

Ficha Técnica: Evolución Precios *Commodities* y Clasificación de Riesgo

¿Precios en sus promedios históricos o niveles excepcionalmente bajos?

El proceso de clasificación de riesgo tiene un enfoque de largo plazo, sin perjuicio de monitorear constantemente la liquidez de las sociedades. Dado este contexto, cuando se evalúan empresas de productos *commodities*, es fácil prever que en un lapso de 20 años, por ejemplo, los emisores enfrentarán ciclos de precios elevados, medianos y bajos. Por lo tanto, cambios en el nivel de precios no deben, necesariamente, llevar a una modificación en el *rating* de las compañías. La categoría de riesgo refleja la capacidad de un emisor para enfrentar entornos adversos, pero no indica que la empresa está exenta de situaciones que reducirán sus excedentes (por cuanto ello es casi imposible).

Una mejor clasificación de riesgo es consistente con una mayor fortaleza estructural de un emisor para soportar precios bajos. Ejemplificado, dos mineras, una clasificada en AA y otra en BBB, no implica que la segunda enfrente una reducción más pronunciada en los precios, sino que, ante una misma variación negativa del valor del producto, la primera vería menos presionados sus flujos para el pago de su deuda (la medición es en relación con las obligaciones).

Dicho lo anterior, la reciente corrección a la baja de los precios de los *commodities* no necesariamente significa un ajuste en la clasificación de riesgo; toda vez que los precios, en términos reales, no se encuentran en sus mínimos históricos.

Introducción

En los años recientes la economía global experimentó un ciclo sin precedentes de incrementos en los precios de diversos *commodities*, seguido por una corrección a la baja, la cual ha sorprendido igualmente por su magnitud y velocidad.

Este ciclo, ha significado, por una parte, efectos a nivel macroeconómico en aquellos países dependientes del comercio de *commodities*, entre ellos, Chile; así como ha significado, por otra parte, ajustes a nivel de las empresas, cuyos resultados se ven influidos durante el ciclo de precios. En efecto, durante su fase alcista, las firmas productoras de *commodities* registraron resultados financieros positivos, en tanto que, en la fase a la baja en los precios, sus resultados se resintieron.

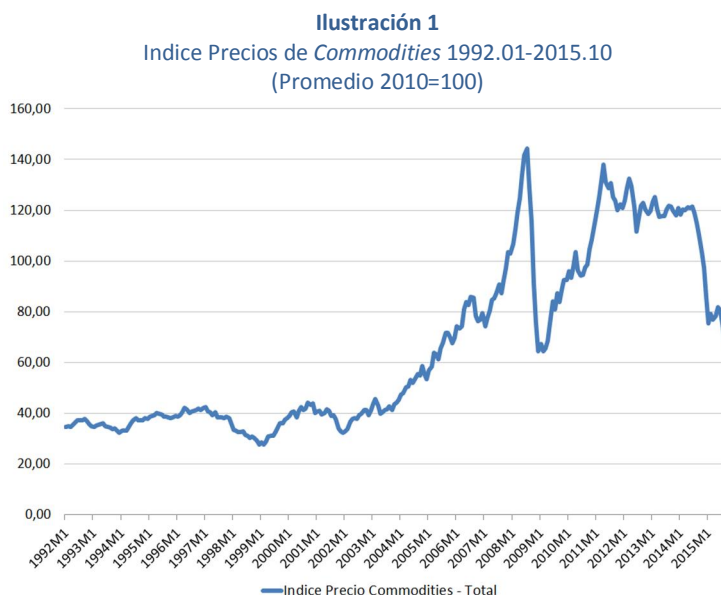
De esta manera, es posible preguntarse si estas oscilaciones de precios, y en especial su reciente baja, debieran traducirse en cambios (reducciones) en las clasificaciones de riesgo. Al respecto, la presente ficha técnica tiene por objeto presentar, desde un punto de vista de largo plazo, la trayectoria que han exhibido los principales *commodities*. El uso de una serie de tiempo extensa permite establecer, desde una perspectiva histórica, el nivel actual de precios de estos bienes.

Índices Agregados de Precios de *Commodities*

Para apreciar el comportamiento de los precios durante un período de más de veinte años, la **Ilustración 1** muestra el índice global de precios de *commodities*, reportado por el FMI, para el período enero 1992 - octubre 2015. En dicho gráfico, se aprecia que, en términos reales, los precios de los *commodities* se mantuvieron estables entre los años 1992 y 2004. Con posterioridad, comenzó una marcada tendencia alcista, que llegó a su *peak* en julio de 2008. La posterior crisis *subprime* significó una brusca corrección a la baja de los precios durante el segundo semestre de 2008. A partir de 2009 se inicia un nuevo ciclo de precios crecientes, hasta llegar, durante abril de 2011, a niveles levemente inferiores al anterior *peak*. Desde esa fecha hasta junio de 2014 los precios se mantuvieron relativamente estables, para, posteriormente, iniciar una rápida corrección a la baja, que se mantiene hasta el cierre estadístico de esta ficha técnica.

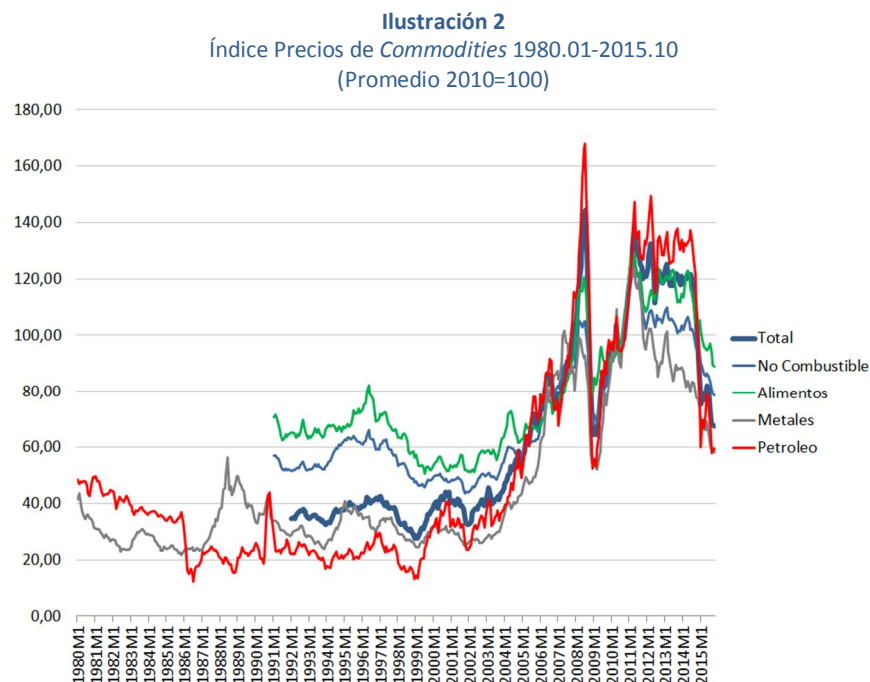
Las razones de estas oscilaciones serían la confluencia de shocks tanto a la demanda como a la oferta de los *commodities*. La literatura señala las siguientes como las razones más importantes: la variación en la actividad económica en distintas zonas del mundo (China, Europa, USA y países emergentes), oscilaciones en los tipos de cambio y tasas de interés, conflictos geopolíticos, etc.

Con todo, la Ilustración 1 muestra que, a pesar de las correcciones de precios, el actual nivel no se encuentra en sus márgenes mínimos, alcanzados a fines de la década de los noventa.



La Ilustración 2 presenta la trayectoria de los subíndices “No Combustible”, “Alimentos”, “Metales” y “Petróleo”. En ella se aprecia que las series presentan una evolución similar, vale decir, un fuerte incremento a partir de la segunda mitad de la década pasada, seguido por una corrección a partir de la crisis *subprime*, con una recuperación y mantención de los precios durante los primeros años de la presente década, con una corrección a partir de mediados de

2014. Nuevamente, además, los recientes precios no corresponden al mínimo exhibido a fines de los años noventa.



El coeficiente de correlación entre los índices de precios que se presenta en la Tabla 1 muestra que el comovimiento de estos índices alcanza valores significativos, superando -a excepción de la correlación entre metales y alimentos- niveles de 0,9.

Tabla 1
Coeficientes de Correlación, Índices de Precios de *Commodities*
1980.01-2015.10

	Índice Global	No combustible	Alimentos	Metales	Petróleo
Índice Global	1,00				
No combustible	0,96	1,00			
Alimentos	0,94	0,97	1,00		
Metales	0,95	0,97	0,89	1,00	
Petróleo	0,99	0,93	0,90	0,91	1,00

Evolución de Precios de *Commodities*

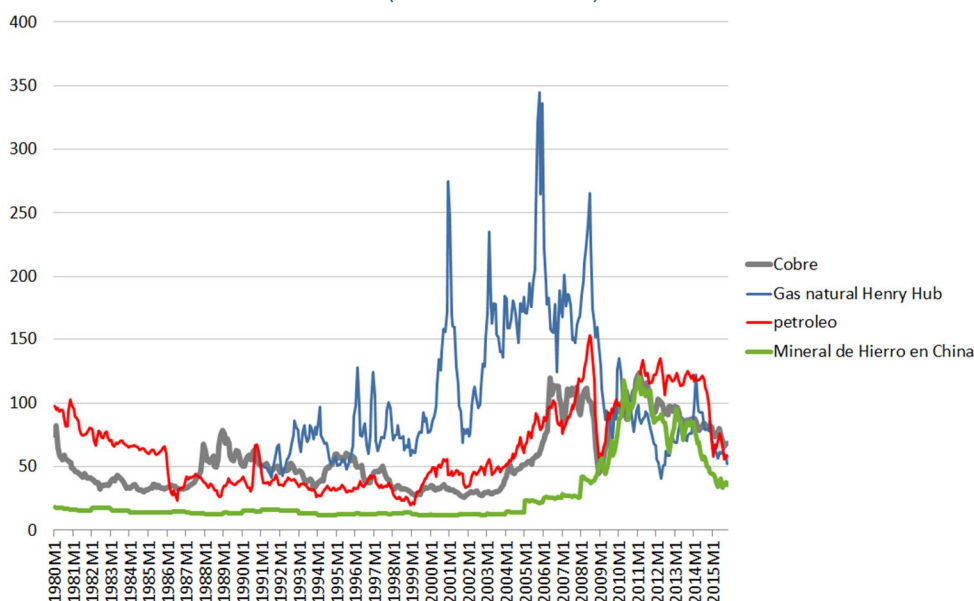
Como se dijo, las variaciones de precios de *commodities* inciden en forma relevante en los resultados de las empresas orientadas al comercio de esos bienes, y, en forma implícita, en el nivel

de actividad agregado de las economías. El presente apartado muestra la trayectoria de precios específicos, cuyas oscilaciones impactan a las empresas productoras.¹

La Ilustración 3 muestra el comportamiento de diversos *commodities* de naturaleza extractiva. Nuevamente se aprecia el patrón señalado en el apartado anterior, aun cuando el gas natural presenta una oscilación mayor, producto de consideraciones específicas de oferta y demanda para este mercado.

En el caso del refinado de hierro puesto en China, a pesar de la reciente corrección a la baja de su valor, este aún es superior al exhibido en el período 1980-2007.

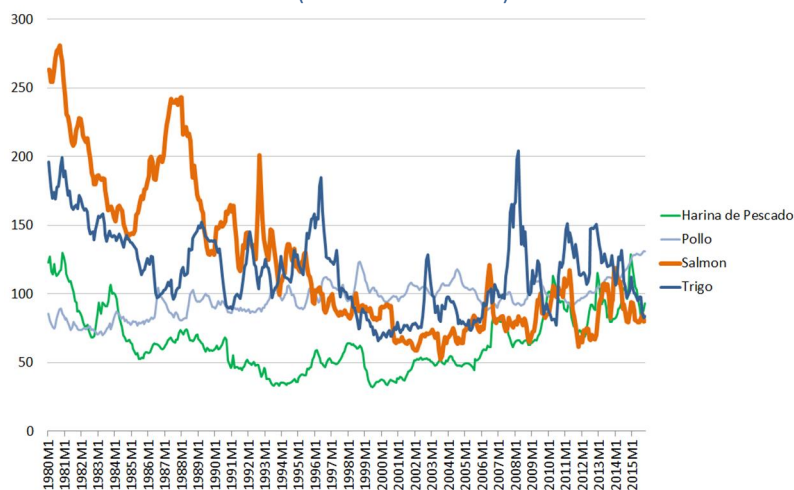
Ilustración 3
 Índice Precios Cobre, Gas Natural Henry Hub, Petróleo y Hierro. 1980.01-2015.10
 (Promedio 2010=100)



La Ilustración 4 muestra el comportamiento de diversos *commodities* asociados al sector agroindustrial. En el caso del salmón, aun cuando los precios más recientes serían inferiores a los registrados durante la década de 1980, se observa que, luego de la más reciente corrección de los precios, estos no diferirían con los observados, en promedio, desde el año 2000. Por otro lado, en el caso de la harina de pescado y el pollo, se aprecia una tendencia estable en sus precios, con una reciente tendencia al alza (desde sus valores observados en 2000, en el caso de la harina de pescado, y de 2010, en el caso del pollo). Finalmente, en lo más actual, el precio del trigo refleja una reversión hacia valores no distantes del promedio observado durante los últimos quince años.

¹ En el anexo se presentan las trayectorias de diversos precios de *commodities*.

Ilustración 4
Índice Precios Harina de Pescado, Pollo, Salmón y Trigo. 1980.01-2015.10
(Promedio 2010=100)



Fluctuaciones de Precios de *Commodities* y Clasificación de Riesgo

Para comprender el efecto de las oscilaciones en los precios de los *commodities* producidos o demandados por las empresas sujetas a clasificación de riesgo, es necesario conocer los alcances de este proceso. En efecto, la clasificación de riesgo corresponde a una evaluación de las fortalezas estructurales de largo plazo de los emisores, que les permitan superar las inevitables fluctuaciones de los mercados, y que les aseguren su sobrevivencia y el pago de la deuda en que hayan incurrido.

La variación en los precios de los productos, ya sea que afecten los ingresos por ventas (en el caso de productoras de *commodities*) o bien en sus costos, impactará naturalmente en los resultados de los emisores, y, de esta manera, en la rentabilidad sobre el patrimonio de sus accionistas.

Sin embargo, la fluctuación de los precios no necesariamente afectará la clasificación de riesgo, debido a que, en principio, la fortaleza estructural -asignada en un horizonte de tiempo de largo plazo-, no debería alterarse por variaciones de corto plazo en los precios de los *commodities*, que, según se ha podido observar, no presentan grandes divergencias de los registrados históricamente.

Finalmente, en el caso de *shocks* adversos en precios, los emisores disponen de algún grado de flexibilidad en su estructura de costos. En efecto, la reducción de los márgenes asociada a una caída transitoria de los precios de venta, presionaría a la administración para realizar un control más acucioso de los costos, o bien para renegociar condiciones con sus proveedores.

Conclusiones

La presente ficha técnica muestra la evolución de diversos índices de precios de *commodities*, mostrando sus fluctuaciones en un horizonte de más de treinta años.

Se muestra que, luego de un importante crecimiento de estos precios a fines de la década pasada, durante las más recientes observaciones, han existido importantes correcciones a la baja, debido a, entre otros, la debilidad de la economía mundial, que ha reducido la demanda por estos bienes.

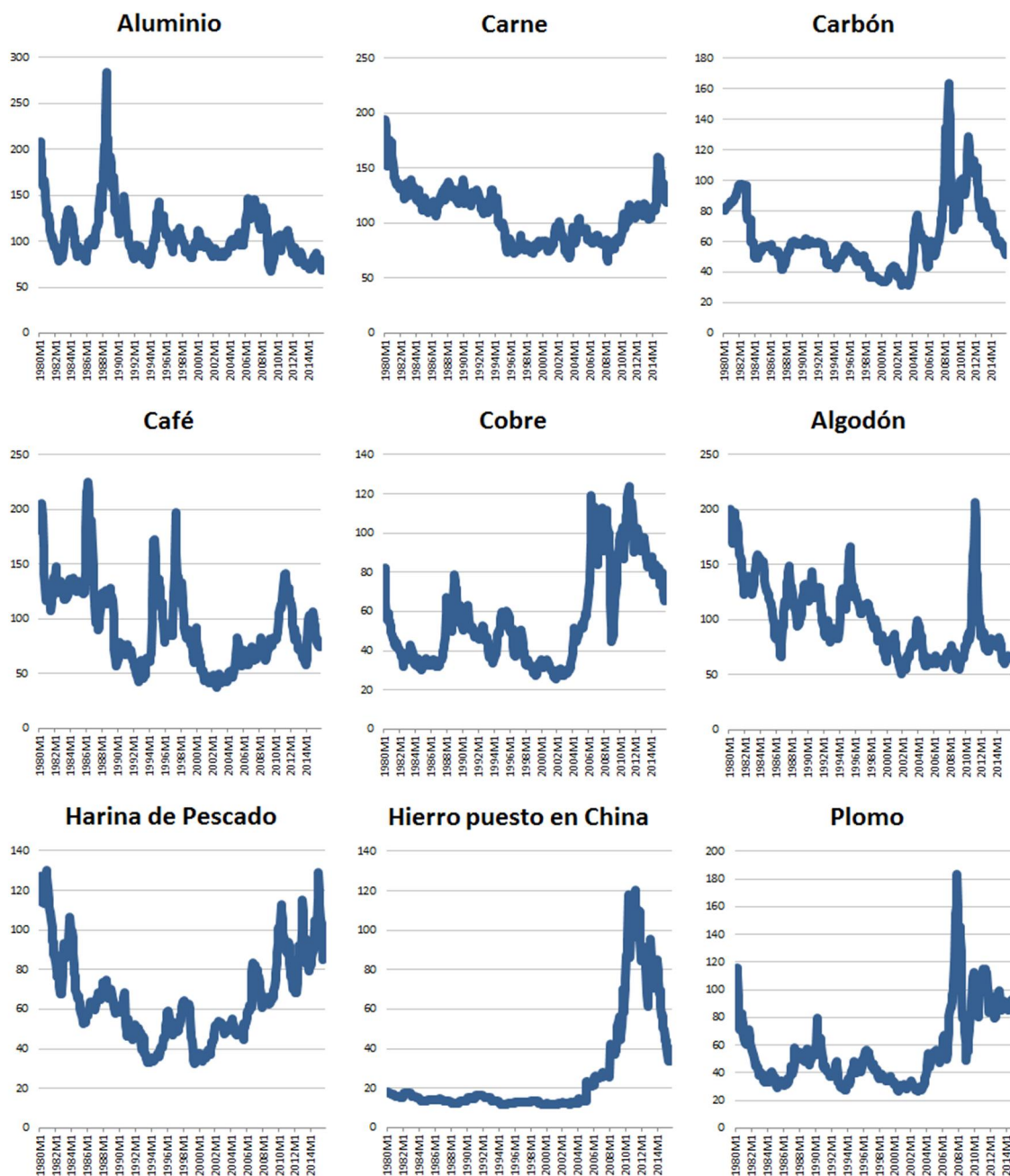
Aun cuando la reducción de precios afectaría negativamente los resultados de las empresas que producen este tipo de bienes, no necesariamente afectaría la clasificación de riesgo, puesto que, por una parte, la clasificación de riesgo responde a un horizonte de evaluación de largo plazo de las fortalezas estructurales de los emisores, y, por otra, los actuales precios no difieren de sus valores de largo plazo.

Es importante señalar que la clasificación de riesgo incorpora la variabilidad a que están sujetos en el largo plazo los *commodities*, por lo cual, en caso de reducciones en los precios de los bonos, asociadas con caídas en los precios de los *commodities*, más allá de lo consistente con su clasificación de riesgo, posibilitaría el surgimiento de oportunidades de arbitraje.²

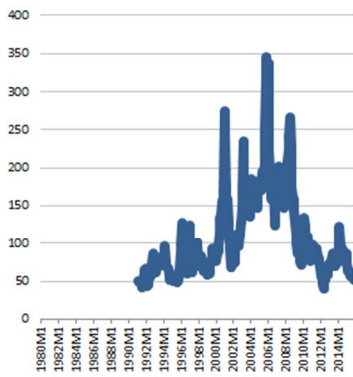
² Para más detalles, ver presentación en seminario “Horizontes” organizado por Euroamérica, Puerto Varas, noviembre 2015.

Anexo

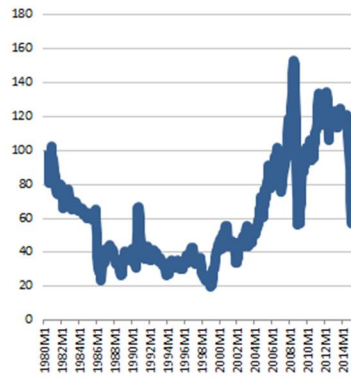
Indices de Precios de Commodities Seleccionados
(Promedio 2010=100)



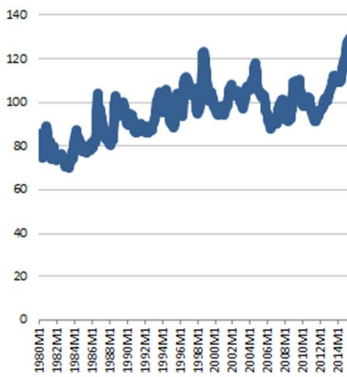
Gas Natural Henry Hub



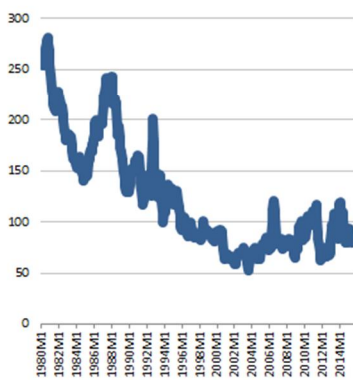
Petróleo



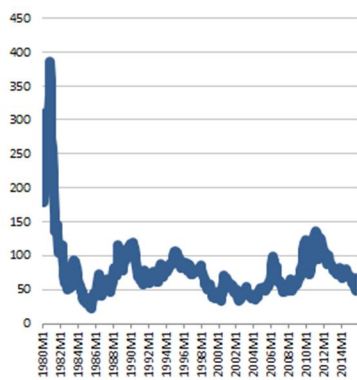
Pollo



salmón



Azúcar



Trigo

