

02 de Octubre de 2015

El Desplome de los Commodities

Los países emergentes vivieron una década inolvidable. En su mayoría crecieron por encima de las economías desarrolladas, se desendeudaron, acumularon reservas, mantuvieron bajos niveles de inflación (salvo algún distraído), redujeron los niveles de pobreza, incrementaron el nivel de vida y la capacidad de consumo de sus habitantes. Si bien este grupo de países es sumamente heterogéneo, la bonanza fue generalizada. Varios factores empujaron el buen desempeño, todos íntegramente ligados, pero sin duda hay uno que sobresale: los buenos términos de intercambio. La mayoría de estas economías tienen como común denominador ser exportadores de productos primarios, y al contar con precios más favorables, pudieron aumentar el poder de compra de sus exportaciones e incrementar su capacidad de crecimiento.

Para muchos este ciclo de bonanza está terminado y vienen tiempos muy difíciles. La drástica caída en los commodities y el retroceso en las bolsas de los emergentes parecerían apoyar esta tesis. Para otros en cambio, si bien la extrema bonanza de la última década no volverá a repetirse, el futuro seguirá siendo esperanzador y los emergentes continuarán mostrando un mayor dinamismo que los países ricos. Detrás de esta tesis están los cambios demográficos y la todavía latente demanda de materias primas (sobre todo las nuestras) producto de las nuevas clases medias. Creo, o me gustaría creer, que en los próximos años esta última tesis se acercará más a la realidad.

Cada commodity es un mundo, con sus propias particularidades en su oferta y demanda. Pero todas comparten una variable a la hora de formar los precios, la cotización de dólar. Las materias primas cotizan, negocian y se comercializan mayoritariamente en dólares. Con lo cual, la debilidad en la cotización de dicha moneda se traduce en un aumento del precio nominal medido en dólares.

¿Qué cambio?

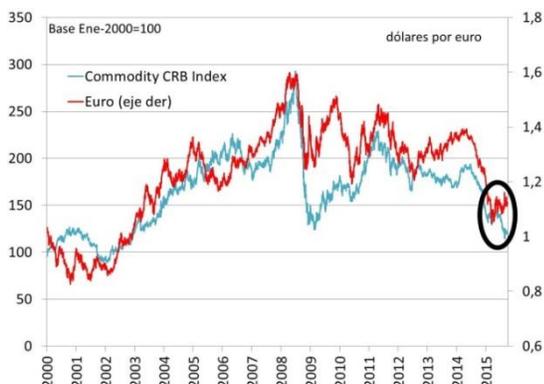
A partir del discurso de Bernanke en mayo de 2013 -donde anunciaba que las políticas de inyección de liquidez estaban cerca de su fin- el ciclo alcista para las materias primas y de debilidad para el dólar se terminó. El mercado se adelantó a la futura suba de tasas por parte de la FED y las carteras se empezaron a mover al dólar. Otras variables están jugando a favor de dólar. Una cuestión clave son los diferentes momentos de los bancos centrales. Mientras el país del Norte comienza a dejar de lado la política expansiva, el Viejo Continente recién arranca de la mano de Mario Draghi, poniendo más presión sobre el dólar. La revolución del shale americano también le permite a Estados Unidos tener un dólar más fuerte. Su déficit de cuenta corriente se redujo sustancialmente a partir de su menor dependencia -y seguramente nula en el corto plazo- de hidrocarburos importados.

La baja en los commodities y fortaleza del dólar cobró mayor ímpetu a partir del segundo semestre del 2014, a mi juicio por dos cuestiones. La primera es la baja en el precio del petróleo debido a la sobre/nueva oferta (efecto OPEP más shale más Irán). El crudo está en la formación de precios del resto de los bienes, incluidas las materias primas, como insumo de producción, con lo cual una reducción de su cotización arrastra el resto de los precios. La segunda son las menores perspectivas de crecimiento y la incertidumbre en torno al gigante asiático. Ya estamos bien lejos de las famosas "tasas chinas" de los 2000 y el fuerte incremento de la deuda empresarial de los últimos años despierta bastantes inquietudes.

Una reflexión en este punto. Una vez un colega ya harto de escuchar a economistas opinar y recomendar lo que deberían hacer las autoridades chinas me dijo: *"dejen que los propios chinos que se ocupen de sus asuntos, ellos saben mejor que nadie lo que hacen y*

tienen que hacer, ¿con la experiencia de las últimas décadas a usted le queda alguna duda?''.

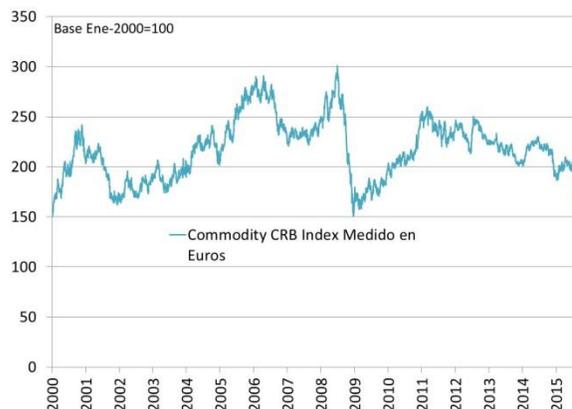
La correlación entre el dólar y las materias primas es muy marcada. En el gráfico a continuación figura la cotización del dólar contra el euro contra un índice amplio de 19 commodities. Como se puede observar, los periodos en los cuales el dólar se depreció las materias primas escalaron. Desde el 2013 la correlación se mantuvo pero en sentido inverso, la divisa norteamericana se fortaleció y las materias primas se derrumbaron. Sin embargo, desde marzo de este año (círculo negro en el gráfico) el dólar se apreció nuevamente unos centavos frente al euro pero los commodities continuaron cayendo. Creo que esto se debe a los efectos que marcamos antes, caída del crudo más incertidumbre sobre China y el crecimiento global.



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Bloomberg.

Analicemos lo mismo desde otra óptica. En vez de mirar la cotización de los commodities en dólares las podríamos mirar en otras monedas, por ejemplo en euros. Miren en el cuadro de abajo, dos conclusiones. La primera es bastante obvia, la cotización de los commodities en euros es mucho más estable que en dólares. La segunda es que la fuerte caída actual no se puede explicar solamente por el efecto dólar, los commodities cayeron fuertemente también medidos en euros (o en la moneda que a Usted se lo ocurra, menos el real quizás), lo que muestra es que el mercado ve un problema de fundamentos (oferta/demanda) o bien que los fondos están sobre-reaccionando. Los precios actuales -promedio 19 materias primas de este

índice- se encuentran en los mínimos del 2009, plena crisis y con la economía global no sólo estancada, sino contrayéndose.



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Bloomberg.

Para adelante, creo que los términos de intercambio para los emergentes no serán tan buenos como en el último tiempo, principalmente porque Estados Unidos ya no necesita un dólar débil. Con lo cual, las materias primas pierden uno de sus principales impulsores. Sin embargo, parte de la debilidad de los commodities puede tener un contrapeso en un dólar con mayor capacidad de compra.

Últimas dos reflexiones. Primera, el mundo se está desacelerando pero crece, no es el 2009 donde no sabíamos ni donde estábamos parados. Segunda, no todos los commodities son lo mismo. Que China crezca menos no significa que su demanda caiga en todas las materias primas. Menores perspectivas de inversión y construcción están afectando los metales, justamente los beneficiados durante el boom. Nuestras materias primas tienen otros fundamentos. La migración del campo a la ciudad es un proceso que continua, Asia y África seguirán explicando el aumento poblacional, el crecimiento de las clases medias y los cambios alimenticios. Según los reportes del USDA y de la OCDE-FAO, las importaciones de alimentos caerán 1,5 p.p. en los próximos diez años en relación a los anteriores pero todavía se ubicarán más de 1 p.p. por encima de la tasa de crecimiento de la población. Una vez alguien me dijo que el que prueba la carne, el pollo o el cerdo no vuelve al arroz.