Dos reglas para invertir en cobre

Gustavo Lagos
Profesor UC

Publicado el 21-12-17 en Economía y Negocios de El Mercurio

Destacado

Hay dos lógicas principales para decidir inversiones mineras a nivel global. La primera es construir la mina "más rentable". La segunda es "marcar territorio". Cualquiera de las dos lógicas requiere que el mercado este en alza o se crea que esté en alza. La segunda lógica indica que ni siquiera las mega empresas tienen acceso al próximo mejor proyecto del mundo, y por ello privilegian los proyectos que tienen a mano siempre que tengan una rentabilidad mínima, y que les permita mantener o aumentar el "territorio" ganado en el mercado global.

Columna

Hay dos lógicas principales para decidir inversiones mineras a nivel global. La primera es construir la mina "más rentable". La segunda es "marcar territorio". La primera lógica dice que las inversiones mineras que deben ir adelante primero corresponden a los proyectos de menor costo o mayor rentabilidad en el mundo. La segunda regla es "marcar territorio", ocupando espacio limitado que proporciona el mercado, y, consecuentemente, disuadiendo a terceros a no realizar inversiones para ocupar el mismo espacio.

Cualquiera de las dos lógicas requiere que el mercado este en alza o se crea que esté en alza. Muy pocas empresas invierten cuando hay ciclos bajos, ya que hay poca generación de "cash" pero también porque los inversionistas colocan su plata en instrumentos de renta fija cuando el riesgo es alto.

La primera lógica dice que las inversiones mineras de cobre, de oro y de otros metales, que deben ir adelante primero corresponden a los proyectos de menor costo en el mundo, es decir de aquellos que obtendrían la mayor rentabilidad. Por ello, se ha desarrollado modelos matemáticos que ordenan todos los proyectos mineros del mundo colocando en primer lugar los de menor costo y al final los de mayor costo. Ello requiere bases de datos masivas, las que afortunadamente están disponibles, eso a si a un alto costo.

La forma de comparar los proyectos de cobre existentes en el mundo en la actualidad es asignar la misma rentabilidad a todos, y que los proyectos se diferencien solamente por el precio que requieren para entrar en producción. Los que necesitan menor precio debiesen entrar antes en producción porque son más rentables.

Hasta aquí las cosas suenan bien, pero, **¿funcionan así en la realidad? La respuesta es no**, porque ni siquiera las mega empresas tienen acceso al próximo mejor proyecto del

mundo. Entonces privilegian los proyectos a su disposición que estén listos para partir, que tengan una rentabilidad mínima, y que les permita mantener o aumentar el "territorio" ganado en el mercado global.

Las grandes empresas mineras, como Codelco, por ejemplo, pueden invertir solo en el puñado de proyectos de los cuales son dueños. En el caso de Codelco estos son extraordinarios yacimientos por su calidad y tamaño, pero hay proyectos mineros de cobre en el mundo que son de menores costos que los de Codelco. La decisión de Codelco en ir adelante con Chuquicamata subterráneo, por ejemplo, se tomó porque era necesario renovar en el largo plazo la capacidad productiva de cobre de esta empresa, la que de otra manera habría sido ocupada por otras empresas. También se tomó porque era un proyecto económicamente robusto.

Entonces, mantener o aumentar la fracción de producción en un mercado es una decisión estratégica. Este comportamiento representaría más de la mitad de las decisiones de inversión en el mundo.

Ejemplos hay muchos: recientemente BHP decidió construir Spence a pesar que tendría indicadores de rentabilidad inferiores a otros proyectos en el mundo. Pero BHP no tenía proyectos de esta envergadura listos para partir en otros países, y decidió aumentar su fracción en el mercado del cobre. Otro factor que habría pesado es que el cierre de la mina de óxidos era costoso y ahora que se hará el proyecto hipógeno de Spence no es necesario cerrar el de óxidos – las instalaciones antiguas coexisten con las nuevas. Además, continuar operaciones en Antofagasta implicaba aprovechar fuertes sinergias con Escondida y con Cerro Colorado.

Otro ejemplo es Sierra Gorda, que al momento de decidir la inversión parecía un proyecto bastante robusto, aunque cuando bajó el precio del molibdeno dejó de serlo. La empresa polaca KGMH se dio como estrategia crecer en el mercado y por ello invirtió en lo mejor que pudo conseguir. Centinela y Antucoya son dos ejemplos del grupo AMSA, en que al decidir invertir ocuparon una fracción no menor del mercado, y a la vez potenciaron una zona en donde tienen muchas sinergias. AMSA, a diferencia de KGMH había explorado desde hace años los yacimientos de Centinela y Antucoya.

Más atrás en el pasado (comenzó producción en 1997) está Lomas Bayas, construida por Westmin Resources empresa canadiense, a pesar que las leyes de cobre eran en esa época las menores del país. Esta mina debió ser manejada con destreza para obtener rentabilidad, la que fue siempre discreta. Y los que compraron la mina después eran empresas pobres en yacimientos de cobre en esa época. Boliden en 1998 y Falconbridge en 2001. En 2006 XStrata compró Falconbridge y heredó Lomas Bayas. Lo mismo le ocurrió a Glencore cuando compro XStrata en 2013.

En 1994 Codelco vendió el 51% de El Abra a Cyprus Minerals de los Estados Unidos en el doble del precio que el segundo oferente. ¿Por qué Cyprus pagó tanto por El Abra?

Porque se estaba quedando sin yacimientos de cobre y necesitaba mantener una fracción del mercado para que el valor de su acción pudiera crecer.

Y antes, durante el cartel del Cipec (1968-1988), del cual Chile era miembro, esta organización decretó en varias ocasiones la rebaja de las cuotas de producción de sus miembros con objeto de elevar el precio. ¿Qué hizo Codelco? Lo contrario, invirtió en nueva producción para llegar a ser posteriormente el mayor productor de cobre del mundo. Es decir, se apropió de mayor territorio en el mercado.

Entonces, la estrategia principal de crecimiento de la industria es bien primitiva, pero muy efectiva: marcar territorio, al igual como lo hacen muchas especies animales y los mismos humanos.

Ahora, hay también muchas excepciones que usan la regla de "la más rentable". Por ejemplo, La Escondida, Collahuasi, y Los Pelambres decidieron sus grandes inversiones cuando estos yacimientos estaban entre los más rentables del mundo. También lo era Oyu Tolgoi en Mongolia cuando Rio Tinto decidió invertir en 2008 y Grasberg en Indonesia cuando Freeport decidió la inversión a fines de la década de los 60. ¿Cómo pudieron llegar estas empresas a tener concesiones en esos yacimientos? Por una combinación de esfuerzos en exploración y en adquisiciones en etapas tempranas de la exploración.

Por supuesto que estas no son las únicas dos reglas para invertir. Hay numerosas otras que son necesarias, pero anteriores. Entre estas otras reglas hay que mencionar: que el proyecto esté listo para partir y cuente con todos sus permisos ambientales, con los terrenos y concesiones, con la energía y agua que requerirá, con los caminos, con trabajadores y profesionales especializados, con capital propio y acceso a nuevo capital, con normas claras, con impuestos razonables, y con riesgo político conocido y aceptable.

Y, finalmente, pero de importancia crucial, el proyecto debiese contar con el apoyo de la población local y no tener recursos ante la Justicia o de carácter administrativo.

La segunda regla de "ocupación de territorio" es la que permite mantener la esperanza que la inversión minera seguirá fluyendo en los próximos años en Chile, ya que el país tiene una serie importante de proyectos nuevos, pero la gran mayoría de ellos tienen costos que están lejos de ser los más bajos del mundo.