

Número 25 – junio de 2011

***Mecanismos especulativos en la comercialización de materias primas y su influencia sobre la volatilidad de los precios de las mismas***

Mucho se ha debatido sobre el alza en el precio de los *commodities* y sus factores determinantes, principalmente desde el año 2007, atribuyéndose en determinadas visiones al desarrollo creciente de fenómenos especulativos sobre las materias primas en los mercados financieros un papel central en este proceso, aspecto que merece al menos algún sustanciamiento empírico. Al respecto, cabe reconocer en primer lugar que el incremento en los precios de las materias primas que comienza a registrarse desde 2002 parece haber acompañado al aumento en la actividad de los mercados de los denominados “productos derivados” de *commodities*, canalizados a través de los mercados de futuros financieros. En este sentido, se aprecia en los últimos años una mayor presencia de inversores financieros en dichos mercados de futuros que han equiparado a los *commodities* con cualquier otro activo financiero en lo que hace a los instrumentos disponibles para su comercialización.

Este desarrollo no responde, evidentemente, a un fenómeno casual sino que obedece a diversas razones convergentes. Entre ellas cabe citar la consolidación de un contexto de mediano plazo caracterizado por amplia liquidez, y donde por ende predominan bajas tasas de interés -en particular a partir de las medidas adoptadas por la mayoría de los países para morigerar los efectos de la crisis financiera internacional desatada en 2008- concomitantemente con un dólar sujeto a progresiva depreciación, aunque lejos de abandonar su perfil como referente de precios en el universo de las materias primas.

***Características generales de los mercados financieros de commodities***

En este contexto, la creciente participación de inversores en los mercados financieros de *commodities* se ha verificado en dos ámbitos con características diferentes.

Por un lado, se encuentran los mercados de futuros, o mercados institucionalizados que funcionan como lugar de encuentro de compradores y vendedores, donde se establecen los precios según el libre juego de oferta y demanda para contratos específicos y estandarizados de futuros y opciones. Estos mercados o “bolsas de futuros” operan como entidades de registro, que entre sus funciones principales contemplan las siguientes:

- Permiten actuar como seguro contra las fluctuaciones de los precios permitiendo trasladar los riesgos que los productores no deseen absorber -por ejemplo, el riesgo de que la materia prima producida baje de precio al momento de la venta- a los inversores financieros o especulativos.
- Garantizan el cumplimiento de lo registrado.
- Posibilitan la determinación de precios y su transparencia.

Todos los mercados de futuros institucionalizados cuentan con una Cámara de Compensación o “*Clearing House*”, instrumento que resulta esencial para el buen

funcionamiento de las Bolsas, dado que sin ella podrían producirse riesgos de incumplimiento de contratos por parte de algunos participantes.

Por otro lado, los mercados “*over the counter*” (OTC) contemplan una enorme variedad de transacciones de derivados financieros<sup>1</sup> que tienen lugar fuera de los mercados institucionalizados, los cuales son comercializados mediante contratos privados bilaterales y en los que frecuentemente interviene un intermediario como un banco de inversión. Así, los contratos en este caso no resultan estandarizados, respondiendo a las necesidades específicas de los inversores. A diferencia de los mercados de futuros, existe en este caso el riesgo de que una de las partes no cumpla con las condiciones fijadas en el contrato al no existir una Cámara de Compensación. Por ello, se caracterizan por no estar regulados, con la subsecuentemente escasa información y transparencia en las transacciones comerciales, contexto que dificulta la comprensión de la operatoria y sus efectos sobre los mercados de materias primas para quienes no estén familiarizados con instrumentos más sofisticados de ingeniería financiera.

Distinguidos los diversos ámbitos de comercialización de estos activos, cabe clarificar algunos conceptos relacionados con los principales agentes que intervienen en estos mercados, así como respecto de los instrumentos financieros que los caracterizan.

En primer lugar, se observan dos categorías principales de agentes que intervienen en los mercados financieros de *commodities*: aquellos que buscan cobertura frente al riesgo (“*hedgers*”) y los inversores financieros de carácter especulativo. Los primeros están normalmente asociados a la producción de las materias primas, acudiendo a los mercados de futuros para tomar una cobertura que funciona a modo de seguro, de forma de garantizar el precio futuro de sus productos comprando o vendiendo futuros y/o opciones a los efectos de eliminar el riesgo de que el precio de los mismos pudiera caer en el futuro. A tal efecto, requieren de una contraparte dispuesta a asumir ese riesgo que el productor desea descargar, normalmente constituida por inversores, quienes “*especulan*” a la búsqueda de un beneficio.

En segundo lugar, los principales instrumentos considerados “*derivados financieros*” son los contratos de futuros y las opciones. El primero constituye una operación entre dos partes por el cual una adquiere el compromiso de entregar o recibir determinada cantidad de una mercancía de calidad predeterminada en un momento futuro a un precio pactado en el mercado, según surja del libre juego de oferta y demanda. Por su parte, las opciones son contratos a través de los cuáles el comprador adquiere meramente el derecho de comprar o de vender un activo, durante un lapso de tiempo, a cambio del pago de una prima. En dicho caso, el comprador decidirá al momento de vencimiento del contrato si desea ejercer el derecho adquirido y el vendedor de la opción queda obligado a cumplir con la decisión del comprador. Al respecto, cabe destacar que no obstante tratarse de mecanismos meramente financieros, en caso de ejecutarse las previsiones contractuales el volumen físico de las materias primas en cada caso deberá estar disponible, aunque en la práctica sólo circularán certificados de los depositarios de la misma que garantizarán su entrega llegado el caso.

---

<sup>1</sup> Se los llama derivados financieros porque su valor proviene del activo subyacente, en este caso un *commodity* o un índice de *commodities*.

Otros instrumentos financieros muy difundidos en los últimos tiempos son los índices de *commodities*, generalmente compuestos por un índice representativo de un conjunto de materias primas compuesto según distintas ponderaciones. La inversión a través de un índice permite replicar el rendimiento esperado de cada uno de los *commodities* que lo componen según sus respectivas ponderaciones a través de contratos de futuros, permitiendo así el acceso a este tipo de instrumentos a pequeños inversores, al margen de las tradicionales instituciones financieras, compañías de seguro, fundaciones, fondos de cobertura (“*hedge funds*”)<sup>2</sup>, y fondos soberanos de inversión<sup>3</sup>.

La evolución de los volúmenes comercializados en los mercados de futuros y OTC durante los últimos años resulta reveladora de su enorme expansión, tendencia que los precios de los *commodities* han acompañado en una fase alcista. Así, según datos del *Bank for International Settlements* (BIS)<sup>4</sup>, el número de contratos de futuros y opciones en los mercados institucionalizados creció más de tres veces entre los años 2002 y 2008. Por otro lado, el valor nominal de los contratos negociados en los mercados OTC se incrementó casi 15 veces, a un valor cercano a los 13 billones de dólares, observándose que en diciembre de 2008 -en plena crisis financiera- el valor nominal descendió a los 4,4 billones de dólares y el último dato disponible para junio de 2010 presenta un valor de 2,8 billones de dólares.

### ***Operatoria de estos instrumentos***

Entre las críticas más relevantes que se atribuyen al proceso descripto, que dio lugar a la acuñación de la denominación “financiarización” de los *commodities*, se hace referencia a que la comercialización de dichas materias primas no guarda vinculación alguna con las variables reales de los mercados físicos de esos productos. Ello ocurre sin duda por la proliferación de inversores financieros que han diversificado su campo de acción en busca de activos alternativos que les brinden mayor retorno respecto de las inversiones tradicionales.

En efecto, los nuevos agentes financieros detectados son fuertes compradores de futuros sobre *commodities* con el objetivo último de diversificar sus portafolios, obtener mayores rendimientos promedio, protegerse de la inflación y de las oscilaciones cambiarias, en particular del dólar, entre otros objetivos. En cambio, los especuladores tradicionales intervienen en los mercados a partir de su apreciación de la evolución previsible de las variables fundamentales de los productos básicos, buscando obtener ganancias ante cambios en los respectivos precios. En síntesis, la posición dominante ejercida por este tipo de agentes se traduce en significativas órdenes de compra de futuros que, ante la escasez reciente de vendedores (aquellos que buscan cobertura o “*hedgers*”), ha impuesto presión sobre los mercados, la cual se refleja en las cotizaciones de las diversas materias primas.

<sup>2</sup> Fondo de inversión privado que comercializa e invierte en diversos activos financieros, tales como acciones, *commodities*, divisas y derivados en representación de sus clientes.

<sup>3</sup> Los fondos soberanos (“Sovereign Wealth Funds”, SWF) se definen como fondos especiales de inversión de propiedad del gobierno de un país, constituidos por activos domésticos e internacionales. Son creados con distintos objetivos macroeconómicos, pudiendo distinguirse fondos de estabilización, de desarrollo, de ahorro para generaciones futuras, de inversión de reservas, etc..

<sup>4</sup> Banco Internacional de Pagos, o Banco de Basilea, organismo que nuclea a las Bancas Centrales a nivel internacional.

En dicho contexto, y dado que este tipo de inversiones se concreta mayormente mediante la compra de bloques heterogéneos de *commodities*, las mismas impulsan a la suba a todos los productos comprendidos en los índices, por “simpatía”, aspecto ya evidenciado empíricamente a través del denominado efecto “contagio” entre las materias primas que exacerba la tendencia alcista de sus precios. A su vez, esa tendencia creciente atrae a nuevos especuladores, realimentando así el ritmo de los precios y su volatilidad.

Como corolario de estas tendencias, los efectos sobre la economía real se perciben inmediatamente, manifestándose históricamente un fuerte vínculo entre los precios de los futuros y los precios “*spot*” (contado) que tienden a elevarse *pari passu* con el incremento de los precios de los futuros, ya que estos últimos son las que brindan transparencia al mercado en primera instancia, aunque no se pueda discernir si ello responde a variaciones relevantes en los aspectos fundamentales de las materias primas o al excesivo ingreso de nuevos especuladores al sistema.

### ***Evidencia empírica y reforma financiera de los mercados de commodities***

Frente a la situación descrita cabe preguntarse si es efectivamente posible arribar a alguna conclusión certera respecto de la vinculación entre la especulación y los precios de los *commodities* y su volatilidad. La revisión de la literatura sobre la materia permite inferir que la evidencia empírica sobre la relación entre los precios de los *commodities* y su volatilidad, y la actividad especulativa no es concluyente. En efecto, los estudios más recientes de organismos internacionales relevantes tales como la OCDE, FAO, OICV-IOSCO<sup>5</sup> y la Comisión Europea, entre otros, no han podido determinar que el aumento de la actividad especulativa resulte necesariamente la causa del alza y volatilidad en los precios de los *commodities*. En este sentido, y como corolario de la crisis financiera internacional y el subsecuente proceso de reformas financieras propiciadas por el G-20, los Estados Unidos y la Unión Europea se encuentran avanzando en el diseño de nuevos esquemas regulatorios que puedan contener los mercados financieros de *commodities*, aunque por el momento no puede apreciarse aún un impacto concreto de las medidas bajo análisis.

Por una parte, el Congreso de los Estados Unidos sancionó en julio de 2010 la “*Dodd-Frank Act*” que contiene reglas específicas para los mercados de *commodities*, destacándose que esta nueva legislación representa la reforma financiera más importante de los últimos años y conlleva, en rigor, un nuevo esquema normativo para el sector financiero de dicho país. No obstante ello, a partir de su sanción se abrió un período destinado a diseñar un importante número de regulaciones instrumentales para poner en práctica tal reforma, abriéndose muchos interrogantes sobre cuáles serán sus efectos sobre los mercados y la economía.

Específicamente, en lo atinente a los *commodities*, la norma citada mandata al U.S. *Commodity Futures Trading Commission* (CFTC)<sup>6</sup> para que establezca límites al número de contratos de futuros o las posiciones de futuros sobre *commodities* que puede

<sup>5</sup> Organización Internacional de Comisiones de Valores

<sup>6</sup> Comisión Reguladora del Comercio de Futuros sobre *Commodities* de los Estados Unidos

adquirir un individuo o comercializador (*trader*). Igualmente, dicha legislación alienta la transparencia de los mercados de futuros, otorgándole a la *U.S. Securities and Exchange Commission (SEC)*<sup>7</sup> y a la CFTC la responsabilidad conjunta de diseñar las regulaciones de los mercados de derivados financieros, a cuyo efecto se persigue que las operaciones de derivados sean estandarizadas y negociadas en mercados institucionales, introduciendo su canalización a través de Cámaras Compensadoras para evitar los riesgos de cesación de pagos. Por otro lado, también el Parlamento y la Comisión Europea han presentado propuestas durante 2009 y 2010 dirigidas a profundizar la normativa de contralor sobre estos mercados con el objetivo de limitar la influencia excesiva de los participantes sobre el funcionamiento de los mismos, y limitar el número de especuladores. Otras propuestas tienen por objetivo incrementar la transparencia de los derivados OTC para evitar los riesgos de fraude, “*default*” y manipulación, así como también lograr una mejor supervisión de los fondos de inversión alternativos, incluidos los “*hedge funds*” involucrados en la comercialización de *commodities*.

### ***Observaciones finales***

La tendencia creciente de los precios de los *commodities* en los años recientes coincidió con la proliferación de nuevos inversores o especuladores no “tradicionales” que se vieron atraídos por las materias primas como activos financieros por diversas razones. Si bien no puede descartarse la eventual influencia de la “fiebre especuladora” sobre las evoluciones de los precios de los productos básicos y su volatilidad, la tendencia registrada en sus cotizaciones no parece atribuible a un solo factor, sino que obedece a múltiples y complejos determinantes, coincidiéndose en su naturaleza multicausal.

En cualquier caso, los proyectos regulatorios merecen ser explorados como una contribución positiva a la gestión de los mismos. La introducción de límites a las posiciones negociadas por parte de los grandes inversores es una medida relevante que debe ser analizada cuidadosamente en razón de sus dificultades de implementación, pero en definitiva cualquier proyecto del tipo señalado debe interpretarse como una señal alentadora.

Dado el relevante papel de nuestro país como exportador estructural de productos básicos, en particular alimenticios –aunque en el futuro probablemente también en otros ámbitos como el minero– la evolución de esta temática no puede ser soslayada, ya que el futuro financiamiento del capital de trabajo y de inversión del sector agropecuario dependerá inevitablemente del adecuado funcionamiento de los mercados financieros y de la creación de nuevos instrumentos derivados. Si bien nuestros mercados financieros resultan muy limitados en comparación con las principales plazas que negocian derivados financieros, nuestro país –como miembro del G-20– debe continuar participando activamente en el proceso de reforma financiera internacional tendiente a incrementar la transparencia de los mercados financieros de *commodities*, así como beneficiarse de los nuevos instrumentos para su propio desarrollo.

El artículo expuesto no necesariamente refleja la opinión del Ministerio de Relaciones Exteriores, Comercio Internacional y Culto. Se autoriza la reproducción total o parcial citando las fuentes.

<sup>7</sup> Comisión Nacional del Mercado de Valores de Estados Unidos