



Precios de los commodities: ¿QUE TANTO HAN RESPONDIDO A LA DEBILIDAD DEL DÓLAR?

Numerosos analistas que se han dedicado a estudiar el origen del incremento que en la actualidad están experimentando los precios internacionales de los commodities han coincidido en afirmar que la escalada actual tiene su origen en factores de carácter real y financiero.

Dentro de los primeros destacan las presiones que han generado el importante crecimiento de las economías asiáticas sobre la demanda de estos productos que no ha tenido una respuesta suficiente de la oferta y dentro de segundos resaltan la abundancia de liquidez en las economías desarrolladas y la debilidad que ha experimentado el dólar en los mercados globales.

A pesar de la importancia que puedan haber tenido los factores que se catalogan como de carácter real, nuestro análisis indica que la devaluación del dólar ha sido particularmente relevante en la determinación del precio doméstico e internacional de los commodities.

Esta edición de Semana Económica analiza la coyuntura actual de los precios de los commodities así como la incidencia que han tenido sobre la inflación doméstica, resaltando el papel que ha jugado la devaluación global del dólar como propulsor de los precios de estos productos y amortiguador de las presiones al alza de la inflación doméstica.

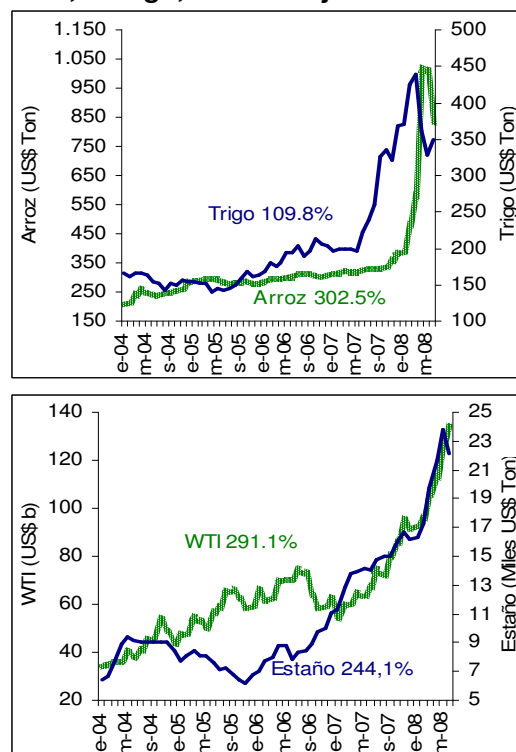
¿Qué está pasando con los precios de los commodities?

De acuerdo con las cifras del Commodity Research Bureau entre diciembre de 2003 y junio de 2008 los precios de los productos básicos se habían incrementado

68,1% y sólo en el último año han crecido 15,3%.

Las cifras publicadas por el Fondo Monetario Internacional muestran que el alza ha sido generalizada y que las mayores presiones se han generado en productos como el petróleo, el estaño, el arroz y el trigo cuyo crecimiento entre enero de 2004 y junio de 2008 ha alcanzado tasas de tres dígitos (gráfico 1).

Gráfico 1: Evolución de los precios del arroz, el trigo, el estaño y el crudo



Fuente: Fondo Monetario Internacional* Cifras a junio.

La pregunta que muchos han intentado responder es ¿cuáles son los determinantes actuales de la tendencia creciente en los

precios de los commodities? La respuesta es que este fenómeno se debe a la conjugación de factores reales y financieros que a continuación se describen.

Los elementos de carácter real

Del lado de la demanda el aumento en los precios de commodities como el petróleo, los metales y los alimentos ha estado ligado a su fortalecimiento en las economías emergentes¹ para satisfacer el consumo y la producción.

Del lado de la oferta se destaca el escaso crecimiento de la capacidad de refinación de crudo (1,4%), la disminución en las reservas de petróleo probadas (-0.1%) y unos altos niveles de inventarios que reflejan un aumento de la demanda con fines “precautelativos” ante la incertidumbre de un mayor crecimiento en los precios².

En el caso del suministro de metales se encuentra que se ha visto restringido por el aumento en los costos de transporte y el decrecimiento en las tasas de inversión en estos sectores.

Finalmente, el alza en los alimentos responde a la disminución del área de siembra disponible, a la sustitución de cultivos de alimentos por aquellos destinados a la producción de biocombustibles, al aumento de los costos de los fertilizantes y a la caída de los inventarios de arroz, trigo y maíz a niveles históricamente bajos.

Los factores de carácter financiero

El aumento persistente en los precios de la gran mayoría de los productos básicos también parece estar estrechamente relacionado con el relajamiento de la política monetaria en las economías avanzadas y en especial en los Estados Unidos, con la debilidad del dólar y la estructuración de títulos que convierten a las materias primas en un activo de inversión global.

¹ Entre 2003 y 2007 la demanda china de crudo experimentó un crecimiento de 8.3%.

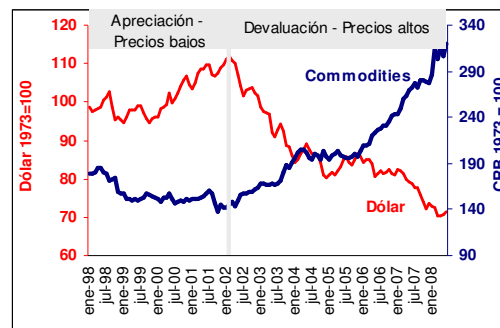
² De acuerdo con la EIA, los inventarios de crudo totalizaron 1.69 billones de barriles al 8 de agosto, mientras que en igual periodo de 2002 eran 1.59 billones de barriles.

¿Qué papel ha jugado la devaluación del dólar en toda esta historia?

La evidencia muestra que existe una relación inversa entre los precios de los commodities estipulados en dólares y el valor de esa divisa. De esta forma, el episodio de fuerte apreciación del dólar (1998-2002) estuvo acompañado por unos precios de los productos básicos relativamente bajos y estables, en tanto que la devaluación de la divisa norteamericana experimentada a partir de febrero de 2002 comenzó a verse reflejada en un aumento sostenido en los precios de estos bienes³ (gráfico 2).

Sin lugar a dudas, la devaluación de la divisa norteamericana originada en ocho años de política expansiva ha tenido un impacto mundial a través del aumento en el precio de los productos básicos estipulados en dólares, cuyo valor tiende a incrementarse como un efecto compensatorio ante la pérdida de valor de esa moneda.

Gráfico 2: Precios de los commodities y el dólar^{4*}



Fuente: Commodity Research Bureau, Federal Reserve, cálculos asobancaria. * En ambos casos los índices se calcularon tomando 1973 como año base.

³ El coeficiente de correlación entre el índice de tipo de cambio nominal y el índice de commodities para el periodo comprendido entre 1973 y 2008 es de -0.52, sin embargo relación se ha vuelto mucho más negativa en los últimos años, particularmente a partir de 2002 momento en el cual el dólar cayó sustancialmente y el coeficiente es -0.88.

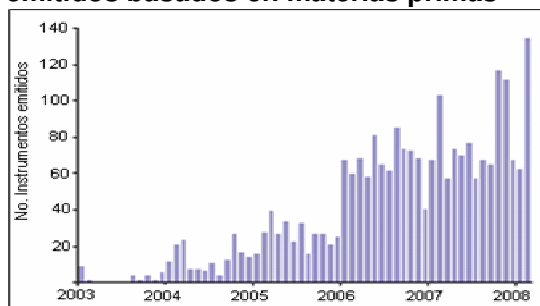
⁴ El índice al que se hace referencia se denomina “Major Currencies” y corresponde al promedio ponderado de la tasa de cambio del dólar frente a un subconjunto de monedas de los principales socios comerciales.

¿Cuál ha sido el rol de la estructuración de títulos de inversión en materias primas?

El debilitamiento del dólar ha posicionado a los commodities como alternativas de inversión en los mercados financieros globales. La utilización de productos básicos como instrumentos de inversión no es reciente, ya que los metales preciosos habían sido considerados atractivos por su uso como depósito de valor y herramienta para diversificar los portafolios.

Lo que sí es un fenómeno nuevo es que agentes del mercado como los *Commodity Trading Advisors* (CTA), los fondos de cobertura, los inversionistas institucionales y los fondos soberanos consideren a productos como los combustibles, los metales básicos y las materias primas agrícolas un activo global que ofrece altos retornos en el mediano plazo.

Gráfico 3: Instrumentos de inversión emitidos basados en materias primas



Fuente: "Las materias primas como clase de activo global". En: Informe de Política Monetaria, Banco Central de Chile, Mayo 2008. Con base en las cifras de Barclays Capital.

De hecho, en 2007 los montos invertidos en índices de productos básicos fueron diez veces superiores a los vistos en 2002, al pasar de menos de US\$12 billones a más de US\$145 billones⁵ y al finalizar el primer trimestre de 2008 las inversiones en estos instrumentos alcanzaron los US\$185 billones⁶. Así mismo, en el último año las nue-

⁵ "Las materias primas como clase de activo global". En: Informe de Política Monetaria, Banco Central de Chile, Mayo 2008. Con base en las cifras de Barclays Capital.

⁶ Confróntese: The Institute of International Finance "Rising Commodity Prices: Causes and consequences", Junio 12, 2008.

vas emisiones de fondos indexados a materias primas han aumentado significativamente, pues en 2003 eran prácticamente nulas mientras que en 2008 superan los 120 instrumentos (gráfico 3).

¿Qué tanto nos hemos ahorrado en Colombia por efecto de la apreciación?

Como hemos visto, parte del aumento en el precio en dólares de las materias primas responde a la compensación del menor valor de la divisa norteamericana y por esto, el crecimiento de los precios de esos productos en pesos o en euros es inferior al aumento cuando son medidos en dólares. Lo anterior genera implicaciones sobre los precios domésticos que no dejan de ser significativas.

Sólo por mencionar un caso, en Colombia buena parte del maíz que se destina a suplir la demanda de insumos de la industria alimenticia y de concentrados para animales es importado, por consiguiente con la devaluación del dólar nos hemos ahorrado, entre enero de 2004 y junio de 2008, el 65,3% del aumento efectivo en el precio spot de este producto (tabla 1).

Tabla 1: Crecimiento del precio spot de los commodities jun-2008 vs ene-2004 en dólares, euros y pesos*

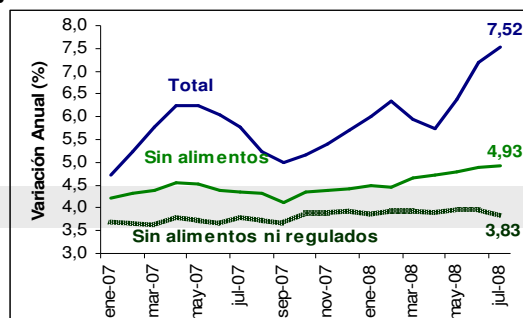
Producto	Especificación	Dólares	Euros	Pesos
Trigo	HRW G. México	155,3	64,2	86,2
Maíz	Amarillo N°2 G. México	141,3	55,2	75,9
Arroz	Blanco 5% partido Tailandia	274,7	141,0	173,3
Aceite de Soja	Futuro Chicago	217,5	104,2	131,5
Banana	FOB Estados Unidos	65,4	6,4	20,6
Algodón	Grado A CIF Liverpool	63,6	5,2	19,3
Cobre	Grado A CIF Europa	421,4	235,3	280,3
Mineral de Hierro	67,55% Brasil	380,7	209,2	250,6
Níquel	London Metal Exchange	302,8	159,0	193,7
Petróleo Brent	Puertos Gran Bretaña	346,6	187,2	225,7
Petróleo WTI	FOB Midland Texas	335,7	180,2	217,7
Oro	Onza Troy	196,1	90,4	116,0
Café	Café Colombia	127,7	46,4	66,0

Fuente: FMI, Banco de la República, Pacific Exchange Rate, cálculos Asobancaria.

Sin embargo y a pesar del efecto compensatorio de la tasa de cambio, los otros factores que están determinando el aumento en el precio de los commodities han hecho que la inflación doméstica supere la meta fijada por el Banco de la República para este año.

Al construir un Índice de Precios al Consumidor que excluye el componente de alimentos y regulados⁷ se observa que la inflación anual al mes de julio habría sido 3,83%, cifra que es 0,17% inferior a la meta puntual de este año (4,0%) (gráfico 4).

Gráfico 4: Inflación total – sin regulados y sin alimentos*-



Fuente: DANE, cálculos Asobancaria. *El área sombreada corresponde al rango meta fijado por el Banco de la República.

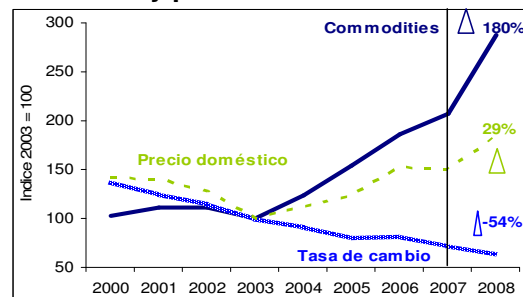
De lo anterior se pueden anticipar dos conclusiones, la primera, que en Colombia el componente de alimentos y combustibles está teniendo un efecto directo sobre las desviaciones de la meta de inflación establecida por las autoridades. La segunda, que dichas desviaciones serían mayores si el peso no se hubiera fortalecido frente al dólar.

Esta situación se puede comprobar con un ejercicio sencillo que aísla los efectos de los aumentos en los precios internacionales y de la apreciación de nuestra moneda sobre los precios domésticos.

Para tal efecto se toma el índice general de los precios spot de los commodities y el índice de tipo de cambio nominal y se construye un índice de precios domésticos, que no es más que el producto entre los dos anteriores. Posteriormente se calculan los crecimientos de cada uno de estos indicadores entre el año 2000 y el 2008 lo que permite encontrar la contribución al aumen-

to en el precio doméstico de los commodities y del tipo de cambio (gráfico 5).

Gráfico 5: Índices de commodities, tipo de cambio y precios local - 2003=100



Fuente: FMI, Banco de la República, cálculos Asobancaria

Como se puede observar, el índice general de precios de los commodities se incrementó entre enero de 2000 y junio de 2008 en 180% al tiempo que la tasa de cambio cayó 54%, lo que hizo que el efecto total sobre el crecimiento en los precios domésticos de los productos básicos tan sólo fuera de 29%. Lo anterior indica que el aumento más que proporcional en el precio spot de esos bienes ha sido compensado con la caída del valor del dólar en el mercado local. Por lo anterior en términos netos, el crecimiento del índice de precios doméstico es inferior al que habría resultado en un escenario de devaluación de la moneda.

El análisis anterior también permite concluir que ese efecto compensatorio operó de manera importante hasta diciembre de 2007 y que a partir de esa fecha dejó de actuar debido a la aceleración en el incremento de los precios y a la menor apreciación que ha experimentado el peso.

Consideraciones finales

Es difícil predecir lo que ocurrirá con los precios internacionales de los commodities en particular por la corrección a la baja que han experimentado los precios de varios de estos productos y en especial los del petróleo crudo. Con la información disponible no es claro si estamos presenciando las primeras señales del fin de la era de los precios altos o si las correcciones a la baja que se han visto son de carácter temporal.

⁷ El grupo de regulados incluye los siguientes subgrupos de gasto: gas, energía eléctrica, acueducto, aseo y alcantarillado; bus, buseta, taxi, otros medios de transporte urbano, bus intermunicipal, otros medios de transporte intermunicipal y combustible.

Lo que sí es claro es que las desviaciones en la meta en los países que han adoptado un esquema de inflación objetivo, incluyendo Colombia, han respondido en buena medida a las presiones ejercidas por los precios de los alimentos y los combustibles. En este contexto es importante anotar que en el caso de Colombia, de no haber sido por la apreciación del peso, la desviación de la meta de inflación habría sido aún mayor.

Lo anterior pone en evidencia la disyuntiva que enfrenta el país en su deseo de

tener una tasa de cambio más devaluada al tiempo que clama por la disminución de la inflación. Lo preocupante de esta disyuntiva es cómo responderán las autoridades frente a ella y esta relacionada con la magnitud y los efectos del ajuste adicional que tendría que hacer el Banco de la República sobre las tasas de interés hacia el futuro para compensar las presiones inflacionarias derivadas de la eventual devaluación del peso.