

Newsletter Gratuito para más de 80.000 suscriptores del Sector Agropecuario



Materias primas e inflación: no siempre la combinación perfecta



Está regresando con fuerza debido a las continuas interrupciones en la cadena de suministro de productos básicos clave y los mayores riesgos geopolíticos desde la invasión rusa de Ucrania, entre otros factores.

En este artículo, Ivo A. Sarjanovic, ex comerciante de Cargill y profesor del programa de materias primas de la Universidad de Ginebra, y Alan G. Futerman, profesor adjunto de economía institucional en la universidad UCEL de Argentina, examinan las diferentes formas en que se pueden utilizar las materias primas como herramienta de cobertura por parte de las empresas que buscan proteger su cartera de la inflación. En un podcast grabado en septiembre de 2021 con Paul Chapman, socio gerente de HC Group, Sarjanovic ya había explicado los riesgos que enfrentan los participantes de las materias primas debido a la inflación. Aquí, en un adelanto de un próximo libro, los autores destacan los peligros potenciales de estas estrategias considerando las características específicas de los recientes picos de precios de las materias primas.

Contango versus Backwardation

Antes de que los precios de las materias primas alcanzaran niveles récord tras la pandemia mundial de coronavirus, la industria de inversiones, la comunidad comercial y los departamentos de finanzas del mundo académico posiblemente habían etiquetado la inflación como algo del pasado. Los economistas profesionales también se han confundido sobre el fenómeno, tanto que no esperaban que la inflación alcanzara los niveles actuales. Esto está alimentando los temores de que los aumentos de precios en curso sean de naturaleza estructural, en lugar de una falla temporal.

Una de las respuestas más comunes de la industria de inversión actualmente es comprar materias primas. La idea de que esta clase de activos representa una herramienta óptima de cobertura contra la inflación se remonta a la gran década inflacionaria de los años setenta. Sin embargo, según nuestra investigación, la correlación entre las materias primas y la inflación no es tan lineal como parece.

En primer lugar, se puede observar el mercado de futuros, un instrumento estándar utilizado para construir una posición en materias primas. Las expectativas de inflación contribuyen a que las curvas de futuros estén en contango, escenario en el que el precio futuro de una materia prima es superior al precio spot. Este escenario también se conoce como «carry», ya que la prima por encima del precio al contado actual para una fecha de vencimiento en particular generalmente se asocia con el costo de mantener los cargos que los inversores deben pagar para mantener el activo durante un período.

La estructura de contango tiene sentido si el mercado cree que los precios subirán en el futuro, ya que la inflación también mantiene su tendencia al alza. Pero esta no es una estrategia rentable a largo plazo porque el costo de rodar la posición podría implicar pérdidas continuas.

Por lo tanto, un enfoque exitoso requiere que la curva de precios esté en retroceso (o invertida) para ser rentable. Backwardation se refiere a una situación en la que el precio al contado o cercano de un activo es más alto que los precios que se negocian en posiciones diferidas. Sin embargo, la curva a plazo que es típica de los mercados invertidos no es compatible con la secuencia de precios a plazo que suben gradualmente mes tras mes debido al aumento de la inflación.

Además, el atraso es una consecuencia de los desequilibrios reales de la oferta y la demanda. Y la producción (o la oferta) eventualmente tiende a aumentar mientras la demanda se debilita, lo que permite que el mercado regrese a un precio de equilibrio más bajo. Los precios al contado se ajustarían a la baja y la curva de futuros volvería a llevar. En otras palabras, para que el backwardation persista por un largo período de tiempo bajo un escenario inflacionario, la demanda real debería continuar superando a la oferta. Crucialmente, ese sería un fenómeno fundamental, no monetario.

Pero hay otro desafío. Si las expectativas de una mayor inflación se mantienen, la estrategia comercial rentable sería ir en largo al final de la curva para evitar la exposición a una

posición al contado más cara. Tarde o temprano, lo más probable es que esto termine haciendo retroceder la curva hacia adelante en contango, lo que hace que sea costoso cambiar la posición y afectar el rendimiento total de tal táctica de cobertura.

Por lo tanto, los mercados de futuros representan un instrumento complicado con el que jugar si se quiere dar forma a una estrategia eficiente de cobertura de la inflación. Por supuesto, los fondos cotizados en bolsa (ETF) que siguen los índices de materias primas también enfrentan estos problemas.

Datos nominales frente a datos reales

Los datos y los índices son clave. Si se toma de principio a fin, el período 1960-2022 muestra que no todas las materias primas generaron rendimientos superiores a la tasa de inflación del Índice de Precios al Consumidor (IPC) de EE. UU. Durante las últimas cinco décadas, solo las décadas de 1970 y 2000 mostraron que las materias primas generaron constantemente rendimientos más altos que el IPC. Además, aunque la inflación fue sin duda un factor principal durante la década de 1970, los fundamentos fueron una de las principales razones detrás del aumento de los precios de las materias primas, especialmente durante la década de 2000.

Centrémonos ahora en los precios nominales, que son tasas no ajustadas que no tienen en cuenta la inflación ni otros factores. En el caso de que se produzcan picos en los precios de las materias primas, como los observados unos meses después del inicio de la pandemia de COVID-19, algunos analistas tienden a pasar por alto los precios reales que se ajustan a la inflación y utilizan máximos nominales históricos como punto de referencia para medir la fortaleza de la repunte de precios. Pero este enfoque es inexacto cuando se consideran las materias primas como una herramienta de cobertura de la inflación. Los precios reales deben formar la base de cualquier análisis y movimiento estratégico. A menudo se ignoran, precisamente porque la inflación ha sido baja durante tanto tiempo que se considera irrelevante. Pero este ciertamente no es el caso.

A modo de ejemplo, el precio más alto del oro en enero de 1980, 873 dólares la onza, equivaldría ahora a casi 2.950 dólares la onza. Pero algunos analistas ven el precio reciente de alrededor de \$ 2,080 por onza como una ilustración del mercado alcanzando nuevos máximos. Asimismo, el precio del crudo Brent alcanzó un máximo de 147,50 \$/bbl en julio de 2008, lo que hoy equivaldría a unos 195 \$/bbl. Recientemente, 'solo' llegó a un nivel de \$138/bbl. Pero no solo eso. En este caso, esto se debió principalmente a razones reales (principalmente la guerra en Ucrania), no a la inflación per se .

Fundamentos

Sin embargo, hay varias razones por las que las materias primas todavía se consideran una herramienta de cobertura de la inflación. En primer lugar, en algunos períodos muy concretos, las ganancias obtenidas de algunas materias primas (especialmente energía y metales preciosos) se correlacionaron positivamente con tasas de inflación más altas. En segundo lugar, cualquier expectativa de inflación más alta desencadenaría una carrera por comprar materias primas anticipándose a las ganancias inflacionarias reales en una reacción

a corto plazo conocida como «rebasamiento». El exceso significa que los precios exageran el movimiento alcista y se negocian durante un cierto período por encima del valor de equilibrio a largo plazo. Sin embargo, esto es insostenible precisamente porque es probable que se ponga en marcha una tendencia de elasticidades de oferta y demanda para que los precios encuentren este nuevo equilibrio a largo plazo.

Por lo tanto, la clave para que las materias primas sean una buena herramienta de cobertura en un escenario inflacionario, no es solo que las expectativas de inflación aumenten, sino más importante, que los fundamentos reales respalden el repunte. Solo los factores reales pueden sostener un mercado de materias primas alcista duradero. En los últimos dos años, hubo razones reales, como interrupciones en la cadena de suministro, una transición energética errática, pérdidas de cultivos debido al clima extremo, políticas de biocombustibles y ahora la guerra en Ucrania. La inflación ciertamente contribuyó, pero no fue el factor principal. Los inventarios bajos, los inversos y las primas o bases sólidas son la evidencia de que se trata de un evento más fundamental que nominal.

En este contexto, el timing es un criterio fundamental a la hora de tomar una posición larga y salir de ella. Por ejemplo, en 2008, muchos comerciantes de productos básicos tomaron posiciones largas con fines de cobertura. El índice de materias primas Goldman Sachs de Standard & Poor's cayó de alrededor de 893 en julio de 2008 a 730 en la actualidad, mientras que la inflación aumentó un 30% durante el mismo período. El índice perdió valor en términos nominales y la estrategia adoptada por estos operadores arrojó resultados aún peores si se considera el impacto de la inflación durante este período.

Correlaciones diferentes

Al mismo tiempo, los datos muestran que no todas las materias primas reaccionan de la misma manera ante un cambio en la inflación esperada y, por lo tanto, no todos los índices contruidos con diferentes canastas de materias primas evolucionan de la misma manera. Las correlaciones de los precios de los metales y la energía son más fuertes, mientras que las correlaciones con los productos agrícolas son más débiles. Tanto en términos absolutos como relativos, los precios agrícolas tienden a quedar rezagados con respecto a la inflación. Esto no es sorprendente, ya que la elasticidad precio del lado de la oferta de este sector es mayor gracias a tasas mucho mayores de crecimiento de la productividad en comparación con otros sectores de materias primas. Este es otro argumento que respalda la idea de que son los factores reales los que impulsan los precios de las materias primas, no los nominales.

Pero, lo que es más importante, aquí estamos hablando de las materias primas como cobertura contra la inflación en el contexto de una estrategia pasiva. Una estrategia pasiva sobre una posición implica que una vez que se construye la posición, permanece sin cambios durante mucho tiempo, a diferencia de una estrategia activa que se administra diariamente, semanalmente o mensualmente. Las estrategias activas se pueden implementar de manera efectiva como cobertura contra la inflación. Pero independientemente, la inflación debe tratarse principalmente como ruido en el proceso de toma de decisiones de invertir pasivamente en materias primas como una estrategia de cobertura a largo plazo.

Sin embargo, dado el rol esperado de los metales industriales y los biocombustibles durante la transición energética, dirigido por la política y no por los mercados, podrían surgir diferentes correlaciones en el mediano y largo plazo. Sin embargo, tal premisa es controvertida y sigue siendo impredecible, sobre todo debido a las interrupciones en los mercados energéticos como las que se desencadenaron en Europa debido a la guerra en Ucrania. Es probable que el aumento de la volatilidad de los precios comprometa la transición hacia un futuro energético más limpio.

Conclusión

Como cuestión de principio, uno debería considerar comprar materias primas si hay una historia alcista fundamental convincente para hacerlo. Los fundamentos siguen siendo un factor clave a considerar en una estrategia de compra diseñada como una táctica de cobertura puramente pasiva y a largo plazo contra la inflación. Es clave administrar el punto de entrada y la composición del índice de una materia prima porque podría resultar defectuoso.

Este punto de vista va en contra del consenso entre la comunidad de inversión y materias primas. Sin lugar a dudas, existen razones para comprar algunas familias de materias primas con fines de cobertura. Sin embargo, el argumento general a favor de este enfoque de negociación debe considerarse en el contexto de los impulsores fundamentales de esta compleja clase de activos y no solo como una mera reacción a la inflación.

Por Ivo Sarjanovic | Economista