



Profesor: Gustavo Lagos, Ph.D.  
University of Leeds, Inglaterra.

# Vuelta a los ciclos de precio

Atrás quedó el superciclo...

¿Qué pasó en este último año para explicar la fuerte caída del precio del cobre y de muchos otros *commodities*? Dos elementos: el sinceramiento de lo que ocurre en China y la caída de los costos.

## EL INCONFESABLE PRECIO DEL COBRE

Hace un año publicaba en estas páginas que el precio del cobre esperado por diversas instituciones mundiales expertas para 2019 era desde 350 a 400 c/lb, mientras que ahora dichas proyecciones son desde 220 a 320 c/lb. La brecha entre menores y mayores predicciones aumentó al doble, denotando mayor incertidumbre.

Una vez más, la realidad ha demostrado que las proyecciones de precio son inciertas y también que siempre es difícil aceptar que vienen tiempos peores. Desde mayo el precio del cobre y de muchos otros *commodities* viene reduciéndose sistemáticamente, y ello se hizo más patente en julio con los sucesos en China.

¿Qué pasó en este último año para explicar la fuerte caída del precio del cobre y de muchos otros *commodities*? Dos elementos.

## SINCERAMIENTO DEL CRECIMIENTO DE CHINA

El factor más importante en la caída del precio fue la menor expectativa de crecimiento de China, evidenciada por la corrida de la Bolsa de

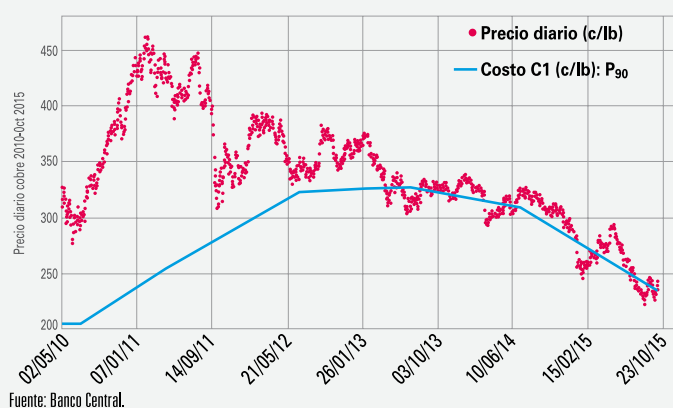
Valores de Shanghai a partir de julio 2015, en que esta perdió todo el valor ganado en el año (cerca de 80%) y más. Ni los diarios financieros del mundo se explicaban inicialmente qué estaba pasando. El Banco Mundial, Goldman Sachs y la empresa Commodities Research Unit (CRU) publicaron a mediados de julio las menores expectativas de precio futuro para varios *commodities*, entre ellos el cobre, pero se barajaban varias hipótesis explicando este fenómeno. Ello demuestra lo poco que conocemos cómo funciona China.

Lo que arrojó mayor claridad fue la estimación a fines de julio de Consensus Forecast, una empresa privada que mide y proyecta el crecimiento de los países del mundo, que indicaba que la economía china había crecido este año un punto y medio porcentual menos que lo indicado por las cifras oficiales.

Durante la segunda mitad de julio y en medio de la caída de la bolsa de Shanghai, el gobierno chino intentó varias medidas que mostraron al mundo que no sabía qué hacer. Cundió el pánico en las bolsas mundiales y comenzó a emerger más evidencia de lo que estaba pasando.

El Banco Central de China

## PRECIO DIARIO DEL COBRE Y LÍNEA DEL PERCENTIL 90 DE COSTOS OPERACIONALES (C1) DE LA INDUSTRIA



Fuente: Banco Central.

bajó la tasa de interés en un pequeño porcentaje a mediados de agosto y, a pesar de que las importaciones bajaron ese mes 14,3%, ello detuvo, al menos hasta ahora, la baja de los *commodities*. Poco después ofreció vender al sector privado una parte minoritaria de empresas estatales en el sector infraestructura, pero esta oferta no tuvo acogida. Según informaba The Economist en agosto, dichas empresas lograban un 3,7% de retorno sobre los activos, lo que no pagaba siquiera el costo de capital, mientras que las firmas privadas, fundamentalmente manufactureras,

tenían un retorno de 9%. Estas son las responsables de las exportaciones, las que siguen aumentando, llegando a 14,4% de las exportaciones mundiales en junio.

Las firmas estatales han invertido un tercio del capital en China, encabezando el modelo de crecimiento basado en la inversión, pero la deficiente adjudicación de inversión (elefantes blancos) junto con la corrupción la tienen en la posición actual.

El modelo basado en la inversión surgió como una respuesta a la crisis financiera global de 2008, pero introdujo fuertes desequilibrios en la

economía china la que tenía en 2014 una deuda bruta total de 282% del PIB. Pasar de una economía basada en la inversión a una en el consumo interno es complejo, y ningún país ha logrado hacerlo sin incurrir en una crisis económica profunda.

En definitiva, el gobierno chino tiene poderosos instrumentos para sortear esta transición exitosamente, pero habrá que esperar para ver si lo pueden lograr.

## LA CAÍDA DE LOS COSTOS

El segundo factor clave en la caída del precio es que, ante la reducción de la demanda global por *commodities*, los costos han caído significativamente desde 2013.

Una regla clave en la industria del cobre y algunos otros minerales durante los ciclos bajos es que el precio se sitúa en el percentil 90 de la curva de costos de la industria, señalando que las empresas que están en el 10% superior deberían salir del mercado.

Dicha curva contiene de menor a mayor el costo de producción de cada productor en la ordenada, y en la abscisa representa la pro-

ducción acumulada de estos hasta llegar a la capacidad de la industria. El percentil 90 (P90) corresponde al costo de operación asociado al 90% de la producción acumulada.

En los ciclos altos, los costos siguen al precio en el corto plazo, aunque lo hacen en menor medida que el precio y con un desfase en el tiempo.

En los ciclos bajos, como el actual, el precio y los costos interactúan intensamente, y se dice que el costo "sostiene" al precio, como se muestra en la Figura 1. Ello ocurre porque junto al precio del cobre caen los precios de otros *commodities* utilizados en la producción de cobre, tales como el petróleo, el carbón, el gas natural, el hierro y otros. También cae el precio de los servicios y bienes para la minería, incluidos los equipos y repuestos.

Esta interacción tiene fuerte implicancia en la relación que existe entre el precio de los diversos *commodities* en ciclos bajos.

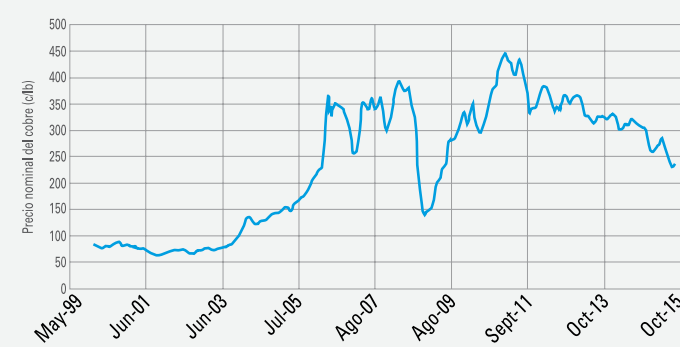
La Figura 1 muestra el precio diario del cobre y el percentil 90 de los costos de operación (c1) de la industria global del cobre desde 2010 hasta 2015, según datos de Wood Mackenzie y de Goldman Sachs.

## MAYORES PRECIOS DESDE 2018 O 2019 (SI CHINA NO DICE OTRA COSA)

El superciclo ya es pasado, ahora vienen nuevamente los ciclos. En la Figura 2 se aprecia que el precio del cobre comenzó una declinación sistemática que lleva ya cuatro años y que comenzó en 2011 con la crisis económica europea. No hay elementos que hagan presagiar que dicha declinación podría revertirse, por un nuevo auge de la demanda. De no haber una recesión en China, habría un ciclo de altos precios de varios *commodities*, incluyendo el cobre, el cinc, el níquel, el hierro, y otros, generado por falta de oferta. Este ciclo comenzaría entre 2018 y 2020, dependiendo de lo que experimente China en estos años.

Los ciclos generados por falta de oferta no abundan históricamente y se caracterizan porque van acompañados por un alza moderada de los costos, ya que afectan algunos *commodities* y no a toda la economía mundial. Desde esta perspectiva, ello

## PRECIO NOMINAL MENSUAL DEL COBRE

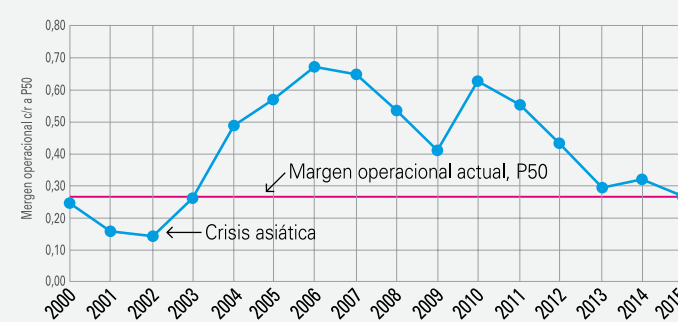


provee la oportunidad de remontar los márgenes de ganancia de las empresas sustantivamente.

La Figura 3 muestra el margen operacional (utilidad operacional dividida por las ventas) de las empresas situadas en el percentil 50 (P50) de los costos operacionales de la industria del cobre. Se aprecia que el máximo se produjo en 2006,

a pesar de que dicho precio fue bien inferior al de 2011. Ello respondió al alza de los costos desde 2004 hasta 2013. En la Figura 3 vemos que el nivel de utilidades de la industria en 2014 era muy inferior al de 2004, cuando comenzó el superciclo, y vemos que en la profundidad de una crisis como la asiática (1997-2003) los márgenes pueden bajar mucho más

## MARGEN OPERACIONAL DEL PERCENTIL 50 DE LA INDUSTRIA DEL COBRE



que en la actualidad.

El margen operacional debe ser suficiente para pagar las deudas, una parte de la inversión y las utilidades. Obviamente, márgenes de 28% como los actuales para P50 en la industria minera no son suficientes para solventar todas estas obligaciones, y por ello las empresas, incluso las más sólidas como BHP y Rio Tinto, podrían conge-

lar los dividendos y vender activos.

## EN LOS CICLOS BAJOS

Durante los ciclos bajos pasa todo lo que no pasa en los ciclos altos. Se mira el futuro con mucha mayor atención, se rehacen las estrategias y se adoptan las decisiones más importantes para el futuro. Se eleva la

productividad y bajan los costos, se modera la producción eliminando las minas y procesos de alto costo, y también subiendo las leyes de corte de la extracción (aquella bajo la que se envía el material a botaderos, y por sobre la cual el material se envía a la planta).

Cuando las crisis son muy profundas y duraderas, pueden venir reestructuraciones completas de las empresas, al estilo de lo que ocurrió con la industria de los Estados Unidos en los 80, que cerró casi entera y después volvió a abrir con nueva tecnología ambientalmente amigable y costos competitivos. Las oportunidades de innovación están mucho más presentes en los ciclos bajos que en los altos. Por ello es hora de aprovechar las oportunidades de este ciclo bajo, que son muchas.

Próxima publicación de este curso: sábado 31 de octubre.

AVISO  
4X6

\\PRODUCCION5\DIARIO\EEMER\  
SUPLEEEMER\CLASE EJECUTIVA  
2015\ 17 10 2015