

La especulación sobre las materias primas

GUILLERMO DE LA DEHESA

EL PAÍS - NEGOCIOS - 14-09-2008

Siempre que surge un problema de fuertes alzas de precios de las materias primas, ante las que los gobiernos pueden hacer poco para paliar sus efectos negativos sobre sus consumidores, que protestan con razón ya que tienen el mismo efecto que el de un impuesto, al reducir su renta disponible y su capacidad de consumo, se suele echar la culpa a los especuladores financieros en los mercados de futuros de dichas materias primas.

Sin embargo, resulta difícil encontrar alguna evidencia que pruebe dicha creencia ya que sus causas reales derivan de los problemas de adaptación de la oferta física de la materia prima ante una fuerte alza de su demanda física en el caso de los alimentos y los metales y, en el caso del petróleo, de la existencia añadida de un cartel de oferta (OPEP) que la restringe. Felizmente, estas alzas suelen ser temporales ya que incentivan el aumento de su oferta por parte de sus productores y, al mismo tiempo, debilitan su demanda por sus efectos negativos sobre la renta disponible de sus consumidores, con lo que al cabo de cierto tiempo sus precios vuelven a caer, como está ya empezando a ocurrir.

No es fácil distinguir un inversor tradicional de un especulador financiero. En teoría, el primero tiende a invertir en un activo financiero, ya sea un bono o una acción, con una rentabilidad mínima y recurrente (cupón o dividendo) y con la posibilidad añadida de que dicho activo se aprecie, mientras que el segundo suele apostar por la revalorización del activo (o

por su desvalorización) y no por la obtención de una remuneración regular por su inversión.

Pero esta definición considera especuladores a los compradores (consumidores) y vendedores (productores) de las materias primas físicas que toman posiciones en los mercados de futuros financieros para asegurarse contra la volatilidad de sus precios, sin tener que tomar posiciones en el mercado físico al contado que tienen costes más elevados. Ahora bien, también existen especuladores puros en dichos mercados de futuros financieros, que con sus apuestas contrarias sobre los precios futuros cumplen la misión de dar contrapartida a dichas órdenes de los anteriores.

De haber acusado a aquellos que especulan sobre la materia prima física, que la acaparan cuando prevén que su precio va a subir para venderla más cara más tarde, comprándola en su mercado físico al contado, vendiéndola en contratos financieros a futuro y almacenándola hasta su fecha de vencimiento, la probabilidad de su prueba sería mayor, aunque hay que tener en cuenta que acaparar sale muy caro y la diferencia esperada entre el precio futuro y el precio al contado tiene que ser muy elevada para compensar su coste. Sin embargo, el tamaño de las existencias de materias primas, que podría demostrar dicho acaparamiento, no sólo no ha ido aumentando con sus precios durante estos años, sino que, en la mayor parte de las materias primas, los precios futuros han tendido a ser ligeramente más bajos que los precios al contado, desincentivándolo.

En estos mercados de futuros intervienen tres participantes: los hedgers o productores y consumidores físicos que quieren asegurarse contra la

volatilidad de los precios de las materias primas a costa de ceder una parte de su beneficio, los speculators o especuladores que son individuos o instituciones financieras cuya expectativa sobre el precio futuro de dichas materias primas es diferente y toman el riesgo de cubrir a los anteriores porque están seguros de acertar y, finalmente, los brokers o corredores que intermedian entre ambos y ejecutan sus órdenes.

Lo que ha generado la sospecha especulativa reciente ha sido que inversores financieros institucionales como fondos de pensiones y otros, mayoritariamente americanos, han tomado elevadas posiciones largas y pasivas sobre los índices de precios futuros del petróleo, los metales y los alimentos bien para asegurarse contra los efectos negativos que su creciente inflación puede tener sobre sus activos financieros o para evitar una depreciación de sus activos financieros denominados en dólares.

Es decir, muchos inversores, con grandes existencias de activos financieros en dólares, muy expuestos a la esperada caída del dólar y a la inflación, se han dado cuenta de la existencia de una elevada correlación (de alrededor de 0,9) entre la depreciación del dólar y el aumento del precio de las materias primas y han tomado posiciones compradoras de contratos de futuros sobre los índices de materias primas para protegerse de su depreciación y de la inflación que conlleva, vendiéndolos a su vencimiento y renovándolos por otro nuevo periodo, normalmente de tres meses.

El petróleo ha sido el más utilizado: desde 2004, las transacciones en su mercado de futuros financieros han triplicado su valor al mismo tiempo que también se ha triplicado su precio en el mercado al contado o spot.

Esta evolución pareja ha desencadenado la creencia de que existe una estrecha correlación entre ambas tendencias, olvidando que su verdadero origen es una demanda creciente y sostenida de petróleo físico por parte de los países emergentes ante a una oferta muy rígida y que reacciona con gran lentitud, por las enormes inversiones de lenta maduración que necesita para satisfacerla.

Sin embargo, los inversores que realizan transacciones sobre los índices de precios futuros de las materias primas no compran o venden petróleo físico, que es el que determina su precio al contado diario, sino contratos en el mercado de futuros financieros. Dichos contratos no son opciones, sino obligaciones de comprar o vender la materia prima al precio al contado que resulte el día que vencen. Es decir, de entregar el barril físico de petróleo, la tonelada de metal o el bushel o fanega de cereal el día de término del contrato y de pagarlo al precio al contado de dicho día.

Esta obligación hace que los precios diarios de dichos contratos financieros vayan convergiendo con los del mercado al contado hasta coincidir ambos el día de su vencimiento ya que, de no ser así, cualquiera podría ganar mucho dinero sin riesgo arbitrando entre ambos, es decir, comprando en el primero y vendiendo en el segundo. A pesar de ello, dichos contratos suelen ser liquidados en efectivo el día que vencen a su precio spot.

Asimismo, estos mercados, cumplen la función de dar información diaria a los productores y consumidores de las materias primas físicas sobre sus precios futuros, lo que les ayuda a tomar sus decisiones de producción o de consumo. En el petróleo, por ejemplo, el precio futuro

del barril físico a tres meses debería coincidir con el precio al contado de hoy más el coste de almacenarlo durante tres meses, más la pérdida incurrida por el coste de financiarlo, que equivale a la rentabilidad de haberlo invertido al tipo de interés corriente durante ese periodo, de ahí la importancia de su cotización futura.

Lo mismo ocurre con los precios de los cereales, que son la base de muchos otros alimentos como la carne, la leche, los huevos, etcétera, y de los aceites. Por un lado, su demanda por los países emergentes es creciente y se mantiene, a pesar de sus alzas de precios, por estar muy subvencionados. Por otro lado, su oferta se ha reducido por las siguientes razones: el fuerte aumento del precio del petróleo ha incrementado el precio de los fertilizantes que son fundamentales para aumentar su productividad por hectárea y ha aumentado también el coste de su transporte. Además, ha incentivado la producción de biocarburantes, ya muy subvencionados por los países desarrollados.

Como consecuencia de estas nuevas producciones bioenergéticas, una parte de las cosechas y del territorio dedicados a la alimentación se dedican ahora a los biocarburantes. Por ejemplo, está previsto que en 2008 un 30% de la producción de EE UU de maíz se destine a producir etanol. Además, los grandes países productores de alimentos están imponiendo impuestos a sus exportaciones o incluso prohibiéndolas para reducir su inflación interna. Es decir, una parte de sus problemas de oferta derivan de medidas tomadas por los mismos gobiernos.

En resumen, no existe evidencia para achacar las recientes alzas de precios a aquellos productores y consumidores de materias primas o inversores institucionales que intentan anticipar correctamente sus alzas

de precios y asegurarse contra ellas en los mercados de sus futuros financieros, en los que, gracias en parte a los especuladores, encuentran las contrapartidas necesarias para conseguirlo.

Guillermo de la Dehesa es presidente del Centre for Economic Policy Research.