



A FONDO

Burbujas petrolíferas, inmobiliarias y de materias primas

José María Nogueira

Responsable de Estructuración de Activos, Banco Pastor

Imagine que es usted un agricultor dedicado a la siembra, recogida y venta de trigo. Si hoy vende usted su cosecha, le pagarán 200 dólares por tonelada. Pero desconoce usted a qué precio podrá vender el mes o el año que vienen. Por una parte, estaría usted contento de que el precio subiera a 300 dólares por tonelada, lo que le reportaría mayores beneficios futuros, posibilitando la compra de un nuevo tractor o la contratación de un ayudante. Pero lo que realmente le quita el sueño es la posibilidad de que el precio caiga a 100 dólares, poniendo en riesgo la viabilidad de su fuente de subsistencia. Afortunadamente, conoce usted a un especulador que está dispuesto a apostar por una subida del precio del trigo, de forma que si el precio sube a 300 dólares, el especulador se queda con 100 dólares por tonelada, pero si baja a 100, el especulador se compromete a comprar toda su cosecha a 200, asumiendo él la pérdida e inmunizándole a usted de dicha bajada.

¿Existe una burbuja en el precio de los alimentos? ¿Es culpa de los especuladores que operan en el mercado de futuros? En los últimos meses hemos asistido a un incremento espectacular en el precio de los alimentos y del petróleo. La fijación de precios en los mercados de materias primas o *commodities* es resultado de la confluencia de la oferta y la demanda mundial. Buena prueba de ello lo constituyen el volumen de comercio internacional generado en torno a dichos productos, así como la dolarización del precio del petróleo y de otras materias primas como los cereales y los metales preciosos.

Aunque existen factores reales que contribuyen a explicar el alza de los precios en estos mercados, la subida está siendo de tal magnitud que no resulta extraño el debate sobre la posible existencia de otros factores ajenos a los fundamentos de estos sectores económicos. El caso del petróleo amerita un análisis aparte, fijémonos por tanto en el mercado de los alimentos –la soja, el maíz, la cebada o el trigo–, dada su relevancia para la supervivencia de los millones de personas que malviven en el umbral de la pobreza.

Entre los factores “reales”, expertos en economía agraria como Jesús Antón –OCDE– citan en primer lugar las importantes sequías y las malas cosechas en países que son productores y exportadores relevantes –sobre todo de cereales–, como Australia, lo que ha reducido al mínimo las existencias de estas materias primas. En segundo lugar, la propia subida del precio del petróleo ha originado un significativo aumento de los costes agrícolas. Adicionalmente, la Unión Europea y los Estados Unidos están realizando una fuerte apuesta por los biocarburantes, subvencionando la producción y fijando ambiciosos objetivos de consumo, que requerirán ocupar una buena parte de la tierra agrícola. Por último, se está consolidando un cambio progresivo en la dieta de los países emergentes –principalmente China e India– a favor de la carne, lo que incrementa la demanda global de cereales.

Por otra parte, parece que existe cierta correlación –¿y causalidad?– entre la evolución del mercado de futuros sobre las materias primas y el precio del mercado “de contado”. Podría pensarse que la adversa coyuntura de los mercados financieros internacionales ha contribuido a que los flujos inversores de algunos fondos se hayan redirigido hacia las *commodities*, en busca de mejores rendimientos. Podría estar ocurriendo algo simi-

lar a lo acontecido en el mercado español del suelo y la vivienda en los últimos años: las causas fundamentales inician un proceso inflacionista que es retroalimentado por una demanda especulativa, generándose una espiral de precios alcistas en una dinámica de “tela de araña”.

Especuladores

Aunque existe evidencia de una entrada masiva de operadores no-comerciales en los mercados de futuros de *commodities*, con predominio de posiciones compradoras especulativas, algunos economistas como Paul Krugman o Fernando Durante rechazan culpar a los especuladores de la subida de los alimentos. Según Krugman una subida “artificial” de precios, impulsada inicialmente por el mercado de futuros precisa, para influir en el mercado al contado, de un “acaparamiento” de *stocks* físicos que no se ha producido. Este razonamiento se basa en la función de arbitraje inherente a los mercados: si el precio del futuro está alto y el del contado bajo, los agentes ar-



Pozo de petróleo en Santa Cruz del Norte, en Cuba.

bitrarán comprando el subyacente al contado y vendiendo contratos de futuros, obteniendo como beneficio de *trading* la diferencia, y haciendo desaparecer ese fallo de mercado. No compartimos la visión de Krugman, pues además de la ausencia de acaparamiento, las posiciones especulativas en futuros parecen ser compradoras, no vendedoras.

Si la hipótesis de los especuladores como causantes de una burbuja en el mercado de alimentos resulta verosímil, es comprensible que las autoridades económicas se planteen qué medidas pueden adoptar para mitigar esta situación. Será importante sopesar los efectos secundarios de estos paliativos: los especuladores podrán operar fuera del mercado de futuros –*over the counter*–, asumiendo el riesgo de contrapartida que la cámara de un mercado organizado les ofrece, drenando liquidez del mercado en el que nuestro agricultor del ejemplo inicial se protege de la volatilidad inherente al precio de su cosecha de trigo. ¿Y la Política Agraria Común o la fuerte apuesta por los biocarburantes? ¿Qué papel están jugando en este proceso inflacionista?