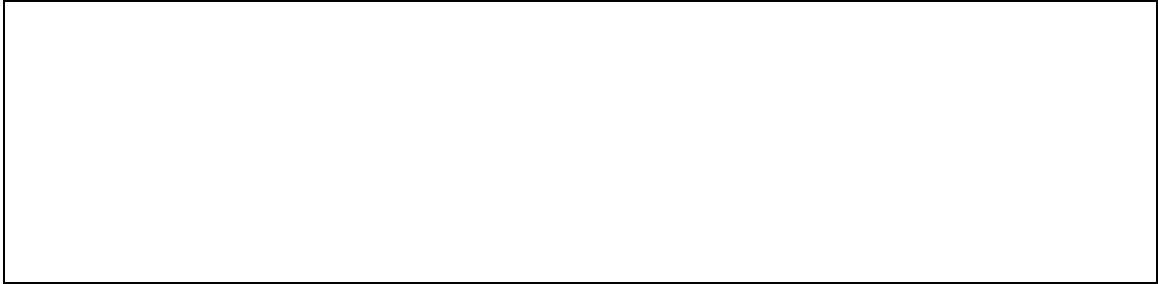
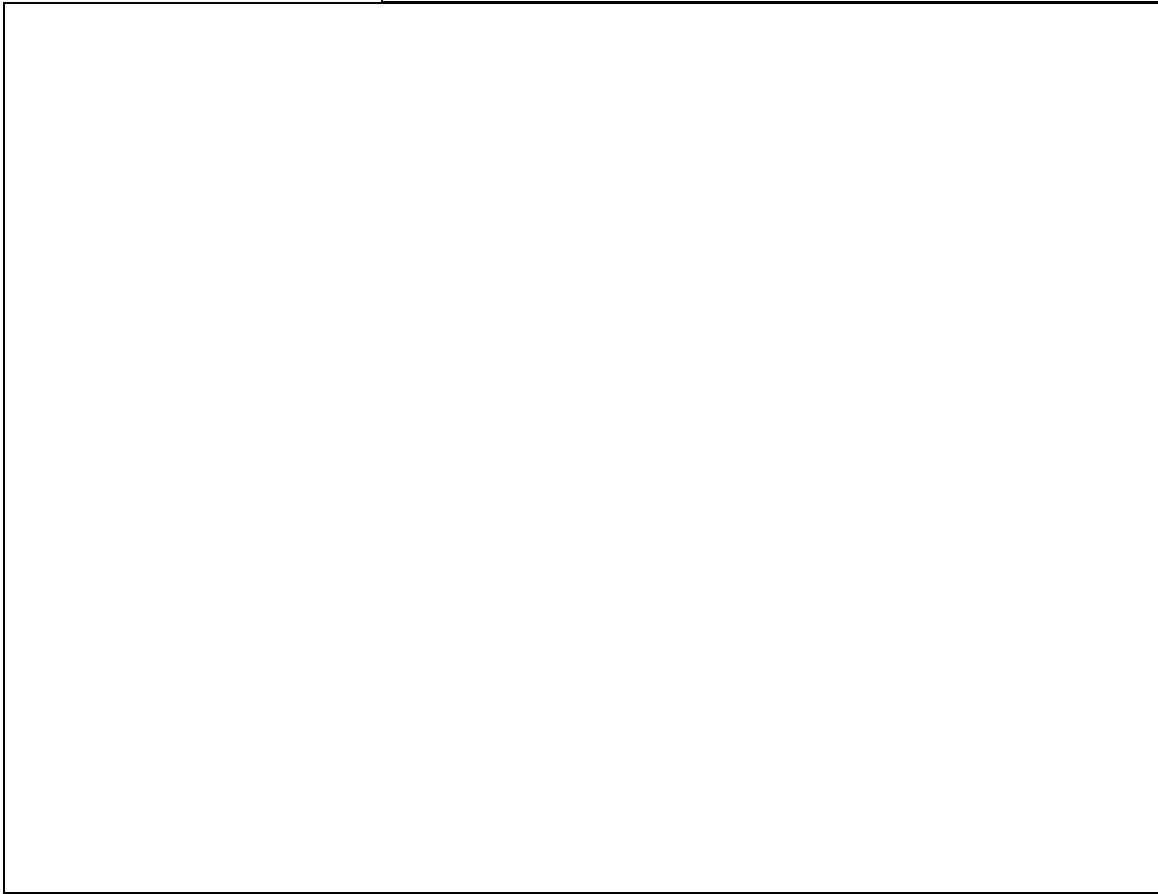


**¿Recuperación económica?, commodities
y especulación**



Por Hernán F. Pacheco



Índice:

<u>Análisis I</u> : La semántica surrealista de los “brotes verdes”	4
• <i>El re-rebote de la demanda de materias primas ¿en 2010?</i>	9
• <i>El flujo de dinero arrasa los mercados de commodities</i>	11
• <i>El excepcionalismo económico chino y los efectos sobre los países productores de commodities</i>	12
• <i>La psicología de los riesgos inflacionarios incorporada al tren de las materias primas</i>	15
<u>Análisis II</u> : Límites a la especulación en commodities, ¿nuevos cantos de sirenas?	16
<u>Análisis III</u> : Los bajos precios del gas natural como forma de inversión	20
• <i>La rentabilidad de los fondos cotizados en el negocio de los combustibles líquidos y gaseosos</i>	23
• <i>¿Cual es la mejor forma de sostener los commodities en un portfolio de inversiones?</i>	24
• <i>¿Qué es un Exchange Traded Fund (ETF)?</i>	25
<u>Análisis IV</u> : Evaluación de la evolución de los mercados emergentes	27
<u>Análisis V</u> : Intrigas y espionaje en la negociación entre las mineras globales y las siderúrgicas chinas	30
• <i>El mercado spot de mineral de hierro asume el protagonismo en las negociaciones anuales</i>	33
<u>Enfoque</u> : Método para asignar objetivo de reducción de emisiones de gases	35



Análisis I: La semántica surrealista de los “brotes verdes”

*Las expectativas de una recuperación económica mundial, el descenso de la aversión al riesgo por parte de los inversores y la caída del 11% del dólar en los últimos tres meses –moneda en la que cotizan la mayoría de los productos primarios-, son la explicación parcial de este rebote, que tampoco es ajeno a la acumulación de existencias por parte del gobierno chino. No en vano, China es el mayor consumidor mundial de mineral de hierro, caucho, cobre y zinc.



El rally de los commodities en el segundo trimestre fue impulsado por la esperanza de una recuperación económica global y preocupación en relación a la inflación. La recuperación de la economía mundial ¿está por llegar? Difícilmente pronosticable en este punto del recorrido. El segundo trimestre bien podría haber sido el fondo de la crisis. Pero también podría convertirse en los tres meses más engañosos que se recuerde la memoria económica. No hay duda de que todas las conversaciones sobre una segunda Gran Depresión se han esfumado. Sin embargo, estos movimientos también pueden verse a través de un cristal más oscuro. “*El desplome de la demanda se ha moderado sólo gracias a las políticas de estímulo y a los tipos de interés cero*”, según considera Financial Times. “*Ninguno de ellos es sostenible*”, reseña fríamente. Cabe la posibilidad de que se produzca una mini-burbuja de materias primas, inflada aún más por la acumulación de reservas de China. En todo el mundo, los balances corporativos y de los hogares (y ahora también los gubernamentales) sufren un exceso de apalancamiento.

La compañía de calificación de crédito Fitch cree que la recuperación económica global será “*anémica*” según los estándares históricos, con “*fuertes fuerzas antiinflacionarias por al menos los próximos 24 meses*”. No obstante, una recuperación lenta no parece prevenir que los

participantes del mercado salten a los commodities. Goldman Sachs, una gran fuerza en este tipo de activos, dijo que la caída en los precios de las semanas anteriores “*provee un compelling entry point* (convinciente punto de entrada)”. Algunos analistas prevén que los commodities dejarán de moverse en grupo, a medida que los factores fundamentales que afectan a cada mercado se hagan sentir.

Una nueva escalada en el precio de los commodities podría cortar una posible recuperación económica, lo que a su vez perjudicaría sobre sus propios fundamentos golpeando la demanda de los mismos en la medida en que la reactivación económica se prolongase¹. Pero, sino es por los propios *fundamentals*, ¿qué llevaría a los precios de los commodities a protagonizar nuevas subidas?

El inicio de la debacle financiera en el mundo provocó que los capitales voltearan a los commodities, entre ellos el petróleo, como refugios rentables, lo cual sólo retrasó la reducción en los precios como consecuencia de la crisis mundial que estaba iniciando. Pero si aún estamos en una profunda recesión mundial, ¿por qué aumentan los precios? Una posible explicación se encuentra en los famosos “*green shoots*” (brotes verdes). Esto es, la señal que envían algunas variables de que ya se ha tocado fondo y que se estaría iniciando la recuperación. Esto no es claro porque los indicadores aún son mixtos. También se piensa que China está apuntalando esta demanda, pero existe cierta evidencia de que lo que está haciendo en buena medida es recomponer sus inventarios de petróleo, como desarrollaré más abajo. De hecho, este tema de los inventarios parece ser más relevante. Existe cierta evidencia de que la demanda actual estaría siendo impulsada por acciones especulativas, alimentadas por estos brotes verdes, y el crudo estaría yendo a parar a inventarios, principalmente buques cisternas. Roger Diwan, experto de petróleo en la firma consultora PFC Energy, argumenta que puede haber una burbuja aún sin el exceso de reservas físicas².

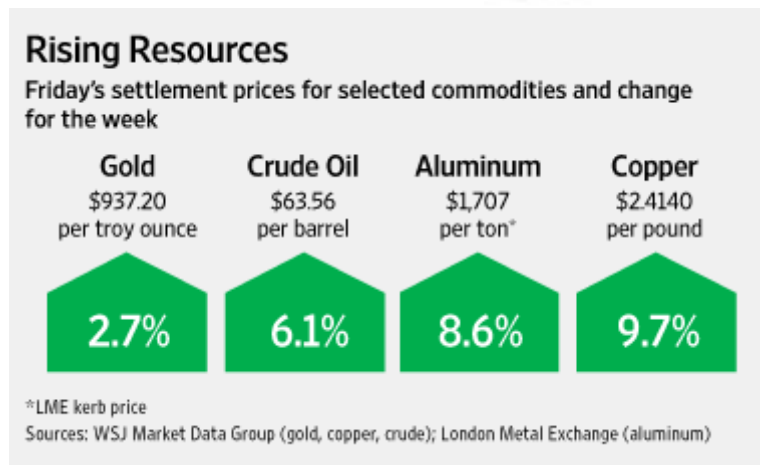
Para The Wall Street Journal³, “*el rápido desvanecimiento de la aversión al riesgo está beneficiando a los commodities a medida que los temores a una recuperación en forma de W retroceden*”. El cobre, el oro y el petróleo se recuperaron, a medida que los participantes que apostaron a la baja se apresuraron a vender las inversiones que hicieron cuando la perspectiva económica del mercado parecía más sombría. Las ganancias están apoyadas en una creciente sensación de optimismo, en vez de factores fundamentales, y por lo tanto, no durarán mucho.

“*Aunque para muchos observadores, el alza actual en los precios puede parecer sin base y de naturaleza enteramente especulativa, para otros el olor de la oportunidad ronda por el aire*”, dijo Alex Heath, director de metales de base de RBC Capital Markets. Describió a los inversionistas como si fueran viajeros que se suben a un vagón que probablemente perderá impulso cuando inevitablemente muchos otros inversionistas comiencen a retirar sus ganancias.

¹ Forbes, “*The Next Six Months*”, (16/7)

² Los contratos de papel de futuros del petróleo en el New York Mercantile Exchange -que requiere la entrega física- son uno de los caminos más fáciles para que la gente deje a un lado las provisiones sin necesidad de arrendar almacenaje o barcos

³ The Wall Street Journal, “*How High Is Too High for Commodities?*”, (20/7)



De todas formas los precios para muchos de los commodities quedaron aproximadamente a la mitad de lo que estaban hace un año y el resto de incertidumbre sobre cuando la recuperación global comenzará y cómo de fuerte será. La debilidad del final trimestre reflejó "un aumento del nivel de incertidumbre" sobre la recuperación económica, dijo Andrew Karsh, manager co-portfolio del Credit Suisse Total Commodity Return Strategy fund. En junio, las lecturas económicas permanecieron mixtas, la demanda de muchas commodities era débil y no era seguro que las compras de China fueran a ser sostenidas⁴.

El "surge" del segundo trimestre fue por muchísimo una historia de China (donde la inversión en infraestructuras está siendo un factor dinamizador fundamental), el comodín de todos los análisis. Cuando la prensa internacional comenta que China está incrementando su demanda de materias primas, muchos analistas saltan de gusto. Y el coro de ecos comienza a proliferar por la red. Pero las apariencias engañan.

Más allá de explicar la escalada de las materias primas en plena recesión, la duda se centra en si las cotizaciones se desinflarán o en si esto es el principio de otra etapa de precios al alza. Una alternativa que complicaría mucho más la salida del laberinto en el que está la economía mundial. El Banco Mundial levantó a mediados de junio su previsión de crecimiento de China en 2009 a 7.2%, por encima del 6.5% que pronosticó en marzo, citando "políticas monetarias y fiscales muy expansivas". Las políticas favorables del gobierno chino y el aumento de préstamos bancarios para compras en los mercados de commodities globales. El buen comportamiento de la economía china a pesar de la recesión mundial se explica por la eficacia de los 4 billones de yuanes (unos 530.000 millones de euros) que ha gastado el Gobierno en su plan de estímulo, aprobado en noviembre pasado. Gracias a eso, y a una política monetaria expansiva, la inversión en infraestructuras ha crecido en los cinco primeros meses del año un 39%, el incremento del crédito bancario equivale al 5% del PIB y las ventas de coches suben a un ritmo del 14%.⁵

Los recursos de un estímulo fiscal y monetario pueden ser canalizados hacia inversiones productivas, para estimular la demanda interna o para especular. Las inversiones productivas necesitan un mercado y en las condiciones actuales, ese mercado se ha desplomado. No hace falta ser un genio para entender que los estímulos fiscales tendrán un efecto mayor si los países actúan conjuntamente, pero los gobiernos difieren en sus creencias y en sus intereses. Los países con tipos de cambio flotantes tienen un mayor grado de maniobra.

⁴ The Wall Street Journal, "Commodities' Engine Hits Cruising Speed", (1/7)

⁵ Financial Times, "Insight: Riding the commodity super cycle", (23/6)

“Esta burbuja en los mercados de materias primas no genera un incremento en la demanda derivada del efecto riqueza. Al contrario, al aumentar los precios de las materias primas, la demanda especulativa golpea a la economía mundial. Eso conduce a un círculo vicioso porque el miedo a las presiones inflacionarias (que muchos piensan serán desencadenadas por los paquetes de estímulos fiscales y monetarios) es el motor de una demanda creciente sobre las materias primas consideradas como refugio. Esa demanda por un motivo de precaución conduce a hacer realidad la profecía sobre el incremento de precios”, dijo Alejandro Nadal en el diario La Jornada.

Algunos observadores aseguran ahora que China ha salvado al mundo de la depresión, mientras que los pesimistas argumentan que China sólo está creando un exceso de capacidad y que la demanda de metales no es más que una cobertura física frente a la debilidad del dólar. El tiempo lo dirá.

Las importaciones chinas de petróleo, que comenzaron el año débiles y crecieron apenas un 0,3% en el primer semestre frente al 2008, aumentaron ante los esfuerzos de Beijing por llenar sus reservas estratégicas de 100 millones de barriles y de las refinerías por incrementar sus inventarios a 180 millones de barriles. El aumento en las importaciones de junio fue el tercero consecutivo tras las caídas de los primeros tres meses del año, debido a que las refinerías elevaron su procesamiento de crudo por las crecientes ventas de combustibles y las anticipadas alzas de precios. Al mismo tiempo, China elevó los precios de la gasolina y el diesel en un 6 a un 7 por ciento el 1 de junio, y los subió nuevamente en un 9 a un 10 por ciento el 30 de junio, para ayudar a que las refinerías lidien con la escalada de los precios del crudo.⁶

Para The Wall Street Journal sostiene que los precios del petróleo fueron sostenidos en China por el record de ventas de autos, que se elevaron 55% en mayo, según el China Passenger Car Association. Además, el país aumentó sus esfuerzos para acumular materias primas, llevando a un alza considerable en las importaciones de soja, petróleo crudo y cobre. A mediados de mayo, analistas de Goldman Sachs Group hizo un "China call" para aumento de los precios del cobre, zinc y soja.

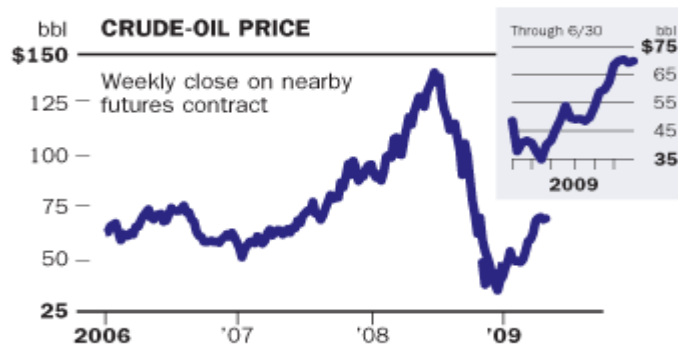
"Estamos hablando más de una pausa que de un cambio de dirección", señala Kevin Norrish, director de estudios de commodities de Barclays Capital. "Una vez que aparezcan señales consistentes de que la economía global fuera de China empieza a repuntar, probablemente habrá un crecimiento mayor y sostenido de las materias primas", señaló.

Otro ejemplo es India, donde el gobierno acaba de hacer públicos sus presupuestos para el próximo ejercicio fiscal, donde asegura que es factible alcanzar un crecimiento del 7,75% si la ansiada recuperación global de estímulo y las seis rebajas de tipos llevados a cabo en el último año, las autoridades movilizaron recursos por un equivalente al 7% del PB. Además, India vivió un acontecimiento notable a lo largo de junio. La victoria aplastante en las elecciones legislativas permitió al partido gobernante reforzar su legitimidad y capacidad de hacer avanzar al país.

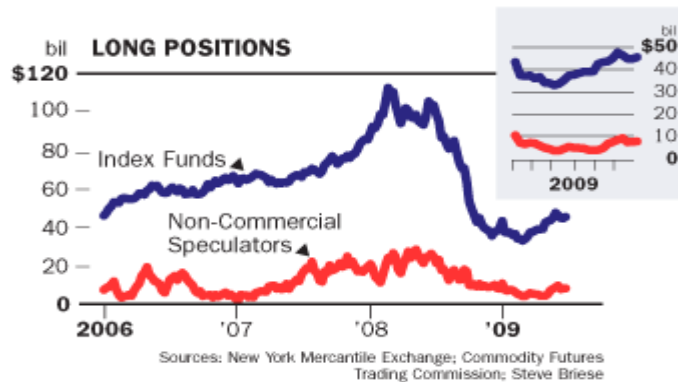
⁶ Reuters, "China top refiners to up July crude runs to record", (8/7)

Crude Speculation

The recent run-up in the price of oil from the February lows...



...has been accompanied by an increase in long positions held by commodity index funds, with some added push from non-commercial speculators.

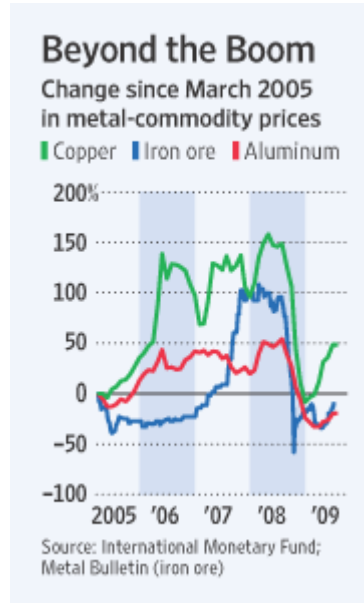


Jim O'Neill, el economista jefe de Goldman Sachs, prevé que China e India crezcan con fuerza este año, desafiando la recesión y debido a un cambio estructural de la economía mundial y del consumo privado. *"Contrariamente a las expectativas que tienen la mayoría de los analistas, las posibilidades de que China registre un crecimiento de más del 8% pese a la crisis mundial son bastante elevadas. En los próximos cinco años hay serias posibilidades de que la demanda doméstica tanto de India como de China ronde unos incrementos del 10%"*, dice O'Neill en uno de sus informes. Una cuestión no menor, pues casi el resto de las economías del sureste asiático depende de la cadena de montaje china. También hay indicios de una reorientación en su modelo económico, de modo que deje de estar tan ligado a las exportaciones y el consumo interno adquiera una mayor relevancia. Pero ese será un proceso largo. *"En los próximos 10 años las exportaciones van a crecer significativamente menos que en los últimos 10"*, advierte el Banco Mundial en su informe trimestral sobre China. Eso supone que el PIB crecerá dos puntos menos de lo previsto en la próxima década, un cambio *"significativo, aunque no dramático"*, dice el informe, pero que exige medidas inmediatas.

Con ese objetivo el Gobierno de Pekín ha emitido un decreto para que los proyectos financiados por el plan de estímulo utilicen sólo productos y servicios generados en el país. Es la versión china del *"compre americano"* que intentó imponer Estados Unidos en su plan de estímulo y que, entonces como ahora, ha recibido las críticas de la comunidad internacional. No sólo por las evidentes barreras proteccionistas que esa medida introduce en el comercio mundial, sino por las esperanzas que el resto del mundo tiene puestas en el consumo de la población china para salvarle de su propia crisis.

La tendencia alcista de los commodities no generará presiones inflacionarias, como sucedió el año pasado, debido a que el repunte de los precios de los físicos aún no es

trasladado al precio final, pagado por el consumidor⁷. “El incremento del precio de los energéticos en el mercado internacional no generar presiones en la inflación mundial, toda vez que los precios de los productos se encuentran relativamente bajos, como por ejemplo en estados Unidos en los últimos reportes de precios al consumidor han sido negativos?”.



El re-rebote de la demanda de commodities ¿en 2010?

La demanda global por commodities puede comenzar a rebotar a partir del próximo año, introduciendo el principio de un nuevo ciclo de commodities, según Morgan Stanley. "Esperamos que en 2010 marcará el principio de la recuperación con los principales bancos centrales y sus respectivos gobiernos manteniendo el nivel actual sin precedentes del estímulo económico", dijo Morgan Stanley⁸. "Esto debería proporcionar el estímulo necesario para mantener la fase de re-stockeando de un nuevo ciclo de commodity y eventualmente provocará un aumento auto-sostenido del crecimiento de la demanda".

"Esperan que el mayor beneficiario de esta recuperación anticipada en la demanda de metales de base como el cobre, a nuestro parecer, con inventarios bajos y una gama de restricciones a más largo plazo limitando el riesgo de una respuesta de suministro fuerte", dijo Morgan Stanley. Según la proporción de cobre refinado del total importado en mayo, datos mostrarían más adelante en el mes que las compras de cobre refinado –el más popular en los mercados internacionales y chinos– alcanzaron 380.799 toneladas en junio, por encima del récord de 337.230 toneladas del mes previo⁹. "El almacenamiento estratégico de China y el reemplazo de la producción local de calidad inferior por importaciones de mejor calidad han permitido una mejora reciente de los precios para muchos metales de base", constata Terry Fanous, analista jefe de Moody sobre metales y minas en Asia. "Pero no asistiremos a una mejora duradera de la demanda mientras no se recuperen las grandes economías como Estados Unidos, Europa y Japón", escribió en una nota.¹⁰ "Aunque China ha sido el

⁷ Financial Times, "Oil steadies as commodities consolidate", (13/7)

⁸ Bloomberg, "Morgan Stanley Predicts New Commodity Cycle to Start From 2010", (6/7)

⁹ Reuters, "Copper, gold rally as dollar falls on China news", (7/7)

¹⁰ AFP, "China-driven commodities rally nearing end", (20/6)

principal motor del alza de los precios del cobre este año, un período de reducción de las compras podría llevar a una pausa", según el analista de Standard Bank Leon Westgate.

Los almacenes de aduana de Shanghai, donde se guarda el metal antes de ser declarado en la aduana, a fines de junio tenían más de 50.000 toneladas de cobre refinado, demostrando una resistencia a arriesgar pérdidas al comprometerse a vender dentro de China. La mayor parte de estas existencias, equivalentes a cuatro días de consumo chino, llegaron en junio porque la masiva oleada de importaciones registrada desde febrero impactó en el mercado local.

"El aluminio, alumina y zinc parecen más pesimistamente vulnerable a los riesgos del supply-side". Recientes indicadores muestran que la demanda industrial a nivel mundial está rebotando, lo que sugiere que el 2009 será *"el punto más bajo de la Gran Recesión"*, dijo Morgan Stanley.

Además, las autoridades chinas se inquietan por la especulación. La China Iron and Steel Association abrió una investigación después de que en abril las importaciones de mineral de hierro registraron un alza interanual del 33%, alcanzando un récord mensual de 57 millones de toneladas, según la prensa china. Pekín ordenó a los bancos que dejen de dar préstamos a productores de acero y a los importadores de mineral de hierro, acusados de no "controlar correctamente el volumen y el ritmo de las importaciones de mineral de hierro en función de la demanda actual de producción nacional de acero".

Bouncing Off the Bottom

A surge in oil prices lifted commodities, fueling hopes for a sustained recovery.

DJ-UBS Commodity Index

Crude-oil futures,
price per barrel*



*Daily settlement price on the continuous front-month contract

Sources: WSJ Market Data Group; Thomson Reuters

El flujo de dinero arrasa los mercados de commodities



El flujo de dinero para los mercados futuros de commodities registró un crecimiento récord en el primer semestre del año, anunciando una apuesta de los inversores en la recuperación económica y en futuras presiones inflacionarias. Según un relevamiento preliminar del banco de inversión Barclays Capital, los fondos aplicaron más de 36 billones de dólares en contratos de metales, combustibles y productos agrícolas en los primeros seis meses del año,

crecimiento del 86% en relación con el mismo periodo del año pasado¹¹. En el pico de la burbuja de commodity en 2008, el valor en el mercado total de todos los futuros de commodity y opciones de contratos negociados en Estados Unidos era de 1 trillón de dólares.¹²

Los inversores vaciaron sus carteras de commodities que estalló la crisis financiera. Los precios de varios productos cayeron más del 50% hasta marzo, cuando comenzaron a reaccionar. Desde entonces, los fondos no sólo aumentaron sus aplicaciones como revirtieron su posición en las bolsas, o sea, liquidaron contratos de venta y abrieron posiciones de compra. En la práctica, dejaron de apostar en la caída para apostar en un alza de los precios. Sólo en el mercado futuro de la soja, los fondos abrieron casi 100 mil contratos de compra entre marzo y junio de este año, según datos de la Commodity Future Trading Commission (CFTC). El número corresponde a la adquisición de 13.6 millones de toneladas. En mayo, el saldo total de compra de los fondos en las bolsas norteamericanas de commodities superó la marca de los 800 mil contratos, el mayor nivel desde julio de 2008.

El comportamiento de los precios en el segundo trimestre muestra que los especuladores fueron recompensados. El índice de commodities CRB, que había caído en los tres trimestres anteriores, subió un 13,4% y ya acumula un alza del 8.9% en 2009; otro índice, el S&P GSCI, registró en mayo su mayor alza mensual desde septiembre de 1990 (un 20%).

Producto con mayor peso en las cestas de commodities, el petróleo se disparó más del 30% entre abril y junio; el azúcar, un 26,7%; y el cobre, un 22,5%. La reacción de los mercados de commodities sorprendió a muchos analistas y levanta dudas sobre su sostenibilidad, ya que el mundo continúa buceando en una de las peores recesiones de la historia, aún sin señales claras de recuperación. Lo que más llama la atención es el hecho de las materias primas que más se valoraron en los últimos meses que están entre las más unidas al desempeño de la economía.

Inicialmente, los analistas creían que los productos agrícolas y los metales preciosos serían las primeras commodities en recuperarse, teniendo en cuenta que la demanda de alimentos es menos sensible a las variaciones de la renta y el oro es un activo muy buscado

¹¹ The Guardian, "Buy food commodities to guard against stagflation", (6/7)

¹² Barron's, "Commodity Speculation: Over the Top?", (11/7)

en tiempos de incertidumbre y aversión al riesgo, pero ellos estaban errados. De acuerdo con el índice Dow Jones-UBS, los contratos de metales básicos y energía, que debería tardar más en recuperarse, fueron los que dieron más retorno en el primer trimestre –la carteras de metales tuvo una valorización media de 22,4%, y la de energía ganó un 17,4%, mientras los commodities agrícolas y metales preciosos avanzaron sólo un 5,6% y un 1,3%, respectivamente. “De modo general, parece que los ciclos de precios de las commodities se están acelerando, mientras los ciclos de inversión física están quedándose cada vez más rezagados”, afirma el informe divulgado por Barclays Capital. Para el banco, el cambio en la percepción de los inversores en relación con la crisis y al potencial de recuperación de las economías fue suficiente para que el interés por la compra de commodities fuera reactivado.

El excepcionalismo económico chino y los efectos sobre los países productores de commodities



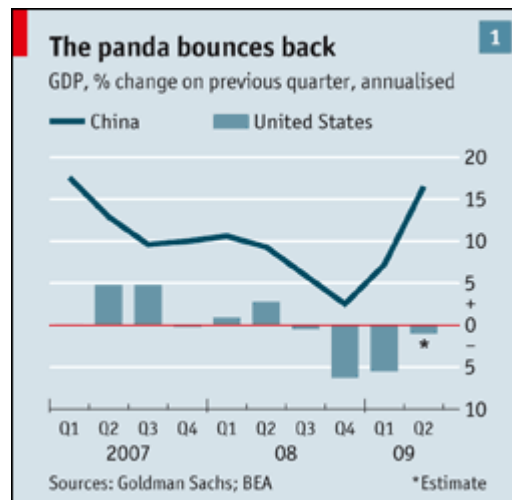
La economía de China está en camino de alcanzar la meta de crecimiento del 8% estipulada por el gobierno para este año, como resultado de la elevación de los gastos del gobierno y el fuerte aumento en la concesión de préstamos bancarios en el segundo trimestre, resalta *Financial Times*¹³. La economía china se expandió a una tasa anual del 7,9% en el trimestre concluido en junio, según informó el National Bureau of Statistics (NBS), teniendo a los sector de inversión, producción industrial y veta como los que más contribuyeron para el aumento en la actividad económica.

La velocidad de la recuperación china, sin estar acompañada por una aceleración en la demanda procedente de las economías desarrolladas en América del Norte y en Europa, sorprendió a los economistas y obligó al Fondo Monetario Internacional (FMI) a revisar más por encima su perspectiva para la economía mundial.

La estrategia del gobierno, no obstante, también conlleva riesgos. La inyección maciza de dinero en la economía por parte del gobierno chino reanimó aún la burbuja de precios de activos en los mercados accionarios e inmobiliarios del país. Una acumulación de préstamos tóxicos y proyectos defectuosos podría socavar el crecimiento y las finanzas públicas. Además, la dependencia de la economía china de las inversiones y el crédito impulsados por el Estado significa que cualquier traspie político podría descarrilar el

¹³ *Financial Times*, “China on track to meet GDP targets”, (17/7)

repunte en la confianza¹⁴. El gobierno ya ha tratado de ajustar su programa de estímulo para reducir el riesgo de que se generen burbujas.

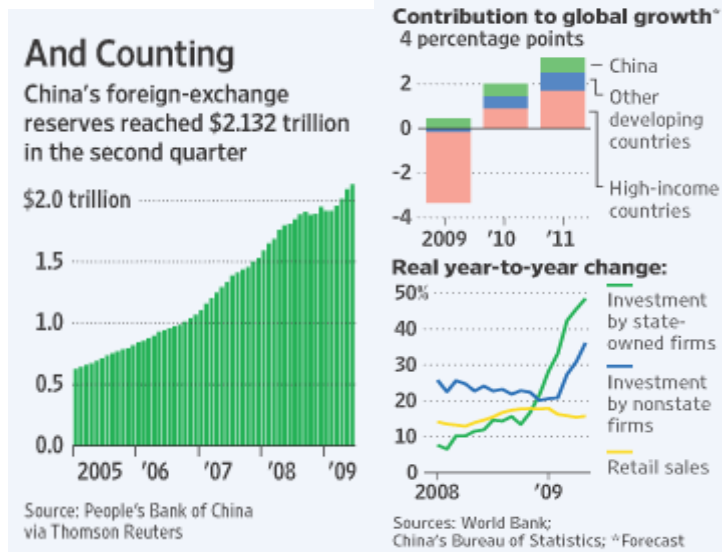


Li Xiaochao, portavoz de NBS, dijo que la economía “se estabilizó con cambios positivos crecientes”, después de bucear drásticamente en el final del año pasado y de expandirse a una tasa anual de sólo un 6,1% en el primer trimestre, lo que llevó a muchos economistas a creer que gobierno no tendría condiciones de alcanzar su meta de crecimiento para el año, del 8%. Pero la política de estímulos del gobierno invirtió la ruta descendente de la economía, provocando revisiones veloces por parte de muchos economistas. Los analistas de Bank of America-Merrill Lynch en Hong Kong calculan que la economía china crecerá cerca del 9% en el tercer trimestre y del 10% en el cuarto.

“El monto de 1.530 trillones de yuanes (224 billones de dólares) en nuevos préstamos concedidos en junio elevó el total de nuevas concesiones de crédito en el primer semestre del año a 7,4 trillones de yuanes (1,08 trillones de dólares) o casi un 25% de nuestra estimativa para el PBI de 2009”, dijo Wang Tao, de UBS, en Beijing. “Ahora esperamos que la concesión de nuevos préstamos en 2009 alcance 9 trillones de yuanes, una velocidad de re-apalancamiento sin precedentes en la historia de China”. Los préstamos del sistema bancario y los gastos fiscales impulsaron las inversiones en activos fijos, el principal propulsor del crecimiento, en un 33,5% en la primera mitad del año, en comparación con el mismo periodo en 2008. “Aunque las inversiones privadas se hayan acelerado, el crecimiento sigue dependiendo de las políticas expansionistas del gobierno”, dijo Lu Zhengwei, economista de Industrial Bank. “Además, no hay ningún indicio de que el comercio mejore este año”, agregó.

La renta per cápita disponible de la población urbana china se incrementó durante el semestre en un 9.8% hasta 1.296 dólares, mientras que la de la población rural, que supone más de un 60% del país, aumentó un 8.1% hasta los 400 dólares.

¹⁴ The Wall Street Journal, “China's GDP Rise Prompts a Debate”, (17/7)



China es el Goldman Sachs de la economía mundial. Dé una punzada y ella goteará algo de sangre, mientras sus pares la vierten copiosamente. La recuperación será rápida: véase el crecimiento del PBI en el segundo trimestre. Los inversores aman a los vencedores y, aunque lejos de los niveles del pre-Lehman Brothers, la capitalización del mercado doméstico chino saltó al frente de Japón para hacerse la segunda mayor del mundo. En el actual nivel de expansión y basada en valores actuales, el PBI chino debe pasar al de Japón ya en 2011.

Beijing usó todas las herramientas a su disposición –lo que en una economía controlada por el Estado significan básicamente todas ellas- para compensar la caída de las exportaciones. El modelo económico cambió, pero principalmente yendo hacia las manos del gobierno. El consumo interno está fortaleciéndose. Es claro que mucho de eso se debe a las medidas de estímulo, como muestran las crecientes ventas de automóviles.

Goldman, claro, llegó a sus resultados aprovechándose de los riesgos. El plan de juego de China es el contrario. El crecimiento, traducido en empleos, es diseñado para combatir el riesgo de inestabilidad social. Hay que recordar que China, la tercera economía mundial gracias a que desde mediados de los 80 y hasta el pasado 2007 creció a un ritmo anual de entre 12 y 13%, necesita por culpa de su dependencia a los sectores productivos con más mano de obra intensiva una tasa mínima del 8% para dar trabajo a las 25 millones de personas que entran en el mercado laboral cada año.

La psicología de los riesgos inflacionarios incorporada al tren de las materias primas



Muchos inversores institucionales ven que los riesgos inflacionarios se han incorporado al tren de las materias primas. El temor a un repunte de la inflación es, precisamente, uno de los motores de la revalorización de las materias primas. La paradoja es que esa reacción alimenta la espiral inflacionista. El mecanismo se puso en marcha tras la decisión de los bancos centrales de imprimir dinero para inyectar liquidez en la economía. Desde marzo, cuando la Reserva Federal anunció su plan de inyectar hasta 1 billón de dólares en la economía de Estados Unidos, el petróleo estadounidense mostró una

correlación casi perfecta con las expectativas de inflación de cinco años del país norteamericano.

Muchos inversores creen que el vertiginoso aumento de la masa monetaria llevará más pronto que tarde a más inflación. Y, para evitar que su dinero pierda valor, buscan refugio en activos como el oro. El oro es habitualmente el primer elemento al que los inversores se vuelcan cuando están preocupados por la inflación pero, históricamente, todas las commodities han subido en la línea con la inflación¹⁵.

Aunque el riesgo de que la economía del mundo caiga en estanflación, es decir, crecimiento económica negativo con presiones inflacionarias, es difícil que se concrete, debido a la caída de la demanda agregada y la entrada de flujos monetarios a los mercados financieros. La percepción anterior se fue diluyendo cuando fueron surgiendo datos económicos relativamente positivos, sobre todo de Estados Unidos, como es el caso del PBI correspondiente al primer trimestre de 2009, toda vez que la cifra preliminar la ubicaron en -5,8% y la revisada la establecieron en -5,6%. Algunos analistas dijeron que no habrá presiones inflacionarias en el segundo semestre del presente año, lo cual sería explicado por la caída en el consumo y del ingreso real del salario.

Los especialistas del medio financiero están estimando que el PBI de Estados Unidos mostraría un ajuste a la baja de entre 1.5% y 2% para el segundo semestre del presente año, por lo cual tal expectativa apoyaría el pronóstico de la disminución en la demanda agregada. Si la economía mundial entrara en un proceso de recuperación, no habría presiones inflacionarias, porque el sector industria se encuentra en 70% de su capacidad total.

El aumento de los commodities no generará presiones alcistas en los precios, ya que aún la economía tiene margen para absorber dicho incremento. La demanda global se encuentra relativamente baja por la caída del PBI mundial, e incluso está muy lejos de la recuperación de la economía mundial, por ello en el corto y mediano plazo se descartaría que la economía mundial entre en estanflación.

Los activos bajo gestión en materias primas subieron 34.000 millones de dólares a 210.000 millones de dólares en el segundo trimestre, según Barclays Capital. Los fondos de

¹⁵ Reuters, "FUND VIEW-Buy food commodities to guard against stagflation", (6/7)

pensión han típicamente usado el método tradicional de productos basados en índices de commodities como el S&P GSCI y el Dow Jones-UBS Commodity Indexes.

Análisis II: Límites a la especulación en commodities, ¿nuevos cantos de sirenas?



Is the tail wagging the dog? El año pasado, George Soros afirmó, en una de las audiencias en el Senado estadounidense, que la subida de los precios del petróleo estaba siendo provocada, en parte, por los fondos de índices que sólo compran contratos de petróleo. Los fondos de índices pueden detentar contratos de petróleo en un volumen superior a la oferta disponible. El pasado 7 de julio la agencia responsable de la supervisión de los mercados de commodities en Estados Unidos, Commodity Futures Trading Commission (CFTC), el principal regulador del mercado de futuros de EE.UU., emitió un comunicado oficial en el que anunciaba próximas reuniones para estudiar la posibilidad de que el gobierno establezca límites a los inversores especuladores para operar en estos mercados. Estos límites se

aplicarían mediante la imposición de restricciones, principalmente, a los operadores que negocian los futuros y derivados de los mercados de commodities, y a los fondos y ETFs (Exchange Traded Funds, fondos cotizados) ligados a la evolución de los precios del crudo¹⁶. Los ETFs son fondos cuya característica principal es que están listados en Bolsa y, por lo tanto, se pueden comprar y vender a diario como si fueran acciones¹⁷ (leer sobre este tema en el análisis más abajo).

Un futuro es un contrato para comprar o vender un volumen particular de un commodity para una fecha particular. Los contratos de futuros fueron creados para ayudar a los agricultores de la volatilidad de los precios para sus cosechas, y los especuladores absorben ese riesgo comprando los contratos que les permiten apostar ante las oscilaciones de precios. Los futuros son usados ahora para negociar una amplia variedad de commodities, que incluyen petróleo, gas, metales preciosos, bonos del Tesoro y divisas extranjeras¹⁸.

El organismo regulador fijaría, pues, un techo al número de contratos de opción de un mismo producto que puede vender o comprar el mismo operador al margen de los contratos asumidos para su cobertura, es decir, para cubrirse del riesgo inducido por sus posiciones en el mercado de los contratos a término por ejemplo. Contrariamente a los

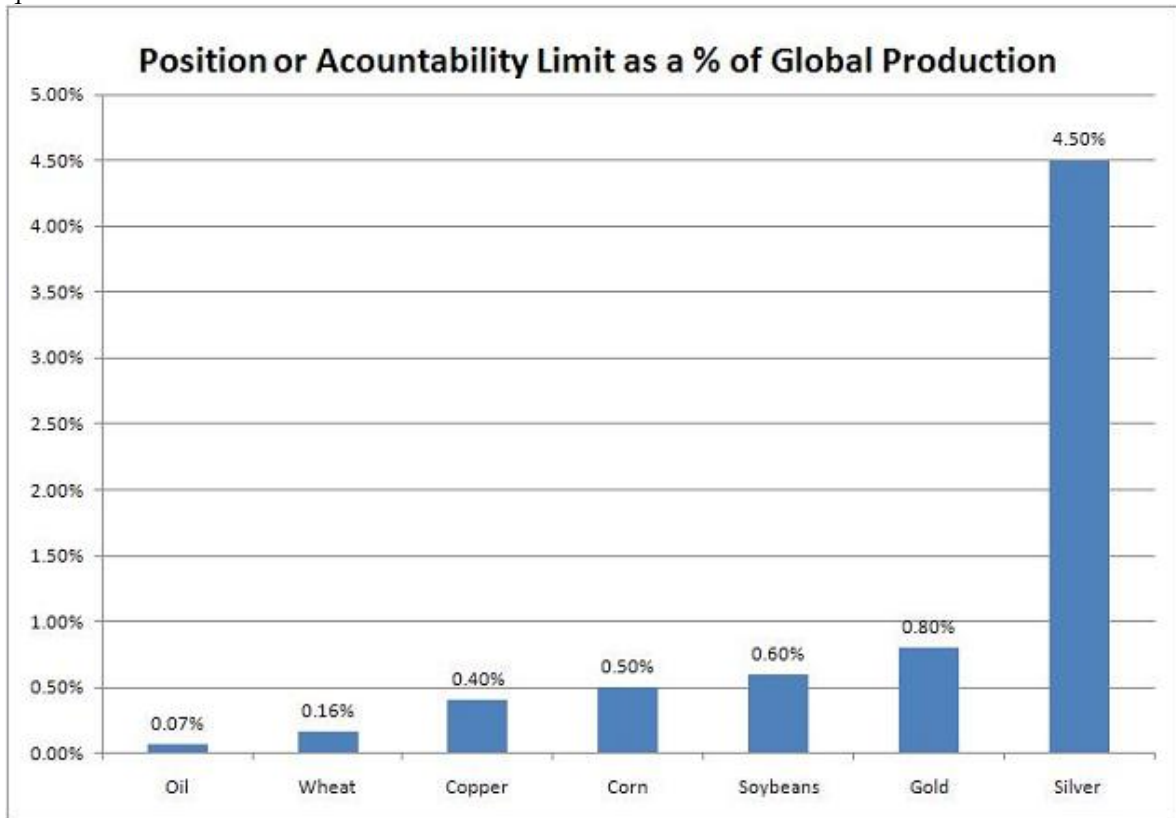
¹⁶ The Washington Post, "CFTC Floats Rules Aimed at Speculation", (7/7)

¹⁷ Houston Chronicle, "Shackling the speculators", (7/7)

¹⁸ The New York Times, "U.S. Considers Curbs on Speculative Trading of Oil", (7/7)

contratos a término, que prevén la entrega en un plazo dado de una cierta cantidad de mercancías, los contratos de opción le dan al involucrado el derecho (aunque no la obligación) de comprar o vender a un precio convenido por anticipado una cierta cantidad en un plazo determinado o en cualquier momento pero siempre antes de un plazo determinado¹⁹.

En los términos de la ley, la agencia establece el número máximo de contratos futuros de algunos productos agrícolas que pueden ser detentados por cada participante del mercado para evitar la manipulación. Sin embargo, existe libertad para la negociación con las materias primas energéticas, como el petróleo, el diesel, la gasolina, el gas natural y otros, y son los responsables por los propios mercados de futuros que fijan los límites para las posiciones. Los operadores y corredores del mercado futuro de petróleo reclaman que los fondos han invertido fuertemente en las commodities del sector energético para impulsar artificialmente los precios. Y esos profesionales dan como ejemplo las cotizaciones del petróleo, que prácticamente se duplicaron desde marzo, a pesar de los informes gubernamentales que muestran que Estados Unidos tiene un exceso del producto. La especulación, notan muchos analistas, es un término cargado. Evocando las imágenes de los intermediarios que manipulan y apuestan sobre los precios. En realidad, los "especuladores" -a decir del Washington Post- son simplemente inversores que tienen un uso no comercial para el petróleo y ningún plan para tomar el *delivery*. Entre ellos se pueden incluir los fondos de pensión estatales y dotaciones de colegios, así como bancos de inversión y hedge funds que procuran el uso de los futuros del petróleo de la misma forma que usan otros instrumentos financieros.



Según Forbes, cualquier límite estaría basado en una premisa simple: que hay una diferencia importante entre "especuladores", que simplemente apuestan en la bolsa de precios,

¹⁹ The Wall Street Journal, "CFTC to Consider Setting Position Limits for Energy Trading", (8/7)

y los "hedgers", que tienen alguna razón legítima de jugar en el mercado de futuros. Muchos expertos la consideran una distinción sin sentido. Incluso un *hedger* como Southwest Airlines tiene un punto de vista sobre el curso futuro de los mercados cuando compra en los futuros para protegerse contra los crecientes precios de los combustibles. Por otro lado ese comercio, con frecuencia, es especulador. La enorme mayoría de los trades en el NYMEX se cierran sin el cambio de manos del commodity.²⁰

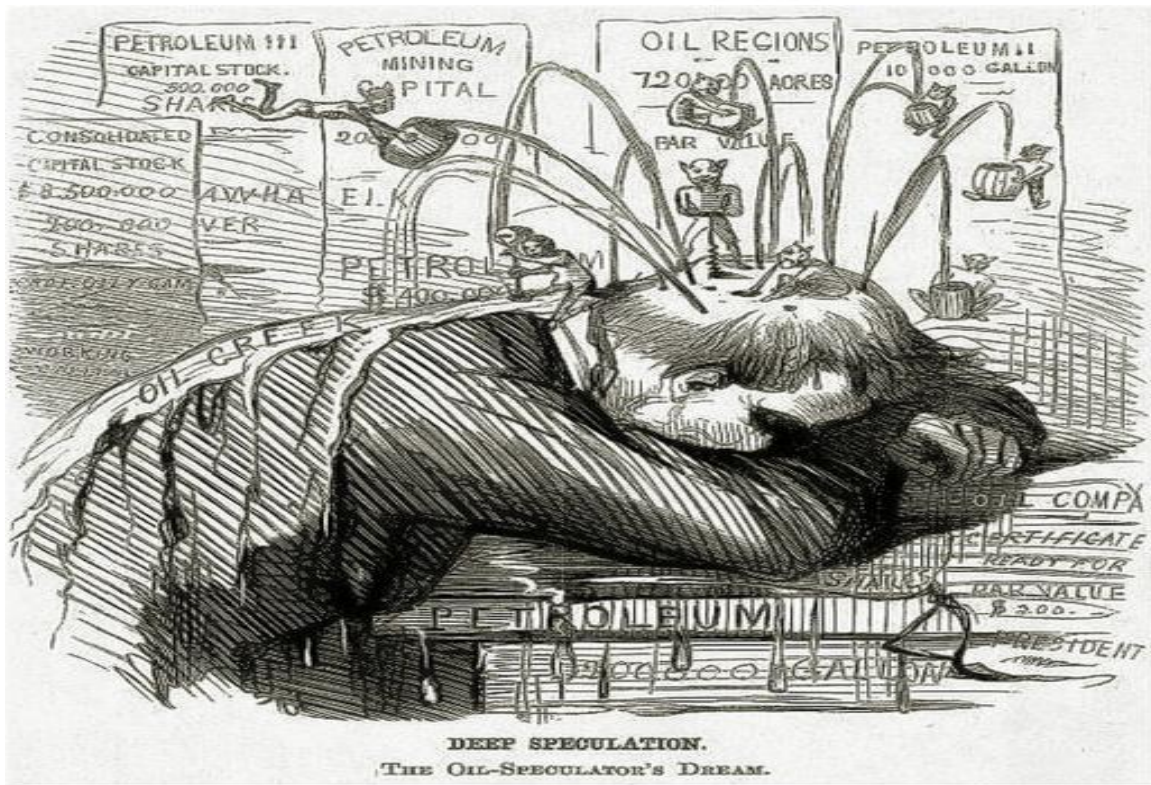
"Los límites especulativos van en un largo camino hacia la anulación de la necesaria liquidez, y aumentan el costo de *hedging* y usan los mercados de futuros para cada uno", dijo Sharon Brown-Hruska, jefe del Commodity Futures Trading Commission (CFTC) en la administración Bush y ahora analista con National Economic Research Associates en Washington. "No veo como van a bajar el precio del petróleo o del gas". La Futures Industry Association, que representa a los más grandes brokers de futuros del mundo, emitió una declaración en la que dice que "estaría preocupado por cualquier medida que excluya a los participantes legítimos de estos mercados o que haría menos eficiente a las corporaciones estadounidenses de usar los futuros como herramientas para manejar los riesgos de precios"²¹.

"Estas medidas pueden forzar a los productores de energía a aplazar o abandonar algunos proyectos de petróleo y de gas porque el límite de trading restringirán la capacidad de los bancos de ofrecer a sus contrapartes *hedging deal*", dijo Paul Smith, jefe de riesgo de Mobius Risk Group. Las empresas de petróleo y de gas usan rutinariamente contratos a término para cerrar ingresos futuros de la producción

Wei Xiong, economista de la Universidad Princeton, estudió las burbujas financieras y estuvo mirando el shock petrolero del año pasado. Dijo que los datos del CFTC muestran que cuando los precios comenzaron a elevarse en 2007, las "*long positions*" o apuestas por el alza de precios de los traders no-comerciales -aquellos que comercian para invertir y no para entregar- eran 4.5 veces en promedio en relación a la década anterior. "Estas evidencias realmente sugieren que muchos inversionistas especulen con la apreciación de los precios del petróleo", resaltó.

²⁰ Forbes, "Blame The Speculators!", (8/7)

²¹ Bloomberg, "Oil, Gas Market Speculation May Face Restrictions", (7/7)



La propuesta de los reguladores estadounidenses de restringir las operaciones especulativas en commodities podría haber surtido efecto. Los reguladores está preocupado de que una pequeña burbuja de los precios del petróleo podría sofocar la recuperación económica con el drenado de dinero de los ahorros u otras compras, recortando el programa de estímulo del gobierno y re-encendiendo la inflación²². Las posiciones de compra por parte de hedge fund en el mercado del petróleo sufrieron en la primera semana de julio su mayor caída en cuatro meses. Algunas criaturas del mercado, como los hedge funds y los bancos de inversión estaban fuera de cualquier regulación. En paralelo, el precio del crudo registró su mayor descenso semanal, un 10% en seis meses. Los inversores esperaban con especial expectación los datos detallados sobre los contratos registrados durante la semana en el mercado petrolero, y no sólo por el correctivo del 10% sufrido por el precio en este mismo periodo.

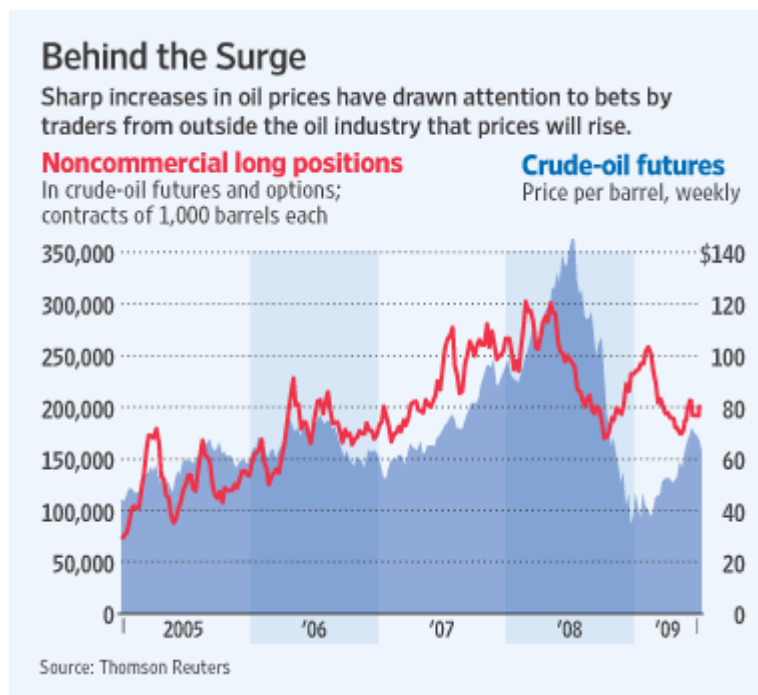
Los datos publicados por la propia Commodity Future Trading Commission reflejan que las posiciones de compra por parte de los operadores no comerciales, entre los que se incluyen los hedge fund, se redujeron en 16.382 contratos en el NYMEX. El descenso es el mayor registrado en los últimos cuatro meses. Lo que es patente es que el crudo encontró un suelo más que sólido.

El descenso de las apuestas alcistas, y de los precios, se produjo también en un contexto de caídas generalizadas en los mercados financieros, y no sólo en el ligado a las commodities, en medio de un rebote de las incertidumbres sobre los plazos de la recuperación económica.

En cualquier caso, la formación de los precios responde a una multitud de factores, que se pueden resumir en los fundamentos del mercado por un lado y los flujos financieros especulativos por otro. En este sentido, fue muy discutido tanto en el ascenso como en el posterior derrumbe del precio, el papel de los hedge funds y otros inversores financieros,

²² The Washington Post, "Oil's Puzzling Spring Surge Reignites Debate About Speculators", (14/7)

que llegaron a copar un 25% del mercado de futuros en Estados Unidos. Un estudio realizado por la firma de inversión LCM Commodities señala que los activos bajo gestión en fondos vinculados a futuros del crudo llegaron a superar los 125.000 millones de dólares hace justo un año, para situarse después por debajo de los 20.000 millones²³. Este ejemplo ilustra hasta qué punto están vinculados la evolución de la cotización y la actividad financiera.



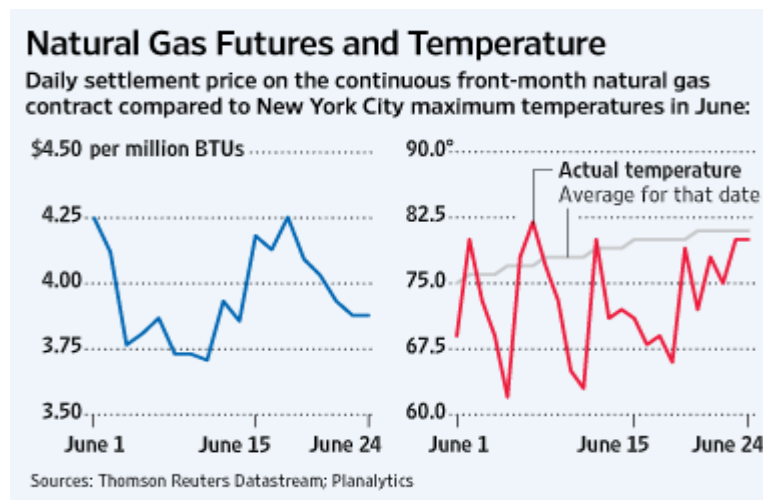
Análisis III: Los bajos precios del gas natural como forma de inversión

La euforia en los mercados de materias primas. El índice Standard & Poor's GSCI, que incluye 24 commodities, se disparó un 20% en mayo, la mayor subida mensual desde septiembre de 1990. Desde el 18 de febrero, cuando marcó el nivel más bajo de los últimos siete años, acumula una revalorización del 40%. Las materias primas divergen mucho entre sí. Algunas salen más beneficiadas con la crisis, otras con la recuperación económica. De aquí a un año, cuáles tendrán precios claramente por encima de los se que practican actualmente? En los últimos 12 meses, a pesar de la crisis global, hubo materias primas que consiguieron revertir la situación y tener un desempeño positivo. En algunos casos, como el cobre, las ganancias anuales están en torno al 60%. Pero ¿de aquí a un año? Con la convicción generalizada de que la recuperación económica, a pesar de débil, puede ya ser

²³ *Investors Chronicle*, "Five rules for the new oil age", (26/7)

una realidad a finales de 2009, hay nuevas commodities que ganan terreno. Los metales industriales, bastante penalizados con la contracción de la actividad económica, son de eso un ejemplo.

Pero lo cierto es que hay una materia prima que no sube. Todo lo contrario. Baja el 40% en lo que va del año²⁴. El gas natural. De hecho, es 18 veces más barato que el petróleo, lo que supone la mayor brecha entre ambas fuentes de energía desde la caída de la Unión Soviética, en 1992. Barclays Capital Research notó en un nuevo reporte que hace un año el gas natural *flying high*, cerrando a 13.50 dólares por millón de BTU a principios de julio. Ahora, los precios del gas natural están más cercanos al nivel de 3.50 dólares²⁵. Mientras el precio de un barril de petróleo se duplicó desde principios de marzo, los precios del gas natural languidecieron. En mercados donde los traders hacen apuestas basados en esas medidas de estándares de barriles y BTUs, la proporción de precios es 18 a 1 para el petróleo sobre la típica proporción de 8 o 9 a 1. Algunos especuladores apuestan a que los precios del gas natural van a subir.



¿Por qué cae el gas natural? Inicialmente por exceso de inventarios. A pesar del históricamente extremo ratio del precio, los que miran el mercado ampliamente dicen que un rápido "turnaround" en el precio está lejos de ser una cosa segura. El alza de la producción combinada con el declive de la demanda por parte de las centrales eléctricas, fábricas y otros usuarios industriales dejaron las instalaciones de almacenaje con niveles cercanos al record de gas natural en los inventarios²⁶.

Según los datos ofrecidos por el departamento de energía estadounidense, los inventarios son un 22% más elevado que la media de los últimos cinco años. Las empresas de extracción no pararon las plataformas lo suficientemente rápido como para controlar las existencias. Y es ahora, cuando la economía comienza a dar señales de mejora cuando se está comenzando a controlar la extracción²⁷.

La oferta de gas natural licuado (GNL) también creció en los últimos meses y por la entrada de nuevos jugadores no convencionales en el sector (shale gas, tight gas y coal bed methane). Pero no hay que olvidar que tres cuartas partes de las reservas naturales probadas de gas natural están en Rusia, país donde hay una gran cantidad de gas almacenado.

²⁴ Business Week, "Capitalizing on Cheap Natural Gas", (25/6)

²⁵ Financial Times, Energy Source, "US domestic drilling continues to fall, biting small companies", (16/7)

²⁶ The Wall Street Journal, "Natural Gas Rises 12% but Is Off 35% for '09", (17/7)

²⁷ The Wall Street Journal, "In Both Natural Gas and Grains, Weather Is Off Traders' Screens", (26/6)

En resumen, un exceso de oferta a ambos lados del Atlántico, que unido a un periodo de menor consumo y a la mayor dificultad de transporte –la fuerte caída del precio de los fletes paralizó el transporte marítimo al ser poco rentable para las navieras realizar la distribución desde Rusia a los distintos mercados- produce una descorrelación entre el gas y el resto de las materias primas.

En el momento en que el petróleo alcance los 75-80 dólares por barril previstos, el crudo comenzará a caer al tiempo que el gas natural iniciará su recuperación una vez que los rusos sean capaces de distribuir el gas. Es posible que el diferencial existente se incremente moderadamente en el corto plazo, pero al final del tercer trimestre se espera que los precios del petróleo se estabilicen y los del gas reboten. *“El margen para que el gas suba antes del final del año es importante”*, opina Ben Dell, analista energético de Bernstein Research. *“El mercado del gas se comporta conforme a lo esperado. Los suministros bajan drásticamente por la reducción en las plataformas y la demanda comienza a dar algunas señales de estabilización”*, añadió.

Según el consenso, el gas natural podría subir un 38% en el segundo semestre frente al 22% previsto para el precio del crudo. Dentro de los expertos consultados, Dell es uno de los más optimistas. *“El precio del gas se duplicará, hasta los 9 dólares a finales de año”*.

La oferta de buques de GNL aumentará este año en unos 50 con más de 8 millones de metros cúbicos, que se sumarán a los 24 que se encuentran actualmente inactivos. Este excedente apunta a que los fletes se mantendrán en niveles muy bajos. Según Merrill Lynch, *“pese al crecimiento previsto de la demanda de 18 Mtm, el exceso de oferta aumentará este año, dificultando la recuperación de los fletes”*. Un problema añadido para la evolución del precio del gas natural, ya que la commodity se mantendrá almacenada en Rusia durante los próximos meses.

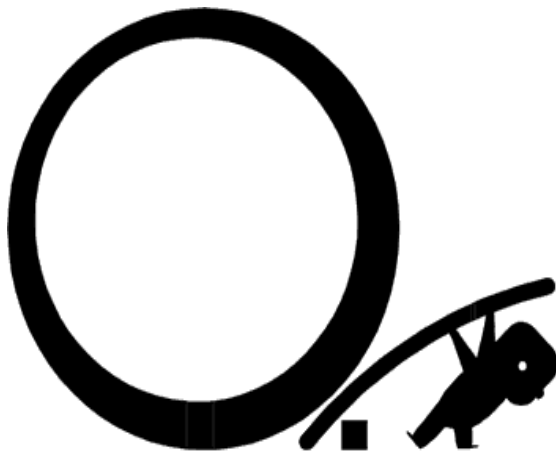
Aunque el índice Baltic Dry comenzó a recuperarse tras alcanzar el mínimo histórico de 663 puntos el pasado mes de diciembre, algunos buques se están fletando en el mercado spot a precios que ni siquiera cubre los costos de combustible y puertos. En la principal ruta de los fletes de los grandes petroleros o VLCC (very large crude carrier), desde Medio Oriente a Japón, los fletes llegaron a estar por debajo de los 8.000 dólares al día, poco más del 10% de los 70.000 dólares de comienzos de año, mientras que los costos operativos de este tipo de buques se sitúan en torno a los 8.000-8.500 dólares diarios.

Aunque el tiempo sea todavía un factor clave en la demanda estadounidense de gas natural, las denominadas *“señales del mercado”*, como la compra de fondos de inversión y la volatilidad implícita, tiene un gran impacto. Los analistas de Société Générale dan un 40% de peso a las señales del mercado, con el 60% restante conducido por los fundamentos, incluyendo el tiempo. A principios de 2008, dijeron que las señales del mercado pesaban un 15%. *“Mientras el tiempo históricamente fue un conductor clave de los precios estadounidenses del gas natural, la temperatura fría de Junio no provocó una caída de los precios”*, dijo Laurent Key, analista de gas natural con Société Générale. Billones de dólares fueron amontonados en *exchange-traded fund* para invertir dinero en gas natural, que estabilizó los precios entre tantos fundamentos pesimistas”, dijo²⁸

Quien cierra en este momento contratos para entrega en julio de 2010 ya identificó el gran ganador. Según las apuestas, será el gas natural, con una valorización del 53,16% de las cotizaciones actuales. Se sigue el *“learn hogs”* para el cual se prevé una subida del 30.04%. Y los argumentos para que el gas natural sea la gran vedette del reino de los commodities en 2010 es evaluado por el potencial de ganancias que dan los datos para los contratos de futuros en un año. *“Con la recuperación económica, serán evidentes los factores de sustentación de esta materia prima energética”*, según Amrita Sen, analistas de Barclays Capital, una vez que no habrá tanto oferta disponible.

²⁸ The Wall Street Journal, *“In Both Natural Gas and Grains, Weather Is Off Traders' Screens”*, (26/6)

La rentabilidad de los fondos cotizados en el negocio de los combustibles líquidos y gaseosos



En medio de las consultas, el sector de las materias primas está demostrando todo su potencial como activo de inversión. Una de las formas más fáciles de operar en bolsa con materias primas es a través de ETFs. Los fondos cotizados o ETFs están explorando al límite todas las posibilidades del sector y con un éxito notable. Una buena prueba de ello es el fondo ETF Gasoline, de ETF Securities, listado en Londres y que acumular en el año una revalorización de casi 90%. Abundan los ejemplos. Un fondo de ETF Securities vinculado a los futuros de

la soja experimenta una mejora del 25,9%. El Easy ETF GSCI, administrado por Axa Funds y que busca replicar la trayectoria del Goldman Sachs Commodity Index, logra un avance del 20.5%. El fondo Power Shares DB Oil Fund, de Deutsche Bank, listado en la Bolsa de New York, se aprecia en lo que va del año más de un 30%. Horizon Natural Gas Bear es un fondo cuya propuesta es replicar en sentido inverso y por duplicado la evolución del índice Nymex de Gas natural²⁹; ha sido desarrollado por la gestora canadiense BetaPro y está consiguiendo este año una rentabilidad del 38,9%. El ETF de Barclays Capital iPath AIG Cooper, sobre futuros del cobre, registra un rendimiento superior al 60%³⁰.

De ellos, uno de los destacados es el del Gas Natural de Estados Unidos, denominado UNG. Es un exchange-trade fund que invierte en el contratos de Nymex y *swaps* en el ICE Henry Hub para rastrear los movimientos del gas. El crecimiento de UNG llamó mucho la atención. Desde marzo, el fondo atrajo casi 4 billones de dólares en net cash y creciendo aproximadamente seis veces en tamaño. A fines de junio, los analistas del Citigroup escribieron en un *research note* que el fondo puede sostener entre un cuarto y un tercio de NYMEX e IntercontinentalExchange *open interest* en el mercado de gas natural y podría apoyar a los precios del gas³¹. "*Creemos que los flujos de fondo podrían influir cada vez más fuertemente sobre los precios del gas natural pone un aumento del cuádruple en activos netos de UNG*", dijeron los analistas. "*A nuestro parecer, los flujos de fondos actuales pueden ayudar a aumentar los precios del gas natural*".

²⁹ Bloomberg, "U.S. Natural Gas Fund Grows to Record on Demand Surge", (8/7)

³⁰ Bloomberg, "Commodity Hedge Is About Finding Right Tilt", (15/7)

³¹ Platts, "UNG Fund gas market holdings may be propping up prices: analysts", (25/6)

La falla de U.S. Natural Gas Fund para ganar hasta ahora la aprobación reguladora para emitir nuevas *shares* impidió al ETF comprar nuevos contratos, pesando por los precios del gas³². Los reguladores aumentaron el escrutinio sobre los *exchange-traded funds* que invierten en materias primas, dejando perjuicios a UNG y otros fondos al mismo tiempo que los inversionistas ansían el activo difícil. El fondo de UNG de 4.3 billones de dólares fue forzado a cerrar sus puertas a nuevos inversionistas.

¿Cual es la mejor forma de sostener los commodities en un portfollio de inversiones?

Las inversiones en commodities más simples siguen varios índices. Se puede encontrar un amplia opción de exchange-traded funds (ETFs), exchange-traded notes (ETNs) y mutual funds tradicionales. No hay ningún índice estándar que sigan todos los fondos. Algunos se inclinan hacia la energía, otros hacia el oro o los granos. Y otros tratan a todos los commodities por igual. El fondo que uno elige no es sólo una apuesta sobre commodities; es también una apuesta sobre un mix de activos particulares.

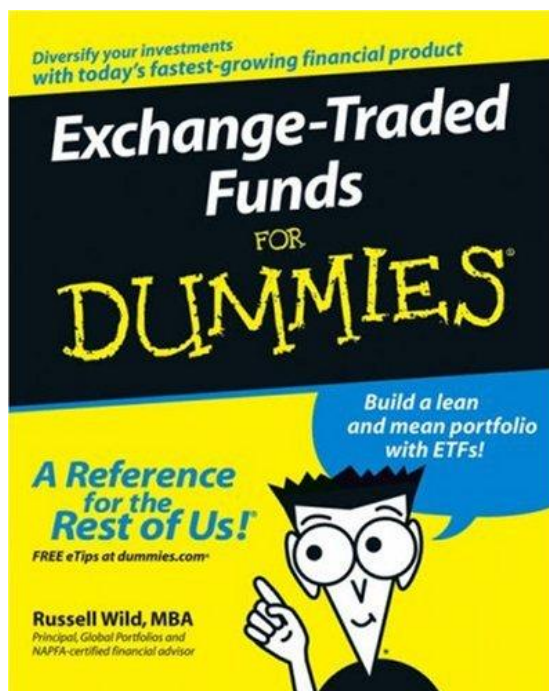
Los commodities acaban de caer tras un boom de cinco años. De 2003 a mediados de 2008, los precios de la energía se elevaron 320% en términos de dólar, los metales y minerales ganaron un 296%, y los productos alimenticios se elevaron un 138%, según el Banco Mundial. Estos se estrellaron al final del año pasado, con rodos los demás, rebotando de marzo a mayo de este año, y luego se aliviaron otra vez.

El Banco Mundial dice que el boom se ha terminado debido a la disminución de la población global y en el crecimiento de los ingresos. Pero las commodities todavía atraen a los *dollar bears* -a menudo con la subida del activo en el precio cuando el dólar declina y vice versa. También apelan a los pesimistas de la inflación, aún cuando los commodities no sean un hedge confiable contra las subidas de precios. Michael Crook, estratega de inversión para Barclays Wealth en New York, dijo que la inflación improbablemente se levante en breve. "*Hay mucha capacidad de reposición en el sistema, que el desempleo probablemente quede alto y que los bancos centrales discutirán cuando retirar el dinero que lanzaron en la crisis de crédito global*".

Pero el enorme déficit presupuestario todavía crea expectativas de inflación, con la "*hiperinflación*" en algunos labios. Esa preocupación podría ser suficiente para hacer subir los precios de los commodities, dijo Crook, al menos por un rato. La presión de precios también surgirá del crecimiento en países en vía de desarrollo, donde la producción de mercancías falla en servicios y la población aumenta su consumo de proteínas. Diversificación es el mejor argumento para sostener algún pequeño porcentaje de su dinero en commodities -dice, un 5%. Sus precios generalmente suben cuando los stocks bajan y viceversa. Con el tiempo, las commodities no son más volátiles que los equities y ceden un retorno ligeramente menos, dijo Crook.

³² The Wall Street Journal, "Natural-Gas Prices Slide as a Key ETF Can't Buy", (16/7)

¿Qué es un Exchange Traded Fund (ETF)?



Un Exchange Traded Fund (ETF), o “*fondo negociable en el mercado*”, es un fondo que permite tomar posiciones sobre un índice. El mercado de estos productos supone un desafío desde dentro de la industria a su propia ineficiencia, pues se trata de un producto óptimo en cuanto a asignación de activos (por su elevado grado de diversificación), simplicidad a la hora de operar (igual de ágil que las acciones) y costos (es más barato que los fondos de inversión).

La mayoría de los ETF combinan las características de las sociedades de inversión abiertas –open-end mutual funds- y de las acciones –stocks-. Tal como una sociedad de inversión indexada, los Exchange Traded Funds representan la propiedad proporcional sobre un Portafolio de inversiones subyacente de valores que replica un índice

de un mercado específico. A diferencia de las sociedades de inversión, los inversionistas individuales no compran o redimen las acciones del fondo, en su lugar, compran y venden acciones del ETF como acciones en un mercado o bolsa determinada, incluyendo The American Stock Exchange, The New York Stock Exchange, NYSEETM, y The Chicago Board Options Exchange.

La dinámica de comercialización es una mezcla de dos factores: los precios de los ETFs fluctúan de acuerdo a los cambios en sus portafolios subyacentes y también de acuerdo al cambio de la oferta y la demanda de las acciones de los ETFs. Estos ofrecen al inversor una oportunidad rentable para comprar o vender una participación en un portafolio de bonos o acciones en una simple transacción.

Se negocia en la bolsa de valores como un valor de renta variable, por lo que en cada momento se puede conocer la composición y valor (precio de mercado y NAV, Net

Asset Value) de la cartera, permitiendo al inversor comprar y vender en cualquier momento de la sesión bursátil. Diversificación de la cartera a través de una única transacción: un inversor puede tomar posiciones en los mercados que desee con una cartera muy diversificada (por área geográfica, por sector económico o por clases de activos). De igual modo, mediante estrategias a mediano o largo plazo puede tomar posiciones sobre cualquier subyacente.

Durante el horario de negociación, la Bolsa donde cotiza el ETF pone en conocimiento el valor estimado de liquidación, lo que permite un seguimiento constante de la inversión, reduciendo al mínimo los tiempos muertos entre la decisión de inversión y la realización efectiva de la misma. Posibilidad de venta en descubierto ("Security Lending"). Un ETF puede ser vendido por un inversor experto al descubierto (Short Selling), en operativa intradiaria o a plazo.

Menores costos. Un ETF no aplica gastos o comisiones de suscripción o venta y sus comisiones de gestión son muy reducidas (entre un 0,15% y un 0,30% anual). Hay comisiones de intermediación, como en los valores de renta variable, y un diferencial diario (spread) entre el precio de compra y el precio de venta (Bid price/Ask price). La inversión mínima es una cuota igual a 1 (que en muchos casos es menos de 13 dólares), por lo que se trata de una inversión accesible para pequeños inversores. El régimen fiscal aplicable a un ETF se corresponde con el de las acciones en lugar del régimen de los fondos de inversión, por lo que las ganancias patrimoniales no están sujetas a retención.

Análisis IV: Evaluación de la evolución de los mercados emergentes



It's amazing the difference a rally can make in investors' appetite for risk. Los números confirman lo que ya se sospechaba: los mercados emergentes son el sabor del mes (o al menos del trimestre). A pesar de los fuertes avances que acumulan –del 97% para la Bolsa china o del 58% para la India en el año–, los mercados emergentes no van a derrumbarse de forma estrepitosa en los próximos meses ni a precipitar con ello una corrección a gran escala. Aunque ofrezcan todos rasgos propicios para la creación de una burbuja. Los mercados emergentes han sido el destino predilecto de los inversores desde el momento

en que comenzó a rebajarse la aversión por el riesgo, el pasado marzo, consecuencia de la liquidez que han puesto en el mercado las constantes bajadas de tipos de interés.³³ Después de una pausa que duró una semana, el movimiento global entre los fondos de inversión recobró la tendencia que preponderó durante el segundo trimestre de 2009. Según la

³³ AP, "Commodities gain ground as risk appetite grows", (21/7)

consultora EPFR Global, los inversores volvieron a sacar dinero de fondos conservadores y a direccional parte de esos recursos para fondos de acciones de países emergentes durante la última semana de junio.

Las Bolsas de países emergentes acapararon fondos que equivalen ya a la mitad de todas las salidas sufridas durante el año pasado, mientras que los mercados desarrollados sólo han logrado atraer fondos en el mes de mayo, según cálculos de Citi. El banco estadounidense reconoce que el debate sobre la creación de una burbuja en los mercados emergentes comienza a tomar cuerpo, aunque en su opinión se trata de un fenómeno todavía prematuro. De hecho, los expertos coinciden en que, a diferencia de lo sucedido en crisis económicas anteriores, las economías emergentes están esta vez en una posición mucho más sólida, que hace desechar la idea de una corrección fulminante, al menos de la misma intensidad que la subida³⁴.

Citi insiste en que, después de la estampida que sucedió a la quiebra de Lehman Brothers, el dinero ha regresado a los mercados emergentes con una rapidez inusual y una intensidad mucho mayor que en crisis anteriores. Y esta peculiaridad está apoyada en los argumentos en los que coinciden los expertos a la hora de no renegar de los emergentes ahora que recuperan el terreno perdido. Es decir, en un crecimiento económico y unos beneficios empresariales mayores que los de las economías desarrolladas. *“No esperamos una corrección severa en los mercados emergentes a menos que se dé un rebrote de la crisis financiera desde la banca de las economías desarrolladas”*, señala Alex Ingham, gestor de Aviva Investors.

Como dice Simon Hallett, encargado en jefe de las inversiones en Harding Loevner, parte del atractivo radica en que con las economías desarrolladas en medio de la confusión financiera, los mercados emergentes ofrecen la posibilidad de un crecimiento más veloz y más seguridad financiera gracias a que hay menos deuda al acecho³⁵. *“Anteriormente eran considerados riesgosos, pero se asumía (al menos de forma periódica) que los inversionistas recibían un pago por tomar ese riesgo. Ahora parece que tienen un estatus de seguridad y ofrecen el prospecto tradicional para mayor crecimiento”*.

Ampliando el análisis, los datos de la consultora muestran que, a lo largo del segundo trimestre, 137,5 billones de dólares salieron de los *“money market funds”*, que garantizan liquidez y seguridad, pero tienen bajo retorno, y otros 7,6 billones de dólares fueron sacados de los fondos de acciones de Estados Unidos.

Mientras eso, los fondos de acciones emergentes recibieron 26.5 billones de dólares, haciendo de este el nuevo récord de captación trimestral. El resultado supera los 22,4 billones de dólares registrados en el cuatro trimestre de 2007. Los fondos de bonificaciones de Estados Unidos también atrajeron una cuantía considerable de recursos en abril y junio: fueron 20,2 billones de dólares. Y los fondos de bonificaciones de alto retorno (llamados *“high yield”*) ganaron otros 7,7 billones de dólares, mientras otras categorías de renta fija absorbieron 8,4 billones de dólares.

³⁴ CincoDías, “Los emergentes, entre la burbuja y el nuevo liderazgo”, (21/7)

³⁵ CNNMoney, “Going global with emerging markets”, (16/7)

Digging Out

Total returns for selected fund categories and a stock-market benchmark

Fund category	Total return	
	2008, full year	2009, 1st half ^a
Diversified Emerging Markets	-54%	33%
High-Yield Bond	-26	23
Precious Metals	-30	19
Natural Resources	-49	15
Standard & Poor's 500	-37	3

^aReturns are preliminary

Source: Morningstar

En el análisis semanal, los fondos de acciones de emergentes levantaron 972 millones de dólares a finales de junio. Según EPFR Global, después de la salida de 1,87 billones de dólares de la semana anterior, los agentes volvieron a exponerse a los emergentes apostando en los renovados esfuerzos de China para sostener un crecimiento económico del 8% al año³⁶. Pero los fondos de acciones de América Latina quedaron fuera de la reanudación, marcando la segunda semana consecutiva con pérdida de recursos. Sin embargo, el desempeño trimestral fue significativo. La categoría levantó más de 5 billones de dólares entre abril y junio, siendo que la mayor parte de ese dinero fue de fondos de acciones de Brasil.

La buena marcha de las Bolsas emergentes está dejando jugosas rentabilidades a los fondos que invierten en estos mercados, que se colocan a la cabeza del ranking. Según datos de la consultora Vdos Stochastics del cierre del primer semestre del año, los fondos de bolsa emergentes arrojan una rentabilidad en el año del 34%, con lo que cuadruplican las ganancias obtenidas por los fondos de Bolsa española, del 8,3%.

Antes de pisar el terreno de los mercados emergentes, Bill Rocco, analista de fondos senior de Morningstar, dice que la mayoría de los inversionistas deberían reconocer que muy probablemente ya se expusieron a los valores mundiales, a los recursos naturales y al centro de los fondos extranjeros. Puede ser que los inversionistas ya estén en los mercados emergentes de forma indirecta si invierten en grandes compañías internacionales con operaciones en el mundo desarrollado.

Rocco dice que los mercados emergentes son "lumpy" (grumoso), es decir, carecen de anchura en el sector, y en vez de eso están concentrados en áreas específicas como energía, metalurgia o bancos. Los inversores pueden estar concentrando su riesgo si están en un fondo que se enfoca en una región particular en la cima de un sector que carece de balance. Si los inversores quieren concentrarse en un área en particular, la recomendación de Rocco es Asia, que de por sí ya es un gran foco de fondos de mercados emergentes. Dice que los fondos centrados en Asia son más amplios y mayor capitalización bursátil que aquellos especializados en una región o país.

Se debería advertir a los inversionistas sobre las rachas frías y calientes de los mercados emergentes cuando los inversionistas se amontonan en una en cuanto empieza a crecer, y la abandonan cuando presienten dificultades. Es posible que su popularidad ya se esté menguando³⁷. La EPFR reportó fugas de capital en los fondos de valores de los mercados emergentes en dos de las últimas tres semanas previas al 8 de julio.

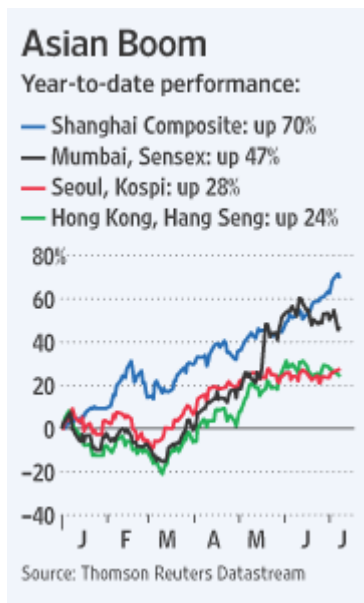
³⁶ The Wall Street Journal, "Emerging Stock Market Funds' Net Inflows Resume - EPFR", (2/7)

³⁷ The Wall Street Journal, "A Taste for Risk—Again", (6/7)

La última semana de junio, lo destacado se mantuvo con los fondos de acciones de Asia, que concentraron gran parte del flujo. Por eso aún, no es de extrañarse que la categoría haya levantado más de 23 billones de dólares en el trimestre. Los fondos de acciones de China también tuvieron fuerte desempeño. Después de sufrir pérdida de 311 millones de dólares en el primer trimestre. Los mercados asiáticos ya tuvieron una fuerte carrera en 2009. Datos de movimientos muestran que los inversores locales empezaron el rally en marzo, propulsado por las bajas tasas de interés y los mercados inmobiliarios poco atractivos, que no parecieron una alternativa sana a los stocks. Los inversores extranjeros se unieron a la pelea, animada por la mejora del sentimiento así como las *cheap valuations*³⁸. Los gestores de fondos globales también fueron empujados a la región por el *influx* de dinero que entra en fondos ante la confianza de una mejora inversora.

Entre los países desarrollados, los fondos de acciones de Estados Unidos volvieron a perder dinero, pero de forma poco relevante. Ya en el trimestre, las pérdidas sumaron sólo 2,8 billones de dólares, una fracción comparado a los 47,8 billones de dólares perdidos en los tres primeros meses del año. En Europa, la falta de buenas noticias en cualquier segmento de la economía justificó la quinta semana consecutiva de pérdida de recursos. Con eso, las retiradas en el trimestre pasaron de los 4 billones de dólares. Para tener una idea de cómo la confianza con relación a Europa empeoró en los últimos tres meses, el saldo de la región había sido negativo en sólo 500 millones de dólares en el primer trimestre. Entre los fondos sectoriales, commodities y energía marcaron, respectivamente, la 16ª y 12ª semana consecutiva con entrada de dinero nuevo.

Roberto Demartini, analista de S&P Fund Services, dijo: "Mirando para adelante, la opinión de los gerentes consiste en que el mercado será conducido más por fundamentos e ingresos. En particular, *stockpickers* con un *approach* Garp (crecimiento a un precio razonable)"³⁹. Los advisers de inversión comparten cautelosamente esta visión. Tim Cockerill, consejero de inversión de Rowan & Co dijo: "Esta tiene que ser una suposición sensible que los mercados emergentes serán los primeros fuera de la recesión. Ellos no consiguieron endeudamientos en los consumidores o los niveles corporativos de Occidente, y no entraron en deuda subprime al mismo grado". "Además, hay una clase media creciente, que es enorme en comparación con Occidente, dando buenas perspectivas para el consumo interno, y son centros de negocios *low-cost*".



³⁸ The Wall Street Journal, "Bulls Turning Into Bears in Asia", (8/7)

³⁹ The Daily Telegraph, "Emerging markets lead the way to global recovery", (16/7)

Adrian Lowcock, adviser financiero independiente de Bestinvest, añadió: *"Aunque la economía mundial fue en gran parte conducida por la demanda Occidental, en el largo plazo la posición de los consumidores estadounidenses se harán menos importantes y estos países tendrán que mirar más hacia adentro para encontrar la demanda"*. Los gastos en infraestructura también contribuirán al crecimiento, dijo Cockerill. *"China e India, en particular, gastan mucho dinero en ampliar la infraestructura, que permite el crecimiento económico, mientras en Occidente gastamos dinero para reemplazar la infraestructura más que para expandirla"*.

Pero Asia no es inmune a la continuidad de la debilidad de la economía global. *"Si, Asia no va a ser tan malo como algunas personas temen, pero al final del día, la mayor parte de las economías asiáticas, excepto China, Indonesia e India, tendrán un crecimiento negativo para este año"*, dijo Jan de Bruijn, manager de fondo de Threadneedle, con sede en el Reino Unido.

Martin Bamford, consejero financiero de Informed Choice, llama a la precaución. *"Es importante recordar que estos son mercados emergentes. La economía china probablemente dejando en segundo plano a Estados Unidos, pero todavía estará lejos detrás de EE.UU. Hay también factores de riesgo significativos en China con el malestar político en varias regiones. Los mercados emergente probablemente tienen mucho potencial, pero esto va a ser un muy bumpy ride para los inversores"*, dijo.

Análisis V: Intrigas y espionaje en la negociación entre las mineras globales y las siderúrgicas chinas



Las mayores mineras y siderúrgicas del mundo están preparadas para elaborar un nuevo sistema para fijar los precios del mineral de hierro. La medida, que puede aumentar la volatilidad de los precios del acero, pero puede hacer el proceso más transparente, surge en un momento de gran tensión entre las mineras y su mayor comprador de hierro: China. El nuevo sistema pretende definir los precios de los contratos en una base

trimestral, sustituyendo el actual sistema que establece los precios anualmente⁴⁰.

El acuerdo puede estar en vigor ya a finales del año, según las mineras y las siderúrgicas. Ninguno de los dos lados comenta el asunto públicamente, pues las negociaciones ocurren con sigilo. El cierre trimestral de los contratos de mineral de hierro, que es usado casi exclusivamente en la siderurgia, debe acarrear mayor volatilidad en los precios del acero en el mercado mundial, porque ellos reaccionarán a las fluctuaciones de la commodity. Los ingresos de las mineras también deben flotar, en especial para la brasileña

⁴⁰ The Wall Street Journal, "Industry Pushes New Iron-Ore Pricing Plan", (20/7)

Vale y para la anglo-australiana Rio Tinto. Ambas obtienen la mayor parte de sus ingresos de las ventas del mineral de hierro.

Negociaciones más frecuentes permitirían que las mineras y las siderúrgicas tengan en cuenta la oferta y la demanda del mercado, sustituyendo el proceso actual, que consiste, sobre todo, en negociaciones sigilosas entre una minera y una gran siderúrgica. En general, el resultado es que todas las mineras y siderúrgicas adoptan como parámetro el resultado de esas negociaciones anuales. Las propuestas de cambios para el sistema de precios están en discusión hacer por lo menos un año, pero fueron apresuradas por la detención de los ejecutivos de Rio Tinto. Eso asustó a las mineras, que necesitan apaciguar a China. El país tiene una enorme necesidad de acero, pero no posee mucho mineral de hierro, y necesita, por lo tanto, importar de Brasil, Australia, India y África. Esos cambios, sin embargo, no serían ninguna panacea. Continuarán existiendo muchas negociaciones sigilosas.

Tras seis meses de discusiones, China parecía acorralada y forzada a tomar el valor que ofrecía la angloaustraliana Rio Tinto o salir del dialogo y comprar el mineral en el mercado spot. Eso rompería el sistema de fijación de precios en la industria. El carácter secreto y opaco del actual sistema de precios es lo que está por detrás de las alegaciones realizadas este mes por China de que cuatro ejecutivos del sector de mineral de hierro de Rio Tinto estaban involucrados en soborno y espionaje. El arresto del australiano Stern Hu y sus tres colegas chinos ha tensado la relación entre Australia y China, y Pekín advirtió a Canberra que no interfiriera en su independencia judicial. "*Rio Tinto cree que las presunciones en reportes recientes en los medios de que los empleados estuvieron involucrados en sobornos a funcionarios de acerías chinas no tienen fundamento alguno*", sostuvo Sam Walsh, presidente ejecutivo de la división de mineral de hierro de Rio Tinto. China es muy importante para Rio Tinto y otras multinacionales que buscan explotar uno de los mercados de mayor crecimiento del mundo a pesar de la crisis mundial. El año pasado, Rio Tinto generó 10.800 millones de dólares en ingresos por ventas gracias a China, casi 19% de su total global, según un reporte anual reciente de la empresa.

Al igual que otras multinacionales del sector con presencia en China, Rio Tinto se encuentra en plenas conversaciones sobre contrataciones para el periodo 2009-2010. La multinacional rechaza la intención del Gobierno chino de obtener un mayor porcentaje en los contratos que la compañía tiene en China. Además, la compañía también ha sido la protagonista de un fuerte escándalo en China, tras abandonar un plan que se había aprobado para recibir una inversión de 19.500 millones de dólares por parte de Chinalco, la compañía de aluminio estatal china. En su lugar, estableció una alianza con BHP Billiton, rival de Chinalco⁴¹.

El episodio también ofrece un recordatorio de cómo China suele querer controlar la información a través de una amplia ley de secretos de Estado que puede traducirse en penas severas. La ley, creada hace 20 años, se aplica no sólo a información militar sino también a los reportes del clima y los números telefónicos, entre otros. La ley es citada en múltiples casos penales y, con frecuencia, criticada por grupos de defensa de los derechos humanos.

La investigación ahora apunta a algunas de las mayores acerías de China, miembros influyentes de la China Iron & Steel Association (CISA), que representa a la industria nacional en las negociaciones anuales con las mineras de hierro. Eso podría incrementar las tensiones entre CISA y las acerías, muchas de las cuales están impacientes con la asociación porque hasta ahora no ha conseguido acordar los nuevos precios del mineral de hierro para el 2009 con las mineras Rio, BHP Billiton y la brasileña Vale.

Las investigaciones han tocado a la gran firma Baosteel Group, así como a Anshan Iron y Steel Group (Angang), a su socio Benxi Iron and Steel Group, a Laiwu Iron and

⁴¹ Al Jazeera, "Risky business for China investors", (21/7)

Steel Group y a Jinan Iron and Steel Group, reportó el diario China Daily⁴². Los presuntos secretos se relacionan con la postura de negociación de CISA así como con información comercial sensible, como los planes de producción de acero, los niveles de reservas de mineral de hierro y datos de importaciones.

... We have ample evidence showing that some individuals involved acquired Chinese national secrets through illegal means.

HE YAFEI
Deputy Foreign Minister

“Hay muchos datos que las mineras adorarían saber. Es el tipo de cosa que se consigue bebiendo con personas hasta tarde en la noche, creando buenas relaciones de trabajo”, dijo Alan Heap, analista especializado en hierro del Citigroup. *“Pero es diferente en China, donde esas cosas pueden ser secreto de Estado”. “Este caso ilustra un poco la incertidumbre de involucrarse en el negocio en China”,* dijo John Frankenstein, profesor asistente en economía en la City University of New York. *“Un abogado chino me dijo una vez que básicamente, el estado puede legítimamente intervenir en cualquier acuerdo en cualquier momento, bajo cualquier pretexto”⁴³. “Hay muchas multinacionales que vinieron a China y tienen un fact-finding, un brazo de información comercial. Para esa gente esto seguramente preocupa”,* añadió Tom Miller, de la consultora económica con sede en Beijing Dragonomics.

China ha hecho un gran progreso en la adaptación a la autoridad de la ley internacional ya que asumió una posición legítima en Naciones Unidas en 1971. Críticamente, sin embargo, la carencia de una genuina *rule of law* dentro de China, que podría institucionalizar los principios familiares (no siempre perfectamente puestos en práctica) a democracias liberales, como la independencia judicial, los derechos del debido proceso, la presunción de inocencia y la libertad de palabra, asamblea y asociación, están restringidas⁴⁴. Igualmente, la carencia de derechos políticos lleva al ciudadano chino, en tiempos de tensión, a internalizar la intensa frustración o desahogarla de formas ilegales.

China era un estado bajo presión aún antes de la aparición de la crisis financiera global, obligada a mantener las tarifas asombrosas de crecimiento económico para prevenir el caos social que de otra forma proviene de una ausencia de reformas políticas y sociales. Con el inicio de la crisis financiera global, y la búsqueda cada vez más frenética de China por recursos minerales baratos para abastecer la continuidad del crecimiento económico, esas presiones se ampliaron. En particular, la frustración fue el derrumbe del acuerdo entre Chinalco y Rio Tinto, y los caprichos de los precios del mineral de hierro durante los últimos años. Además, en 2009, una serie de aniversarios sumamente simbólicos para China y sus regiones autónomas atrajo tanto la atención internacional como local a la forma en que China es gobernada.

“La vieja noción solía ser que los extranjeros consiguieron el free pass, lo peor que les pasaría es que le dirían que se vayan. Esa no es el regla ahora”, dijo Steve Dickinson, socio en la firma de leyes Harris & Moure en Qingdao. *“La gente que conduce el espionaje industrial y soborna la gente para obtener información ilegalmente no debería poner sus pies en China”.* Muchos se quejan de que el mercado de información ilícita fue creado por el fracaso de China de establecer legalmente

⁴² China Daily, “Australia urged to treat Rio Tinto spy case 'properly'”, (23/7)

⁴³ The Guardian, “Perils of doing business in a secret state”, (22/7)

⁴⁴ The Canberra Times, “A pawn in a political game”, (23/7)

agencias de información dóciles. "El gobierno y las empresas deberían comprender que la (provisión) de información públicamente disponible, puede satisfacer en gran parte la demanda por inteligencia comercial... y reducir el espacio disponible para la corrupción y el espionaje", dijo la consultora económica Anbound, basada en Beijing.

Según los analistas, las mineras podrían haber tenido una buena indicación de que la demanda aumentaría en resultado del paquete de estímulo económico del gobierno chino, de 585 billones de dólares, que incluye cerca de 220 billones de dólares en inversiones en carreteras, puentes y otras obras de infraestructura.

Los stocks de mineral de hierro de los principales puertos de China regularon un 1%, a medida que las mineras australianas pararon de vender tras la detención de los ejecutivos de Rio Tinto. Las siderúrgicas y tradings chinos tuvieron que recurrir a los almacenes de los puertos como su única fuente de compras spot, sin ofertas de las mineras australianas. Las reservas cayeron 670 mil toneladas, a 68,65 millones de toneladas, de las cuáles el mineral de hierro australiano cayó un 1,5% a 26 millones de toneladas u el producto indio reculó un 1,8% a 14 millones de toneladas, informó MySteel.

Las contrataciones de navíos de origen australiano con destino a los puertos de China sufrieron un colapso este mes, pero los embarques de Brasil subieron y los precios del mercado spot indio exhibieron un rally. Las contrataciones de Brasil se impulsaron, llegando a 25 navíos en sólo dos semanas, y no está lejos del récord de 29 embarcaciones en todo el mes de abril. El volumen de mineral brasileño en los puertos chinos aumentó 90 mil toneladas a 17,29 millones de toneladas, dijo MySteel⁴⁵.

El mercado spot de mineral de hierro asume el protagonismo en las negociaciones anuales



La decisión de China mantenerse en pie a la espera de precios más bajos para el mineral de hierro en las negociaciones con las mayores mineras mundiales está obligando a sus siderúrgicas a pagar mucho más por la commodity que los postores del resto del mundo⁴⁶. El aumento de la demanda en la propia China, más los temblores causados por la detención de los ejecutivos de Rio Tinto, ayudaron a hacer que el mineral de hierro en el mercado spot superara los 90 dólares por tonelada. Es el nivel más alto desde el año pasado, según la consultora Mysteel, especializada en el sector siderúrgico, y cerca de un 30% más alto que los contratos de largo plazo suscritos este año por compradores japoneses, coreanos y europeos. El mineral indio con un contenido de hierro al 63 por ciento para una entrega en agosto subió de 91

⁴⁵ "Record", (22/7)
⁴⁶ "in Costs", (23/7)

a 93 dólares. Esto es un incremento de más del 50 por ciento respecto a su registro más bajo en abril⁴⁷.

“El precio real es de 95 dólares la tonelada en el spot y la compra está bien activa”, dijo un trader en China. “Las siderúrgicas están aumentando la producción en razón de la perspectiva optimista sobre la economía, con el avance de los precios del acero aliviando presión de los costos”. Los precios del mineral de hierro en China subieron 5 dólares la tonelada la semana pasada, a 87 dólares la tonelada, según Metal Bulletin. Datos de otro compilador de precios, The Steel Index, mostraron los precios en el mercado spot con concentración del 62% en 82,80, mayor nivel de la serie histórica iniciada en noviembre del año pasado.

En los últimos días, Vale informó que hizo un acuerdo con la siderúrgica alemana ThyssenKrupp AG con precios semejantes para sus contratos –cerca de un tercio menores que los precios del año pasado- aumentando el aislamiento de China en la ronda de negociaciones de este año. La minera brasileña ya había concluido negociaciones con otras siderúrgicas en el mismo parámetro global que China hasta ahora se rechaza a aceptar.

El precio de transacción "spot" del mineral de hierro subirá en la segunda mitad del año si las economías japonesas y surcoreanas se recuperan, y esta posibilidad puede forzar a China a aceptar el descuento del 33% en las tarifas de hierro en todo el año que están siendo ofrecidas por las mineras globales, dijeron expertos de la industria⁴⁸. El precio de spot podría exceder al precio de negociación anual en la última mitad de este año, conducida por la recuperación económica de otros países entre otros factores, dijo Yan Song, fund manager de la firma de private equity Hao Capital, que está implicada en la industria siderúrgica durante años.



China importó 297 millones de toneladas de hierro en el primer semestre, casi un 30% de más que en el mismo periodo del año pasado. Sin contratos de largo plazo, las siderúrgicas chinas necesitan comprar más mineral en el mercado spot, sin los descuentos. Eso, por su parte, encarece aún más la commodity en el mercado spot. “Si los secretos esenciales del sector e infiltraron o no, eso tampoco tiene mucha importancia, pues no es secreto que la insaciable demanda china por crecimiento continuará alimentando su demanda siempre creciente de mineral de hierro”, dijo Ren Xianfang, analista de IHS Global Insight, consultora especializada en commodities. Ren añadió: “sólo ese hecho va a perjudicar el poder de negociación chino en cualquier discusión relativa a recursos”.

⁴⁷ Bloomberg, “Iron Ore Above \$90 as China’s Growth Fuels Imports”, (20/7)

⁴⁸ China Daily, “Spot ore rates may determine steel lobby stance”, (22/7)

Hay 112 siderúrgicas y trading houses licenciadas para importar mineral de hierro en China, pero los traders dijeron que centenares de firmas se adentraron en los negocios para asegurar acceso a los canales de importación calificados, dada la fuerte demanda por la commodity⁴⁹. Los precios del mineral de hierro chino recibieron un nuevo impulso en el comienzo de este mes, después de que las dos principales siderúrgicas del país, Wuhan Iron and Steel y Baoshan Iron and Steel, elevaron los precios del acero en cerca de un 10% para entrega en agosto.

La producción de acero bruto en China en junio alcanzó 49,42 millones de toneladas, el más alto nivel mensual ya visto. La producción diaria en junio alcanzó 1,65 millones de toneladas, el equivalente a una tasa anual de más de 600 millones de toneladas.

Enfoque: Método para asignar objetivo de reducción de emisiones de gases

*El nuevo método utiliza un nuevo principio de justicia sobre la base de las “responsabilidades comunes pero diferenciadas” de los individuos, en lugar de las naciones.

Un nuevo método en política climática propone asignar los objetivos de reducción de emisiones teniendo en cuenta el nivel de vida de los individuos, independientemente de su nacionalidad. En los últimos años, mucho se ha debatido sobre el desequilibrio que hay entre países a nivel de emisiones de gases de efecto invernadero. No sólo se trata de la desigualdad en la cantidad global de CO2 liberada a la atmósfera según las naciones, sino también en la asimétrica repartición de emisiones entre ciudadanos de una misma nacionalidad⁵⁰.

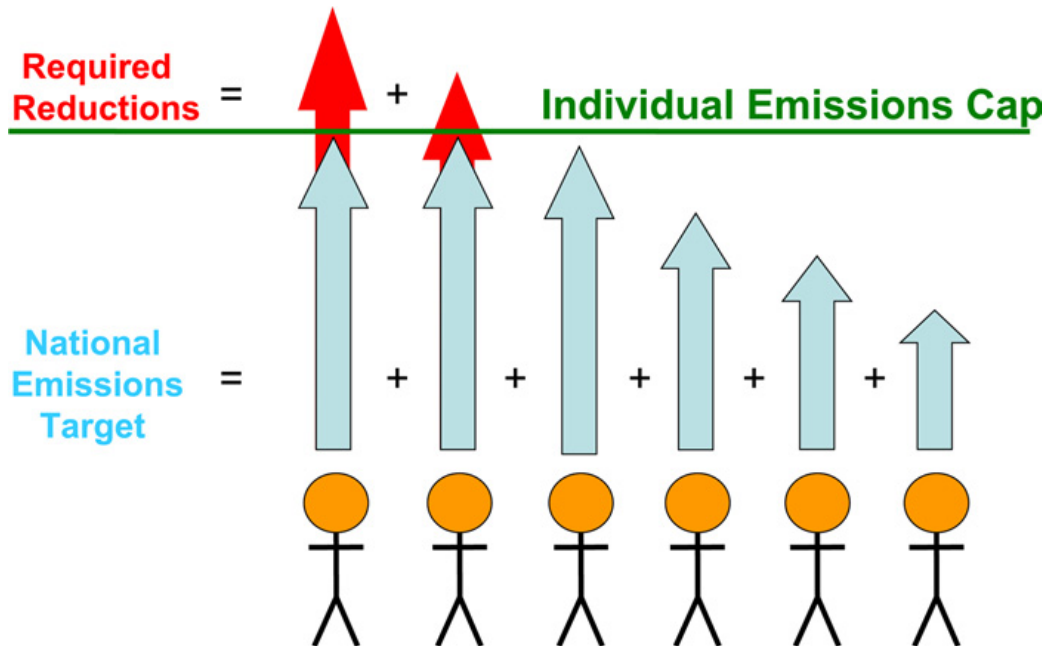
Uno de los ejemplos más citados es China, la mayor economía emergente actual, que se ha convertido en uno de los principales emisores del planeta. Sin embargo, si se calculan las emisiones per cápita, es decir, por individuo, éstas son muy bajas: un chino emite como promedio unas 3,6 toneladas anuales, por debajo de las 5 toneladas de media mundial. Un europeo, en cambio, emite unas 11, y un estadounidense, unas 22 toneladas al año. Todo depende de los hábitos de vida.

No obstante, éstas siguen siendo cifras que reflejan promedios nacionales que no incluyen otras variables. El nuevo método, creado en la Universidad de Princeton, tiene en cuenta la correlación entre nivel de ingresos y emisiones. El objetivo ya no es calcular las emisiones per cápita, sino “identificar a los individuos más emisores del mundo y que están presentes en todos los países”, explican los investigadores en un artículo publicado en *Proceedings of the National Academy of Sciences (PNAS)*, entre los que se encuentran Stephen Pacala, profesor

⁴⁹ People Daily, “China may investigate iron ore imports”, (21/7)

⁵⁰ Reuters, “New climate strategy: track the world's wealthiest”, (6/7)

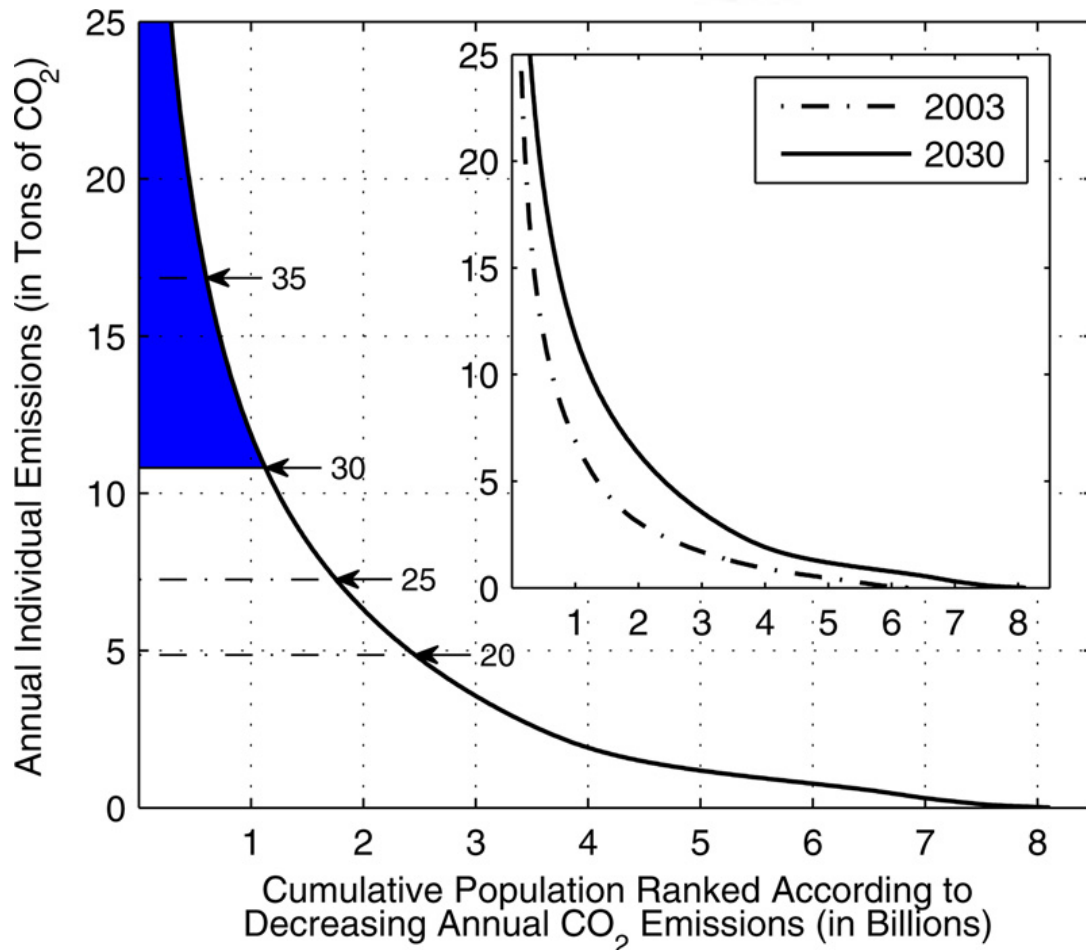
de Ecología y Biología Evolutiva de la citada universidad, Robert Socolow, profesor de mecánica e ingeniería aeroespacial, el físico Shoibal Chakravarty y el economista Máximo Tavoni.⁵¹



Los científicos explican que algunas de las estrategias actuales, que utilizan el promedio de uso de energía en un país, son rechazadas como injustas por una amplia mayoría porque estas iniciativas enmascaran las emisiones de los países ricos, los más contaminantes. “La mayoría de las emisiones mundiales provienen desproporcionadamente de los ciudadanos más prósperos del mundo”, dijo Chakravarty. Las emisiones elevadas están relacionadas con el uso de aviones, autos, calefacción o aire acondicionado; elementos que conforman el estilo de vida lujoso de los países industrializados pero también de las elites económicas de los países en desarrollo. “Estimamos que en 2008 la mitad de las emisiones vino de unos 700 millones de personas”, en todo el globo.

Para el 2030, los investigadores estimaron en primer lugar las emisiones individuales y, a continuación, la totalidad de emisiones globales en ese horizonte cercano sobre la base de las proyecciones de ingresos, la población y el uso de la energía. Imaginaron a los dirigentes del mundo decidiendo ahora que la totalidad de emisiones mundiales que se predicen para el 2030 son peligrosamente altas, eligiendo un objetivo global más bajo y buscando un proceso por el cual la labor de lograr esta nueva meta mundial podría repartirse entre todos los países del mundo.

⁵¹ "Sharing global CO2 emissions reductions among one billion high emitters,"



El equipo multidisciplinar de Princeton pretende con esta fórmula establecer unos topes más justos en las emisiones para cada individuo. De hecho, quienes sean grandes emisores deberán recortar su CO₂, pero otros tres millones de personas en el mundo deberán tener derecho a aumentar sus emisiones para cubrir las necesidades básicas energéticas. Para los autores del estudio, este nuevo método muestra cómo es posible reducir la pobreza y al mismo tiempo recortar las emisiones de CO₂ en el mundo redistribuyendo mejor los objetivos.

Los investigadores creen en la utilidad de su nuevo marco, ya que establece un nivel máximo uniforme sobre las emisiones que los individuos no deben sobrepasar. Para reducir las emisiones de CO₂ antes de 2030, por ejemplo, cada persona no debería superar la emisión de 11 toneladas de dióxido de carbono al año, según el cálculo de los científicos. Si se cuentan las emisiones de todas las personas que puedan exceder ese nivel, los dirigentes del mundo podrían indicar la reducción de emisiones para cada país. Para este ejemplo concreto, habrá cerca de 1.000 millones de “grandes emisores” en 2030, de los 8.100 millones de personas que poblarán la Tierra. En la actualidad, el promedio mundial de toneladas de dióxido de carbono emitido al año por persona es de unas cinco. Cada europeo produce alrededor de 10 toneladas al año, mientras que cada norteamericano produce el doble de esta cantidad.

“Estas cifras refuerzan nuestra convicción de que los países industrializados tendrán que asumir el liderazgo en la reducción de sus emisiones, pero que la lucha para prevenir el peligroso cambio climático sólo puede ganarse si todos los países actúan juntos”, ha revelado Ottmar Edenhofer, presidente de Economía del Cambio Climático en la Universidad Técnica de Berlín (Alemania) y

copresidente del Grupo de Trabajo III del Grupo Intergubernamental de Expertos sobre el Cambio Climático (IPCC).

En el documental sobre cambio climático, presentado por Al Gore en 2006, aparecía ya el concepto de “cuñas de estabilización” de Socolow y Pacala, una estrategia que ha propuesto formas concretas de evitar el aumento de las emisiones mundiales de gases de efecto invernadero en las próximas cinco décadas. El concepto ha proporcionado a la comunidad que decide sobre el cambio climático un marco común para debatir el modo de reducir las emisiones, y permite además una comparación de las diferentes estrategias de reducción del carbono.

Según los científicos estadounidenses, el planteamiento es tan justo que tienen la esperanza de conseguir el apoyo de los países desarrollados y de las naciones en desarrollo, cuyos líderes han estado enfrentados desde hace años por las desigualdades que existían en anteriores propuestas. La propuesta *“proporciona un importante punto de partida para romper el estancamiento actual sobre las responsabilidades de reducción respectivas de los países desarrollados y los países en desarrollo”*, manifestó Robyn Eckersley, profesor de la Facultad de Ciencias Sociales y Políticas de la Universidad de Melbourne (Australia), especializado en política ambiental y teoría política⁵².

EnerDossier ofrece servicios de consultoría y asesoramiento sobre sectores estratégicos de la economía global a empresas privadas, organismos públicos y ONGs. Quienes leen semanalmente los informes de EnerDossier conocen los enfoques high-quality sobre temas del sector energético.

Si desea mayor información escribir a hernan.pacheco@enerdossier.com

⁵² The Daily Climate, “*Proposal aims to slice through rich-poor divide on global emissions targets*” (6/7).