

COLABORADORA

Jodie Gunzberg, CFA
Head of Commodities and
Real Assets
jodie.gunzberg@spglobal.com

Explorando los commodities

Históricamente, los inversionistas han utilizado commodities debido a los beneficios de diversificación y protección inflacionaria que estos activos proporcionan. No obstante, la idea de que los commodities o materias primas conforman una clase de activos no es comprendida por la mayoría. Desafortunadamente, no existe una definición aceptable de qué es una clase de activos o de los commodities como una clase de activos. Sin embargo, la definición escogida será una parte fundamental del proceso de asignación de activos.

DEFINIENDO UNA CLASE DE ACTIVOS

Existen dos estructuras de asignación de activos generalmente aceptadas que se definen ya sea por los flujos de efectivo o por factores de mercado.¹

La primera estructura se define de acuerdo con flujos de efectivo y abarca tres clases de activos generales:

Junto con el hecho de que los commodities son los materiales básicos utilizados por la sociedad, conforman una clase de activos única que debería ser tratada como tal.

- Capitales, tales como acciones, bonos y bienes inmuebles, tienen el objetivo de proporcionar una fuente constante de valor que puede medirse a través de la técnica del valor presente de los flujos de efectivo futuros.
- Activos de consumo o transformables, como los commodities, proporcionan solamente un flujo de efectivo.
- Reservas de activos, como divisas u obras de arte, no generan ingresos y no se consumen en el sentido literal, no obstante, sí poseen valor monetario.

LOS COMMODITIES COMO CLASE DE ACTIVOS

Los commodities ofrecen un rendimiento inherente o natural que no depende de la habilidad. Los commodities constituyen una clase de activos única, teniendo en cuenta que se trata de los materiales básicos que utiliza la sociedad.

¿Cuál es el rendimiento pasivo de los commodities como una clase de activos que no se basa en la habilidad? Esta es una pregunta importante, especialmente porque a primera vista puede ser difícil imaginar que commodities no correlacionados como el petróleo, el café, el ganado y el oro, formen parte de la misma clase de activos. El primer vínculo es que todos son recursos naturales. La segunda conexión es que todos poseen los mismos cinco componentes de rendimiento cuando se accede a ellos mediante un programa de índices que haga lo siguiente:

- Construir y calcular con base en un método pasivo y específico;
- Considerar solamente contratos de futuros sobre commodities físicos que sean operados en bolsa;
- Asumir únicamente posiciones largas; y
- Colateralizar completamente cada posición.

ENTENDIENDO LOS RENDIMIENTOS PASIVOS DE COMMODITIES

Los rendimientos pasivos requieren reglas específicas que permitan la exposición a clases generales de activos. Por ejemplo, el índice S&P GSCI consiste en un conjunto amplio de contratos de futuros sobre commodities físicos, que son operados en bolsa y están ponderados por la producción mundial de cada activo. Este índice es considerado la beta (o exposición al mercado) de los commodities como clase de activos. La ponderación por producción mundial es la representación más cercana de cómo se ve el mundo de los commodities. Dicho de manera sencilla, existe una mayor producción de petróleo que de maíz, calculada en dólares. Otros índices, como el Dow Jones Commodity Index (DJCI), permiten acceder a los rendimientos de commodities en proporciones diferentes.

Talvez la característica más importante del acceso a los rendimientos de commodities como una clase de activos sea la necesidad de utilizar contratos de futuros.

Talvez la característica más importante del acceso a los rendimientos de commodities como una clase de activos sea la necesidad de utilizar contratos de futuros. Es posible tener acceso a commodities físicos a través del mercado al contado, aunque su almacenamiento es difícil y costoso. Adicionalmente, algunos inversionistas podrían optar por obtener rendimientos de commodities mediante acciones públicas o privadas, no obstante, este método genera una exposición imperfecta.

Es posible que las empresas tomen decisiones que beneficien a los accionistas, pero que no estén relacionadas con los commodities subyacentes. De hecho, una empresa puede optar por cubrir su exposición a commodities con el objetivo de limitar la volatilidad de las ganancias. Ahora bien, en general existe cierto nivel de correlación entre las acciones de productores de commodities y los commodities subyacentes, que varía dependiendo de los plazos y el tipo de commodities. Según datos mensuales de índices desde 2006, el petróleo y el gas han registrado la correlación más elevada (aprox. 0.67), mientras que la agroindustria ha presentado la correlación más baja (0.38)². Puesto que estas correlaciones no son muy altas, es posible concluir que las acciones no entregan la exposición más directa a commodities. En cambio, pueden ser usadas de mejor forma en el caso que solo se permita el uso de acciones o en aquellos commodities para los que no exista un mercado de futuros altamente desarrollado, como agua, carbón, madera o acero.

Los contratos de futuros sobre commodities que son operados en bolsa no son solamente la manera más práctica y directa de obtener exposición a

commodities (0.99 de correlación con el mercado al contado), sino que también son necesarios para tener acceso a los cinco componentes de los rendimientos de esta clase de activos. La fijación de precios de los contratos de futuros depende directamente de los precios al contado, según la ecuación de la teoría del almacenamiento³. Esta ecuación muestra que el precio de los futuros refleja el precio al contado futuro esperado, expresado por el precio al contado vigente más el costo de almacenamiento. Solo mediante el uso de contratos de futuros podrá un inversionista tener acceso a fuentes fundamentales, que están disponibles únicamente por medio de las relaciones entre productores y consumidores a lo largo del tiempo.

Un contrato de futuros es un acuerdo estandarizado entre dos partes en que el comprador acepta comprar y el vendedor acepta entregar (vender) el activo subyacente a un precio especificado en una fecha futura o fecha de vencimiento. La mayoría de las posiciones se cierran antes de la fecha de vencimiento para evitar la entrega. Los contratos de futuros incluidos en índices son operados en bolsa y están regulados.

El mercado de futuros de commodities existe en un esfuerzo por proporcionar a los productores comerciales y consumidores un lugar para proteger sus operaciones del impacto que la volatilidad de los precios tiene sobre las ganancias. Los productores venden contratos de futuros en un intento por compensar el riesgo de la caída en los precios de commodities y los consumidores (en ocasiones llamados procesadores) compran contratos de futuros para intentar compensar el riesgo potencial del alza de precios.

El mercado de futuros de commodities existe en un esfuerzo por proporcionar a los productores comerciales y consumidores un lugar para proteger sus operaciones del impacto que la volatilidad de los precios tiene sobre las ganancias.

Puesto que en general los consumidores no tienen tanta necesidad de una estrategia de cobertura como los productores, diversos mercados de futuros de commodities tienden a presentar un número excesivo de entidades comerciales que se protegen de una posible caída en los precios de commodities. Esto encuentra respaldo en dos teorías económicas. En primer lugar, la teoría de “normal backwardation” de Keynes, según la cual los productores venden su producción con descuento a los precios al contado esperados en el futuro, con el fin de protegerse de potenciales disminuciones de precios. Y en segundo lugar, la teoría de “debilidad congénita” de Hicks, que afirma que para los consumidores es más fácil escoger alternativas, es decir, estos serían menos vulnerables a las alzas de precios que los productores a las disminuciones de precios.

Por ejemplo, la etiqueta de ingredientes de un alimento puede clasificar tal alimento como un producto hecho con aceite de soya, aceite de palma o aceite de canola, no obstante, la verdad es que el alimento en cuestión contiene el más barato de estos aceites. Esto se hace para que los productores del alimento no tengan que cambiar la etiqueta cada vez que usen ingredientes diferentes. Sin embargo, puede ser un desafío mayor para un productor agrícola cambiar plantas de canola por palmeras. Este

desequilibrio que se observa en el mercado de commodities: más productores en el lado de la venta y menos consumidores en el lado de la compra, crea una brecha en el lado de la compra del mercado en que los inversionistas podrían obtener una prima por riesgo de seguros⁴.

Los cinco componentes de los rendimientos

La prima de riesgo por seguros es el primer y principal componente de los rendimientos a largo plazo de índices de commodities cuando se intenta representar esta clase de activos. Sin embargo, existen otros componentes que también son importantes. El segundo de ellos son las garantías. Puesto que es necesario proporcionar garantías para comprar futuros de commodities, el colateral obtiene intereses de la tasa de bonos del Tesoro en la que es invertida. Esto podría proporcionar la tasa de inflación esperada más una tasa real de rendimiento, pero solamente si el índice está completamente garantizado, lo que se significa que por cada dólar de exposición deberá haber un dólar en la cuenta de margen. Tanto el S&P GSCI como el DJCI están completamente colateralizados.

El tercer componente es el rendimiento por conveniencia que se obtiene cuando existe un nivel bajo de inventario en comparación con la demanda. Este rendimiento es positivo en el caso de aquellos índices que mantienen los contratos más cercanos y más líquidos, específicamente cuando los precios de commodities registran un alza luego de un periodo de escasez, lo que proporciona una potencial prima por la conveniencia de contar con el commodity en ese momento. Por ejemplo, una refinería podría estar dispuesta a pagar un precio más alto por la compra de petróleo, ya que la producción de gas no podría continuar sin petróleo, es decir, para la refinería es conveniente tener petróleo.

El rendimiento por conveniencia es positivo en el caso de aquellos índices que mantienen los contratos más cercanos y más líquidos, específicamente cuando los precios de commodities registran un alza luego de un periodo de escasez, lo que proporciona una potencial prima por la conveniencia de contar con el commodity en ese momento.

El cuarto componente es la varianza de las expectativas, que es provocada por una inflación generalmente inesperada (o por problemas relacionados con la oferta) que puede generar un aumento repentino en los precios de commodities sin relación alguna con los mercados de capitales. Un ejemplo sería una explosión de tuberías o una sequía. La varianza de las expectativas es positiva con más frecuencia de lo que es negativa, no obstante, un ejemplo de varianza negativa sería un problema relacionado con la demanda provocado por la enfermedad de las vacas locas en la industria ganadera. La importancia esta varianza, además de ser una posible fuente de protección inflacionaria, es que lleva los rendimientos de commodities a variar de forma individual y genera patrones de rendimiento diferentes de aquellos observados en acciones o bonos, lo que mejora los beneficios de diversificación.

El quinto componente es el rebalanceo. Los índices de commodities pueden alcanzar rendimientos con base en su frecuencia de rebalanceo (básicamente vendiendo los títulos que aumentan de valor y comprando

aquellos cuyo valor disminuye). Esta característica no es exclusiva de los commodities, pero sigue siendo un componente de los rendimientos.

Los componentes más originales del rendimiento de commodities como clase de activos son sus potenciales beneficios de diversificación y protección inflacionaria. Para más información sobre diversificación y protección inflacionaria, por favor consulte el documento titulado "Weighing In on the DJCI and S&P GSCI", nuestra serie de vídeos "Index Matters" y nuestro blog en www.indexologyblog.com.

NOTAS

1. Fuente: Ibbotson Associates (2006): "Strategic Asset Allocation and Commodities". Estudio solicitado por PIMCO e preparado por Thomas M. Idzorek.
<http://corporate.morningstar.com/ib/documents/MethodologyDocuments/IBBAAssociates/Commodities.pdf>.
2. Uso de datos diarios históricos desde 01/2006 hasta 05/2013 correspondientes a los siguientes índices: S&P Commodity Producers Gold Index TR, S&P GSCI Gold Index Total Return, S&P Commodity Producers Oil & Gas Exploration & Production Index TR, S&P GSCI Energy Index Total Return, S&P Commodity Producers Agribusiness Index TR, S&P GSCI Agriculture Index Total Return. La fuente de los datos es S&P Dow Jones Indices.
3. Fuente: Working, H. (1933): "Price Relations between July and September Wheat Futures at Chicago Since 1885". Estudios sobre trigo realizados por el Instituto de Investigación Alimentaria (Stanford).

Ecuación de la teoría del almacenamiento

$$F_{0,T} = S_0 \exp[(r+c-y)T]$$

donde

$F_{0,T}$ = el precio de los futuros de hoy para entrega en el momento T;

S_0 = el precio al contado de hoy;

r = la tasa de interés sin riesgo, expresada en tiempo continuo;

c = el costo de almacenamiento físico por unidad de tiempo, expresado en tiempo continuo;

y = el rendimiento por conveniencia, expresado en tiempo continuo.

4. Fuente: Till, H. & Gunzberg, J. (2006): "Absolute Returns in Commodity (Natural Resource) Futures Investments". Capítulo 3 de *Hedge Fund & Investment Management*, Nelken, I. (ed).

DESCARGO DE RESPONSABILIDAD

© 2016 S&P Dow Jones Indices LLC, una subsidiaria S&P Global. Todos los derechos reservados. Standard & Poor's®, S&P 500® y S&P® son marcas comerciales de Standard & Poor's Financial Services LLC ("S&P"), una subsidiaria de S&P Global. Dow Jones® es una marca comercial registrada de Dow Jones Trademark Holdings LLC ("Dow Jones"). El uso de estas marcas comerciales se ha otorgado bajo licencia a S&P Dow Jones Indices LLC. Se prohíbe la redistribución, reproducción y/o fotocopiado en todo o en parte sin autorización previa por escrito. Este documento no constituye una oferta de servicios en aquellas jurisdicciones donde S&P Dow Jones Indices LLC, Dow Jones, S&P o sus respectivas filiales (en conjunto "S&P Dow Jones Indices") no cuenten con las autorizaciones necesarias. Toda la información proporcionada por S&P Dow Jones Indices es impersonal y no está adaptada a las necesidades de ninguna persona, entidad o grupo de personas. S&P Dow Jones Indices recibe retribución relacionada con el otorgamiento de licencias de sus índices a terceros. El rendimiento pasado de un índice no es garantía de resultados futuros.

No es posible invertir directamente en un índice. La exposición a una clase de activos representada por un índice está disponible por medio de instrumentos de inversión basados en ese índice. S&P Dow Jones Indices no patrocina, avala, vende, promueve o administra ningún fondo de inversión ni otros vehículos de inversión que ofrezcan terceras partes y que busquen proporcionar un rendimiento sobre la inversión basado en el comportamiento de cualquier índice. S&P Dow Jones Indices no garantiza que los productos de inversión basados en el índice seguirán con exactitud el desempeño del índice o proporcionarán rendimientos positivos sobre la inversión. S&P Dow Jones Indices LLC no es asesor de inversiones y S&P Dow Jones Indices LLC no hace ninguna declaración relacionada con la conveniencia de invertir en ninguno de tales fondos de inversión u otros vehículos de inversión. La decisión de invertir en alguno de tales fondos de inversión u otro vehículo de inversión no debe tomarse con base en ninguna de las declaraciones que contiene este documento. Se recomienda a los posibles inversionistas realizar una inversión en cualquier fondo de inversión o cualquier otro vehículo de inversión solo después de considerar cuidadosamente los riesgos relacionados con invertir en dichos fondos, tal como se detalla en el memorando de oferta o documento similar que se prepare por o a nombre del emisor del fondo de inversión u otro vehículo de inversión. S&P Dow Jones Indices LLC no es un asesor tributario. Se debería consultar a un asesor tributario para evaluar el impacto de cualquier título exento de impuestos en carteras y las consecuencias tributarias de tomar cualquier decisión de inversión. La inclusión de un valor en un índice no es una recomendación de S&P Dow Jones Indices de comprar, vender o conservar dicho valor y tampoco debe considerarse como asesoramiento de inversión.

Estos materiales se han preparado exclusivamente con fines informativos con base en información generalmente disponible al público de fuentes que se consideran confiables. El contenido de estos materiales (incluidos los datos del índice, las calificaciones, análisis y datos crediticios, investigaciones, valuaciones, modelos, software u otra aplicación o producto de los mismos), ya sea en su totalidad o en parte (Contenido) no puede modificarse, ser objeto de ingeniería inversa, reproducirse o distribuirse de ninguna forma y por ningún medio, ni almacenarse en una base de datos o sistema de recuperación, sin la autorización previa por escrito de S&P Dow Jones Indices. El Contenido no se utilizará para ningún propósito ilegal o no autorizado. S&P Dow Jones Indices y sus proveedores externos de datos y licenciantes (en conjunto "Partes de S&P Dow Jones Indices") no garantizan la precisión, integridad, oportunidad o disponibilidad del Contenido. El Contenido no se utilizará para ningún propósito ilegal o no autorizado. S&P Dow Jones Indices y sus proveedores externos de datos y licenciantes (en conjunto "Partes de S&P Dow Jones Indices") no garantizan la precisión, integridad, oportunidad o disponibilidad del Contenido. Las Partes de S&P Dow Jones Indices no incurrirán en ninguna responsabilidad por errores u omisiones, sea cual fuere su causa, por los resultados obtenidos a partir del uso del Contenido. El contenido se proporciona "tal cual". LAS PARTES DE S&P DOW JONES INDICES RECHAZAN TODAS Y CADA UNA DE LAS GARANTÍAS EXPLÍCITAS O IMPLÍCITAS, LAS CUALES INCLUYEN A TÍTULO ENUNCIATIVO, PERO NO LIMITATIVO, LAS GARANTÍAS DE MERCANTIBILIDAD O IDONEIDAD PARA UN FIN O USO ESPECÍFICO, O LAS GARANTÍAS REFERENTES A QUE EL CONTENIDO NO CONTIENE FALLAS, ERRORES O DEFECTOS DE SOFTWARE, QUE EL FUNCIONAMIENTO DEL CONTENIDO SERÁ ININTERRUMPIDO O QUE EL CONTENIDO FUNCIONARÁ CON CUALQUIER CONFIGURACIÓN DE SOFTWARE O HARDWARE. En ningún caso las Partes de S&P Dow Jones Indices serán responsables ante nadie por daños directos, indirectos, incidentales, ejemplares, compensatorios, punitivos, especiales, o costos, gastos, honorarios legales o pérdidas (incluidos a título enunciativo, pero no limitativo, las pérdidas de ingresos o utilidades y costos de oportunidad) en relación con cualquier uso del Contenido, incluso si se hubiere advertido de la posibilidad de tales daños.

S&P Dow Jones Indices mantiene ciertas actividades de sus unidades de negocios separadas unas de otras con el fin de preservar la independencia y objetividad de sus actividades respectivas. En consecuencia, ciertas unidades de negocios de S&P Dow Jones Indices pueden contar con información que no está disponible para otras unidades de negocios. S&P Dow Jones Indices ha establecido políticas y procedimientos para mantener la confidencialidad de cierta información que no es del dominio público y que se recibe en relación con cada proceso analítico.

Además, S&P Dow Jones Indices ofrece una amplia gama de servicios a, o en relación con muchas organizaciones, entre ellas emisores de valores, asesores de inversión, corredores e intermediarios, bancos de inversión, otras instituciones financieras e intermediarios financieros y, en consecuencia, puede recibir honorarios u otras prestaciones económicas de dichas organizaciones, que incluyen las organizaciones cuyos valores o servicios pueda recomendar, calificar, incluir en carteras modelo, evaluar o abordar de algún otro modo.

Este documento ha sido traducido al español únicamente por propósitos de conveniencia. Si existieran diferencias entre las versiones en inglés y español de este documento, prevalecerá la versión en inglés. La versión en inglés está publicada en www.spdji.com.