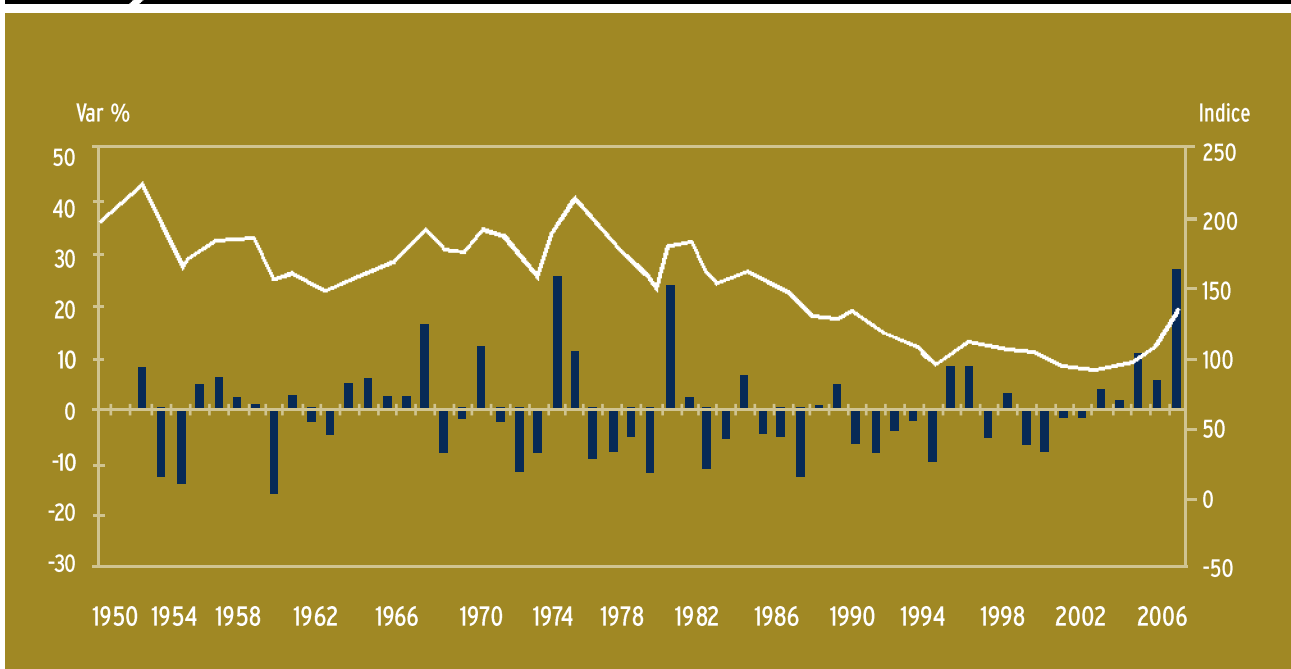
FOTO CORTESÍA: ANTIMINA

MINAS. Las inversiones mineras se vieron favorecidas con el boom de los precios de los metales.

Vale recordar que el Fondo Monetario Internacional (FMI)⁸ ha mostrado que los commodities como activo de inversión, atraen el interés de inversionistas institucionales en los últimos años (según el Commodity Trading Advisor, solo en 2005 habrían ingresado US\$ 35 mil millones al mercado de materias primas). Por su parte, el Bank for International Settlements (BIS) indica que al primer semestre del 2006 las operaciones con productos derivados relacionados a los commodities alcanzaron US\$ 14 mil millones.

Las razones que explican este comportamiento están basadas en estudios que justifican la inclusión de commodities en los portafolios de inversión, dado el rendimiento positivo y la correlación negativa con bonos y acciones. Según Stephen Roach⁹, economista jefe de Morgan Stanley, los fundamentos de mercado que presionarían los precios a la baja, serían exacerbados por la salida de estos inversionistas del mercado de metales, haciendo la caída mucho mayor.

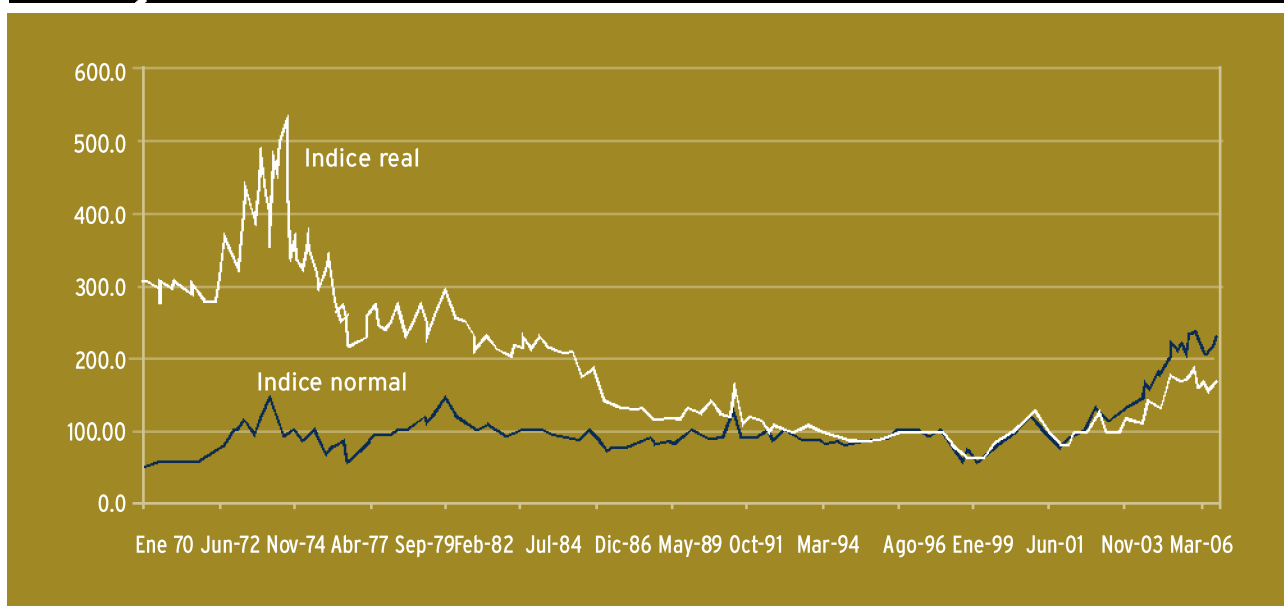
GRÁFICO 2 | Términos de intercambio
(Año 1994 = 100)



⁸ FMI, Global Financial Stability (Capítulo 1, setiembre 2006).

⁹ Morgan Stanley, Global Economic Forum (11 de setiembre de 2006)

GRÁFICO 3 ■ Goldman Sach Commodity Index (en US\$ y real)



DETRÁS DE LOS FUNDAMENTOS DEL MERCADO

Según el FMI¹⁰, el comportamiento de los precios de los metales es atribuido a una baja inversión en el sector minero a fines de los 90s e inicios de la presente década, intensificada por un rápido crecimiento en las economías emergentes (especialmente China). Así, China explica el 51 por ciento del crecimiento del consumo de cobre entre 2002 y 2005¹¹, 113 para el zinc, 86 por ciento para el estaño y 30 por ciento para el petróleo. En el mismo sentido, el Departamento de Energía de Estados Unidos¹² ha sostenido que el alza en el precio del petróleo se debe a la mayor demanda de los principales consumidores de crudo, en un contexto de limitado incremento en la producción y poco exceso de capa-

BRILLA. El oro ha sido uno de los metales cuyo precio mostró los mayores crecimientos en los últimos años.



cidad instalada en la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP). Ambos organismos, desestiman que las actividades de los inversionistas especulativos hayan sido la causa principal de la escalada en los precios, sosteniendo que las altas cotizaciones han sido la causa y no la consecuencia del incremento de la participación de los inversionistas en el mercado de commodities.

Hay que considerar además que, a pesar del incremento significativo, en términos reales, los precios aún están lejos de sus máximos históricos.

Adicionalmente, de acuerdo con el FMI, la magnitud de las posiciones especulativas no serían tan significativas. Tomando como indicador aproximado la posición de los inversionistas no comerciales en el mercado de futuros¹³, la participación de los agentes especulativos en commodities como oro, se elevó siguiendo la tendencia en el precio; Sin embargo, en el caso del cobre, dicha participación estuvo disminuyendo en gran parte de la evolución alcista en el caso del cobre. En tanto que para el caso del petróleo, no se aprecia correlación entre la participación de los inversionistas y la evolución del precio. Todo ello restaría sustento a la idea de que los especuladores están detrás del boom en los commodities. Los especuladores juegan un rol proveyendo de liquidez al mercado y podrían haberse beneficiado de los movimientos de precios (al incrementar la volatilidad cuando se trasladan cambios en los fundamentos a cambios en los precios), pero no deberían ser una causa sistemática de la evolución de los precios.

¹⁰ FMI, World Economic Outlook (Capítulo 5, setiembre 2006)

¹¹ Cabe indicar que el resto de economías emergentes explican el 41 por ciento del crecimiento del consumo de cobre en el mismo período.

¹² Short Term Energy Outlook Supplement. Agosto, 2006.

Asimismo, a manera de conclusión, si bien los estudios demuestran que los precios de commodities se encuentran entre aquellas variables con mayor reversión a la media¹⁴, dichas investigaciones también muestran que los ciclos de metales registran una duración de entre 15 y 20 años¹⁵.

En este sentido, pese a esperarse una corrección en los mercados por la desaceleración de Estados Unidos (por debilitamiento de mercado inmo-

liario) y China (ante medidas para evitar sobrecalentamiento), esta corrección sería ordenada. Los especuladores aportarán volatilidad a los movimientos en los precios, pero la tendencia futura debería reflejar, principalmente, los fundamentos de oferta y demanda. Estos fundamentos no serán necesariamente los mismos para todos los commodities (la correlación de los precios de los principales commodities se ha reducido a partir del segundo trimestre del 2006)¹⁶.

GRÁFICO 4 ■ Posiciones especulativas del petróleo, oro y cobre



¹³ Posiciones largas netas no comerciales publicadas por Commodity Futures Trading Comisión)

¹⁴ En los metales, por ejemplo, la media de largo plazo sería cercana a su costo marginal.

¹⁵ Hot Commodities. Jim Rogers (Diciembre, 2004).

¹⁶ Por ejemplo, la correlación de los precios del cobre y oro pasó de 0,96 durante en el período 2002-I semestre 2006 a -0,67 en el periodo II semestre 2006- marzo del 2007.