

Financiarización y burbuja especulativa en materias primas*

The commodity market bubble: Money Manager

L. Randall Wray**

Resumen

Wray en su artículo sobre la burbuja de los commodities rompe con la hipótesis de la oferta y demanda de los precios de las materias primas en el mercado de futuros. La virtud de este artículo es que cuando el autor termina de escribirlo, el precio de los commodities que habían subido en el transcurso del 2003-2008 más de 500%, iniciaban su caída repentina. La hipótesis principal del autor es que el proceso de financiarización ha sido gran parte del problema del aumento de las 25 materias primas comúnmente incluidas en los índices. La financiarización, siguiendo a Minsky es el culpable de un capitalismo administrador del dinero, que domina la economía global, caracterizado por fondos sumamente apalancados en busca de rendimientos máximos en un ambiente que sistemáticamente subvalúa el riesgo.

Palabras Clave: Precios de Activos, Materias Primas Agrícolas, Liberalización Financiera

Abstract

In his article on the commodity market bubble, Wray breaks from the hypothesis of supply and demand determination of raw materials in the futures markets. The article is of particular interest given that when it was written, the commodity prices that had increased more than 500% from 2003 to 2008 began a sharp decline. The author's principle hypothesis is that the process of financialization has been a major factor behind the increase in prices of the 25 raw materials commonly included in indices. According to Minsky, financialization is the main force behind money managing capitalism, which dominates the global economy, characterized by highly leveraged funds that seek maximum gains in an environment that systematically underestimates risk.

Key Words: Asset Pricing, Futures Pricing, Current Account Adjustment

Introducción

Estamos viviendo tiempos interesantes. En la década pasada vimos los que podrían ser considerados los mayores auges accionarios de la vivienda y las materias primas (*commodities*¹) en toda la historia de Estados Unidos (EU). ¿Podría ser esto una coincidencia?

* Original en inglés "The commodity market bubble: Money Manager". Publicado en *Public Policy Brief* núm. 96 [2008]. (*Highlights*, núm. 96A), New York, The Levy Economics Institute of Bard College. Traducido al español a cargo de Alma Chapoy.

** Profesor de la Missouri University, Director de Investigación del Centro para el Pleno Empleo y la Estabilidad de Precios. Correo electrónico: wrayr@umkc.edu

¹ Comprende tanto las materias de origen vegetal, animal, mineral, exóticas e índices (n.de la t.).

Anteriormente manifesté que la burbuja en el sector de bienes raíces en EU no fue un suceso aislado, producto de un error espontáneo y masivo, o de una política monetaria excesivamente laxa, y que la crisis financiera generada por problemas en las hipotecas *subprime* se propagaría más allá de la deuda de la vivienda [Wray, 2008]. Siguiendo a Hyman P. Minsky, culpé al capitalismo administrador del dinero, el actual sistema económico que domina la economía global, caracterizado por fondos sumamente apalancados² en busca de rendimientos máximos en un ambiente que sistemáticamente subvalúa el riesgo. En este trabajo, sostengo que el auge de las materias primas es resultado directo de un ciclo auge-caída que está dañando cada vez más a la economía.

Debido a la poca regulación o supervisión de las instituciones financieras, los administradores del dinero han ideado instrumentos cada vez más esotéricos y complejos, y prácticas que se esparcen tan rápidamente como un virus mortal en un episodio de ciencia ficción. Contrariamente a lo que se enseña en los cursos de economía y negocios, los mercados generan incentivos perversos para el riesgo excesivo, castigando con rendimientos relativamente bajos a quienes se resisten a subirse al carro. Quienes participan, son recompensados, pues el financiamiento muy apalancado hace subir los precios de los activos subyacentes hasta que se produce el inevitable colapso. Pero la memoria es corta, el dinero mudo es abundante y los rescates son frecuentes. Como cada desplome hace desaparecer sólo parte del dinero administrado, de manera inevitable un nuevo auge se levanta entre las cenizas como el ave fénix. Las materias primas son simplemente su reencarnación más reciente.

Para empeorar las cosas, las consecuencias de cada auge (y caída) son más severas que las del anterior. La “financiarización”, de los

² Apalancamiento financiero (*financial leverage*) es la utilización de la deuda para aumentar la rentabilidad esperada del capital propio, más allá de la tasa obtenida por la inversión directa de los propios fondos (n. de la t.).

bienes raíces residenciales de EU, que envió las casas a un gigantesco casino internacional, sin lugar a dudas impondrá enormes costos económicos y sociales en muchos de los años por venir. Más grave aún es la financiarización de alimentos y energía. Muchos estadounidenses se están viendo obligados a recortar los gastos en gasolina, en calefacción para sus hogares e incluso en compras de supermercado. Mientras tanto, los pobres del mundo, mueren de inanición, pues el dinero administrado pone los precios de los alimentos fuera de su alcance [Pimentel, 2008; Steinberg, 2008].

Aunque varias fuerzas se conjugan para elevar los precios de las materias primas, hay evidencia suficiente de que la financiarización es una gran parte del problema, y por tanto, razón suficiente para que quienes deciden la política económica reduzcan la influencia del dinero administrado en esos mercados. Más aun, sobran razones para creer que este auge va a explotar de una manera especialmente desagradable, así que hay que empezar a formular cuanto antes una adecuada respuesta de política económica.

Comenzaremos por analizar tres explicaciones para la explosión de los precios de las materias primas en años recientes: la oferta y la demanda, la manipulación del mercado por los productores y comercializadores, y la especulación financiera. La típica explicación dada por los economistas es que las mercancías son limitadas de manera natural, mientras que la demanda aumenta rápidamente (por ejemplo, la de las economías en auge, China e India). Todo lo que puede hacerse es estimular el lado de la oferta, y entonces el mercado asignará de manera eficiente los recursos entre quienes compiten por ellos (en ausencia de regulación del mercado). La segunda explicación implica manipulación del mercado evidenciada por las recientes investigaciones del

Departamento de Justicia y acciones de la Comisión de Negociación en Futuros de Materias Primas (Commodity Futures Trading Commission, CFTC). Como se sabe, hay una larga historia de manipulación de precios en el mercado de metales (los lectores recordarán el intento de los hermanos Hunt para acaparar el mercado de la plata). La explicación más popular señala como culpable a la especulación financiera en los mercados de futuros de materias primas. Tanto el Senado como la Cámara de Diputados de EU han celebrado sesiones sobre este tema (por ejemplo, sobre los elevados precios del petróleo).

Es muy probable que la causa principal sean las fuertes inversiones en índices de materias primas –un tipo especial de especulación que recibe el nombre de “especulación de índice”. El problema deriva fundamentalmente de acciones humanas, pues en la mayoría de los casos la elevación en el precio de alimentos y energía no es resultado de una escasez “natural”; también influye el sistema, por el funcionamiento del tipo de capitalismo que hemos heredado.

Cabe aclarar que cuando estaba a punto de entregar este escrito para su publicación, el precio de las mercancías empezó a revertir su curso. Una gran cantidad de dinero apalancado se ha ido a los mercados de materias primas (tanto en su forma física como en futuros), de tal manera que habrá un derrumbe significativo de los precios. Más aun, sin una reforma fundamental, no se puede esperar que el dinero administrado empiece de inmediato a buscar otra clase de activo que financiarizar. De este modo, se requiere una respuesta de política económica para romper el ciclo auge-caída.

Oferta y Demanda

Levantamientos por falta de alimentos. Aviones que permanecen en tierra. Ventas de vehículos cayendo en picada. Precios al alza y el regreso de la estanflación y de los índices de miseria (la suma de

inflación y desempleo). Todos vemos las consecuencias de una inflación generalizada sin precedente en los precios de las materias primas.

Según nuestros libros de texto sobre “principios de economía”, la causa se encuentra entre las “tijeras” de la oferta y la demanda. El exceso de demanda eleva los precios; por fortuna, el proceso es autocorregible, ya que los altos precios deprimen la demanda y provocan un aumento de la oferta. Transcurre algún tiempo para que se restablezca el equilibrio, especialmente si las políticas gubernamentales inflan la demanda o restringen la oferta de manera artificial; por ejemplo, si se subsidian las compras, los precios se elevan aun más. La solución es permitir que los precios al alza disminuyan la cantidad de demanda, estimulen la sustitución por mercancías que sean más abundantes, e incrementar la oferta. En suma, hacer que el mercado haga milagros.

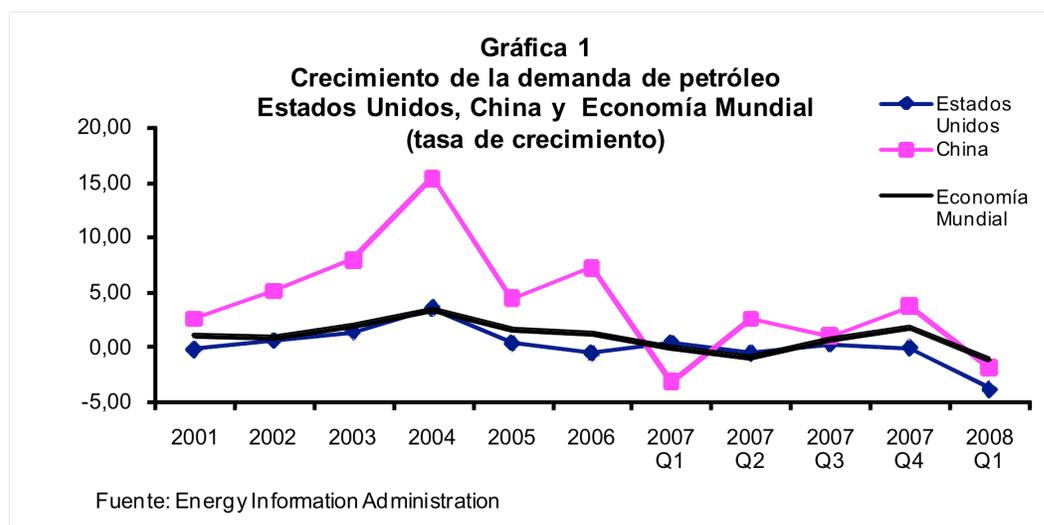
Sin embargo, la mayor preocupación gira en torno al alza de precios del petróleo, maíz y oro. Pero de hecho, el auge ha tenido lugar en un amplio rango de materias primas y de una manera sin precedente en alcance y magnitud. El precio de ocho materias primas se había elevado 500% o más a fines de junio de 2008: petróleo refinado, níquel, petróleo crudo, plomo, cobre, zinc, estaño y trigo. Para las 25 materias primas comúnmente incluidas en los índices, la elevación en el precio promedio desde 2003 fue de 203% (Masters y White, 2008).

Es verdad que ha habido problemas recientes de oferta relacionados con algunos de estos bienes (por ejemplo, los argumentos de la “cima del petróleo”). Incluso hay economistas que argumentan que si la elasticidad precio de la demanda es extremadamente inelástica, los precios podrían elevarse en gran

medida si la demanda excede a la oferta. La mayoría de quienes apoyan el argumento de “la oferta y la demanda” ven hacia el lado de la demanda. En particular, este grupo sostiene que el rápido desarrollo de China e India está incrementando la demanda frente a una oferta bastante inelástica, lo que aumenta los precios. Si a esto se añade la contracción de la oferta, los precios se elevan rápidamente. Aunque esta historia es atractiva, también es errónea. El crecimiento mundial no ha sido inusualmente alto, y no parece haber nada de extraordinario en el actual ciclo de crecimiento [Veneroso, 2008^a].

Por supuesto, no todo crecimiento es igual, y podría ser que en particular el modelo de desarrollo adoptado por China, estuviera generando alto consumo de petróleo y de otras materias primas. El consumo en EU, también es derrochador. Pero aun cuando la economía de EU se hizo muy lenta en 2007, los precios casi no variaron. Los estadounidenses respondieron a la elevación en los precios de la gasolina tal como los economistas esperaban, con una declinación en el consumo, suficiente para contrarrestar el creciente uso de petróleo crudo en China; sin embargo, los precios apenas respondieron ³. Se muestra el consumo de petróleo en EU, China y en el mundo, a partir de 2001 (gráfica 1). La demanda china de petróleo cayó cuando los precios se elevaron, mientras que en EU, el consumo se estabilizó a mediados de la década, mucho antes de que sus precios alcanzaran su cúspide.

³ Conviene insistir en que a mediados de agosto de 2008 los precios de las materias primas finalmente empezaron a bajar.



Como ha señalado Richard Eckaus del Instituto Tecnológico de Massachussets (MIT) [2008], si la causa subyacente había sido “la cima del petróleo” y el temor a una caída de la oferta que modificara los precios, eso debería haberse atenuado en alguna medida por los nuevos descubrimientos de petróleo (realmente, las reservas probadas de petróleo se han estado incrementando a una tasa mayor que la del consumo) o la creciente explotación de sustitutos (aceite de esquistos⁴ y arcillas aceitosas). Además, incluso si el petróleo se estuviera agotando, según la regla de Hotelling (comúnmente aplicada a los recursos no renovables), los precios del petróleo deberían elevarse a la par que la tasa de interés si los costos de producción permanecen constantes. Obviamente, los precios han estado aumentando a un ritmo mucho mayor.

En muchos casos, los costos de producción de las materias primas caen en términos reales debido a las innovaciones, de manera que los precios del mercado se elevan más lentamente que la inflación general [Masters y White, 2008]. Esta es la razón por la que durante mucho tiempo los inversionistas han rechazado a las materias primas como una defensa contra la inflación. Eckaus

⁴ Mineral en forma de lámina, producto de la presión de capas superiores sobre capas de arcilla del subsuelo, cuyo tipo más conocido es la pizarra (n. de la t.).

[2008] también ofrece el argumento de que el auge en el precio del petróleo se debe a la inestabilidad política en Medio Oriente. También a menudo se afirma que la depreciación del dólar contribuye al alza de precios; sin embargo el dólar cayó sólo 10% frente al euro entre 2004 y mediados de 2008, mientras que los precios del petróleo se cuadruplicaron. Simplemente afirmar que la oferta y la demanda deben igualarse en el precio de mercado, dice poco acerca de la determinación de ese precio.

Los mercados de materias primas —especialmente del petróleo— distan de ser perfectamente competitivos, pues muchas materias primas son objetivos de la política gubernamental; por ejemplo, cuando los precios del petróleo se elevaron, el Congreso de EU decidió subsidiar la producción de biocombustibles, aun cuando la producción de maíz consume mucha energía [Mufson, 2008]. Y cuando la escasez de alimentos apareció, las naciones empezaron a prohibir la exportación de alimentos, elevando aun más los precios globales. Atribuir estas presiones sobre los precios a “la oferta y la demanda” es un error.

Más aun, los argumentos de los economistas ignoran los efectos que tienen las expectativas acerca de los precios futuros, sobre la producción de hoy. Los economistas también ignoran la posibilidad de que un intermediario retire la oferta del mercado en espera de que más adelante suban los precios. Deberíamos ser escépticos acerca de la aplicación simplista de modelos económicos inadecuados a fenómenos del mundo real. Un interesante ejemplo es el estudio que el estratega del mercado Frank Veneroso realizó sobre los mercados del cobre, el cual muestra que en el ciclo actual, el uso y el precio de ese metal han desafiado la tendencia usual [Veneroso, 2007, 2008b y 2008c]. El crecimiento de la oferta parece ser el doble del crecimiento de la demanda. De ser verdad, una gran cantidad de cobre está siendo sacada del mercado, ayudando así a elevar los precios. Lo que

realmente necesitamos saber es de dónde proviene la demanda y quién controla la oferta.

Manipulación de suministros y precios

En años recientes, se han dado a conocer públicamente varios casos de manipulación del precio de las materias primas. Por ejemplo, la British Petroleum monopolizó el suministro de propano para elevar los precios [Stupak, 2007], Amaranth manipuló los precios *spot*⁵ del gas natural, y otros casos involucran a la plata, al aluminio, al cobre y al paladio [Veneroso, 2008d]. Sin embargo, la CFTC está contra la intervención; esta ha interpretado de manera muy limitada su “misión fundamental”: detectar la “manipulación ilegal e intencional” de los precios [Lukken 2008^a, 2008b]. Así, la CFTC elude su responsabilidad de regular la especulación “legal”, algo que claramente era parte de su misión original; se podría decir que se enfoca en los comerciantes individuales que de manera ilegal mueven los precios en unos cuantos puntos base para obtener pequeños beneficios, mientras que los fondos de pensiones y los fondos de inversión libre (*hedge funds*) podrían estar quintuplicando los precios mediante estrategias legales de comprar y retener. En otras palabras, al limitar su preocupación a la manipulación ilegal, la CFTC ignora las consecuencias mucho mayores que tienen sobre los precios los flujos especulativos de dinero administrado.

En verdad es difícil no concluir que la CFTC tiene cierta responsabilidad en estimular el flujo masivo de dinero administrado dentro del mercado de futuros⁶ de materias primas, en primer lugar, por promover activamente la idea de que esos futuros deben ser vistos como una clase de activo; sin embargo, la

⁵ A muy corto plazo, 48 horas (n. de la t.).

⁶ Los futuros son contratos negociables para recibir o entregar una cantidad estandarizada de una materia prima o de un título de crédito en una fecha específica a un precio acordado, bajo términos y condiciones establecidas por un mercado de futuros regulado en el cual tiene lugar la negociación (n. de la t.).

agencia ha negado insistentemente que esos flujos afecten los precios de las materias primas [CFTC 2008^a]⁷. Además, el inspector general de la CFTC recientemente empezó una investigación para averiguar si el informe provisional de la CFTC intencionalmente indujo a error al Congreso para ayudar a frustrar su legislación contra la especulación⁸ [Talley, 2008].

Estas acciones parecen haber seguido un enfoque a largo plazo de manos fuera de los mercados de materias primas por parte de la rama ejecutiva. Justo cuando la Reserva Federal (Fed), bajo la presidencia de A. Greenspan, se negó a imponer límites durante el auge del NASDAQ, la CFTC no ejerció su mandato de restringir las posiciones apalancadas en los futuros de materias primas. Desafortunadamente, al menos algunas de las acciones de la CFTC claramente impulsan la elevación de precios de las materias primas⁹.

⁷ En su informe final, la CFTC recomienda acciones preliminares para incrementar la transparencia y mejorar los controles en el mercado, junto con la creación de una nueva clasificación de “*swap dealer*” para fines de revelar información. Su director general, Walter L. Lukken declara que las nuevas recomendaciones “representan pasos hacia la modernización del enfoque de la agencia para supervisar, aunque asegurando que los mercados sigan siendo competitivos, abiertos y en suelo estadounidense” [citado en CFTC, 2008]. Sin embargo, el informe también señala que, aunque hay un incremento en el valor hipotético neto del índice de negociación de materias primas en los futuros de petróleo crudo, parece deberse a una apreciación del valor de las inversiones existentes, causada por la elevación en los precios del petróleo crudo, y no a que haya más dinero fluyendo a la negociación en el índice de materias primas.

⁸ Las preocupaciones acerca de que la CFTC hubiera engañado intencionalmente al Congreso aumentaron cuando se supo que la comisión había reclasificado a un intermediario muy importante como “no comercial” (una categoría que comprende a los especuladores), justo antes de que saliera a la luz su informe provisional (julio). La reclasificación se ocultó en el informe y en el testimonio presentado ante el Congreso a pesar de que inclinó la balanza hacia el dominio de los especuladores en los mercados de futuros.

⁹ Resulta curioso que Gregory Mocek, quien había sido director de aplicación de la ley en la CFTC desde 2002, haya dejado ese puesto a principios de julio de 2008 para unirse al despacho legal McDermott Will & Emory, que representa a la Asociación Internacional de Swaps y Derivados sobre los esfuerzos federales contra la manipulación [Lobsenz, 2008]. Los estudiantes de la crisis de ahorros y préstamos recordarán una “puerta giratoria” similar en la cual les fueron ofrecidas a los reguladores posiciones lucrativas en las instituciones que supuestamente supervisaban. Se informó que la nueva empresa de Mocek dijo que éste “sería de invaluable ayuda a sus clientes para prevenir las investigaciones gubernamentales en cuanto a la manipulación de la energía, un área en la que Mocek fue pionero en la CFTC”. Evidentemente, Mocek había sido un funcionario temible en la aplicación de la ley, ayudando a conducir casos contra Enron, Amaranth, Dynegy y otras grandes empresas de energía. Quizá los manipuladores del precio de los energéticos puedan dormir mejor ahora.

Como ejemplo, los “fondos comunes (*pools*) negros” (instrumentos derivados ¹⁰ específicos basados en el petróleo y no negociados en bolsas registradas) estaban exentos de regulaciones en 1994. El Congreso compuso las cosas incluyendo el “agujero de Enron” en la Ley de modernización de futuros de materias primas, de tal manera que los intercambios electrónicos fuera de bolsa no regulados (*over the counter*, OTC ¹¹) no requerían guardar registros o archivar informes para la CFTC [Davis 2008, Engdahl, 2008]. El fiasco contable que resultó no disuadió a la CFTC de otorgar aún más excepciones de vigilancia. En 2006, la agencia permitió a la InterContinental Exchange, (ICE) (el líder en negociaciones electrónicas de energía), proporcionar terminales comerciales en EU para la negociación de futuros petroleros de EU en el mercado de futuros de la ICE en Londres, promoviendo una ruta de escape de la NYMEX regulada por la CFTC. Por tanto, la CFTC realmente estimuló el desarrollo de un competidor sumamente desregulado en las negociaciones de EU reguladas de manera laxa. En cualquier caso, la agencia lamentablemente carece de personal, y a menos que el Congreso y el presidente estén dispuestos a asignar a la CFTC un presupuesto mucho mayor, difícilmente la vigilancia del mercado mejorará de manera significativa.

Mientras el término “manipulación” se limite a las acciones de los comerciantes individuales, la CFTC no podrá desempeñar un papel importante en el actual auge del precio de las materias primas, ya que los mercados más importantes –petróleo, soya, maíz, trigo- son demasiado grandes para ser influidos más allá de periodos muy cortos. Sin embargo, la manipulación de los mercados de materias primas no explica el auge de las mismas en un sentido más amplio,

¹⁰ Contratos financieros cuyo valor deriva de otros activos financieros que se denominan activos subyacentes que pueden ser precios de títulos, tasas de interés, tipos de cambio, índices de mercado o precios de materias primas (n. de la t.).

¹¹ *Over the counter (OTC) market*: mercado en el cual la negociación no se realiza en un mercado organizado sino mediante negociaciones bilaterales (n. de la t.).

durante la prolongada elevación en los precios registrada por varios años.

Lo que es potencialmente más importante es el efecto de los grandes fondos comunes (*pools*) de dinero administrado que siguen estrategias similares, sin necesidad de una colusión explícita. En el caso del auge de las *subprime*, los reguladores y supervisores se hicieron de la vista gorda con el riesgo sistémico. Parece que la CFTC está ahora haciendo lo mismo, al enfocarse en los manipuladores individuales de precios, e ignorar la obligación que le asignó el Congreso de asegurar que los precios de las materias primas reflejaran las leyes de la oferta y la demanda.

Especulación en los mercados de futuros de materias primas

Varios investigadores han demostrado que los precios de las materias primas no están correlacionados con los rendimientos de las acciones y de los instrumentos de ingreso fijo. De este modo, acaparar materias primas reduciría la volatilidad en los rendimientos de portafolio; como las materias primas la hacen bastante bien en un ambiente inflacionario, añadirles a un portafolio proporciona una protección contra la inflación¹². Sin embargo, mantener materias primas sale caro, de manera que los administradores de dinero que se dirigen a los mercados de futuros de materias primas, consideran que los títulos comerciales pueden conservarse mejor que las materias primas en sí. Como estos administradores del dinero jamás quieren hacerse cargo de los embarques, al llegar la fecha estipulada en los contratos, éstos

¹² Por ejemplo, el Informe sobre Política de Inversión del Sistema de Retiro de los empleados públicos de California (19 de febrero de 2008), incluye a las materias primas como una parte importante de sus activos vinculados a la inflación, que comprenden 5% de su portafolio total. La asignación dentro de los activos vinculados a la inflación es la siguiente: materias primas, 1.5%; bonos vinculados a la inflación, 1%; infraestructura, 1.5%; y bosques, 1%. Obtiene sus posiciones mediante futuros de materias primas que tratan de igualar al índice de Rendimiento Total GSCI de Standard & Poor's. Nótese que las correlaciones que estimulan al dinero administrado a ir hacia las materias primas, bien podrían romperse por la abundancia de dinero, ya que dichas correlaciones se obtuvieron en un periodo en el cual tales flujos fueron insignificantes. Aun más, si al actual auge sigue una crisis, es poco probable que persistan las correlaciones pasadas.

pasan a otro contrato de futuros, con una fecha de entrega más distante.

Hay tres principales clases de participantes en los mercados de futuros de materias primas: *hedgers*¹³, especuladores tradicionales y especuladores de índice. Los primeros tienen un interés directo en las materias primas físicas en sí. Usan los mercados de futuros para reducir o eliminar pérdidas debidas a movimientos imprevistos en los precios de las materias primas. Los especuladores tradicionales facilitan las coberturas al ser la otra parte de la negociación con los *hedgers*; asumen el riesgo de precio que los *hedgers* no quieren. Se dice que los especuladores tradicionales proporcionan liquidez al incrementar el volumen de transacciones.

En contraste, los especuladores de índice –por lo general fondos de cobertura, fondos de pensiones, fundaciones universitarias, aseguradoras, fondos de riqueza soberanos y bancos- se dice que “consumen” liquidez al tomar sólo posiciones “largas”¹⁴, en una estrategia de “comprar y retener”. Son los únicos participantes en el mercado insensibles al precio, pues con el fin de diversificar el riesgo asignan un porcentaje de sus portafolios a cada mercancía sin considerar el precio. Masters y White [2008] afirman que el mercado de futuros de materias primas es el único mercado que reúne a los participantes en el mercado físico y a los especuladores en derivados financieros vinculados a las materias primas en su forma física.

¹³ La cobertura mediante futuros (*hedging*) consiste en el establecimiento de una posición en el mercado de futuros opuesta a la tomada en los mercados en físicos. *Hedgers* son los intermediarios que realizan ese proceso (n. de la t.)

¹⁴ Posición larga, compradora o negra (*long position*) es la situación en la cual el agente tiene superávit de títulos en su cartera, pues ha realizado compras de títulos (posición compradora de futuros). Posición corta, vendedora o roja (*short position*) es la posición vendedora de futuros; el agente tiene déficit de títulos en su cartera, pues ha vendido títulos que no tiene (n. de la t.).

Antes de la década de los noventa, la regla del “inversionista prudente” prohibía a los planes de pensiones comprar contratos de futuros de materias primas [Masters y White 2008]. Fue el colapso del mercado accionario en 2000 y el descubrimiento de que el comportamiento de las materias primas no se correlacionaba con el comportamiento de las acciones, lo que llevó a creer que los contratos de futuros podían usarse para reducir el riesgo de portafolio. Esto es lo que permitió a Goldman Sachs y a otros indizadores lanzar exitosamente los futuros de materias primas como un nuevo tipo de activo para los inversionistas prudentes.

Para simplificar la asignación, el dinero administrado por lo general compra uno de los índices de futuros de materias primas; de ahí el término “especuladores de índice”¹⁵. Las materias primas relacionadas con la energía dominan los índices; el petróleo crudo representa el 51.4% y todos los productos relacionados con el petróleo, el 78.2%. Los mayores pesos de las materias primas agrícolas corresponden a maíz, soya y trigo; en el caso de los metales, a aluminio, cobre y oro. Como los contratos de futuros de materias primas no pagan ningún rendimiento, las ganancias derivan únicamente del incremento en el precio de los contratos. Por eso, la compra de un índice de futuros de materias primas es fundamentalmente una actividad especulativa.

La magnitud de los fondos de dinero administrado es gigantesca en relación a la de los mercados de futuros de materias primas [Masters 2008a]. Al examinar el “interés abierto”¹⁶ en 2002 y

¹⁵ Estrictamente hablando, los especuladores no “compran” el índice sino que más bien se abastecen por medio de subcontrataciones de su negociación de futuros en uno de los bancos de Wall Street, que trata de replicar uno de los índices comprando una canasta de contratos de futuros de materias primas con el mismo esquema de peso que el índice [Masters y White, 2008]. Se informa que entre el 85 y el 90% de los inversionistas institucionales entran al índice de swaps extrabursátil (OTC) con los bancos de Wall Street. Aproximadamente 70% de sus transacciones son manejadas por cuatro bancos: Goldman Sachs, Morgan Stanley, JPMorgan Chase, y Barclays. Estos cuatro representan alrededor de un 25% de todos los contratos de negociación de futuros de materias primas [Greenwich Associates, 2008; Masters y White, 2008].

¹⁶ Una medida del valor del dólar en las posiciones de contratos de futuros de materias primas que son mantenidos sólo de un día a otro (*overnight*).

2008, el valor del dólar en los contratos fue muchas veces mayor que el crecimiento de la demanda de las materias primas subyacentes. Mientras los especuladores de índice compraron más de la mitad de los contratos de futuros, los *hedgers* de materias primas físicas, compraron 20%. Es difícil no concluir que el especulador de índice domina sobre el *hedger* de materias primas físicas.

Lo que importa es que una vez que un fondo ha decidido destinar, digamos, 5% de sus inversiones a futuros de materias primas, permanece en éstas. Cuando el portafolio crece, el fondo sigue incrementando sus tenencias de índices de futuros de materias primas hasta alcanzar su meta. Cuando esta estrategia se impone, enormes volúmenes de dinero fluyen a estos índices, y por ende a los mercados de futuros de materias primas. Estas corrientes de fondos han llevado el precio de los futuros de materias primas cada vez más arriba. Además, como quienes negocian *swaps*¹⁷ compran más contratos, el precio del petróleo se eleva. El escenario es claro: la combinación de flujo de dinero administrado hacia los mercados de futuros y el precio *spot* de las materias primas es sorprendente, más corrientes de dinero conducen a precios más altos.

Los mercados de futuros desempeñan dos papeles esenciales: proteger ante el riesgo de precio y permitir el “descubrimiento del precio”. La producción de materias primas a menudo es local, pero el consumo final está más disperso geográficamente. Los precios de los futuros se pueden conseguir fácilmente y reflejan la oferta y demanda en tiempo real. De este modo, los mercados físicos de materias primas han venido a depender de los mercados de futuros como su principal fuente de información sobre el precio en los mercados nacional e internacional.

¹⁷ Un *swap* de materias primas es un contrato financiero de permuta de precios fijos por precios referidos a un índice, como forma de cobertura de riesgos entre productores y usuarios (n. de la t.).

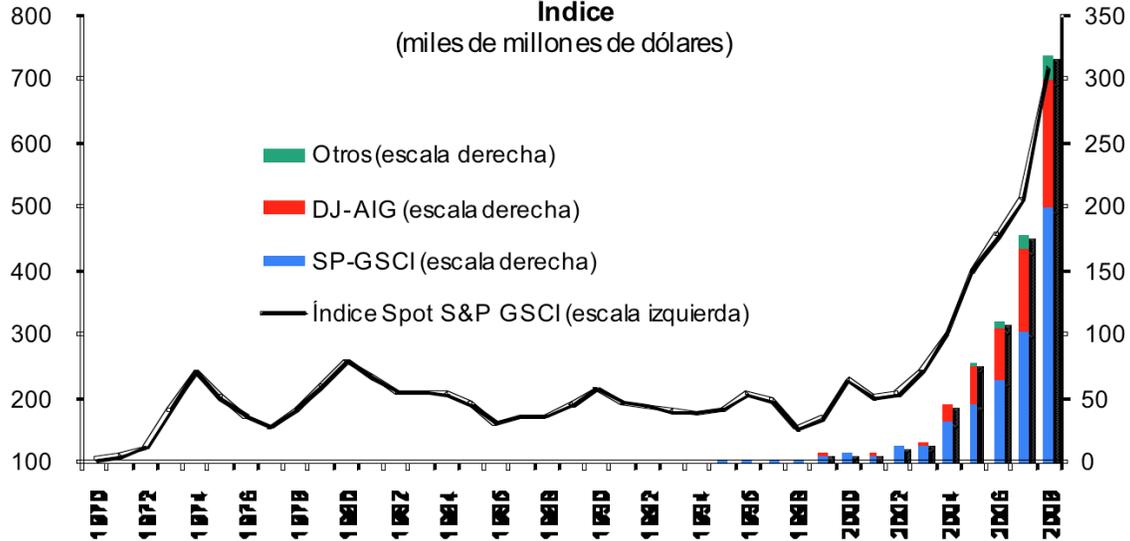
El uso de los mercados de futuros de materias primas ha eliminado las a veces grandes diferencias entre los precios en varios mercados regionales *spot* que existían antes de los años ochenta. Michael W. Masters [2008b] enfatiza que: “En el actual sistema, los cambios en los precios de las materias primas agrícolas y energéticas clave, se originan en los mercados de futuros y luego se transmiten directamente a los mercados *spot*”. Incluso el principal servicio de cotización del petróleo, Platts, señala que los precios *spot* se establecen con referencia a los precios de los futuros en NYMEX, señalamiento hecho también por la CFTC cuando expresa que uno de los dos servicios esenciales que desempeñan los mercados de futuros ¡es el descubrimiento del precio!

Esto no es lo que suele enseñarse en los textos de economía. Como se señaló antes, según la teoría tradicional, “las variables económicas fundamentales” determinan los precios *spot* mediante las fuerzas de oferta y demanda. Los precios de futuros son entonces iguales a los precios *spot* más los costos de transporte, menos el rendimiento convenido. Hay un margen de ganancia en las operaciones realizadas a futuro (*contango*): el precio de los futuros supera al precio *spot*, y los contratos se cotizan más alto cuanto más lejana sea la fecha de expiración. Sin embargo, este no es el caso en la mayoría de los mercados de materias primas. Los contratos de futuros que son ofrecidos por los *hedgers* comerciales exceden a la demanda, conduciendo a precios de futuros por debajo de los precios en efectivo, lo que John Maynard Keynes llamó “la prima natural que se paga por el atraso en la entrega” (*natural backwardation*) en los mercados de futuros de materias primas. Virtualmente todas las experiencias anteriores de auges de materias primas tuvieron esas características. Sin embargo, en el alza actual de precios, ha sucedido lo opuesto, ya que por lo general los futuros se han negociado sobre los *spot*, indicando que el mercado está bajo el dominio de la demanda especulativa.

La expectativa de precios de futuros continuamente al alza anima a mantener ofertas físicas fuera del mercado *spot*. Quienes están recibiendo suministros físicos tienen un incentivo para convertirlos en contratos de futuros con una fecha posterior de vencimiento. Ambas acciones sirven para elevar los precios *spot* dando inicio a una elevación de precios de futuros. Como los precios *spot* se establecen con referencia a los precios de los futuros, las variables fundamentales del mercado y las fuerzas de oferta y demanda no pueden ser los únicos determinantes de los precios *spot*. En realidad hay muy pequeña divergencia entre los precios *spot* del petróleo crudo y los precios de los futuros (gráfica 2). Aunque la teoría financiera enseña que el *contango* es la relación “natural”, “el premio natural que se paga por el atraso en la entrega” es normal para muchas materias primas. Eso induce a especuladores a comprar contratos de futuros (tomando posiciones largas), prometiendo la entrega posterior por los productores [Kregel, 2008].

Si los precios *spot* se establecen con referencia a los futuros, se provoca un auge especulativo, ya que el alza en el mercado *spot* valida las expectativas y por tanto estimula una mayor demanda por contratos de futuros. La gráfica 3 está sombreada para indicar los periodos de *contango* en los precios del petróleo crudo. Desde finales de 2004 a mediados de 2007, el petróleo estaba en *contango*, posibilidad que indica un auge especulativo. El flujo de

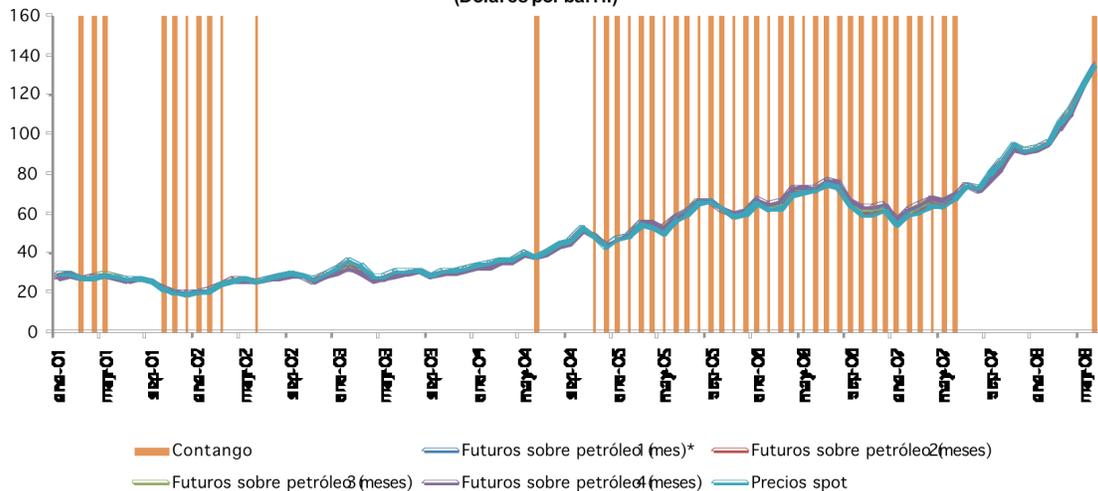
Gráfica 2
Índice de precios SPOT S&P GSCI vs Activos de Especuladores de Índice
 (miles de millones de dólares)



Fuente: Bloomberg, Goldman Sachs, CFTC Commitments of Traders CIT Supplement,
 Nota: Cálculos basados en los reportes de CFTC CO T/CIT

dinero administrado a los índices de futuros de materias primas creció en ese periodo, coincidiendo con el *contango* del petróleo (materias prima con mayor peso en los índices). En este periodo también el precio a futuro del petróleo empezó a subir rápido.

Gráfica 3
Precio Spot vs. Futuros sobre petróleo
 (Dólares por barril)



* Todos los precios se refieren al crudo ligero, Cushing, Oklahoma
 Fuente: Energy Information Administration

Los mercados de materias primas se desvían de manera sustancial del modelo perfectamente competitivo, lo que indica que los precios son administrados y no establecidos por las fuerzas fundamentales de la oferta y la demanda. No es coincidencia que los precios de los futuros se elevaran en los pasados cuatro años, a medida que enormes sumas de dinero administrado fluían a los mercados de futuros. Esto refuerza otros factores que han llevado hacia arriba los precios, incluyendo el rápido crecimiento en China e India, así como algunas restricciones de la oferta y la manipulación de inventarios. Las políticas gubernamentales (por ejemplo, las restricciones a la exportación y los incentivos al biocombustible) también influyeron. Se creó una tormenta perfecta, una en la cual casi todo el interés de los participantes consistía en obtener continuas ganancias en el precio.

La CFTC considera tres categorías de participantes en el mercado: comercial (históricamente alrededor del 50%); no comercial (35 o 40%) y no reportado (5 o 10%). “Comercial” supuestamente incluye a quienes tienen una relación con el mercado de físicos (por ejemplo, productores y compradores cubiertos contra el riesgo de precio, *price-hedging*) y excluye a especuladores. Sin embargo, la CFTC incluye en esta categoría a *dealers*¹⁸ en *swaps* (permutas), que son bancos que proporcionan derivados extrabursátiles (OTC). Por tanto, muchos compradores comerciales son especuladores de uno u otro tipo. La categoría no comercial se supone que comprende a especuladores –aquellos sin interés directo en las materias primas físicas- pero su número está subvaluado pues se excluyen los intermediarios en *swaps*. Es poco cuestionado el hecho de que la gran mayoría de las posiciones es mantenida por especuladores, y que las posiciones mantenidas por un solo intermediario pueden mover el mercado. Con posiciones tan grandes, es posible manipular el mercado.

¹⁸ Intermediarios que actúan como la parte principal en una transacción (n. de la t.)

Respuestas de política económica

Si los especuladores de índice han ayudado a alimentar un auge en el precio de las materias primas, cuya amplitud no tiene precedente, ¿debería reaccionar la política económica?, de ser así ¿cómo?

En la medida en que los especuladores de índice ayudan a elevar los precios *spot* de las materias primas que luego incrementan las presiones sobre los precios de productores y consumidores, el intento colectivo por protegerse contra la inflación realmente acelera ésta. Y por supuesto, en la medida en que los especuladores de índice provocan la elevación continua del precio de las materias primas, los usuarios de materias primas en realidad no pueden compensar una exposición al riesgo tomando la posición contraria (*hedging*).

También vale la pena pensar en el final del auge especulativo, cuando se desploman las grandes corrientes de dinero administrado. De pronto, la liquidez a la cual han estado acostumbrados los productores de materias primas empieza a agotarse. Entonces se registra un fuerte cambio en los precios, conforme el mercado revierte la prima natural que se paga por el atraso en la entrega (por ejemplo, el precio del petróleo llegó a 147 dólares por barril a mediados de julio de 2008, pero un mes después había caído por debajo de los 115 dólares), y los productores, que habían hecho planes de negocios con base en los incrementos de precios, no pueden hacerlo debido a los precios declinantes de las materias primas. La Ley de Negociación de materias primas de 1935 exige controlar la especulación y asegurar que las negociaciones funcionen para proporcionar un mercado a las materias primas físicas. La legislación también exime a la protección (*hedging*) legítima de tales restricciones. Claramente, se ha ido lejos, demasiado lejos, de las intenciones del Congreso de

EU, financierizando los mercados de materias primas, donde a los participantes dominantes en los mercados de futuros no les interesan las materias físicas subyacentes.

La noción de que “la oferta y la demanda” asignan de manera eficiente los recursos mediante el sistema de precios tiene poca aplicación en el capitalismo administrador del dinero en que vivimos hoy en día, en el cual los activos se compran con dinero apalancado y pensando en que los precios aumenten, y no en satisfacer las demandas de consumo. Ningún juicioso encargado de la política económica, permitiría a los especuladores comprar la cura para el cáncer sólo para almacenarla, ni permitiría, ni mucho menos alentaría, a los administradores del dinero a estimular la inflación, depreciar la moneda, provocar hambre y desempleo, llevando los precios de las materias primas fuera del alcance de los consumidores.

Es imperativo ampliar la misión de la CFTC de manera que pueda cumplir el principal objetivo de la originaria Ley de Intercambio de Materias Primas: limitar los efectos de la especulación sobre los precios de las materias primas. Esto debería incluir regular más el mercado eliminando los agujeros. Reglas similares, regulaciones y vigilancia deberían aplicarse a todos los participantes. La CFTC debe restablecer y hacer cumplir los límites de posición¹⁹. En emergencias (como un auge eufórico), deberían elevarse los requisitos de margen para compras. La agencia debería también publicar datos sobre los participantes en los mercados de futuros para ayudar a distinguir entre *hedgers*, especuladores y especuladores de índice. Una mayor transparencia permitiría no sólo una mejor política económica, sino que también ayudaría a

¹⁹ Sorprende el hecho de que la CFTC haya adoptado el punto de vista contrario: “En general, los límites de posición no son necesarios para los mercados donde la manipulación del mercado no existe o es muy baja” (www.cftc.gov/industryoversight/marketsurveillance/speculativelimits.html#P8_883). Y refleja la interpretación errónea de la comisión de que únicamente la manipulación –no la especulación– representa una amenaza digna de supervisión.

proteger a los mercados de la manipulación. La CFTC debe también trabajar más estrechamente con los reguladores de otros países para que haya una mayor uniformidad de las prácticas. Para cumplir con todo esto, su presupuesto debe incrementarse y las futuras necesidades de financiamiento deben ir al mismo ritmo que el crecimiento de los mercados.

Si, como este trabajo concluye, los especuladores dominan los mercados de futuros, el Congreso debería considerar los costos y beneficios de permitir a los especuladores de índice perseguir estrategias de “comprar y retener”. Si el Congreso encuentra que el interés público es amenazado por la especulación de índice, entonces conviene prohibir las estrategias que reproducen el índice de materias primas. Masters y White [2008] son partidarios de que la regla del inversionista prudente explícitamente prohíba la inversión de pensiones en materias primas y que se impongan a los especuladores de índice reglas de “lo único que puede hacerse es liquidarlos”, de tal manera que quedarían prohibidas ulteriores compras de contratos de futuros de materias primas para evitar una rápida puesta en liquidación.

El Congreso también necesita considerar qué hacer para amortiguar el inminente colapso del mercado de materias primas. Es demasiado fácil decir que el gobierno debe permanecer al margen y permitir que el mercado castigue a los torpes especuladores. Los tenedores de contratos de futuros no pueden ser refinanciados excepto en caso de pérdidas catastróficas que incluyan nuestros fondos de pensiones, bancos y los fondos de inversión libre. Más aun, en la medida en que los precios de los futuros afecten los precios *spot*, los productores de materias primas agrícolas serán devastados y los oferentes de energía alternativa, dañados por los declinantes precios del petróleo crudo. Para ayudar a aliviar el desastre, el Congreso necesita pensar en elevar la ayuda alimentaria global en 2009, comprando producción agrícola para

ayudar a los agricultores de EU a enfrentar los precios en picada, y repartir esa producción entre los hambrientos del mundo. Los consumidores estadounidenses necesitan que se aligere su gasto en pago de energía; esto puede lograrse distribuyendo cheques cuya denominación podría ser bonificación de impuestos o estímulo fiscal, según lo que sea políticamente más agradable. Esto ayudará a reactivar la economía de EU. Los productores de ese país –en especial de energía alternativa- también necesitan protección temporal ante la caída en los precios de las materias primas. Serán necesarios más subsidios para energía eólica, solar y geotérmica.

El sector financiero de EU, y el mundial, seguirá tambaleándose a causa de la crisis que se inició con las hipotecas *subprime*. Los fondos de pensiones se verán amenazados, al igual que la solvencia de la Corporación Federal Aseguradora de Depósitos (Federal Deposit Insurance Corporation, FDIC). El Congreso tendrá que caminar sobre una fina línea entre permitir el sufrimiento de quienes lo merecen y hacer un rescate pragmático para evitar en lo posible los costos sociales derivados de los fracasos en una difícil recuperación. Los rescates serán necesarios pero deben establecerse condiciones en la forma de reglas restrictivas.

Quienes deciden la política económica deben tomar la iniciativa de determinar tipos adecuados de activos –que pueden y deben ser financiarizados- para nuestros fondos protegidos. Los senadores Joseph I. Lieberman, Susan Collins y María Cantwell presentaron la iniciativa de la Ley de Reforma de la Especulación con Materias primas, de carácter bipartidista, el 10 de julio de 2008, para enmendar la Ley de Negociación de Materias Primas (Commodity Exchange Act). Dicha ley cumpliría varios de los objetivos delineados anteriormente [Lieberman, 2008]. Desafortunadamente, la legislación no considera el problema más grave que es la propensión del dinero administrado a desestabilizar un mercado

tras otro. La conveniencia de garantizar y promover el crecimiento del dinero administrado es una cuestión que necesita abordarse, pero que tendrá que esperar una nueva administración y un nuevo Congreso.

Bibliografía

- CFTC [2008a], “Interagency Task Force on Commodity Markets Releases Interim Report on Crude Oil”, July 22.
- ____ [2008b], “CFTC Releases Staff Report on Swap Dealers and Index Traders”, Press Release No. 5542-08, September 11.
- Davis, A. [2008], “Speculator’ in Oil Market Is Key Player in Real Sector”, *The Wall Street Journal*, August 20.
- Eckaus, R.S. [2008], “The Oil Price Really Is a Speculative Bubble.” Manuscript 08-007, Cambridge, Mass.: Center for Energy and Environmental Policy Research, Massachusetts Institute of Technology, June.
- Engdahl, F.W. [2008], “Perhaps 60% of Today’s Oil Price Is Pure Speculation”, Centre for Research on Globalization, May 2. www.globalresearch.ca/index.php?context=va&aid=8878.
- Greenwich Associates [2008], “Global Commodities Boom: Companies Turn to Top Derivatives Dealers for Help in Hedging”, May 13. www.grenwih.com/.
- Gros, D. [2008], “The China Bubble Fuelling Record Oil Prices”, *Financial Times*, July 9.
- Kregel, J. [2008], Background paper, “Temas sistémicos, consulta regional preparatoria de la conferencia internacional de seguimiento sobre la financiación para el desarrollo encargada de examinar la aplicación del consenso de Monterrey”, Conference, Economic Commission for Latin America and the Caribbean, Santo Domingo, Dominican Republic, June 12.
- Lieberman, J. I. [2008], “Stop Excessive Energy Speculation Act. Floor Statement of Senator Joseph I. Lieberman”, *Congressional Record*. July 23.
- Lobsenz, G. [2008]. “Chief CFTC Enforcer Jumps to Law Firm Representing Swaps Group”, *The Energy Daily*, July 10.
- Lukken, W. L. [2008a], “Summary of Major Points in Written Testimony of Acting Chairman Walter Lukken Before the House Committee on Energy and Commerce, Subcommittee on Oversight and Investigations”, 110th Cong., 2nd sess., June 23.
- ____ [2008b]. “Statement of Acting Chairman Walter L. Lukken.” U.S. Commodity Futures Trading Commission. July 24.
- Masters, M. W. [2008a], “Testimony of Michael W. Masters, Managing Member/Portfolio Manager, Masters Capital Management, LLC, before the Permanent Committee on Homeland Security and Governmental Affairs, United States Senate”, 110th Cong., 2nd sess., May 20.
- ____ [2008b], “Testimony of Michael W. Masters, Managing Member/Portfolio Manager, Masters Capital Management, LLC, before the Committee on

- Homeland Security and Governmental Affairs, United States Senate”, 110th Cong., 2nd sess., June 24.
- Masters, M. W., and A. K. White [2008], “The Accidental Hunt Brothers: How Institutional Investors Are Driving Up Food and Energy Prices”, The Accidental Hunt Brothers Blog, special report posted July 31.
 - Mufson, S. [2008], “Siphoning Off Corn to Fuel Our Cars”, *The Washington Post*, April 30.
 - Pimentel, D. [2008]. “Corn Can’t Save Us”, *The St. Louis Post-Dispatch*, March 18.
 - Steinberg, S. [2008], “Financial Speculators Reap Profits from Global Hunger”, Centre for Research on Globalization. www.globalresearch.ca/printarticle.php?articleId=8794.
 - Stupak, B. [2007], “Statement of Chairman Bart Stupak, Subcommittee on Oversight and Investigations, Energy Speculation: Is Greater Regulation Necessary to Stop Price Manipulation?” Committee on Energy and Commerce, U.S. House of Representatives, 110th Cong., 1st sess., December 12.
 - Talley, I. [2008], “Inspector General Probing CFTC-led Task Force Report—Source”, Dow Jones Newswires, August 27.
 - Veneroso, F. [2007], “U.S. Economy. Financial Crisis: on the Prospect of a Second Wave; The Greatest Commodity Bubble of Them All, Born of the Leverage from Derivatives; Its Bursting Will Add to Financial Crisis”, *Veneroso’s View*, December 11.
 - _____. [2008a], “Global Strategic Outlook: Commodity Comment”, *Veneroso’s View*, April 1.
 - _____. [2008b], “Financial Crisis: On the prospect of a Second Wave of Copper: A Commodity Calamity to Come; Speculation to the Point of Manipulation in Base Metals”, *Veneroso’s View*, April 28.
 - _____. [2008c], “Commodities: The Manipulation-Not Speculation -Debate: Has Justice Provided the Answer?” *Veneroso’s View*, May 12.
 - _____. [2008d], “Commodities: The Energy Manipulation Issue Heating Up”, *Veneroso’s View*, June 10.
 - Wray, L. R. [2008], *Financial Markets Meltdown: What Can We Learn from Minsky?* Public Policy Brief No. 94. Annandale-on-Hudson, N.Y.: The Levy Economics Institute. April.

Fecha de recibido: octubre 2008

Fecha de aprobación: abril 2009