

Evolución del precio del cobre durante el episodio del COVID-19: un ANÁLISIS COMPARATIVO

MAURICIO DE LA CUBA* Y JESÚS FERREYRA**



* Jefe, Departamento de Economía Mundial del BCRP
mauricio.delacuba@bcrp.gob.pe



** Especialista Departamento de Economía Mundial del BCRP
jesus.ferreyra@bcrp.gob.pe

La pandemia del COVID-19 ha afectado a variables clave para la economía peruana, entre ellas, la cotización del cobre, principal producto de exportación. Esta variable acumuló una caída de hasta 27 por ciento. Sin embargo, esta caída ha sido menos prolongada y pronunciada que en otros episodios de ajuste (como el de la crisis financiera global 2008-2009 y la corrección bursátil en China en 2015-2016), donde, paradójicamente, los ajustes en la actividad económica fueron menos severos. El presente artículo compara estos episodios y presenta algunos factores que explican el comportamiento observado durante la presente pandemia.

EVOLUCIÓN DEL PRECIO DEL COBRE DURANTE LA CRISIS FINANCIERA GLOBAL (CFG) Y LA PANDEMIA: HECHOS ESTILIZADOS

En los últimos doce años se identifican tres periodos de caída severa en el precio del cobre: la crisis financiera global (2008-2009), la crisis bursátil china (2015-2016) y la reciente pandemia (enero-junio 2020).

i. Crisis financiera global (2008-2009): la crisis *subprime* tuvo como hecho central la quiebra de Lehman Brothers (15 de septiembre 2008), pero desde meses previos los mercados venían mostrando correcciones. En el caso del cobre, la cotización aumentó durante el primer semestre de 2008 y alcanzó un nivel máximo de US\$/lb. 4,08 (julio 2008)¹. A partir de entonces, la cotización tuvo una caída brusca y sostenida hasta llegar a un mínimo de US\$/lb. 1,26 a fines de diciembre, el nivel más bajo en 3 años, de acuerdo con la menor demanda mundial, en particular en los sectores automotor y construcción.

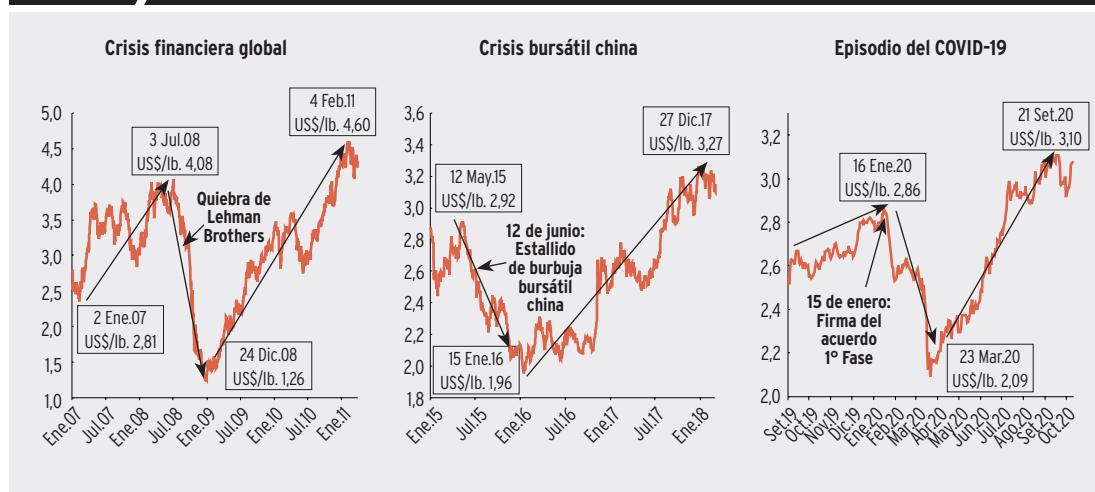
Posteriormente, la cotización aumentó en forma lenta e ininterrumpida durante los trece meses siguientes y alcanzó una cotización de US\$/lb. 3,35 en enero de 2010; la tendencia al alza prosiguió, aunque con mayor volatilidad, hasta alcanzar un máximo histórico de US\$/lb. 4,60 en febrero de 2011 (lo que significa un aumento de 260 por ciento respecto al mínimo alcanzado).

Esta tendencia al alza se dio en un contexto de recuperación económica y de estímulos monetarios y fiscales de las economías desarrolladas y de China.

ii. Corrección bursátil china (2015-2016): Si bien este episodio podría formar parte de un ciclo mayor —iniciado con el anuncio del *tapering* en mayo de 2013—, la corrección a la baja se acentuó en 2015 a raíz de la entrada de proyectos mineros, de la fuerte reversión del *boom* bursátil e inmobiliario en China y de las medidas de su gobierno para corregir el exceso de capacidad en la industria pesada². En casi 8 meses, la cotización se contrajo sostenidamente desde un máximo de US\$/lb. 2,92 el 12 de mayo de 2015 a un mínimo de US\$/lb. 1,96 en enero de 2016 (equivalente a una disminución de 33 por ciento). Durante los siguientes 24 meses, la cotización registró una tendencia al alza, aunque con fuerte volatilidad y alcanzó una cotización de US\$/lb. 3,27 en diciembre de 2017.

iii. Episodio del COVID-19: Luego de la firma del acuerdo comercial entre EUA y China (conocido como acuerdo fase uno), el 16 de enero la cotización alcanzó un máximo de 9 meses (US\$/lb.2,86). A partir de ese momento, conforme la pandemia se propagaba hacia el resto del mundo, la cotización tuvo una caída que, con excepción de un breve periodo de es-

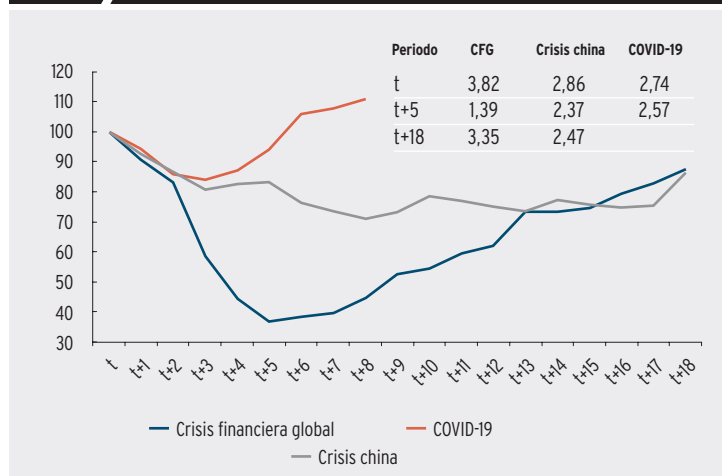
GRÁFICO 1 ■ Evolución de la cotización del cobre (US\$/lb.)



¹ El alza del precio estuvo sustentada por los temores de menor oferta global por problemas energéticos en Zambia y paralizaciones en Perú, debido a la interrupción de la producción de la mina de Southern Copper Corp. por una huelga en Moquegua.

² Entre 2011 y 2015, la producción mundial de cobre de mina aumentó 20 por ciento. Diez grandes minas explicaron gran parte de este incremento. Estas estuvieron ubicadas en el Congo (Mutanda), Mongolia (Oyu Tolgoi), Chile (Centinela, Los Bronces y Ministro Hales), Perú (Toromocho, Constanza y Antapaccay), México (Buenavista) y Estados Unidos (Morenci).

GRÁFICO 2 ■ Evolución del precio del cobre: comparación de episodios
Cotizaciones mensuales (Índice base 100)



CUADRO 1 ■ Evolución del precio del cobre: comparación de episodios

Crisis	Nivel máximo	Nivel mínimo	Variación entre nivel máximo y mínimo	Duración de la caída	Recuperación posterior (meses)	Nivel máximo poscrisis
CFG	US\$/lb. 4,08	US\$/lb. 1,26	-69%	174 días (6 meses)	772 días (26 meses)	US\$/lb. 4,60
Crisis bursátil china	US\$/lb. 2,92	US\$/lb. 1,96	-33%	248 días (8 meses)	712 días (24 meses)	US\$/lb. 3,27
COVID-19	US\$/lb. 2,86	US\$/lb. 2,09	-27%	67 días (2 meses)	n.d.	n.d.

tabilización, fue prácticamente sostenida hasta el 23 de marzo (acumulando una disminución de 27 por ciento). A partir de entonces, la cotización se ha venido recuperando en respuesta a la recuperación de China, a la reapertura de varias economías, a las restricciones de oferta y a los anuncios de estímulos monetarios y fiscales de las economías desarrolladas. A fines de julio, la cotización del cobre se ubicó por encima de US\$/lb. 2,90.

De lo descrito anteriormente se deduce que la caída de los precios del cobre en la presente pandemia comparte las tendencias de los otros periodos³; sin embargo, su caída ha sido menor, su estabilización más rápida y la recuperación bastante más pronunciada que en los episodios

anteriores. Esta evolución parece, a primera vista, inconsistente con la mayor contracción del producto, que se ha experimentado durante la pandemia del COVID-19 respecto a los episodios anteriores⁴.

¿QUÉ EXPLICA EL MEJOR DESEMPEÑO DE LA COTIZACIÓN DEL COBRE EN EL PRESENTE EPISODIO?

La menor caída y la rápida recuperación de la cotización del cobre en este episodio se explica por factores vinculados a la demanda real, a la demanda no comercial (también denominada especulativa) y a factores de oferta presentes en esta oportunidad (y ausente en episodios previos).

i. Niveles de precios iniciales más bajos: una diferencia importante entre el presente episodio y el de la CFG es el nivel máximo que alcanzó el precio del cobre previo a la corrección. En el presente episodio, su precio ya se había visto afectado por las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China, por la incertidumbre en torno al Brexit y por los temores de un menor crecimiento global. El precio máximo inicial alcanzado en este episodio es el menor de los tres y difiere sobre todo del observado en la CFG cuando la cotización alcanzó, a esa fecha, niveles máximos históricos.

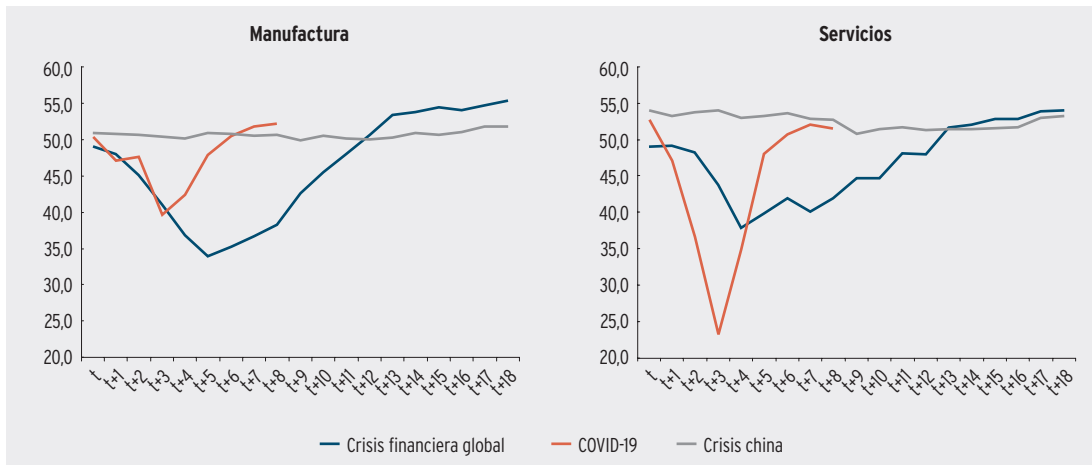
ii. Diferencias en el patrón de crecimiento: Aunque la caída en el producto ha sido mayor en el presente episodio —tanto para China como para la mayoría de economías desarrolladas—, algunos factores ayudan a explicar por qué el impacto sobre la cotización ha sido menor al esperado.

En el presente episodio, la mayor contracción en la actividad económica se ha dado en el sector servicios, actividad que demanda montos muy limitados de cobre. El PMI (Purchasing Managers' Index, en inglés, o Índice de Gestores de Compra) global de servicios se contrajo hasta un mínimo histórico de 23,7 en abril de 2020 (frente a un mínimo de 37,8 en la CFG). En el presente episodio, el PMI global de manufactura se redujo a un mínimo de 39,6 el mismo mes (frente a un mínimo de 33,8 durante la CFG). Asimismo, como se observa en el gráfico, la recuperación observada a partir del mes de mayo ha sido más rápida. En el caso particular de China, el PMI que agrupa a las

³ World Bank Group, 2020, "Commodity Markets Outlook", Abril.

⁴ Para el primer y segundo trimestre de este año se prevé una contracción de la economía mundial (trimestral anualizada) de 13 y 18 por ciento, respectivamente (WEO de junio de 2020). En el episodio de la crisis subprime, el PBI mundial se contrajo 6 por ciento en el cuarto trimestre de 2008 y la misma tasa en el primer trimestre de 2009 (WEO de abril 2009). La crisis bursátil china afectó el PBI de China (el crecimiento pasó de 7,3 por ciento anual en el segundo trimestre a 5,7 por ciento anual en el cuarto trimestre), pero no afectó significativamente el crecimiento global.

GRÁFICO 3 ■ PMI Global



FUENTE: JPMORGAN.

empresas intermedias más demandantes de cobre⁵ muestra seis meses consecutivos en zona de expansión y en niveles superiores al PMI agregado de manufactura de China.

Las medidas de cuarentena adoptadas por China se dieron en un periodo de menor demanda estacional por cobre. La actividad económica de China en el primer trimestre se contrajo 10 por ciento respecto al trimestre anterior, caída sin precedentes en las últimas décadas. Sin embargo, los meses de enero y febrero presentan una baja de-

manda estacional de cobre en China (debido a las festividades por el año nuevo lunar). Con la reapertura de sus mercados en marzo, se produjo una rápida recuperación para enfrentar el periodo de mayor demanda durante el segundo trimestre. Además, la demanda tomó un impulso adicional con el anuncio, en mayo, de un paquete de estímulo en infraestructura de equivalente al 6,1 por ciento del PBI nominal⁶. El cobre sería el metal más beneficiado de este estímulo, debido a que se enfoca en tres nuevas prioridades de gasto que suponen una mayor demanda por este metal⁷.

“ La menor caída y la rápida recuperación de la cotización del cobre en este episodio se explica **por factores vinculados a la demanda real, a la demanda no comercial (también denominada especulativa) y a factores de oferta presentes en esta oportunidad (y ausente en episodios previos).** ”

La respuesta de política fiscal y monetaria de las principales economías desarrolladas, más rápida y de una magnitud sin precedentes, ha llevado a revertir las expectativas negativas en torno a la recuperación económica en el corto plazo. En el caso de la política monetaria, las medidas adoptadas suponen incrementar la liquidez global desde niveles históricamente altos, lo cual, como se señala más adelante, también lleva a un incremento en la demanda no comercial por cobre.

iii. **Choques de oferta asociados a las medidas de contención adoptadas por los principales países productores.** A diferencia de los episodios anteriores, la crisis ocasionada por el COVID-19 también afectó a la oferta de minas y la actividad de refinación.

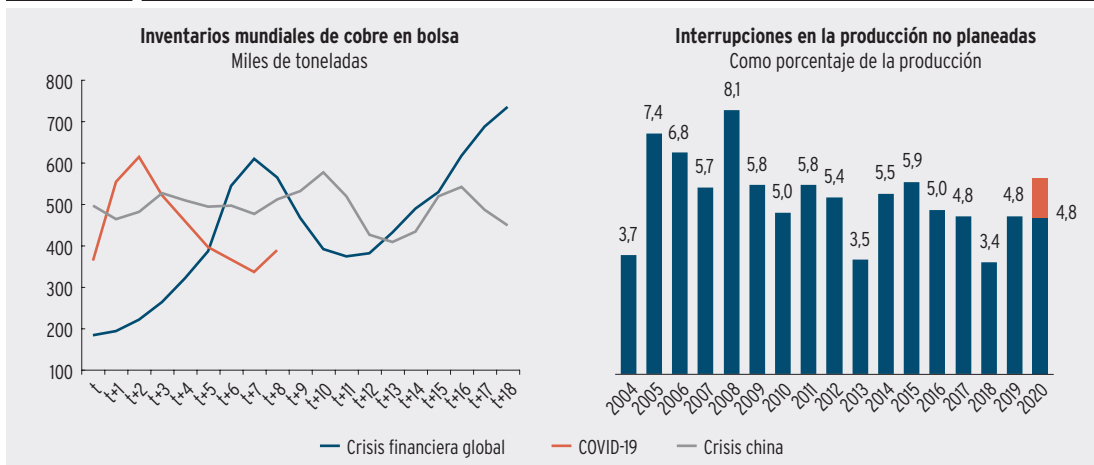
Diversos organismos estiman que este año los recortes de producción no previs-

⁵ Ver encuesta de PMI de manufactura de las empresas intermedias que explican la demanda de cobre de China, realizada por Shanghai Metals Market (SMM).

⁶ Reunión anual del Partido Comunista chino, donde anuncian sus objetivos para el año.

⁷ El paquete incluye la construcción de redes de información de la próxima generación, como la nueva red de 5G, las estaciones de carga para los nuevos vehículos eléctricos y las líneas de Ultra Alta Tensión (UHV). Además, el paquete de estímulo también se enfoca en la mejora de las instalaciones públicas, incluida la renovación de 39 mil urbanizaciones residenciales antiguas y la instalación de ascensores en edificios residenciales.

GRÁFICO 4 ■ Inventarios mundiales de cobre en bolsa e interrupciones en la producción no planeadas



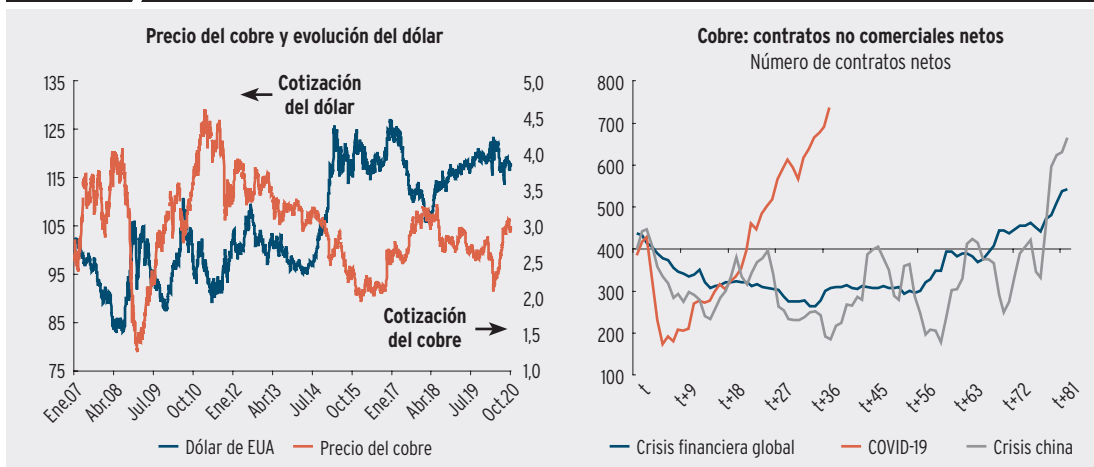
FUENTE: WOOD MACKENZIE, COMISIÓN CHILENA DEL COBRE (COCHILCO), DEUTSCHE BANK Y OTROS.

tos estarán cerca de sus niveles máximos históricos o muy cerca de ellos. Wood Mackenzie reporta que las interrupciones en la producción mundial de minas ascienden al 4,8 por ciento de la producción global en los primeros ocho meses del año, de los cuales dos tercios se explican por las interrupciones de producción asociadas al COVID-19. Destacan los recortes de producción en las minas de Perú y Chile (países que explican 40 por ciento de la oferta mundial de mina) a raíz del nuevo coronavirus y la menor producción de la mina Grasberg en Indonesia, la cual está transformándose de una mina de tajo abierto a una mina subterránea⁸.

Otro choque de oferta importante en el presente episodio es el referido a la escasez de cobre reciclado (que, dependiendo de su pureza, se utiliza como otra fuente de oferta de cobre para refinar). Según Wood Mackenzie (2020,1), el mercado de chatarra de cobre de China en 2020 se ajustará debido a la menor disponibilidad del cobre reciclado, al impacto de la pandemia sobre la oferta y a las nuevas normas medioambientales de China que mantienen restringidas las importaciones de cobre reciclado y chatarra.

Estos choques de oferta, sumados a la recuperación económica de China (en el periodo de mayor demanda estacional) y de

GRÁFICO 5 ■ Precio del cobre y evolución del dólar y contratos no comerciales netos de cobre



⁸ Además de los recortes, ya estaba programada una reducción de la producción de cobre de Grasberg en Indonesia, la cual no está incluida en las interrupciones no previstas de producción de este año. La producción de cobre bajó 37 por ciento trimestral en el primer trimestre de 2020, asociada al cronograma de su migración a una mina de socavón. El riesgo es que las medidas para enfrentar al COVID-19 en Indonesia retrasen este cronograma y la recuperación de la producción de la mina Grasberg demore más de lo inicialmente estipulado.

la economía global, se han reflejado en la evolución de los inventarios globales de cobre en las bolsas de metales. Al tercer mes de iniciado el presente episodio, los inventarios ya muestran una disminución mientras que en la CFG los inventarios aumentaron durante siete meses consecutivos.

iv. Evolución de las posiciones no comerciales netas en cobre. Durante el desarrollo de la crisis, las posiciones cortas netas aumentaron a mayor velocidad y profundidad que en las crisis anteriores; sin embargo, se han recuperado también más rápido que en los episodios anteriores en línea con la rápida disminución de la aversión al riesgo y los anuncios de estímulos por parte de los principales bancos centrales. A partir del 9 de junio de 2020, las posiciones no comerciales han pasado de ser ventas netas a compras netas lo que refleja la apuesta de los agentes por una recuperación en el precio del metal.

Otra diferencia, no vinculada a fundamentos, sería el incremento en la liquidez en China. Se estima que las medidas recientes adoptadas por el banco central no solo han favorecido el alza de la bolsa, sino también el incremento en la cotización del cobre. Esta situación es similar a la observada durante el alza del precio previo a la corrección bursátil de 2015-2016⁹.

v. Una menor apreciación del dólar: las medidas de la Fed que se adoptaron a partir de marzo también contribuyeron a estabilizar el dólar en los mercados internacionales, a diferencia de los episodios previos donde el dólar se apreció (28 por ciento entre 11 de julio y 20 de noviembre de 2008 y 10 por ciento el 24 de agosto y el 30 de noviembre de 2016). La fortaleza del dólar encarece el valor de las importaciones medidas en la moneda del país importador. Este aumento reduce la demanda por el metal y, finalmente, también el precio en dólares en las bolsas donde se transa¹⁰.

CONCLUSIONES Y PERSPECTIVAS

El presente ciclo en la evolución del cobre muestra algunas características similares a los episodios previos; sin embargo, presenta una caída menos profunda y una recuperación más rápida. Los factores que explicarían este comportamiento son: (i) el mayor impacto que ha tenido la pandemia sobre el sector servicios, (ii) las restricciones —en

el mercado de concentrados como en el de cobre reciclado— asociadas en gran medida al impacto del COVID-19, (iii) la recuperación más rápida de la demanda no comercial, y (iv) la menor apreciación del dólar (por la aplicación más rápida de estímulos monetarios por parte de la Fed).

La evolución de estos factores influirá en la cotización del cobre en los próximos meses. La mayor incertidumbre se observa en las restricciones de oferta tanto en lo que concierne a la producción de minas como en la legislación futura en China sobre el consumo de cobre reciclado. Por otro lado, la evolución de la demanda dependerá en gran medida de los desarrollos de la pandemia: un rebrote del COVID-19 podría generar una nueva contracción económica y afectar la demanda por cobre; mientras que el desarrollo de una vacuna daría soporte a la recuperación reciente. La evolución de las tensiones comerciales entre China y EUA, factor de incertidumbre presente en el presente episodio, podría también impactar en la cotización del metal no solo a través de las expectativas sobre el crecimiento, sino también mediante los cambios en la aversión al riesgo y en la demanda no comercial. Por último, otro riesgo, también presente durante la crisis financiera global, es la corrección brusca de algunos mercados que presentarían una marcada sobrevaluación.

REFERENCIAS

- **Comisión Chilena del Cobre (Cochilco). (2019).** *Anuario de Estadísticas del Cobre y Otros Minerales 1999-2018*.
- **CRU (2020).** "COVID 19 shatters the copper market", marzo.
- **International Monetary Fund (IMF). (2020).** *World Economic Outlook Update - June 2020*.
- **Le Roux, C. y Els, G. (2013).** The Co-Movement between Copper Prices and the Exchange Rate of Five Major Commodity Currencies.
- **Roache, S. y Rousset, M. (30 de diciembre de 2015).** China: Credit, Collateral, and Commodity Prices. J. P. Morgan Center for Commodities at the University of Colorado Denver Business School.
- **Saleheen, J. (28 de mayo de 2020).** China's stimulus will not stop metal demand falling, *Financial Times*, <https://www.ft.com/content/ac505d52-84fb-4c20-b17d-a9d463cea3a2>.
- **Shanghai Metals Market (1 de julio de 2020).** China copper downstream PMI edged down to 52.51 in June.
- **UBS (10 de junio de 2020).** Cooper - Signals Point to a Surprisingly Tight Market.
- **World Bank Group. (2020).** *Commodity Markets Outlook - Implications of COVID-19 for Commodities*, International Bank for Reconstruction and Development / World Bank.
- **Wood Mackenzie (2020, 1).** *Copper scrap to shrink in China in 2020*, April 2020 Report.
- **Wood Mackenzie (2020, 2).** *Global copper short-term outlook*, June 2020 Report.
- **Wood Mackenzie (2020, 3).** *Global copper long-term outlook, Q2 2020*.

⁹ Ver JP Morgan (2016) "China: Credit, Collateral, and Commodity Prices".

¹⁰ Ver Corlisse le Roux, Gideon Els (2013) "The Co-Movement between Copper Prices and the Exchange Rate of Five Major Commodity Currencies"