

ECONOMÍA
INTERNACIONAL

N° 496, 20 de agosto de 2009

AL INSTANTE

**COMMODITIES: ESTABILIZADORES DE LAS
ECONOMÍAS EMERGENTES DURANTE LA CRISIS**

El comienzo de la crisis financiera y el rápido deterioro que sufrió la economía global a partir del tercer trimestre de 2008, terminó de manera abrupta con el exagerado boom que habían tenido los precios de las materias primas desde comienzos de 2007.

Desde fines del año pasado, el ajuste que han sufrido los precios de los commodities ha sido muy rápido, generando cambios en los niveles de precios y grados de volatilidad sin precedentes en los mercados. Sólo entre julio y diciembre de 2008, el Índice de Precios de Materias Primas elaborado por el FMI retrocedió un 55%, alcanzando un nivel inesperado, incluso, para la

coyuntura económica propia de una crisis global.

**LA CRISIS Y LA CAÍDA EN LOS PRECIOS
DE LOS COMMODITIES**

El comienzo de la caída en los precios de las materias primas coincidió con la publicación de los primeros análisis respecto a que el deterioro en la actividad económica sería más profundo de lo esperado, tanto en las economías avanzadas como en los mercados emergentes. Esto generó un cambio en las expectativas que se habían creado, respecto a que las economías en desarrollo serían capaces de mantener niveles de crecimiento moderados a pesar de las complicaciones en los países

desarrollados (supuesto decoupling).

Gran parte de la expansión que sufrió la demanda por materias primas en los últimos años estaba asociada al crecimiento que experimentaron los mercados emergentes, y en particular China, por lo que las desmejoradas perspectivas de crecimiento para estas economías afectaron directamente al precio de este tipo de recursos. Sumado a este factor, la menor demanda desde los países desarrollados afectó también los niveles de precios en los mercados internacionales. Si bien estas economías aportaron en menor medida a la expansión de la demanda por commodities en años recientes, durante los meses previos a la caída en los niveles de precios, parte importante de las restricciones en la demanda fueron fruto, precisamente, de la menor actividad económica en los países más avanzados.

El fuerte deterioro en las perspectivas de crecimiento de la economía global entre septiembre y octubre de 2008, llevó a que durante noviembre se acelerara aun más el ajuste que fueron sufriendo los precios de las materias primas. En diciembre de ese año las caídas

se fueron paulatinamente estabilizando, fluctuando a partir de ese momento dentro de un rango más acotado de precios. Durante los últimos meses, la evolución de los precios ha llevado incluso a repentinos y transitorios aumentos en los precios del petróleo y de algunos metales base lo que, sin embargo, no se ha traducido en un cambio en la tendencia fluctuante que han seguido estos valores desde finales del 2008.

De todos modos, el impacto de la crisis global ha sido distinto entre los diversos commodities. Siguiendo una tendencia que se ha repetido en ciclos económicos anteriores, las materias primas relacionadas directamente con la industria manufacturera, bienes durables y construcción, han sido los más afectados. Por otro lado, el efecto sobre los precios de los alimentos fue más moderado que sobre el petróleo o los metales base, lo que se puede explicar por la menor elasticidad precio de la demanda de esos recursos. No obstante lo anterior, los menores costos de la energía y la restricción en la demanda por biocombustibles hicieron que el ajuste en los precios de los alimentos fuese mayor de lo que se esperaba. Durante los últimos años, estos dos factores

explicaron parte importante del boom de precios que experimentaron los alimentos.

En general, los análisis han considerado la manera en que la crisis económica ha impactado indirectamente en el precio de las materias primas a través del deterioro en la actividad económica. Es importante analizar también la forma en que los commodities fueron afectados directamente por la evolución que experimentó la crisis financiera desde septiembre de 2008. Esto se produjo en gran medida por la volatilidad que comenzó a experimentar el mercado financiero relacionado con las materias primas.

Desde que los precios iniciaron su caída, los inversionistas fueron desechando sus inversiones en activos relacionados con los commodities por diversas razones. En primer lugar, muchos de los instrumentos financieros de inversión en materias primas son del tipo over-the-counter, lo que implica tomar en consideración los riesgos de la contraparte. En segundo lugar, muchas inversiones en commodities fuertemente apalancadas fueron desechadas por dificultades de refinanciamiento.

Además de lo anterior, mientras los mercados financieros de materias primas mantuvieron un nivel relativamente alto de liquidez en comparación a otros activos, las posiciones financieras en el mercado de commodities fueron siendo liquidadas conforme los inversionistas fueron buscando instrumentos de inversión más seguros frente a la crisis. La intensidad con que se fueron dejando de lado las inversiones en commodities en la segunda mitad del 2008 es difícil de cuantificar, debido a la falta de cifras disponibles y al hecho de que parte importante de la reducción en el valor de las acciones es un reflejo de la caída en los precios de las materias primas.

POSIBLES PERSPECTIVAS DE RECUPERACIÓN

Los mercados de materias primas se encuentran actualmente en una etapa de debilidad cíclica. La demanda se debilitó rápidamente desde el comienzo de la crisis, mientras que el ajuste de la oferta tuvo una evolución más moderada, teniendo como consecuencia un aumento en los inventarios. Esto explica en parte por qué durante estos meses los precios spot han

sido generalmente más bajos que los precios futuros.

Las últimas cifras muestran incluso cómo las curvas de futuros en los principales commodities han ido subiendo rápidamente, lo que sugiere que los mercados tienen expectativas sobre un alza en los precios de las materias primas para los próximos meses. De esta manera, y tal como se ha observado en otros episodios recientes de debilidad cíclica de la demanda, el contango entre los precios spot y futuros ha aumentado fuertemente. Esto último genera un incentivo para la acumulación de inventarios en las empresas, lo que ha contribuido a que los precios caigan aún más.

La pregunta clave que ha surgido en las últimas semanas se relaciona con la posibilidad de que a mediano plazo se produzca un repunte en los precios de materias primas. Si bien es poco probable que se observe una recuperación en estos valores hasta los niveles de 2007, el comienzo de un ciclo de recuperación en la economía global debería impactar directamente en la demanda desde las economías emergentes. Esta última fue responsable de gran parte del alza en los precios que tuvieron los commodities en los últimos años.

De todos modos, hay que considerar que es difícil que los países vuelvan pronto a los niveles de crecimiento experimentados entre 2003 y 2007, principalmente porque una crisis financiera tiene efectos persistentes en los flujos de créditos y capitales, ambos muy relevantes en el sector de materias primas.

LA EVOLUCIÓN DEL PRECIO DEL PETRÓLEO

Dentro de los commodities primarios, los mercados relacionados con el petróleo son los que han sido mayormente afectados por el rápido deterioro en la economía global desde el tercer trimestre de 2008. Después de haber alcanzado un precio record de US\$143 por barril en julio de ese año, los precios del petróleo cayeron abruptamente, llegando a los US\$38 por barril a mediados de diciembre. Luego los precios se estabilizaron en un rango entre los US\$40 y US\$50 por barril, repuntando con fuerza en las últimas semanas hasta alcanzar precios en torno a los US\$70 por barril.

La caída en los precios estuvo asociada muy estrechamente al deterioro que sufrió la demanda por

petróleo como resultado de la menor actividad económica. Mientras que el consumo de este recurso había aumentado en 0,8 millones de barriles diarios (mbd) en el primer trimestre de 2008 comparado con el mismo período del año anterior, el cuarto trimestre mostró una caída en el consumo de 2,2 mbd en base anual. Esta menor demanda es atribuible casi por completo al deterioro económico en los países desarrollados, cuyo consumo se redujo el 2008 en 1,7 mbd en comparación al año anterior. Dentro de este grupo destacan los casos de Estados Unidos y Japón, con caídas en la demanda de 1,2 y 0,4 millones de barriles diarios respectivamente. En las economías emergentes el consumo siguió creciendo, aunque a tasas notoriamente menores que las registradas en el pasado.

La evolución que presentaron los precios del petróleo se relacionan también con los desajustes que se observaron entre los niveles de demanda y oferta durante el 2008. Mientras que el consumo cayó sostenidamente, la producción estuvo incluso por sobre los niveles del 2007, lo que es atribuible en gran medida a los países miembros de la OPEP. La producción de petróleo creció durante el 2008 en

0,9 mbd, casi el doble del incremento observado en el 2007. Mientras, los productores fuera de esta organización fueron más flexibles en ajustar su producción a los cambios en la demanda, alcanzando durante el año niveles de producción más bajos que en 2007.

La OPEP reaccionó al nuevo escenario económico de forma tardía, facilitando con ello la caída en los precios. Recién en octubre el organismo decidió reducir las cuotas de producción, estableciendo como objetivo una reducción de 4,2 millones de barriles diarios para enero del 2009. A pesar de que esta medida se implementó rápidamente, su impacto en el cuarto trimestre del año fue moderado, con una baja de sólo 0,6 mbd. Para marzo del 2009 la reducción de la producción, tomando como base el mes de octubre, fue de 3,0 mbd. Estos recortes, sumados a la nueva capacidad productiva que ha ingresado al mercado durante este año, permiten estimar que en los últimos meses la OPEP ha mantenido capacidad ociosa por cerca de 6,7 mbd, más del doble del promedio de los últimos 10 años.

En definitiva, el sostenimiento de los niveles de producción previos a la

crisis, sumado a la menor demanda provocada por ésta, llevó a un fuerte desbalance entre la oferta y la demanda por petróleo durante el 2008. Una consecuencia de esto fue que los países de la OECD fueron incrementando sus inventarios rápidamente en el segundo semestre del año pasado, llevando a la curva de precios futuros a un fuerte contango.

La evolución que pueda tener el precio del petróleo en los próximos meses dependerá de la magnitud de los cambios que se puedan producir tanto a nivel de consumo como de producción. La Agencia Internacional de Energía, dependiente de la ONU, estima que durante el 2009 la demanda caerá en 2,4 mbd respecto al 2008. Mientras tanto, el FMI estima que la producción de petróleo debería caer en 3,2mbd en relación al año pasado. Los bajos precios han impactado a la oferta también por los menores incentivos que existen tanto para invertir en mayor capacidad productiva, como para realizar los mantenimientos adecuados a las actuales instalaciones.

En suma, se espera que la oferta caiga en mayor medida que la demanda. Gradualmente, las

condiciones en el mercado deberían tender a producir un aumento tanto del consumo como de la producción. Al comienzo de este nuevo ciclo, la acumulación de inventarios que se ha producido podría soportar un aumento en la demanda, pero a mediano plazo esto no debería ser suficiente con lo que se incentivaría una recuperación en los niveles de producción. Con todo, se espera que los precios se estabilicen y aumenten moderadamente durante lo que queda del año.

EVOLUCIÓN DE LOS MERCADOS DE METALES Y ALIMENTOS

Al igual que lo sucedido con los precios del petróleo, los valores de los metales principales, como aluminio, cobre o níquel, perdieron durante el segundo semestre de 2008 más de la mitad del valor que habían alcanzado previamente. A pesar de esto, algunas de estas materias primas han mostrado una fuerte recuperación en sus precios durante la primera mitad del 2009. Por ejemplo, el cobre ha aumentado su valor en más de un 50% respecto a diciembre de 2008, mes en que su valor tocó piso cotizándose en cerca de 1,20 dólares la libra.

La fuerte desaceleración de la producción industrial y la construcción en las principales economías emergentes es el principal factor explicativo de la caída que han tenido los precios de estos recursos. Desde el lado de la oferta, estos precios, que en muchos casos han caído incluso por debajo de los costos marginales de producción, han llevado a una reducción de la producción y a la paralización de muchas inversiones. Esto ha sido complicado, aún más, por la restricción en el crédito. De todos modos, el ajuste de la oferta fue lento, llevando a un aumento en los inventarios, los que durante el 2008 alcanzaron niveles de más del doble respecto a los de 2007.

Por su parte, los precios de los alimentos cayeron en un 34% durante el segundo semestre de 2008, caída que fue liderada por los valores de la soya y los aceites vegetales. Tal como en el caso de otros commodities, los menores precios reflejaron no sólo una menor demanda, sino también los menores costos de la energía.

El mercado de los alimentos se vio afectado por una serie de factores, entre los que destacan una menor demanda desde los países emergentes, menor producción de

biodiesel por la caída en la demanda por gasolinas, restricciones crediticias y caídas en los precios de la energía. Todo esto llevó a los productores a reducir las superficies plantadas y el uso de fertilizantes, ajustando por esta vía la oferta.

PROYECCIONES Y CONCLUSIONES

Si bien las materias primas fueron afectadas directamente por la crisis financiera internacional, las últimas semanas han mostrado señales de recuperación en la tendencia a la baja que habían seguido los precios durante los meses anteriores. Entre los factores que explican este cambio en el escenario internacional, se encuentra el hecho de que los recortes en la producción han sido más rápidos que en anteriores episodios de debilidad en la demanda. Esto ha sido posible, en parte, gracias a una mejor coordinación dentro de los países de la OPEP y al temor de los productores a enfrentar problemas de liquidez si no se ajustaban con rapidez a la demanda.

China ha jugado también un rol importante, manteniendo fuertes niveles de importación de materias primas tanto para sostener su crecimiento como para constituir

reservas estratégicas aprovechando los bajos precios. A esto se suman elementos financieros como la debilidad del dólar y las expectativas que existen respecto a ciertas presiones inflacionarias que podrían regresar a mediano plazo a los mercados internacionales.

El alza que han tenido los precios tiene muchos elementos transitorios, lo que hace dudar respecto a la sostenibilidad que puede tener el cambio de tendencia que se está observando en el mercado de materias primas. Por lo pronto, existe un fuerte aumento de capacidad ociosa entre los productores de petróleo, lo que reduce el riesgo de abastecimiento futuro. Además, las proyecciones apuntan a un fortalecimiento de la divisa estadounidense hacia finales del 2009, lo que también podría impactar en los precios.

La incertidumbre que aún persiste en los mercados hace pensar que la corrección en los precios sería moderada en los próximos meses, aunque la sensibilidad que han demostrado los precios de las materias primas a los cambios en la demanda permiten prever que ante el inicio de un ciclo de recuperación en la economía, los altos precios

alcanzados en el 2007 podrían volver a aparecer.

Las perspectivas para el cobre son particularmente favorables. Dentro de los metales básicos, tiene los mejores fundamentos como para presentar un aumento en su valor. Esto, por la limitada expansión que ha tenido la capacidad productiva y por la reducción que han experimentado los inventarios. Las fuertes importaciones desde China del metal rojo han impulsado ya el precio hacia niveles cercanos a los que se observaron a mediados del 2008.

A partir de julio, el spread entre los precios de la Bolsa de Metales de Londres y del Mercado de Futuros de Shanghai ha comenzado a expandirse nuevamente, lo que sugiere que la demanda desde China ha adquirido más fortaleza. De la misma forma, los inventarios transados en la Bolsa de Metales de Londres han comenzado a decaer fuertemente en los últimos meses, conforme los países de la OCDE parecen mejorando sus perspectivas de crecimiento. Al ser el cobre un metal altamente correlacionado con los indicadores de producción industrial, se espera que una recuperación de la economía global impulse el precio

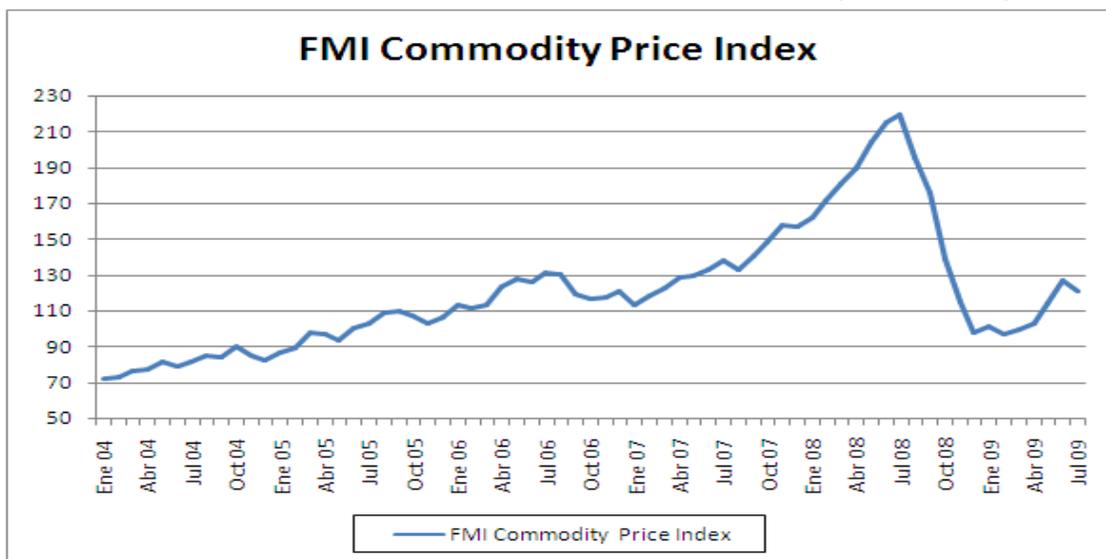
de manera significativa, lo que podría comenzar a suceder a finales del 2009.

Cabe señalar que el comportamiento de la demanda y precios de los commodities, en parte influidos por la enérgica recuperación de la economía china, apoyada en un fuerte estímulo monetario y fiscal, ha favorecido a otras economías emergentes, moderando sus caídas y evitando, asimismo, una agudización de la desocupación. Esto último es

percibido en varias economías de América Latina y Chile.

Por último, es importante considerar el rol que jugarán las decisiones en materia de política monetaria para mantener los equilibrios en el mercado de commodities. La liquidez que se ha inyectado masivamente a los sistemas financieros podría crear una burbuja en los precios de las materias primas a mediano plazo. Este riesgo puede ser mitigado con un retiro oportuno del exceso de liquidez que pueda presentarse en los mercados.

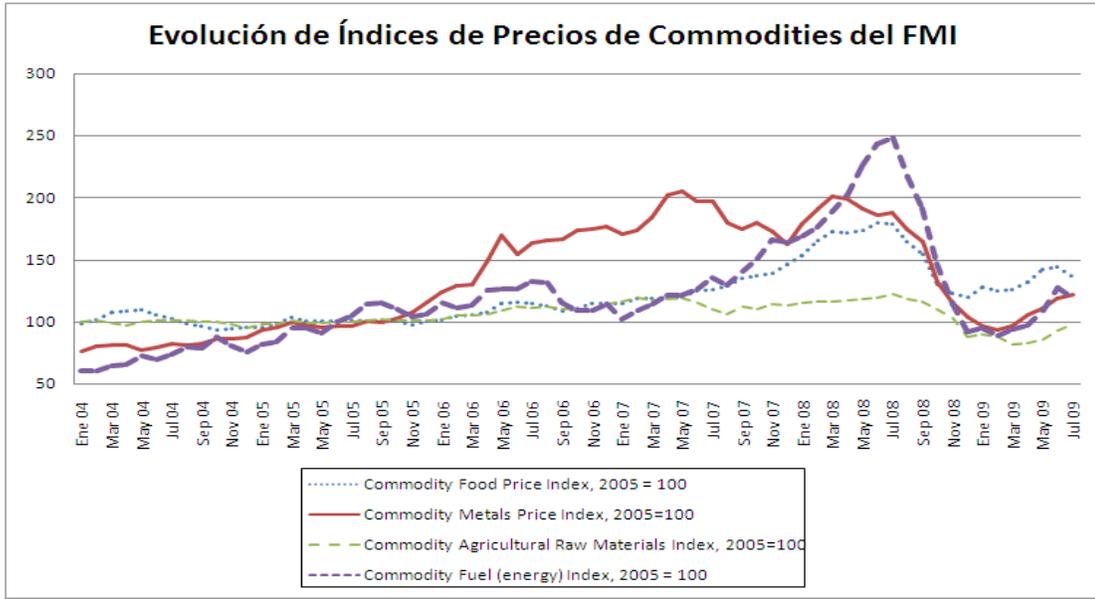
Gráfico N° 1
Índice de Precios de Materias Primas del FMI (2005 = 100)



Fuente: FMI

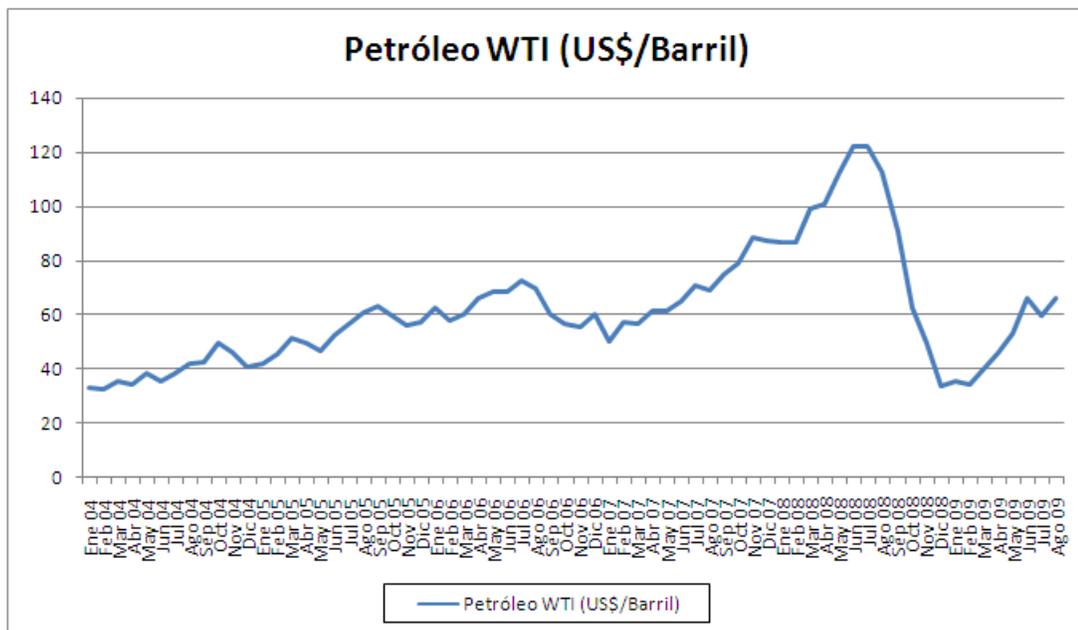
Nota: Este indicador incluye los distintos índices de precios de commodities por el FMI.

Gráfico N° 2
Indicadores de Precios de Commodities



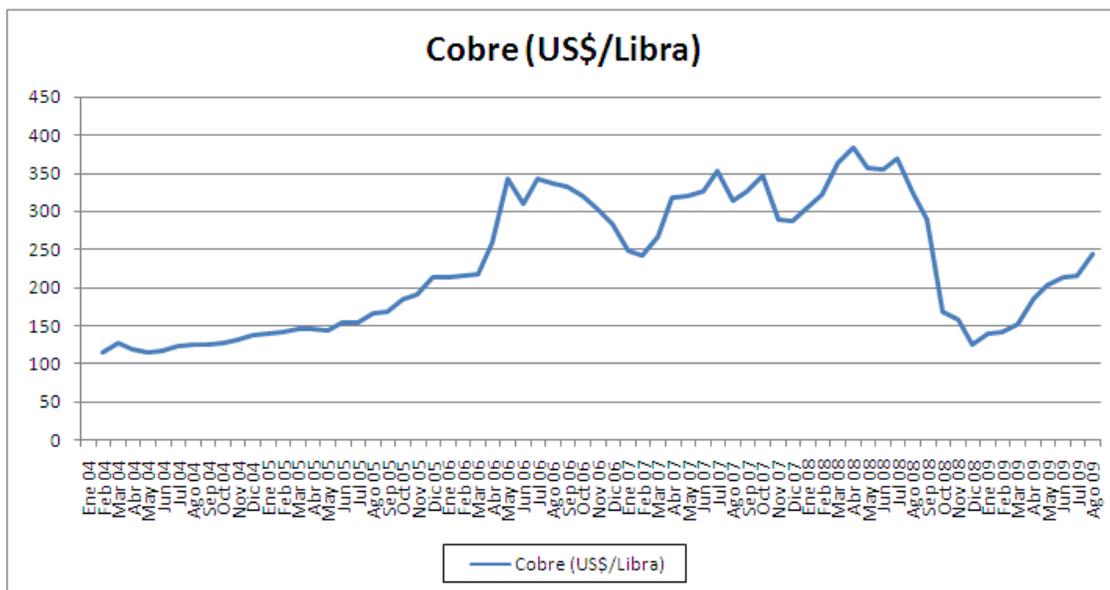
Fuente: FMI

Gráfico N° 3
Evolución del Precio del Petróleo WTI



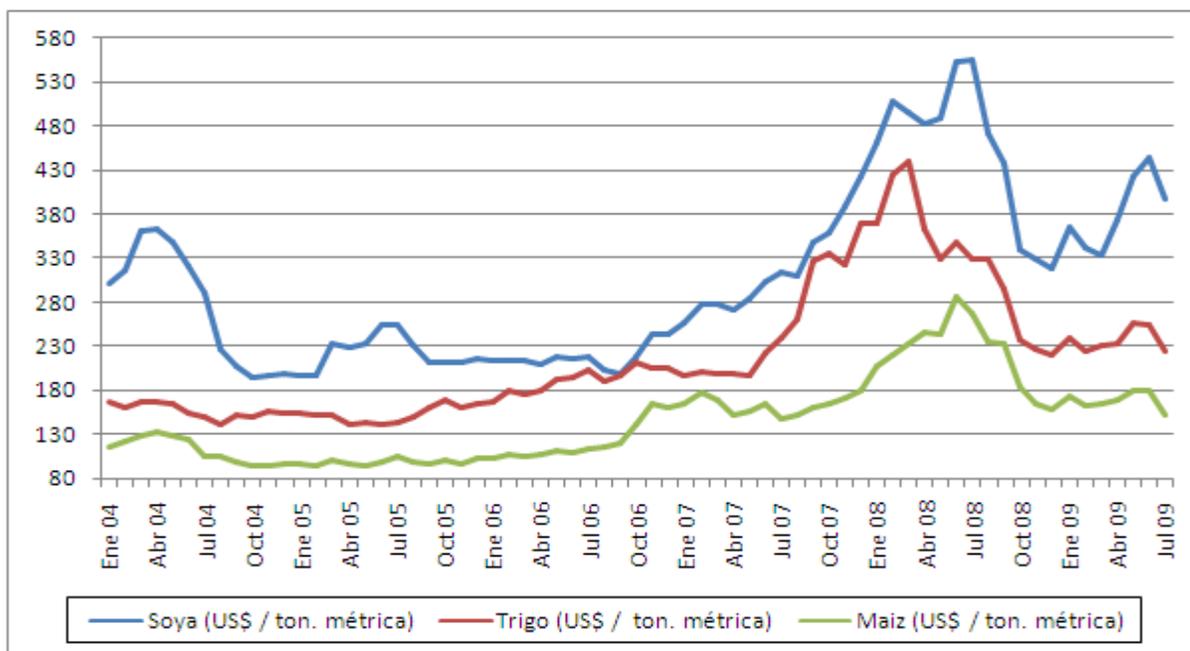
Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico N° 4
Evolución Precio del Cobre



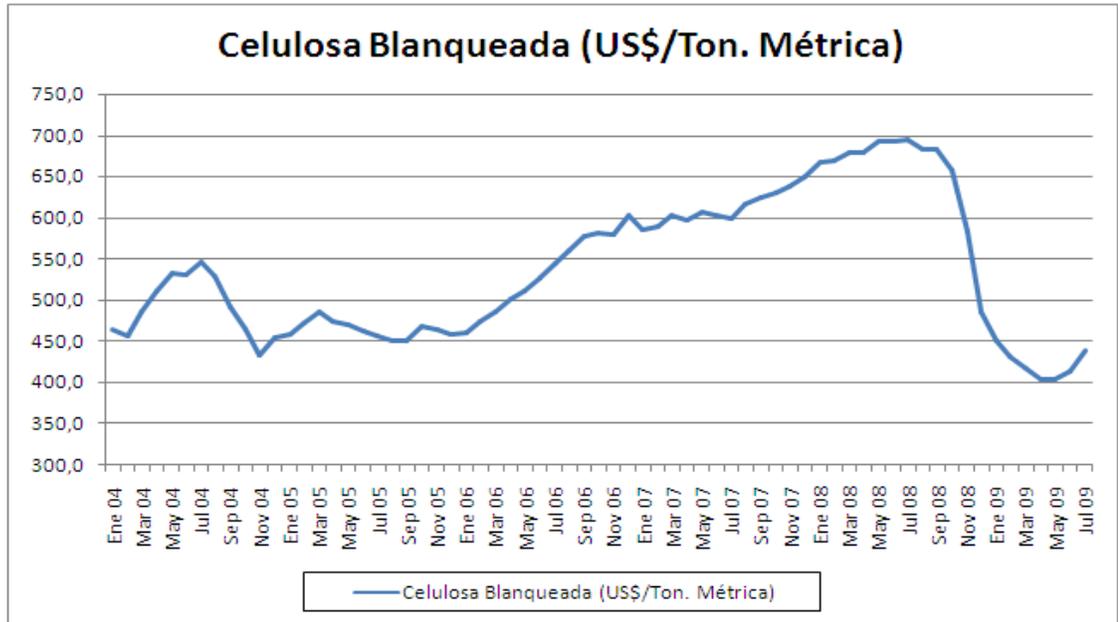
Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico N° 5
Evolución de Precios de Alimentos



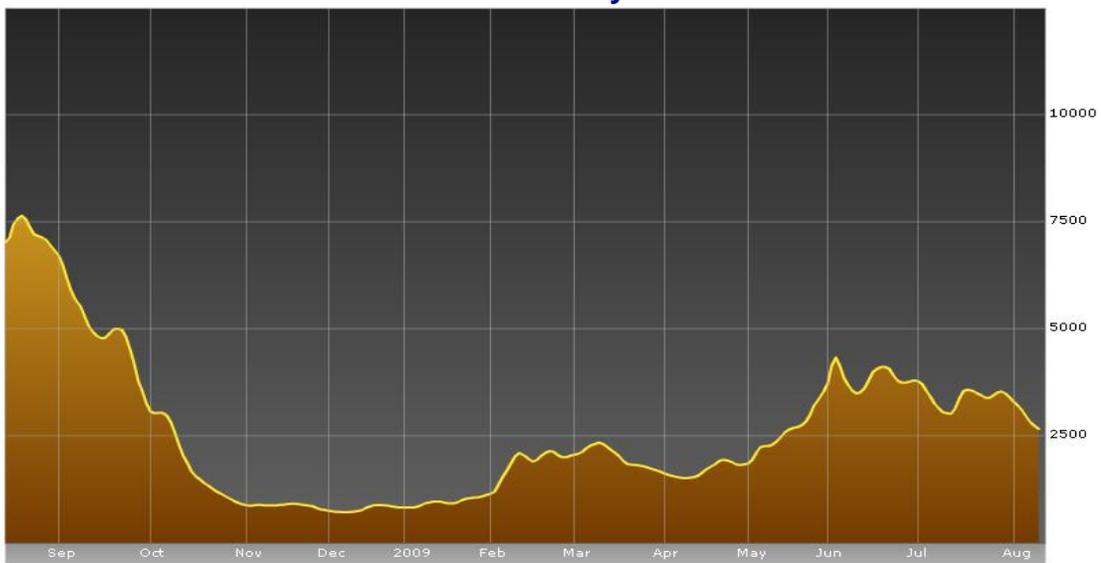
Fuente: FMI

Gráfico N° 6
Evolución del Precio de la Celulosa



Fuente: Banco Central de Chile

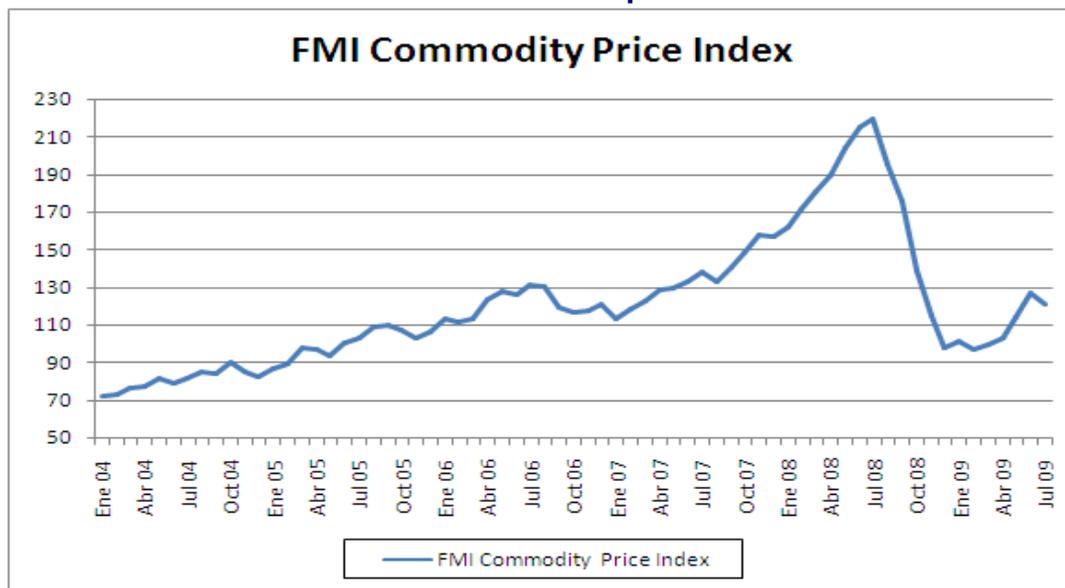
Gráfico N° 7
Índice Baltic Dry Index



Fuente: Bloomberg

Nota: El índice Baltic Dry es elaborado por la compañía británica Baltic Exchange y representa un índice de precios del transporte de las materias primas principales (alimentos y metales) a través de las 26 principales rutas oceánicas del mundo. De esta manera, el índice sirve como un proxy de la demanda por materias primas en los principales mercados.

Gráfico N° 8
Evolución Global Composite PMI



Fuente: JP Morgan