

## Las subidas en los precios de los alimentos y las materias primas: la importancia de los factores financieros y monetarios

*Miguel Ángel Martínez Rolland \**

**Tema:** Las subidas en los precios de los alimentos y las materias primas tienen consecuencias de gran relevancia. En este ARI se exploran las posibles causas, y se centra en la interrelación de este fenómeno con factores financieros y monetarios.

**Resumen:** La subida de los precios de las materias primas es un fenómeno complejo, en el cual podemos destacar como causas principales la demanda de los países de Asia emergente y la incidencia de factores financieros y monetarios. Es necesario analizar el fenómeno de las subidas de los precios de los alimentos conjuntamente con los del resto de materias primas, al existir evoluciones comunes y posibles causas comunes. Se destaca la importancia del contexto financiero internacional, anómalo por las turbulencias financieras y la crisis inmobiliaria, los bajos niveles de tipos de interés reales internacionales y la incertidumbre sobre la inflación mundial y tipos de cambio, que han motivado una fuerte “migración de la liquidez” internacional hacia las materias primas. No obstante, sectorialmente tampoco se debe obviar la incidencia de la demanda de biocombustibles, de políticas comerciales de restricción a la exportación y de una moderada desaceleración en la oferta de alimentos, que por otra parte sería prematuro calificar de estructural.

**Análisis:** En los últimos meses, una treintena de países han sufrido revueltas relacionadas con los incrementos en los precios de los alimentos o de la energía. Indonesia, Bangladesh, Haití, Camerún, Burkina Faso e incluso Méjico el año pasado, han sufrido disturbios relacionados con estas subidas. La práctica totalidad del planeta debe ahora destinar mayores esfuerzos y una parte mayor de su renta a alimentos y energía, con consecuencias más graves para los más pobres, que corren el riesgo de pasar hambre, en particular en zonas urbanas de los países en desarrollo. En los países desarrollados, los transportistas, agricultores, pescadores y otros productores que usan intensivamente la energía, y en particular si están sometidos a precios regulados, convenios colectivos o contratos de largo plazo, han comenzado una creciente lucha por la distribución de la renta. Es previsible que los asalariados y sindicatos incrementen sus demandas salariales ante una creciente pérdida de poder adquisitivo.

En una situación con tan importantes consecuencias sociales resulta particularmente necesario realizar un diagnóstico preciso de las causas que han podido conducir a esta situación, así como de las perspectivas futuras. La dificultad principal en el análisis radica en que las variaciones en precios son consecuencia de la interacción de un elevado número de oferentes y demandantes en el mercado, que actúan por una gran diversidad

---

\* *Técnico comercial y economista del Estado*

de motivos y en circunstancias muy diferentes. Aunque una de las virtudes principales de los precios es que suministran la información más objetiva y clara sobre la escasez o abundancia relativas de los bienes, que guía a todos los participantes en el mercado, la interpretación de cuáles pueden ser las causas de unas subidas de precios es mucho menos evidente, pues son muchos los factores que pueden determinar el resultado de forma directa o indirecta.

En este ARI, además de repasar brevemente los principales desencadenantes del aumento de precios de los alimentos y las materias primas, trataremos con cierto detalle las ramificaciones y causas de tipo financiero y monetario, que consideramos han desempeñado un papel muy significativo. La incidencia de este tipo de factores es compleja y requiere tomar una perspectiva interrelacionada entre mercados muy diversos. Por ello, consideramos que este análisis puede informar al público interesado por un problema socioeconómico de primera magnitud, en particular para los países en desarrollo, pero también en nuestra sociedad.

En un primer lugar, analizaremos brevemente la situación actual en los mercados de materias primas y alimentos, junto a las causas más conocidas y las más discutidas. Un análisis de las características de las recientes subidas de precios y de la situación financiera revela paralelismos significativos con la situación de los años 70, que apuntan a que las condiciones financieras y monetarias pueden ser causas de primer orden de estos desarrollos. Analizaremos posteriormente los mecanismos de transmisión de estas condiciones financieras a los mercados de materias primas y alimentos. Terminaremos distinguiendo la incidencia de estos factores financieros y monetarios en los mercados de futuros de la especulación pura.

#### *Las subidas de los precios de los alimentos: situación actual*

Una descripción completa de la situación actual requiere un examen con perspectiva suficientemente amplia. Varios hechos de la situación actual merecen ser destacados: en primer lugar, la subida en los precios de los alimentos no es una subida aislada. Prácticamente todas las materias primas han subido de precio en un período inusualmente largo, desde el año 2003, pero con un repunte particularmente intenso, generalizado y prolongado desde 2005, como indica el último *World Economic Outlook* del FMI (abril de 2008, capítulo 5, box 5.2). El repunte es más significativo y evidente en la energía (el petróleo en particular, pero no solamente) y los metales (oro y cobre). Dada la diversidad de usos de cada materia prima y la inusualmente alta correlación entre estas subidas, este hecho apunta a la existencia de posibles causas comunes. Una primera conclusión es que no sería apropiado analizar la subida de precios de los alimentos aisladamente de la del conjunto de las materias primas.

**Tabla 1: Evolución de los precios de las materias primas 1992-2008**

	1992	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	% aumento 2003-08
Alimentos	97	80	82	80	83	89	101	100	110	127	150	69
Materias primas	55	50	63	58	58	65	80	100	121	135	165	154
Petróleo	36	34	53	46	47	54	71	100	120	133	179	231

Fuente: Fondo Monetario Internacional, *World Economic Outlook Database*, abril de 2008. Índice 100 para el año 2005.

En segundo lugar, es imprescindible destacar la brusquedad del repunte de los precios desde 2006 en algunas materias primas, pero sobre todo desde mediados de 2007 hasta el primer trimestre de 2008. La coincidencia de este repunte con acontecimientos financieros, monetarios y cambiarios de primera magnitud es un factor fundamental que analizaremos más adelante.

### *Las causas más conocidas*

Existe un amplio consenso entre las organizaciones internacionales al apuntar al protagonismo de la demanda de las economías emergentes en las subidas de precios. Economías como China y la India, gigantes por su población, vienen creciendo a tasas extraordinarias, en torno al 8%-10% desde 1992 para China, y en torno al 6%-9% para la India desde 2003, y la mayor parte del crecimiento del consumo de materias primas proviene de Asia, por la fuerte demanda de su emergente industria productiva –y en particular su industria exportadora–. A su vez, el incremento en los costes de la energía y materias primas ejerce una presión al alza sobre los costes de producción de alimentos (combustible agrícola, fertilizantes y transporte) y por lo tanto sobre sus precios.

Ahora bien, con respecto a la demanda de alimentos, debemos tener en cuenta que, ante incrementos en la renta se deberían producir menores incrementos proporcionales en la demanda de bienes de primera necesidad (por la conocida como “Ley de Engel” en economía) y mayores incrementos de la demanda de productos que requieren mayor poder adquisitivo (carnes, lácteos y productos elaborados). Los incrementos en la renta y, en general, en la demanda de Asia pueden, por lo tanto, explicar una parte significativa del crecimiento de los precios de los alimentos y de las materias primas desde 2003, pero no tan fácilmente la alta correlación en casi todos ellos –dado que la intensidad en el crecimiento industrial es muy variable por sectores– o la subida más intensa en productos básicos de primera necesidad respecto al resto de los alimentos. Resulta particularmente paradójico, a este respecto, que el índice de precios mundiales de la carne se encuentre estancado desde 2005, en fuerte contraste con los precios de las materias primas (datos del FMI-WEO, abril de 2008).

También resulta más difícil explicar el fuerte repunte de los precios de los alimentos desde 2007. Puede ser posible que se haya alcanzado una frontera de producción ante la continuada fuerte demanda, o que se hayan producido errores masivos en las expectativas anteriores, pero consideramos que la explicación más probable es la complementariedad e interacción de la demanda del mundo emergente con factores financieros y monetarios, como explicaremos más abajo.

Otro aspecto que ha presionado al alza los precios de los alimentos (aunque solamente algunos de ellos) es la demanda de biocombustibles. Las exigencias regulatorias en EEUU sobre el contenido y uso de etanol en las gasolineras, en vigor desde 2005, combinadas con subsidios y un régimen de importación muy restrictivo en materias relacionadas con los biocombustibles, han tenido un impacto muy fuerte en la demanda de maíz (principal origen del etanol usado en EEUU). Esa presión al alza también ha podido repercutir en otros productos agrícolas por efecto de sustitución de cultivos por maíz. En Europa, las expectativas de adopción de medidas similares también han podido tener cierto impacto.

Algunos países exportadores de alimentos con problemas de inflación, como Argentina, Vietnam, Pakistán, la India e incluso Ucrania, recurrieron a la prohibición o el fuerte gravamen a las exportaciones de determinados productos agrícolas para tratar de reducir los precios locales de determinados alimentos y aumentar la recaudación fiscal. Estas medidas, poco eficaces en el control de la inflación a largo plazo, han ejercido, por su parte, presiones sobre el abastecimiento de los países importadores y sobre los precios internacionales, al restringir la oferta mundial de los productos alimentarios afectados por estas políticas comerciales, y además han provocado un importante descontento en los productores agrarios de estos países.

La práctica totalidad de informes internacionales coinciden en la incidencia de estos tres factores. No obstante, la demanda de los países emergentes y de biocombustibles, al ser de naturaleza estructural y estar presente desde hace varios años, no explicaría los fuertes y generalizados repuntes desde 2007. Por su parte, las restricciones a la exportación son una *respuesta* a un fenómeno ya existente, aunque indudablemente agravan el problema a nivel internacional.

#### *Las causas más discutidas*

También se ha señalado la incidencia de posibles problemas de oferta mundiales, como las sequías en Australia en 2006 y las malas cosechas en Ucrania. No obstante, estos fenómenos coyunturales no han reducido la producción mundial agrícola, aunque sí la han podido ralentizar en 2006 –tras años de buenas cosechas mundiales, muy particularmente en 2004–, como señalan los datos de la FAO.

**Tabla 2. Evolución de factores relevantes de oferta y demanda de alimentos**

(%)	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	1999-06
Crecimiento población mundial	1,35	1,31	1,26	1,25	1,25	1,21	1,22	1,18	9,0
Crecimiento producción alimentos	2,96	2,00	1,57	1,19	2,78	5,02	1,69	0,98	16,2
Crecimiento renta <i>per cápita</i> (PPA)	3,58	5,72	3,36	2,86	4,45	6,59	6,19	7,14	42,4

Fuente: Banco Mundial, *World Development Indicators*, y FAO, *FAOSTAT Food Production Index Numbers*, abril de 2008.

Por lo tanto, no parecemos estar ante un problema de oferta estructural más allá de la respuesta lenta ante la fuerte demanda, y tampoco ante un problema coyuntural de oferta serio. Las previsiones de cosechas de la FAO para 2008 son notablemente positivas para la mayoría de productos. Los datos indican que es prematuro apuntar a una posible incidencia del cambio climático, aunque tampoco es descartable a largo plazo. La tendencia constante y suave de desaceleración del crecimiento de la población mundial, muy inferior al crecimiento de la producción de alimentos, apunta a que tampoco estamos ante una situación malthusiana de exceso de crecimiento de la población.

Algunos analistas han apuntado a los efectos de las políticas agrícolas intervencionistas y proteccionistas de los países desarrollados. Los efectos de los subsidios a la producción son una reducción de los precios internacionales (aunque con un coste fiscal elevado y generación de ineficiencias e inequidad entre agricultores de distintos países). Otros, por su parte, en particular en sectores agrícolas, critican precisamente la reducción de esos subsidios y la liberalización comercial. No obstante, los subsidios agrícolas no se han reducido significativamente, y la ronda de Doha de liberalización comercial no ha avanzado en estos años. La liberalización comercial, por su parte, no tendría efectos negativos sobre el volumen producción mundial –solamente los tendría sobre la localización de la producción, que se desplazaría de áreas con producción menos eficiente a áreas más productivas–. A largo plazo, la liberalización suele reducir los precios mundiales, en particular para los países importadores y para los consumidores.

Por último, se ha mencionado el posible efecto de la reducción de los *stocks* de los grandes países. No obstante, es lógico que estos *stocks* sean menores como *consecuencia* de los elevados precios, puesto que las agencias públicas reducen *stocks* en momentos de precios elevados para aliviar la demanda y además no necesitan acumularlos para mantener precios de garantía (que suele ser la razón de ser de los *stocks* de la UE) cuando los precios son altos.

En definitiva, hasta aquí los datos apuntan principalmente a una demanda particularmente elevada, pero también es necesario recuperar una perspectiva del conjunto de los precios de las materias primas para poder apreciar la importancia de los factores financieros en la situación actual.

*Paralelismos históricos: la década de 1970*

Es importante destacar que estas subidas de precios de las materias primas tienen un precedente muy claro en las subidas de los años 70. En la mayoría de los casos, los precios no han llegado todavía a los niveles máximos que alcanzaron entonces en términos reales (WEO FMI, abril de 2008), salvo en el caso del petróleo, que ha superado recientemente sus máximos en términos reales.

En aquella década cobró particular protagonismo la brusca restricción de oferta del petróleo por parte de los países de la OPEP en 1973 y la incertidumbre tras la revolución de Irán en 1979 y la posterior guerra entre Irán e Irak. En la situación actual, las incertidumbres geopolíticas son significativas (con la tensión en Irak en particular), pero apreciablemente menores que en los momentos más tensos de aquella década.

Las similitudes en el plano monetario son importantes, aunque matizables: en los años 70 se produjo una ruptura de primera magnitud en el sistema monetario internacional. EEUU abandonó el Sistema de tipos de cambio fijos de Bretton Woods en 1971 y adoptó políticas monetarias muy expansivas, con tipos de interés reales –tipo de interés descontando la inflación– negativos o prácticamente nulos en gran parte de la década (en particular en 1971-1972 y 1975-1977). Ello condujo a una fuerte desconfianza respecto al dólar, hasta entonces la moneda hegemónica de reserva internacional, y a un refugio de los inversores en los mercados de materias primas. La inestabilidad monetaria era muy fuerte: Los incrementos de los índices de precios al consumo y las expectativas de inflación alcanzaron máximos históricos a finales de la década, con un crecimiento del IPC en EEUU superior al 13% en 1980. Es, por lo tanto, posible que una parte considerable del incremento del precio del petróleo y de su persistencia se debiera, al igual que para el incremento del precio del oro y de la mayor parte de materias primas, a la inestabilidad e incertidumbre monetaria internacional, relacionada con unas políticas monetarias muy expansivas y unas instituciones monetarias que habían perdido credibilidad. Es destacable que la estabilización posterior de los precios de las materias primas se produjo a la par que la estabilización monetaria, con políticas monetarias contractivas y un cambio en sus objetivos a principios de la década de 1980, medidas que fueron duras y muy impopulares al precipitar una recesión en EEUU, pero que consiguieron reducir la inflación en un período breve y de forma perdurable. Por otra parte, las subidas de tipos de interés y la estabilización y posterior bajada de los precios de materias primas a principios de los años 80 fueron detonantes de las crisis de deuda en los países emergentes. Otros factores importantes en la tendencia a la baja de los precios de las materias primas en los años 80 fueron la gradual respuesta de la oferta productiva y las progresivas mejoras en la eficiencia energética. En el caso del petróleo, Arabia Saudí trató de resistir las presiones a la baja en su precio restringiendo progresivamente su oferta hasta 1985, pero en ese año abandonó las restricciones, lo que desencadenó una brusca bajada del precio en el período 1985-1986.

Existen diversas similitudes entre la situación de los años 70 y la situación actual: La más evidente es la renovada desconfianza respecto al dólar, que ha experimentado una depreciación continuada desde 2000 (aunque partiendo desde niveles de mucha fortaleza en 2000-2002), similar a la que sufrió en los años 70.



**Tabla 3. Épocas de debilidad del dólar**

	1971 (ene)	1980 (sep)	% var.
Marco/dólar	3,64	1,79	
Dólar/marco	0,27	0,56	203,2
	2002 (ene)	2008 (jun)	% var.
Dólar/euro	0,88	1,55	175,5

Esta depreciación del dólar puede tener diversas causas subyacentes. La más clara puede ser la presión que ha ejercido el abultado déficit corriente con el exterior de EEUU (que se aceleró desde los 450.000 millones de dólares en 2002 –el 4% del PIB– hasta los 800.000 millones en 2006 –el 6,2% del PIB, y se mantiene en torno al 5% del PIB en 2008–), y más recientemente las incertidumbres con respecto a su economía y su sistema financiero. Como causas de este déficit exterior sobresale la expansiva política fiscal, pero también podemos destacar el elevado crecimiento del crédito y de la demanda interna privada en este país, junto al desplome del ahorro privado en un contexto de políticas monetarias muy expansivas desde 2001 hasta 2006 (con tipos de interés reales llegando incluso a niveles negativos en 2002-2004).

También, al igual que en momentos de los años 70, los tipos de interés de intervención de los bancos centrales en EEUU y en Japón son negativos en términos reales. En particular, la Reserva Federal de EEUU, incluso ante un crecimiento del IPC interanual preocupante (del 4,1% en 2007), ha encadenado bajadas muy fuertes y rápidas en sus tipos de intervención desde el 5,25% en agosto de 2007 (siendo ya entonces el tipo de interés real relativamente bajo) hasta un tipo del 2% en abril de 2008, con el objetivo de estimular la demanda interna e inyectar liquidez en un sistema financiero en situación de crisis. Es precisamente en el período agosto-febrero cuando los precios de los alimentos se han acelerado de forma más intensa (índice del Banco de Canadá 139,8 en agosto de 2007 y 212,8 en febrero de 2008), y en el período agosto-junio cuando el precio de la energía se ha acelerado más intensamente (índice 266,1 en agosto de 2007 y 472,4 en mayo). La coincidencia entre dos tendencias tan marcadas apunta a una posible relación causal, cuyo mecanismo de transmisión pasamos a analizar.

#### *La transmisión de los impulsos monetarios*

Los impulsos monetarios (creación de dinero o de crédito) no se transmiten de manera uniforme a todos los sectores, y tampoco se traducen inmediatamente o directamente a los índices de precios al consumo, puesto que el crédito no fluye necesariamente de forma directa al consumo, y tampoco fluye uniformemente a todos los sectores o productos. Es una razón fundamental por la que la relación entre los agregados monetarios-crediticios y el IPC no es estable a corto plazo, aunque sí sea fiable a largo plazo. Teniendo esto en cuenta, se observa que los impulsos monetarios y la creación de crédito en la principal área monetaria mundial (EEUU) desde 2001 –muy intensos hasta 2005, y reflejados en muy bajos tipos de interés reales– se han destinado muy particularmente al mercado de la vivienda y a la financiación de intermediarios financieros. Esto se ha traducido en los fuertes incrementos de precios de la vivienda desde 2002 hasta principios de 2007.

Ahora bien, los impulsos monetarios en el área dólar también se han canalizado por dos vías a otros lugares: los países emergentes. En primer lugar, por la vía de la fuerte demanda estadounidense de importaciones y, en segundo lugar, por la vía de la intervención de los países emergentes en los tipos de cambio. Ante un dólar experimentando presiones depreciatorias por el déficit exterior estadounidense (una tendencia de ajuste clásica de un desequilibrio exterior), los bancos centrales de países

emergentes (en particular China y los exportadores de petróleo) han venido actuando para mantener tipos de cambio fijos o, más generalmente, evitar la apreciación de sus monedas comprando masivamente bonos americanos y otros activos financieros en dólares (las reservas en divisas de China han seguido una trayectoria explosiva y ascienden ya a 1,5 *billones* de dólares –una cifra aproximadamente igual al PIB anual de España– y siguen aumentando exponencialmente), impidiendo así el ajuste y facilitando la prolongación de bajos tipos de interés en EEUU. Esto ha tenido efectos importantes: Los países emergentes han importado políticas monetarias expansivas de la Reserva Federal y del Banco Central de Japón, estimulando su producción por la vía de una fuerte demanda de sus exportaciones así como por la vía de una abundancia de crédito y muy bajos tipos de interés. En la actualidad, prácticamente todos los países que han intervenido masivamente en los mercados de divisas están sufriendo tensiones inflacionistas proporcionalmente más serias que el resto.

De este modo, la extraordinariamente fuerte demanda de materias primas de las industrias de los países emergentes con tipos de cambio fijados al dólar, o intervenidos para evitar apreciaciones, puede ser interpretada en parte como un mecanismo de transmisión de la política monetaria expansiva del área dólar.

Ahora bien, las condiciones financieras y monetarias han podido afectar a los precios de las materias primas por canales adicionales, sobre todo desde mediados de 2007, momento en el que estalla la crisis financiera y que pasamos a analizar.

#### *Una situación financiera anómala*

A finales de 2006, la situación financiera comienza a complicarse: El mercado de la vivienda de EEUU empieza a estancarse tras un quinquenio de euforia, y la creciente morosidad en hipotecas de alto riesgo (*subprime*) y la resultante pérdida de valor en productos financieros derivados del crédito hipotecario empieza a poner en riesgo los balances de las instituciones financieras, lo que empieza a manifestarse en la primera parte de 2007. En agosto de 2007 se desata una crisis financiera de importantes proporciones (el FMI, en abril, estima las pérdidas asociadas en 945.000 millones de dólares). La reacción de los bancos centrales es inyectar fuertes cantidades de “liquidez” (crédito a las instituciones financieras), y en el caso de la Reserva Federal, una agresiva serie de bajadas de tipos, que ya hemos reseñado.

Ello ha conducido a una situación financiera anómala en EEUU, en la cual los tipos de interés de intervención son muy bajos o incluso inferiores a la inflación –lo cual es un desequilibrio, al introducir un incentivo muy fuerte al endeudamiento y un enorme desincentivo al ahorro–. La situación se agrava a medida que repuntan los índices de inflación y no suben los tipos nominales, con lo que este tipo de interés se vuelve cada vez menor en términos reales. No obstante, hay un factor parcialmente compensador: en el sector financiero existe todavía una amplia incertidumbre sobre las posibles pérdidas de las instituciones financieras, lo que ha introducido una brecha creciente entre los tipos de intervención de los bancos centrales y los tipos de interés del mercado monetario interbancario tanto en EEUU como en la Eurozona, moderando el efecto expansivo de la política monetaria y los incentivos al endeudamiento.

La gran cantidad de liquidez financiera existente y el crédito se alejan entonces en 2007 de los mercados de vivienda y empiezan a diversificar su destino, en parte en mercados emergentes, y en parte en posiciones de futuros en los mercados de materias primas. Es un tipo de “migración de la liquidez” desde el mercado de la vivienda (con malas expectativas) hacia las materias primas (con buenas expectativas por la fuerte demanda

de los países emergentes y una reciente trayectoria alcista), que ha reforzado el alza de los precios de las materias primas, en particular a los que fueron refugios contra la inflación en la década de los 70: los metales preciosos y el petróleo. Estas expectativas se sustentan además en la constatación de la fuerte y continuada demanda de los países emergentes y la previsión de que las autoridades monetarias están dispuestas a soportar mayores tasas de inflación, primando la recuperación de la demanda sobre la estabilidad de precios.

Por último, también contribuye al alza de los precios de las materias primas un mecanismo puramente cambiario: la depreciación del dólar afecta a activos denominados en dólares. Ahora bien, debe recalcar que la incidencia del mecanismo puramente cambiario es solamente parcial, puesto que la subida de precios también ha sido muy acusada –aunque apreciablemente menor– en una moneda fuerte como el euro.

#### *El debate sobre los mercados de futuros y la especulación*

Un punto que ha sido objeto de debate es la forma en la cual los factores financieros han podido incidir en los mercados de materias primas. Esta incidencia se ha producido principalmente a través de la inversión en los mercados de futuros y de los cambios en las expectativas.

Los inversores financieros con deseos de establecer posiciones en los mercados de materias primas no suelen acudir a los mercados en los que se produce la entrega física inmediata del producto (“mercados de contado”), dado el elevado coste de gestión de almacén de las mercancías y necesidad de contar con una división logística con experiencia. Los inversores financieros en mercados de materias primas suelen acudir a los “mercados de futuros” (mercados con contratos estandarizados y organizados en los que la entrega del producto se efectúa en un período posterior al de la firma del contrato de compraventa). En estos mercados es posible establecer posiciones compradoras o vendedoras sin necesidad de gestionar existencias (*stocks*), y mantenerlas en el tiempo mediante la liquidación financiera de un contrato a medida que se acerca el vencimiento (momento de la entrega) y su renovación a un plazo más largo (práctica habitual, conocida como *roll-over* de una posición). De hecho, la mayor parte de los participantes en mercados de futuros, incluso aunque sean compañías del sector, utilizan la práctica totalidad de sus posiciones en estos mercados de forma financiera, como cobertura ante variaciones de precios con la gran ventaja de ser muy líquida (fácil de revertir).

Los fondos provenientes de otros mercados (la “liquidez” que ha migrado hacia los mercados de materias primas) han tomado posiciones en los mercados de materias primas, por los factores anteriormente explicados. Existe considerable evidencia de la multiplicación de las posiciones de inversores financieros y del incremento del volumen de negociación, acelerados desde 2007. Estimaciones expuestas en el Senado de EEUU (en mayo de 2008) apuntan a que las posiciones puramente financieras habrían podido pasar de 13.000 millones de dólares a finales de 2003 a 260.000 millones en marzo de 2008 –una cifra muy considerable, aunque la estimación sea muy aproximada al ser difícil de distinguir al inversor financiero–. Estas posiciones, probablemente compradoras por lo anteriormente expuesto, han presionado al alza a los precios. Y dado que los mercados de futuros son una referencia esencial para el mercado de contado (al ser los mercados más líquidos y que movilizan mayor información, y existir la posibilidad de arbitraje), la transmisión a los mercados de contado ha podido ser directa y rápida. En definitiva, “la migración de liquidez” hacia los mercados de futuros ha terminado produciendo subidas de precios en los mercados de contado.



Algunos analistas, como Paul Krugman, o algunos de los principales bancos centrales, han descartado en un primer momento la incidencia de factores financieros y de la especulación sobre los mercados de materias primas al no observarse acumulación de *stocks* (“acaparamiento”). No obstante, como hemos expuesto, la inversión financiera en los mercados de futuros de materias primas no requiere de gestión de *stocks* y la ausencia de acaparamiento no es argumento suficiente para descartar la incidencia de factores financieros. Más aún, las expectativas puramente financieras sobre la inflación o sobre la rentabilidad relativa de activos pueden afectar directamente a los precios de los mercados de contado sin necesidad de la existencia de posiciones financieras especulativas sustanciales en los mercados de futuros. Los bancos centrales deberían prestar particular atención a los mercados de materias primas como indicadores de las expectativas sobre inflación y presiones sobre la capacidad de utilización. Considerar que todo lo que se produce en ellos obedece exclusivamente a causas “reales” (no monetarias, no financieras) significaría cerrar los ojos ante el que podría ser el *principal* mecanismo de transmisión de las políticas monetarias de las principales áreas en la actualidad.

**Conclusión:** La fuerte subida de los precios de las materias primas y alimentos debe analizarse conjuntamente. Un análisis separado de cada mercado puede llevar a obviar causas comunes e interrelacionadas, entre las que podemos destacar dos principalmente: la fuerte demanda del Asia emergente y unas condiciones financieras y monetarias de muy bajos tipos de interés y de creciente incertidumbre sobre la inflación y el valor del dólar. En el caso de los precios de los alimentos, la demanda de biocombustibles, las políticas comerciales restrictivas y una cierta ralentización en el crecimiento de la oferta son también factores destacables. No obstante, el hecho de que en otros mercados de materias primas también se hayan producido muy fuertes y correlacionadas subidas de precios debe moderar el énfasis sobre factores específicos de cada mercado. En particular, puede ser un error considerar que estamos exclusivamente ante una perturbación “real” (de condiciones de producción o de demanda de los consumidores finales) en cada mercado y obviar la importancia del origen monetario-financiero de las perturbaciones existentes, su interacción con la demanda del Asia emergente y la interacción de sus regímenes cambiarios con las condiciones monetarias, financieras y de ahorro de EEUU.

Una cuestión fundamental para la respuesta de política económica es la interpretación de si las subidas son coyunturales o estructurales. Habitualmente se suele considerar que lo más prudente es considerar que el problema es de tipo estructural –lo que sería correcto si la principal causa reside en el incremento “real” de la renta de Asia–. También estaríamos ante un problema estructural si los bancos centrales pierden el control de la inflación. No obstante, si estamos ante un fenómeno de origen monetario y financiero, ante una estabilización de las condiciones monetarias (que por el momento no es seguro que se produzca), los precios de las materias primas tenderán a estabilizarse y posteriormente a bajar.

Las implicaciones de este análisis pueden aplicarse al diseño de políticas. La aceptación del protagonismo de los factores financieros y monetarios no debe llevar en ningún caso a la “demonización” de los mercados de futuros. No estamos, además, ante casos de “especulación pura” en los que son unas profecías autocumplidas las que mueven los mercados. Las actuaciones en contra de los mercados de futuros o la prohibición de actuaciones especulativas será ineficaz sin una estabilización monetaria internacional, como lo ha sido hasta ahora: solamente trasladará las subidas de precios a mercados no regulados y menos transparentes y, además, desincentivará la respuesta de la oferta

ante los incrementos de precios. La experiencia de la India, que prohibió la negociación en mercados de futuros en 2007 para algunos productos, revela la ineficacia de estas medidas.

*Miguel Ángel Martínez Rolland*  
*Técnico comercial y economista del Estado*