

MATERIAS PRIMAS: FUENTE DE CRECIMIENTO

La evolución de las materias primas: una perspectiva a largo plazo

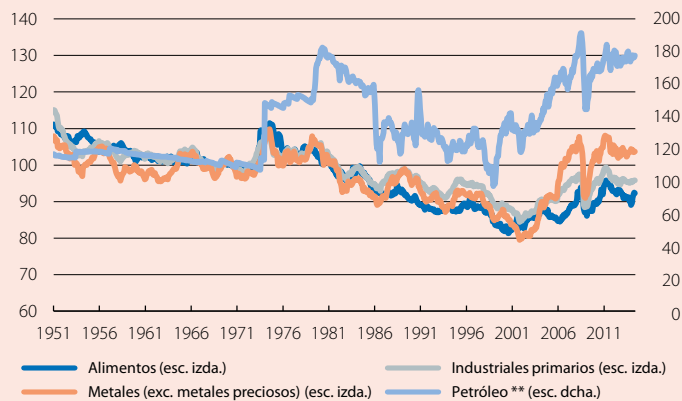
La evolución de los precios de las materias primas ha sido objeto recurrente de debate durante las últimas décadas en los círculos académicos, financieros y políticos internacionales. La intensidad de la discusión ha sido intermitente: mayor en los periodos de fuertes alzas o caídas de las cotizaciones y menor en los de estabilidad. Así, alrededor de la crisis financiera de 2008 tuvo lugar un episodio de gran agitación, al hilo del vertiginoso proceso de auge y desplome que experimentaron simultáneamente los precios de numerosas *commodities*. Los últimos dos años han sido mucho más tranquilos, lo que permite evaluar las dinámicas a medio y largo plazo sin sufrir las distorsiones, en particular la miopía, propias de los momentos convulsos. La percepción dominante en 2008, todavía muy extendida en la actualidad, es la de estar en presencia de precios anormalmente elevados en términos históricos para la generalidad de *commodities*. Sin embargo, el análisis de las series de precios en términos reales muestra que esta impresión es engañosa. Por un lado, las subidas de precios de los tres últimos lustros han supuesto, a nivel del conjunto de materias primas, converger hacia medias a largo plazo. Por otro lado, la disparidad de pautas entre unos y otros productos es notable cuando se examina en perspectiva.

Ciertamente, desde comienzos del siglo XXI el alza de los precios en términos reales (destrayendo el componente inflacionista general) ha sido muy considerable en casi todas las materias primas. Pero debe tenerse en cuenta que en el periodo previo, entre mediados y finales de los años noventa, estos productos mostraban el nivel de precios más bajo en décadas, en algunos casos situándose en la zona de mínimos históricos. Dos preguntas surgen de inmediato: ¿a qué se deben estas fluctuaciones de tan largo recorrido en los precios de las *commodities*? y ¿cada cuanto tiempo es susceptible de repetirse este comportamiento? Diversos estudios académicos han tratado de responder a estas cuestiones, llegando a identificar la presencia de ciclos de larga y corta duración ocasionados por las dinámicas de oferta y demanda de cada mercado. Estas, a su vez, han estado poderosamente influidas por algunos episodios de aceleración del crecimiento económico que han tenido lugar a lo largo de la historia: las revoluciones industriales de los siglos XIX y XX, los procesos de (re)urbanización en los países occidentales tras la Segunda Guerra Mundial o el vigoroso ciclo expansivo de las economías emergentes iniciado a finales del pasado siglo. En efecto, el economista D. Jacks documenta que los ciclos a largo plazo de las materias primas, también denominados en la jerga como «superciclos»,^{1,2} son periodos de una duración promedio de entre 30 y 35 años. Por su parte, los ciclos a corto plazo generan oscilaciones alrededor del componente a largo plazo y tienen una duración aproximada de entre 4 y 5 años, por lo que constituyen un elemento clave para explicar la volatilidad y los episodios de burbuja y estallido de la misma.

En términos de los superciclos, no todas las materias primas han mostrado una evolución similar, en concordancia con patrones de oferta y demanda circunscritos a cada mercado. Es habitual considerar cuatro grandes categorías de *commodities*: energía (petróleo, gas, carbón, etc.), metales (cobre, acero, zinc, estaño, oro, plata, etc.), industriales primarios (caucho, resinas, algodón, cuero, etc.) y alimentarios (cereales, aceites, grasas y carnes animales, etc.). Así, los productos energéticos, con un destacado protagonismo para el petróleo, y los metales constituyen los grupos que han registrado mayores avances en los precios reales desde una perspectiva temporal larga. En el lado opuesto se encuentran los productos industriales primarios y los alimentarios, que muestran una marcada senda bajista. Dos grandes determinantes ayudan a explicar esta divergencia. Por el lado de la demanda, la composición del crecimiento global ha impulsado diferencialmente la cotización de la energía y los metales en los últimos 20 años. En particular, desde mediados del s. XX, los países que hoy conforman el denominado bloque desarrollado basaron en mayor grado su crecimiento en la expansión y profundización del sector servicios, así como en una industria manufactu-

Evolución del precio real * de las materias primas

(Promedio año 1970 = 100)



Notas: * Series deflactadas con el índice de precios al consumo de EE. UU. (US CPI Urban Consumers Index). ** Barril de crudo WTI (West Texas Intermediate).

Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Bloomberg, Thomson Reuters Datastream y Reserva Federal de St. Louis.

1. Para una exposición detallada y rigurosa sobre la teoría de los súper ciclos véase Jacks, D. (2013) «From Boom to Bust: A Typology of Real Commodity Prices in the long Run», National Bureau of Economic Research, Working Paper Series n.º 18874, y Cashin, P. and C.J. McDermott (2002), «The Long-Run Behavior of Commodity Prices: Small Trends and Big Variability.» IMF Staff Papers 49(2): 175-199.

2. Véase Pedreira, E. y Canela, M.A., (2012) «Materias primas: ¿Qué cambió en la última década?» Documento de Trabajo 06/2012, Área de Estudios y Análisis Económico, "la Caixa", para el análisis y comparativa de los ciclos de las materias primas.

raera con elevado componente tecnológico. Ello contrasta con el fuerte ciclo expansivo desencadenado en los países emergentes a finales de la década de los noventa, caracterizado por un intenso uso de factores productivos ligados a la energía, los metales y sus derivados. Por su parte, la demanda de *commodities* agrícolas ha registrado aumentos sensiblemente inferiores a los casos anteriores, dada la menor propensión a consumir estos productos a medida que se dejan atrás los estadios iniciales de desarrollo y progreso económico. Respecto a los factores de oferta, los cada vez más onerosos costes de extracción y explotación de los recursos energéticos y minerales, en muchas ocasiones situados en regiones con elevada conflictividad geopolítica, contribuyen a sostener los precios en cotas más elevadas, lo que a su vez redundará en una menor capacidad de ajuste ante cambios súbitos en los patrones de demanda (o de forma equivalente, en una oferta relativamente inelástica). Por el contrario, la oferta de productos alimentarios y de cultivo (algodón, etc.) dispone, por regla general, de mayor capacidad de adaptación frente a fluctuaciones de la demanda debido a los menores costes fijos y la mayor flexibilidad de los factores de producción intermedios. Adicionalmente, las fuertes ganancias de productividad en las actividades agrarias, tras la oleada de innovaciones tecnológicas y organizativas de la Revolución verde, han consolidado la debilidad en los precios de estos productos a lo largo de las últimas décadas.

Sin perjuicio de estas diferencias en las dinámicas de los superciclos, con el inicio del nuevo siglo empezó un periodo de mayor correlación entre los precios.³ Una posible explicación se remite a cambios tecnológicos en los procesos que conducen a una utilización creciente de *inputs* comunes (en especial la propia energía) en la extracción o producción de las distintas materias primas.⁴ Pero parece más plausible la «financiarización» de las *commodities* como causa de esa mayor correlación. Los gestores profesionales de carteras y los inversores institucionales siempre han procurado destinar parte de sus fondos a la adquisición de materias primas, atraídos por la baja correlación que, en términos históricos, se ha observado entre estas y los activos financieros tradicionales (renta variable y renta fija), lo que permite diversificar el riesgo de las carteras. Desde mediados de los años 2000, esta posibilidad de diversificación se ha ido poniendo al alcance de los inversores particulares gracias a algunas innovaciones como los productos derivados (futuros y opciones) y los ETF (*exchange-traded funds*) sobre *commodities*. A modo de paradoja, las correlaciones aumentaron de forma pronunciada precisamente a raíz del auge y popularidad de estos instrumentos. En efecto, la «financiarización» ha dado pie a que las volatilidades y las correlaciones en los precios de las materias primas se hayan visto exacerbadas en los últimos años por las condiciones imperantes en otras parcelas de los mercados financieros, distorsionando en ocasiones el normal funcionamiento de los mecanismos de oferta y demanda finales.⁵ Múltiples estudios empíricos muestran que los flujos pseudofinancieros inciden en las condiciones a corto plazo de los mercados de *commodities*, pero no son concluyentes a la hora de establecer una relación de causalidad del grado de «financiarización» de las materias primas sobre el nivel a medio y largo plazo de los precios. Además, algunas de las reformas recientes del marco financiero internacional van a contribuir a reducir los nexos de unión entre las *commodities* y los mercados financieros. Por ejemplo, las nuevas disposiciones sobre la operativa en los mercados de derivados, o las restricciones al *proprietary trading* por parte de las entidades bancarias. Ya hay signos que apuntan en esta dirección: según datos del BIS, el saldo vivo de derivados *over the counter* (OTC) sobre materias primas a cierre de 2013 ascendió a 2,21 billones de dólares, por debajo de los 2,6 billones de finales de 2012, los 2,9 billones de 2009 y el máximo histórico de 8,5 billones alcanzado en 2007.

En suma, tanto desde el punto de vista de la dinámica del superciclo como de la incidencia de la «financiarización», las fuerzas que se proyectan para los próximos años apuntan hacia un comportamiento mucho más estable de los precios (en términos reales) de lo que se ha observado durante los últimos quince años, y en línea con los niveles promedio históricos.

Carlos Martínez Sarnago

Departamento de Mercados Financieros, Área de Estudios y Análisis Económico, "la Caixa"

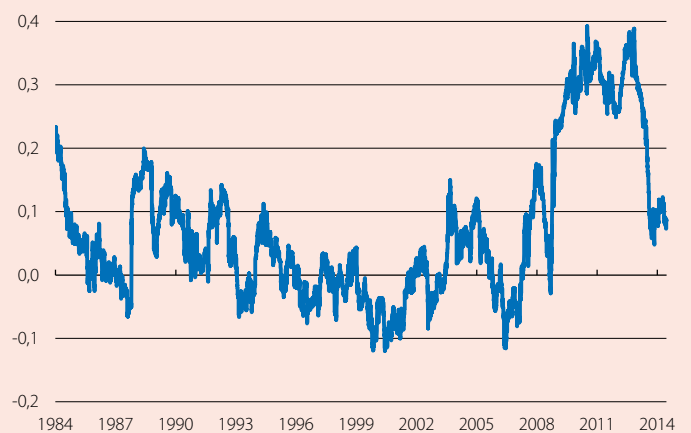
3. McKinsey Global Institute (2013), «Resource Revolution: tracking global commodity markets».

4. La plantación de maíz o caña de azúcar para la generación de bioetanol es un ejemplo ilustrativo. Según datos de McKinsey, entre el 15% y el 30% del coste total de producción de maíz corresponde al factor energético.

5. Cheng, Ing-Haw & Xiong, Wei (2013), «The Financialization of Commodity Markets», National Bureau of Economic Research, Working Paper n.º 19642. Los autores argumentan que los efectos positivos asociados a la mejor distribución de riesgos a la que dan lugar los derivados sobre materias primas pueden verse contrarrestados por problemas de información asimétrica en los mercados de futuros.

Correlación entre materias primas y bolsa

Coficiente de correlación de rentabilidades diarias del índice bursátil S&P 500 y del índice CRB de materias primas



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Bloomberg.