

Nuevas tecnologías biocombustibles y burbujas bursátiles



Dr. Sergio L. Olivo

*La historia está llena de ejemplos de burbujas.
Las hay financieras, bursátiles e inmobiliarias.
También (categoría aparecida en los últimos años) burbujas tecnológicas.*

Muchas veces unas potencian a las otras, en una seguidilla, lo cual agrava los efectos nefastos del estallido posterior. Si hubiera escrito este artículo el siglo pasado (digamos, en el año 1999) hubiera podido escribir "... de los inevitables efectos nefastos". Pero afortunadamente hoy podemos prescindir de la palabra "inevitable". Hay quienes dicen que Alan Greenspan es la persona en vida que más sabe sobre la crisis bursátil del año 29 en Wall Street.

Quizás ese privilegio le haya permitido timonear la FED de tal modo que, la "exuberancia irracional" primero, y el estallido de la burbuja de las empresas tecnológicas después, no hayan

provocado graves daños a la economía estadounidense y mundial.

La famosa crisis del año 29 en Wall Street comenzó siendo una burbuja inmobiliaria.

A fines del siglo XIX, Estados Unidos había ganado la guerra contra España. Con motivo del triunfo, accedió al territorio de lo que hoy es la península de Florida. Y no fue una conquista menor, dado que era la primera vez que dentro del territorio continental, los norteamericanos podían acceder a un lugar con clima plenamente tropical. A partir de entonces, se generó una fiebre inmobiliaria en los nuevos territorios que creció prácticamente sin límite. Los vendedores de bienes raíces pro-

metían "un lugar en el paraíso" y los compradores eran en parte personas en edad de retirarse y en gran parte especuladores. Como es lógico, al inicio se vendieron los mejores terrenos y al final se terminaron vendiendo hasta los pantanos de los Everglades. En determinado momento los especuladores pudieron alcanzar retornos de cerca del ciento por ciento anual y la fiesta continuó (como siempre sucede en estos casos) en tanto seguían apareciendo nuevos compradores.

Ese fenomenal "efecto riqueza" que se generó a partir de la fiebre inmobiliaria en la península de Florida fue, según algunos autores, el que dio origen luego a la especulación bursátil

que terminó derivando luego en uno de los más grandes estallidos de burbuja de la historia: La crisis del año 29 en Wall Street.

Pero si de cracks bursátiles hablamos hay uno mucho más cercano en el tiempo. Hace poco menos de diez años, a fines de los noventa, comenzó a gestarse la burbuja de las acciones tecnológicas y de Internet. En pleno auge de las "dot com" parecía que su crecimiento sería infinito y se invirtieron miles de millones

de dólares. Se pagaron cifras absurdas por emprendimientos que no habían siquiera llegado a dar ganancias (recordemos el caso de Patagon.com). La euforia era tal que, prestigiosos economistas, como Damodaran, llegaron a plantear que las empresas tecnológicas no debían ser valuadas siguiendo los cánones tradicionales sino con otros parámetros. Según la forma clásica de valorar una empresa, ésta tiene valor solamente si tiene ganancias y si podemos descontar su generación de caja positiva.

Lo cual es más que lógico, pero en esa época la lógica no era lo que más abundaba. Hubo inclusive quienes llegaron a postular que en el caso de empresas de Internet había que descontar los flujos futuros de "clicks" sobre las páginas Web.

Cuesta entender cómo profesionales educados en prestigiosas universidades pudieron caer en semejante descontrol.

Pero el sentido común no tardó mucho tiempo en imponerse y en marzo de 2000 el mercado

empezó su arduo ajuste.

Pasaron diez años desde 1997 hasta hoy y el mundo es muy distinto. Pasaron muchísimas cosas en estos últi-

“La suba del maíz, con la posibilidad de su utilización para los biocombustibles, se basa en la suba del precio del petróleo”.

mos diez años (estoy hablando a nivel internacional, ni pensar si hacemos este mismo ejercicio a nivel local). Lo que estoy casi seguro que no ha cambiado es el afán de lucro de los inversores, afán muchas veces desmedido e irracional, condimento imprescindible para la aparición de las burbujas. Por eso nos hacemos la

siguiente pregunta: ¿podrá repetirse la historia de las burbujas en el sector de biocombustibles? Como se podrán imaginar, en toda actividad que recién se inicia, los riesgos al principio son mayúsculos. Pero con la difusión masiva que se le está dando al tema de los biocombustible, pareciera olvidarse este factor. A diario se pueden leer noticias de proyectos en marcha que basan su estrategia de rentabilidad en factores que claramente no se podrán mantener en el futuro (por ejemplo, los beneficios fiscales).

Pensemos concretamente en un productor de maíz que quiere incursionar en esta nueva actividad.

Según algunos informes, la producción de etanol en base al maíz sería menos eficiente que partiendo de otras materias primas, como la caña

de azúcar. Y según el departamento de agricultura de los Estados Unidos, la próxima generación de biocombustibles será aquella basada no en el maíz sino en la producción de pasta de celulosa (si, leyó bien, pasta de celulosa, la misma que en poco tiempo más comenzarán a producir nuestros vecinos de la orilla de enfrente). La Agencia Internacional de la Energía (International Energy Agency, <http://www.iea.org/>), según nos cuenta en su home page, es un organismo autónomo establecido tras la crisis del petróleo de 1973, dentro del marco de la OCDE (Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico). Entre otras actividades, coordina un programa de energía en 25 de los 30 países que forman parte de la OCDE. Entre estos 25 países podemos encontrar a Japón, Estados Unidos, Australia, Gran Bretaña, Italia, Francia, Alemania y España entre otros. Por la importancia de los países para los que este organismo es un referente, sus

informes deberían ser tomados con

“En los próximos años veremos una infinidad de proyectos vinculados con la producción de biocombustibles, y creo que muchos de ellos terminarán desapareciendo por no ser rentables tan pronto el mercado se establezca en los próximos diez años.”.

atención. Justamente en uno de ellos, "Perspectivas Energéticas Mundiales para el 2006" (World Energy Outlook 2006) nos dicen que "... la fabricación del etanol consume el equivalente a un 80% de la energía que genera y apenas reduce las emisiones contaminantes...". Asimismo, "... las cosechas tradiciona-

les, como maíz y otros cereales, [...] requieren de tierras de cultivo de primera calidad y un uso substancial de fertilizantes y pesticidas químicos...",

con lo cual "... la producción de esas cosechas aumentará la competencia mundial por tierras arables, aumentará la presión para convertir bosques en campos, y elevará el precio de los alimentos ...".

De tal modo que, al menos por lo que indica este informe, la producción de etanol no pareciera ser muy eficiente que digamos y al mismo tiempo no es demasiado "ecológica".

Si esto fuera cierto, ¿seguirán los incentivos para la producción partiendo del maíz?

El "efecto precio" del que habla el informe de la AIE ya es notorio. En noviembre de 2005 el precio del maíz en Chicago había casi alcanzado el mínimo de los últimos 10 años.

A partir de allí inició un rápido ascenso que lo ha duplicado en los últimos doce meses, hasta alcanzar hace pocos meses atrás el otro extremo (el máximo de estos últimos 10 años). Es que hoy, cosa impensada tiempo

atrás, el precio del maíz tiene una correlación positiva con el precio del petróleo. En efecto, la suba del maíz, con la posibilidad de su utilización para los biocombustibles, se basa en la suba del precio del petróleo.

Si éste sube, hace más rentable un proyecto de biocombustibles pero, paradójicamente, al mismo tiempo le genera más competencia.

Es que al subir el precio del petróleo se hace rentable la explotación de ciertas cuencas (sobre todo las marinas). Se estima que con un precio del barril por debajo de los 45 dólares, un proyecto de biocombustibles no es rentable.



Mi experiencia como consultor de proyectos de inversión, me mostró muchos buenos proyectos que prometen un retorno muy atractivo, siempre que todas las variables de las que depende estén dentro de parámetros normales. Si se "estresan" esas variables, entramos en zona de pérdidas.

En la jerga, "estresar" una variable significa darle valores que surgen de escenarios extremos.

Dicho de otro modo, calcular qué valor puede tomar tal o cual variable en el peor de los casos y ver qué

influencia puede tener esto. En el caso de analizar un proyecto de inversión relacionado con la producción de biocombustibles, consideraría los siguientes riesgos y me haría las siguientes preguntas:

- ¿Qué grado de dependencia tiene mi proyecto del actual precio del maíz?
- ¿Se mantendrán estos valores?
- ¿Qué perspectivas hay respecto del precio del petróleo?
- ¿Qué perspectivas hay acerca del precio del etanol? (pensar que el actual precio de mi producto se mantendrá por siempre (o aún, que subirá) puede ser peligroso.

Si no, pregúntele a los productores de arándanos.

- ¿Qué grado de dependencia tiene el proyecto respecto de los beneficios impositivos?
- ¿Continuarán inalterables?
- ¿Será mi proyecto "elegible" para las autoridades? En mi caso personal, si la rentabilidad de mi proyecto estuviera basada sólo en el beneficio impositivo, en un país con reglas tan cambiantes como la Argentina sería claro un desincentivo para llevarlo a cabo.

Por último, una opinión personal.

Creo que en los próximos años veremos una infinidad de proyectos vinculados con la producción de biocombustibles, y creo que muchos de ellos terminarán desapareciendo por no ser rentables tan pronto el mercado se estabilice en los próximos diez años. En ese caso, cuando "contemos las bajas" muy probablemente podremos hablar de una

burbuja tecnológica o bio-tecnológica. O quizá de la "burbuja de los biocombustibles" ¿Es esto malo? Muy por el contrario, es un proceso de selección muy saludable que ya ha pasado en otros sectores. Es la supervivencia del más apto (en este caso, del proyecto más apto).

El ejemplo más cercano fueron las empresas de Internet. De cada cincuenta emprendimientos, sólo uno sobrevivió hasta hoy.

Si el estudio de la historia sirve de algo, espero que en el caso de los biocombustibles no se observen guarismos de tal magnitud, pero de todos modos será bueno tenerlo presente.