

De las materias primas industriales a los alimentos: los riesgos para la inflación se modifican, pero persisten

David Cano Martínez
Álvaro Francisco Lissón Aguiar*

Introducción

En los últimos años la economía mundial ha acumulado una de las fases de crecimiento más prolongadas de los últimos tiempos, en la que los países emergentes, y en especial China, han asumido un mayor protagonismo. Adicionalmente, a pesar del elevado dinamismo económico y de las considerables perturbaciones del alza en el precio de las materias primas (no sólo petróleo), los niveles de inflación han permanecido muy moderados, especialmente en lo que se refiere a las tasas subyacentes. En los últimos meses se ha intensificado el debate sobre los riesgos para este escenario tan positivo, y no tanto porque las perspectivas para el crecimiento se hayan deteriorado, sino más bien porque sí se han elevado los relativos a la inflación. En este sentido, en este artículo exponemos una serie de argumentos que, a nuestro juicio, nos parecen suficientes para afirmar que en un horizonte de medio a largo plazo el riesgo para la estabilidad de precios es predominantemente al alza.

1. Elevado dinamismo de la economía mundial sin presiones inflacionistas

A pesar del elevado dinamismo exhibido por la economía mundial en los últimos años, no se han observado, salvo excepciones en algunos países, tensiones inflacionistas, más allá de las generadas de forma coyuntural por el encarecimiento de las materias primas industriales y, en especial, del petróleo y sus derivados. De esta forma, los

precios han crecido en 2006 a tasas interanuales del 2,3 por 100 en las economías desarrolladas y del 5,5 por 100 en las emergentes (FMI, 2007).

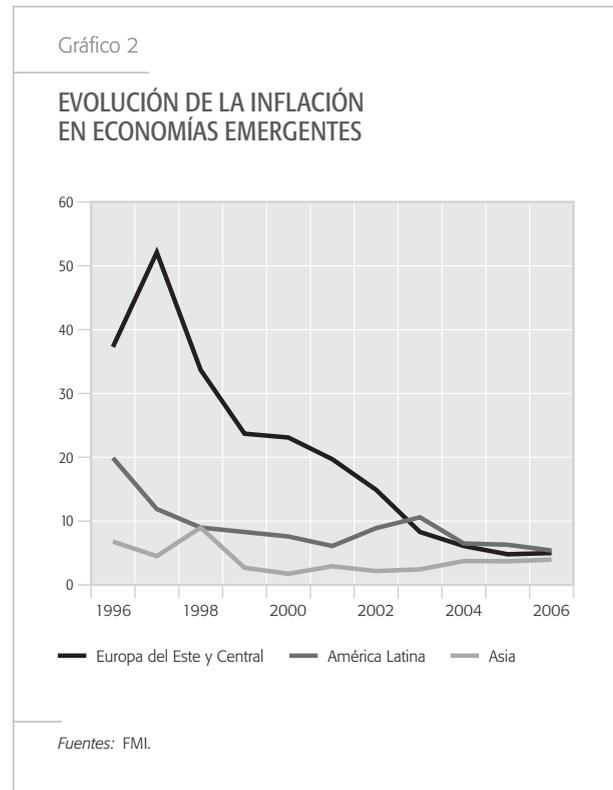
La fijación de objetivos de inflación por parte de los bancos centrales de países emergentes y, sobre todo, su cumplimiento en la mayoría de países en los últimos ejercicios, han mejorado la credibilidad en sus instituciones monetarias de los distintos agentes económicos, entre ellos los mercados financieros, favoreciendo a su vez la labor de los bancos centrales¹.

Durante 2007, el efecto interanual del componente de energía en los IPC, derivado de la tendencia alcista en el precio crudo durante 2006 y, en especial, en los meses de verano (se alcanzó un máximo histórico a mediados de agosto), está permitiendo mantener la inflación general de los países desarrollados en tasas muy moderadas, si bien la presión en los núcleos subyacentes es creciente, con unos índices que alcanzan máximos de los últimos años al hilo de los efectos de segunda ronda (en menor medida) y, de forma especial, por el fortalecimiento de la demanda interna (consumo). Adicionalmente, comienzan a percibirse presiones en el precio de los factores (coste de capital y salarios), debido a que tras años de fuerte expansión, se ha producido la lógica reducción de *output gaps* llevando a las tasas de utilización de la capacidad productiva (UCP) y de paro a máximos y mínimos, respectivamente, de los últimos años.

Por su parte, en las economías emergentes, en especial Asia y Latinoamérica, las presiones al alza en los precios

* Socio y economista, respectivamente, de Analistas Financieros Internacionales.

¹ Recientemente, BERNANKE (2007) nos ha vuelto a recordar tanto la importancia de la estabilidad de los precios como de las expectativas inflacionistas de los agentes.



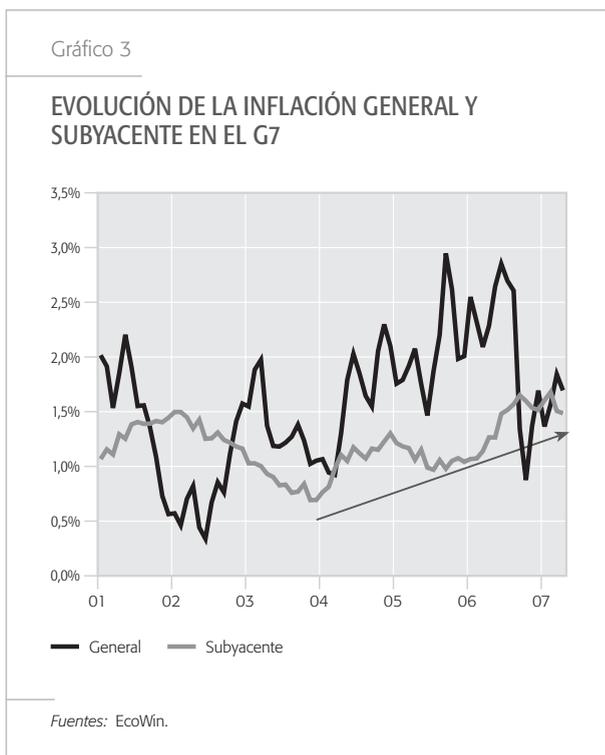
han comenzado a despertar, debido al encarecimiento de los alimentos (como consecuencia de las perspectivas de diversificación de las fuentes energéticas en el futuro

cercano) y del creciente peso del consumo privado sobre el PIB.

En el contexto que detallamos a continuación, pensamos que en un horizonte de medio a largo plazo las previsiones de la inflación son al alza. Esta percepción se apoya en el mayor punto de partida de los núcleos subyacentes ante:

1. El reciente encarecimiento del precio de los alimentos.
2. La previsible estabilidad en niveles elevados del precio del petróleo, otras materias primas industriales y el coste de transporte (sin contar con el riesgo geopolítico).
3. El efecto sobre el coste de los factores (capital y trabajo) de la reducción de recursos ociosos en una economía mundial que todavía crecerá por encima de su potencial durante 2007 y 2008.

Las últimas declaraciones y decisiones de los bancos centrales avalan este escenario de riesgo. Es verdad que la inflación permanece estable y en niveles compatibles con la estabilidad de los precios, pero los riesgos son al alza y, ahora, superiores a los vigentes hace seis meses.



2. A medio plazo, los riesgos para la inflación son al alza

2.1. El creciente precio de los alimentos constituye el principal foco de riesgo

El repunte en el precio de los alimentos básicos como el maíz, la soja o la caña de azúcar, y su efecto secundario sobre otra clase de alimentos (carne o lácteos), está ejerciendo presiones sobre la inflación de las economías, pero especialmente de las emergentes, debido a que el peso de los alimentos en la cesta de la compra es muy alto (ante el elevado porcentaje de la población con rentas bajas y, por tanto, sujetas a precios de bienes de “subsistencia” básica): entre el 20 por 100 (Brasil) y el 35 por 100 (China). También en los países desarrollados han comenzado a constarse repuntes en los índices de precios de los alimentos pero, de momento, no se han reflejado sobre la tasa de inflación general debido a que su ponderación dentro de los índices es menor (7,6 por 100 en la UME y 13,9 por 100 en EE.UU.). No obstante, la aceleración de los índices de precios de alimentos en un amplio espectro de economías emergentes, y su persistencia a medio plazo, podría provocar tensiones en la cadena de elaboración hacia bienes elaborados.

La presión al alza sobre el precio de los alimentos proviene, fundamentalmente, de la búsqueda de alternativas a los combustibles de origen fósil y, en concreto, del creciente uso del etanol, siendo el maíz, la soja y la caña de azúcar elementos básicos para su elaboración. Este fenómeno se produce en un entorno generalizado, aunque lento, de incremento del peso del consumo privado sobre el PIB en las economías emergentes, cuyas consecuencias alcistas sobre el nivel de precios (su principal baza competitiva actual) es un factor de evidente riesgo para la evolución de los precios a nivel global en el medio plazo.

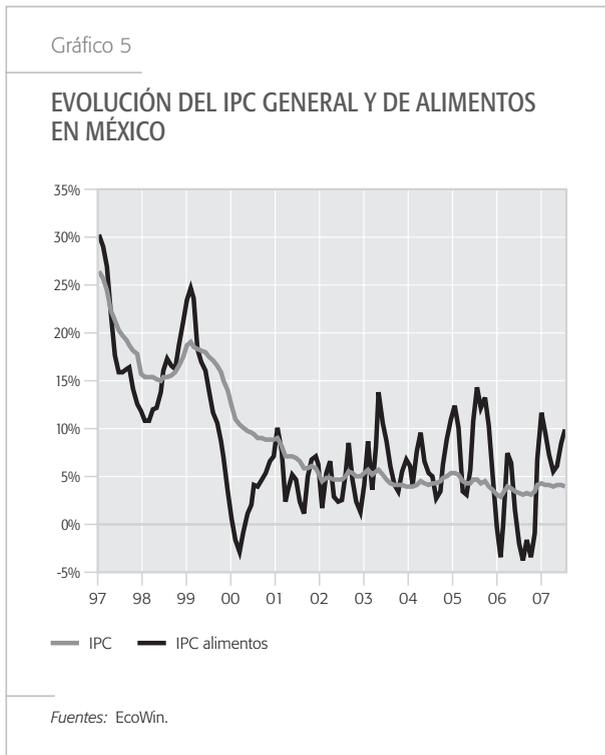
De momento, los bio-combustibles suponen un 10 por 100 del total de la oferta de energía mundial, pero esa cuota se irá incrementando de forma progresiva en próximos años (Estados Unidos se ha fijado un objetivo de producción de 35.000 millones de galones de energía renovable para 2017 —cinco veces la actual producción—, y la Unión Europea ha manifestado el deseo de que, en 2020, el 10 por 100 del consumo de petróleo haya sido sustituido por el uso de energías alternativas), por lo que el incremento de la demanda seguirá impulsando el precio de materias primas clave al alza, al margen de los efectos de segunda ronda sobre el precio de otros productos agro-alimenticios de primera gama (carne, lácteos y aves) y otros elaborados. Por tanto, con el uso de los bio-combustibles extendiéndose



dose de forma global y hasta que la oferta se ajuste a la demanda o se desarrollen fórmulas de producción alternativas a su uso, la partida de “productos agrícolas o alimentos” actuará de fuente de presiones inflacionistas, principalmente sobre los países emergentes y desarrollados, en forma de encarecimiento de las importaciones.

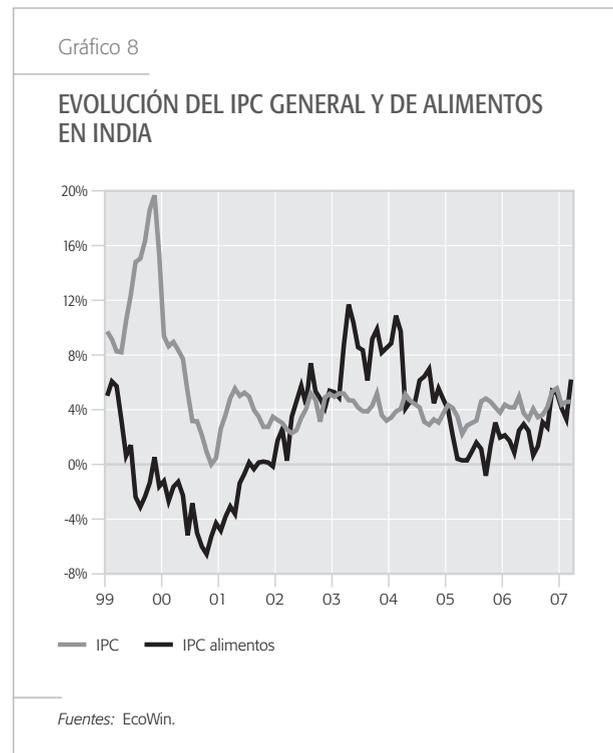
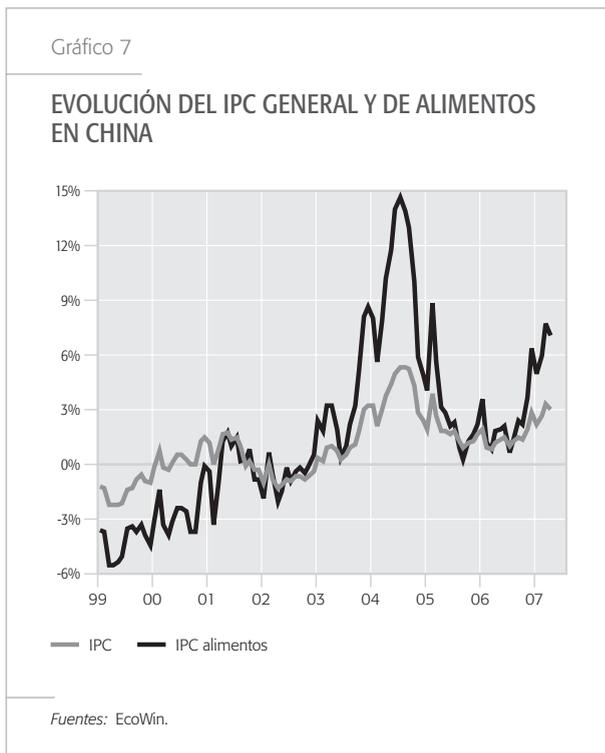
De hecho, el impacto potencial del encarecimiento de los alimentos sería bastante desigual entre economías nacionales. La reciente experiencia de México (la fuerte elevación del precio del maíz ha llevado al Banco Central a elevar los tipos para contener el rebote del IPC) y el fuerte avance de los precios alimentarios en China (donde el recuerdo de la antesala de las turbulencias sociales de 1987 sigue vivo) son, sin duda, una buena muestra de la sensibilidad de estas economías al precio de los bienes de subsistencia básica.

En muchos de estos países, la “economía de subsistencia”, vinculada a una población rural (todavía mayoritaria) tiene una gran importancia. China es el caso que preocupa en mayor medida, dado su papel de “productor barato” para el resto del mundo: el IPC está subiendo en los últimos meses de forma relativamente intensa (la inflación se ha situado por encima del 3%, objetivo del banco central) y las medidas adoptadas hasta el momento para enfriar la economía no están dando los resultados deseados. Ante esto, son dos las vías que, de forma no excluyente, pueden ser adoptadas por las autoridades chinas para atajar el inicio del ciclo inflacionista: una restricción monetaria más aguda —elevando los tipos de interés o el coeficiente de caja— y una mayor flexibilización del régimen cambiario.



Las implicaciones en materia de liquidez global de estas dos vías de actuación por parte de las autoridades chinas son similares, aunque consideramos que una revaluación del yuan o una ampliación de sus bandas de fluctuación res-

pecto al dólar generarían un impacto de mayor intensidad en el esquema de "reciclaje de reservas" desde Asia. Y, de darse este escenario, una segunda derivada evidente sería una desaceleración del crecimiento económico mundial.



Hay otra vía de preocupación adicional en relación con los precios: aunque la evidencia es, por el momento, limitada, comienzan a detectarse síntomas de que la inflación de las economías avanzadas se globaliza, es decir, que responde a cambios en la oferta y demanda mundiales en mayor medida que a las internas. Por tanto, además de las implicaciones que sobre su modelo de crecimiento pueda tener un incremento de la inflación en los emergentes, el riesgo de traslación a precios de importaciones en la UME, EE.UU. o Reino Unido resulta más importante para el actual patrón de crecimiento mundial y para la permanencia de reducidas primas por riesgo generalizadas entre distintas clases de activo.

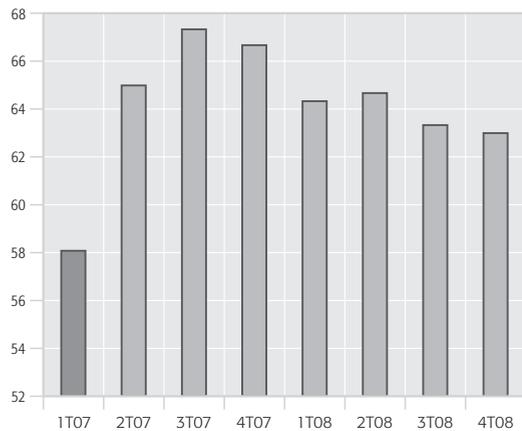
2.2. El riesgo sobre el precio de la energía también es alcista

Teniendo en cuenta las previsiones de oferta y demanda que elabora la Agencia Internacional de Energía, todo apunta a que los precios del petróleo, y por factores similares, de otras materias primas industriales, se mantendrán en niveles elevados y, por tanto, seguirán presionando al alza el coste del transporte y la factura energética de las empresas del sector industrial. La fortaleza de la demanda se produce en un contexto de menor dinamismo esperado para el ciclo en EE.UU., pero que está siendo compensado por el impulso de otras economías (entre ellas, por fin, el Área Euro), dando soporte a la demanda global de energía. Por el lado de la oferta, las condiciones tampoco ayudan: los países no OPEP están tardando a la hora de poner en marcha inversiones que permitan elevar su techo de producción y la propia OPEP sigue enfatizando la adecuación de su oferta a la demanda con el objetivo de mantener un volumen de inventarios estable y evitar cesiones importantes en precios.

De esta forma, si el crudo no cede desde los 71 dólares USD por barril de Brent de media alcanzado en el mes de junio y el tipo de cambio USD/EUR permanece en el entorno de 1,34, el propio efecto base del componente de la energía llevaría a la inflación general en la UME por encima del 2,5 por 100 y a niveles del 4 por 100 en EE.UU. para finales de 2007. Si incorporamos, además, el impacto que puede llegar a generar un avance sostenido en el tiempo de los precios de los alimentos a los ritmos actuales, el riesgo de alzas en inflación se hace patente (todo ello sin tener en cuenta posibles efectos de segunda ronda derivados del encarecimiento energético y de los alimentos, ya producidos). Nos tememos que, en este entorno, elevar los tipos de intervención algo más allá de lo que los fundamentos actuales requieren es el resultado más probable entre los bancos centrales de las economías del G-7. El previsible impacto de unas condiciones monetarias que ya sí serían

Gráfico 9

PREVISIONES DE PRECIO DEL PETRÓLEO POR LA AGENCIA INTERNACIONAL DE LA ENERGÍA (DÓLARES POR BARRIL)

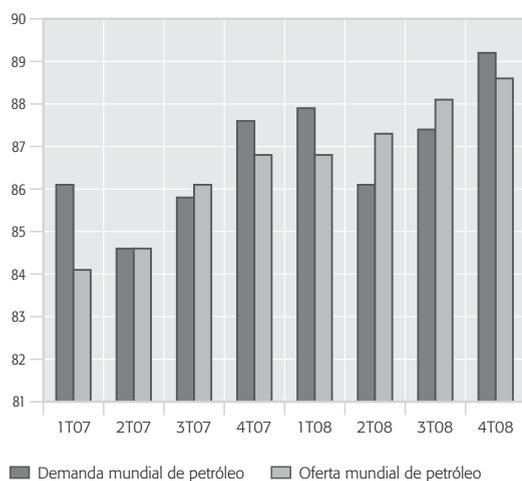


Fuentes: Agencia Internacional de la Energía.

restrictivas sobre la demanda interna y, por ende, sobre el comercio mundial, tendería lógicamente a aminorar el ritmo de acumulación de reservas, a frenar el de expansión de la ahora abundante liquidez global y, en consecuencia, intensificar la desaceleración económica mundial.

Gráfico 10

PREVISIONES DE OFERTA Y DEMANDA DE PETRÓLEO POR LA AGENCIA INTERNACIONAL DE LA ENERGÍA

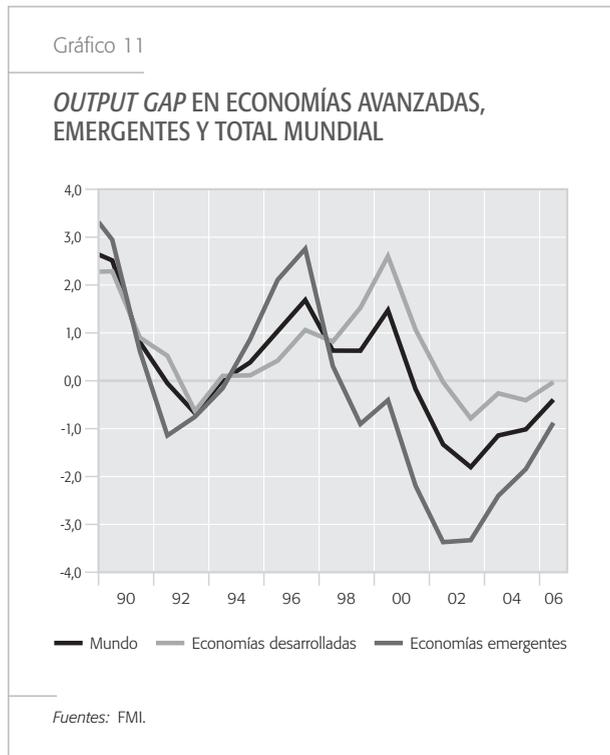


Fuentes: Agencia Internacional de la Energía.

2.3. El alza en el coste de los factores, otro riesgo latente

Adicionalmente, y desviando nuestro análisis hacia el coste de los factores capital y trabajo, la acumulación de varios años consecutivos de sólido crecimiento ha provocado el estrechamiento, e incluso la eliminación, de la brecha de crecimiento potencial (*output gap*), y además, de forma sincronizada, en todo el mundo, tanto en economías desarrolladas como en emergentes (aunque en este caso, no del todo: ver gráfico 11).

Es decir, los niveles de recursos ociosos son ya muy reducidos. Al mismo tiempo, la actual etapa de expansión económica, fuertemente generadora de empleo, ha colocado la tasa de paro en mínimos y muy próxima o, incluso por debajo, de la NAIRU (tasa de paro no aceleradora de la inflación). Además de sostener el consumo, es lógico pensar en presiones al alza en costes laborales unitarios, sobre todo entrando en una fase en la que los beneficios empresariales comienzan a abandonar las elevadas tasas de crecimiento experimentadas en los últimos tres años y, no podemos obviar, tras años de reducción del peso de la compensación salarial en PIB (hecho que está generando considerables presiones político-sociales a favor de una mayor participación del trabajo en el producto). Las fuertes ganancias de productividad habrían explicado, en



gran medida, este fenómeno y parece que, a partir de ahora, será menores (parece poco probable que a corto plazo experimentemos un *boom* tecnológico como el de finales de la década de los noventa).

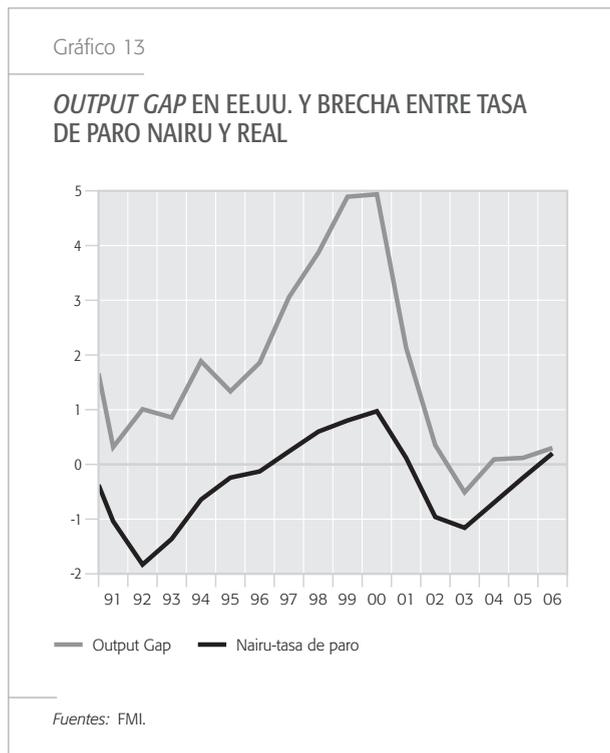
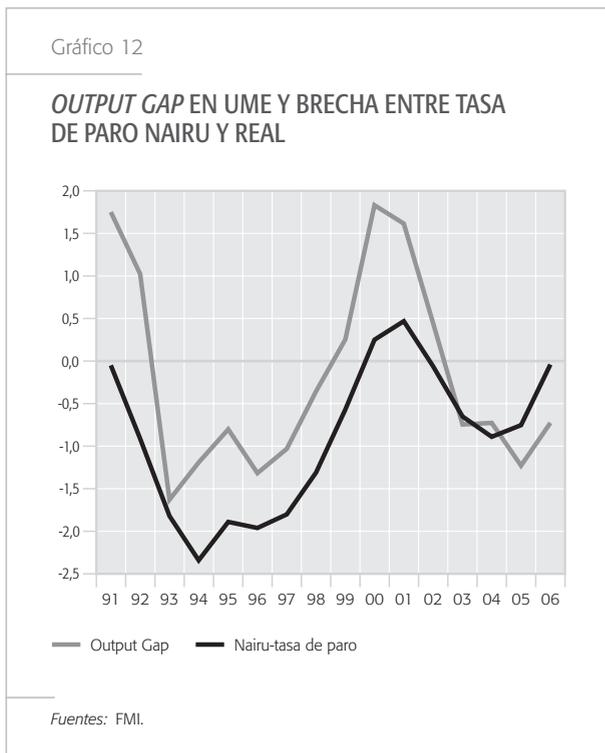
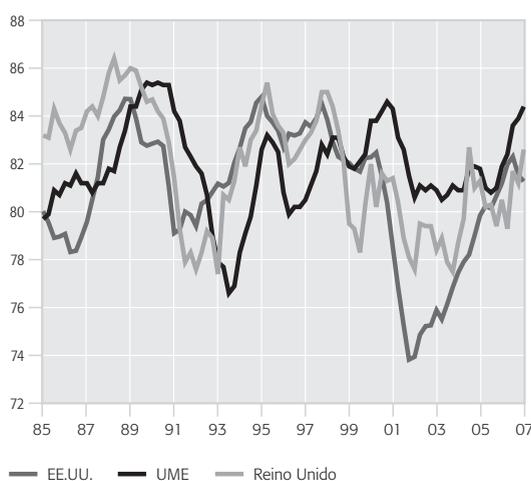


Gráfico 14

EVOLUCIÓN DE LA UCP EN PAÍSES DESARROLLADOS



Fuentes: EcoWin.

En relación con el coste del capital, la convivencia de ratios de utilización de la capacidad productiva en máximos de los últimos diez años, y subiendo, con un proceso inversor que no presenta visos de detenerse (¿por qué debiera hacerlo si el coste agregado del capital continúa siendo relativamente bajo y su rentabilidad elevada?), introduce claros riesgos de elevaciones del coste del capital. En este sentido, una mirada a la evolución histórica del coste del factor capital (medido por los tipos de interés reales) en relación con el gasto en inversión empresarial, medido como porcentaje del PIB, permite manejar perspectivas de nuevas alzas de tipos de interés reales.

2.4. El habitual temor a la posible adopción de medidas proteccionistas

Finalmente, la amenaza que supone la adopción de medidas proteccionistas sobre el comercio, como alternativa a la entrada de productos con origen en economías emergentes que compiten en costes y desplazan a la producción nacional, es otro factor que, en los próximos años, puede alterar el actual patrón de crecimiento mundial y elevar las primas por riesgo en los mercados financieros. Este

es el caso, en especial, de la curva de tipos de interés, que, durante los últimos años, ha gozado de un entorno de estabilidad gracias a la inflación, que un rebrote proteccionista desbarataría de forma rápida y brusca. En este aspecto, las crecientes tensiones en las relaciones entre China y EE.UU., reflejadas en la agresividad de buena parte del Congreso de este último país, son el aspecto clave que habría que vigilar.

Conclusiones

A pesar del elevado crecimiento registrado por la economía mundial en los últimos años, este no se ha materializado de forma generalizada en grandes presiones inflacionistas, al margen de las generadas con carácter excepcional por el encarecimiento del precio del petróleo y materias primas industriales. En cualquier caso, sí que se comienzan a observar repuntes en los núcleos subyacentes de los países desarrollados (en parte por efectos de segunda ronda y en parte por un mayor dinamismo del consumo) y tensiones en los IPC de los países emergentes (también por un mayor impulso del consumo y como consecuencia del encarecimiento de los alimentos). Adicionalmente, los efectos sobre el coste del factor capital y trabajo, tras varios años de expansión económica, están empezando a dejarse notar. Todos estos factores, unidos a la prevista estabilidad del precio del crudo en niveles históricamente elevados, hacen que situemos el riesgo de las tasas de inflación al alza en un horizonte de medio a largo plazo.

Bibliografía

- AMOR ALAMEDA, José Manuel y BALIÑA VIEITES, Sara (2007): "Entorno global, ¿dónde están los riesgos?", *Revista Empresa Global*, julio y agosto.
- Analistas Financieros Internacionales (2007): "Perspectivas económicas y estrategia de mercados", capítulo *Inflación: de tanto ir el cántaro a la fuente...*, 13 de junio de 2007.
- BERNANKE, Ben (2007): "Inflation Expectations and Inflation Forecasting", *Remarks at the Monetary Economics Workshop of the NBER*, 10 de julio.
- Citigroup (2007): "Latam: Bio-Inflation Goes Forth", 9 de mayo.
- Fondo Monetario Internacional (2007): *World Economic Outlook*, abril.
- LISSÓN AGUIAR, Álvaro (2007): "Inflación de alimentos en Latinoamérica", *Revista Empresa Global*, julio y agosto.