

Las materias primas no energéticas y los mercados financieros

David Martín Heredero

Economista del Servicio de Estudios del Banco Santander

Algunos conceptos básicos

Las materias primas (*commodities*) son bienes genéricos, en muchos casos sin procesar, que se pueden tratar y revender. Como tales, se compran y venden en los mercados comerciales para su entrega física inmediata. Pero también existen mercados financieros donde invertir en materias primas. En ellos, el propósito del comprador no es el tratamiento o el consumo de esos productos.

Las materias primas son un grupo de productos muy amplio y diverso. El subgrupo de materias primas no energéticas normalmente se divide también en otras subcategorías: agrícolas, ganaderas, metales industriales, metales preciosos.

Cómo invertir en materias primas no energéticas

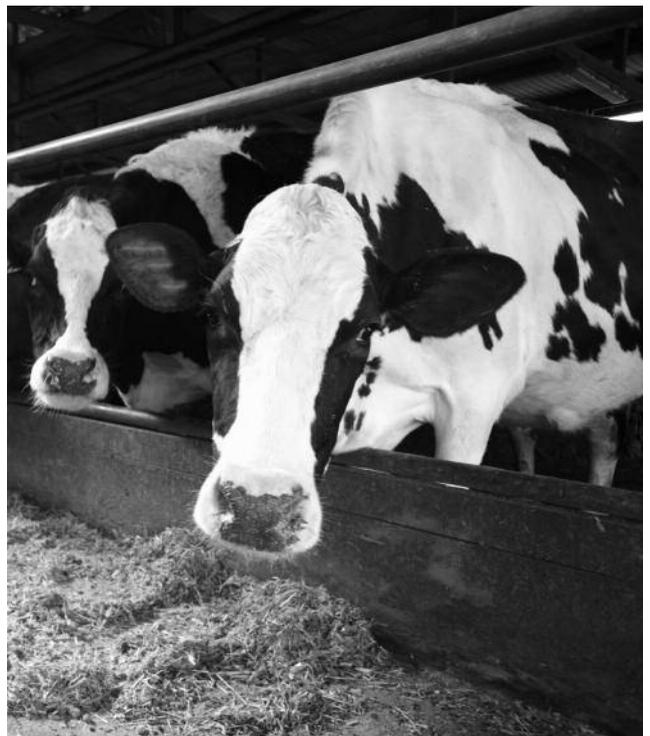
Existen numerosas maneras de invertir en materias primas, tanto energéticas como no energéticas. La forma más directa es mediante la compra de un contrato de futuro. Este es un acuerdo para comprar o vender una cantidad de una materia prima a un precio y fecha determinados. Muchos de los participantes en los mercados de futuros son agentes comerciales que usan los futuros para tomar una posición que reduzca el riesgo de pérdida debido a un cambio en los precios (cubrirse). Otros son los inversores, que esperan obtener un beneficio de los cambios en los precios. Estos normalmente cierran sus posiciones justo antes de la finalización del contrato e ingresan/pagan la diferencia entre el precio fijado en el futuro y el precio al contado en la fecha de vencimiento. La mayor parte de contratos de futuros también llevan asociados opciones. Por otro lado, los metales preciosos como el oro, o la plata tienen tradición desde el punto de vista de inversión como activo refugio.

Existen formas alternativas de realizar inversiones financieras en los mercados de materias primas no energéticas: (i) comprando acciones de empresas cuyo negocio está relacionado con las materias primas. El precio de las materias primas termina afectando a la cotización de las acciones; (ii) fondos de inversión. Estos invierten en acciones de empresas involucradas en negocios de materias primas o en contratos de futuros y derivados ligados a materias primas. Estos últimos exponen al inversor más directamente a la evolución de los precios de las materias primas y funcionan como un índice de acciones: a cada materia prima se le da un peso y el índice se cons-

truye sobre sus contratos de futuros; (iii) *Exchange-Traded Funds* (ETFs) y *Exchange-Traded Notes* (ETNs), instrumentos financieros que consiguen replicar el precio de una materia prima o grupo de materias primas.

Por qué se invierte en materias primas no energéticas

Hace no muchos años, la mayor parte de inversores financieros no invertían en materias primas ya que esto requería cantidades significativas de tiempo, experiencia y recursos. Hoy, como hemos visto, existen diferentes vías que permiten al inversor participar de forma sencilla y con ciertas ventajas: los futuros permiten jugar directamente con el precio de la materia prima, sin tener que hacer frente al coste del almacenamiento de la materia prima física; invertir en acciones es sencillo, son líquidas y la información financiera sobre las empresas es abundante; los fondos de inversión ponen a disposición del inversor la gestión profesional. Pero por encima de todo, las materias primas no energéticas representan un activo alternativo, que permite diversificar la cartera y el riesgo.



Dónde se realizan las transacciones

Las materias primas y sus derivados se comercializan en las bolsas de materias primas o commodities exchange. Estos mercados fijan y hacen cumplir una serie de reglas y procedimientos que van a favor de la transparencia, incrementando la confianza, la participación y, con ello, la eficiencia, reduciendo los costes de transacción.

En la actualidad existen decenas de bolsas de materias primas en el mundo. Algunos de los mercados con más tradición y más grandes se encuentran en EE.UU. Destaca el Grupo *Chicago Mercantile Exchange* resultado de la integración de CME (donde se realizan transacciones sobre productos agrícolas, junto a productos sobre eventos económicos, energía, divisas, acciones, tipos de interés, sector inmobiliario y meteorología), CBOT (agrícolas, acciones y tipos de interés), COMEX (metales) y NYMEX (principalmente energía). En Latinoamérica se encuentra una de las bolsas de futuros más antigua del mundo, la Bolsa de Cereales de Argentina de 1907, mientras que la Bolsa de Mercaderías y Futuros de Brasil se ha convertido en uno de los principales mercados del mundo. En Europa residen algunas de las bolsas más antiguas; como la *International Financial Futures Exchange* (LIFFE) y *London Metal Exchange* de Londres que se crearon en el siglo XIX. En Asia la *Dalian Commodity Exchange* de China comercia con maíz y soja. *Bursa Malaysia Derivatives Exchange* opera con aceite de palma. *Singapore Commodity Exchange* está especializada en caucho y café. *Tokyo Commodity Exchange* comercia con oro, plata, aluminio, platino y caucho. *Shanghai Futures Exchange* es uno de los principales mercados de cobre. Y en la *Sydney Futures Exchange* la especialidad es la lana y el ganado.

Las bolsas son la principal fuente de información sobre la actividad que se lleva a cabo en ellas. Y en EE.UU., la agencia federal encargada de garantizar la operativa y eficiencia de los mercados de futuros, la Comisión del Comercio sobre Futuros de Materias Primas, también es una importante fuente de información estadística.

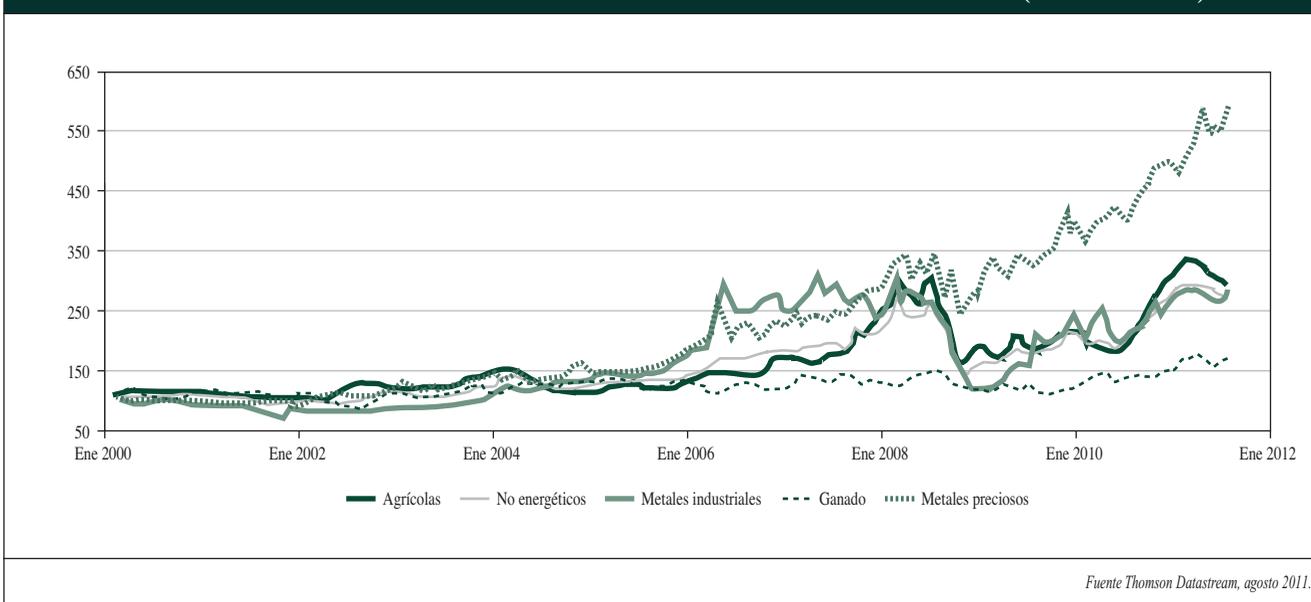
Desde el punto de vista inversor, la información sobre precios es imprescindible. Las propias bolsas publican los precios de cotización de las diferentes materias primas y derivados, aunque el acceso a esta información por parte de los inversores especializados se suele realizar mediante las plataformas de acceso a cotizaciones financieras a tiempo real.

Los índices de precios que se utilizan como referencia en el análisis y para la inversión en estos mercados son elaborados habitualmente por entidades privadas y por algunas bolsas. En este caso, la lista de entidades, y de índices, es amplísima si bien podemos destacar a *CBR*, *Goldman Sachs* o *Deutsche Bank*. Por el volumen de inversión asociada destacan los índices *S&P Goldman Sachs Commodity Index* (SP GSCI), *Dow Jones UBS Commodity Index* (DJ UBS) o *Deutsche Bank Commodity Index*.

El incremento de los precios de las materias primas y la actividad en los mercados financieros

Desde el inicio de la década de los 2000 los derivados de materias primas no energéticas se han revelado como un activo de inversión muy popular gracias a los beneficios que aportaban en términos de diversificación. El aumento del interés se puso de manifiesto en el crecimiento de las posiciones

GRÁFICO 1. PRECIOS MATERIAS PRIMAS NO ENERGÉTICAS. ÍNDICES GSCI (ENE 2000 = 100)





abiertas en los mercados de futuros, en el incremento del peso de los contratos de tipo no comercial y en el aumento de las inversiones en activos indexados.

Este periodo de tiempo coincidió con un incremento significativo y generalizado de los precios de las materias primas no energéticas, por lo que muchos consideraron que esa “financionalización” podría ser una de las causas del incremento de los precios, que habrían ido más allá de lo justificable por sus fundamentos (las condiciones de oferta y demanda) llegando a causar una burbuja.

El valor fundamental de las materias primas es difícil de determinar, por lo que existen diferentes técnicas indirectas:

- a) Analizando, mediante técnicas econométricas, la causalidad entre los movimientos en las posiciones en futuros financieros y los precios de materias primas.
- b) Para que la especulación tenga un efecto persistente en los precios debería de ir acompañada de un aumento en la acumulación física de materias primas, con objeto de mantener los mercados de contado en equilibrio, ya que si no los precios descenderían con el menor consumo provocado por los mayores precios. Por tanto, una burbuja iría acompañada de un aumento de los stocks.
- c) También se podrían valorar las variaciones en la volatilidad o en el grado de correlación entre los movimientos de los precios de las distintas materias primas y otros activos financieros antes y después del proceso de financionalización. La hipótesis sería que la financionalización aumenta la exposición de las materias primas a shocks financieros comunes con otros activos financieros, amplificando el grado en que los precios de éstas se mueven de forma conjunta entre ellas y con otros activos financieros.

Una visión alternativa es que el incremento de la actividad inversora, al proveer de liquidez, no es más que un vehículo que transmite los cambios en las perspectivas de los funda-

mentos a los precios. En este caso, los mayores precios serían la causa del incremento de la actividad inversora. Así, realmente podría existir una doble causalidad.

Estudios del Fondo Monetario Internacional (FMI) no han conseguido encontrar una causalidad sistemática entre incremento de la actividad especulativa e incremento de los precios. Pero sí han observado evidencia de que las posiciones especulativas siguen al movimiento de los precios, lo que iría a favor de la visión alternativa. Por otro lado, los periodos de incrementos en los precios coincidieron con estabilidad en las existencias de las materias primas, por lo que tampoco hay evidencia del punto (b). Pero algunos estudios afirman que, antes de los 2000, a pesar de la existencia de mercados de futuros para muchas materias primas, sus precios mostraban movimientos con escasa relación con los de otros activos financieros y entre ellas mismas. En cambio, el incremento del flujo de inversión coincide con un incremento de correlaciones –y se apunta al hecho de que las correlaciones de los precios de las materias primas de mercados como el chino, en los que el incremento de la actividad inversora habría sido menor, no habrían mostrado incrementos similares–. Pero, según otros estudios, las variaciones de la volatilidad o el aumento de las correlaciones no son suficientes como para concluir que el aumentado del grado de correlación es significativo.

En resumen, no podemos decir que haya un acuerdo, ni evidencia definitiva, del posible impacto de la actividad inversora sobre el comportamiento de los precios de las materias primas no energéticas. Por lo que el entendimiento de la interrelación entre de los mercados financieros y los mercados físicos está en la agenda de los principales organismos internacionales.

Para saber más...

- CME Group: www.cmegroup.com
- U.S. Commodity Futures Trading Commission: <http://www.cftc.gov>
- Bolsa de Mercaderías y Futuros de Brasil: www.bmfbovespa.com.br
- NYSE Euronext-Liffe Futures & Options: www.euronext.com
- London Metal Exchange: www.lme.com
- Dalian Commodity Exchange: www.dce.com.cn
- Tokyo Commodity Exchange: www.tocom.or.jp
- Bursa Malaysia Derivatives Exchange: www.bursamalaysia.com
- Singapore Commodity Exchange: www.sicom.net
- CRB (Commodity Research Bureau): <http://www.crbtrader.com>
- Goldman Sachs: <http://www2.goldmansachs.com/services/securities/products/sp-gsci-commodity-index/index.html>