

AUGE Y CAÍDA DEL PRECIO DE LAS MATERIAS PRIMAS. IMPLICACIONES
PARA AMÉRICA LATINA

Auge y caída del precio de las materias primas. Implicaciones para América Latina

Este artículo ha sido elaborado por Juan Carlos Berganza, Sonsoles Gallego, Luis Molina y José María Serena, de la Dirección General Adjunta de Asuntos Internacionales.

Introducción

Entre los años 2002 y la primera parte de 2008, América Latina se benefició del ascenso más intenso y persistente desde los años ochenta en los precios de las materias primas, que constituyen los principales productos de exportación de muchos países de la región (véase gráfico 1). En dicho aumento influyeron el ciclo de fuerte crecimiento económico global y el proceso de incorporación e integración de China en la economía mundial, que estimularon la demanda de materias primas, así como factores relacionados con la inelasticidad de la oferta o el elevado coste marginal de producción, y, posiblemente, factores financieros, aunque su impacto resulta más difícil de delimitar¹.

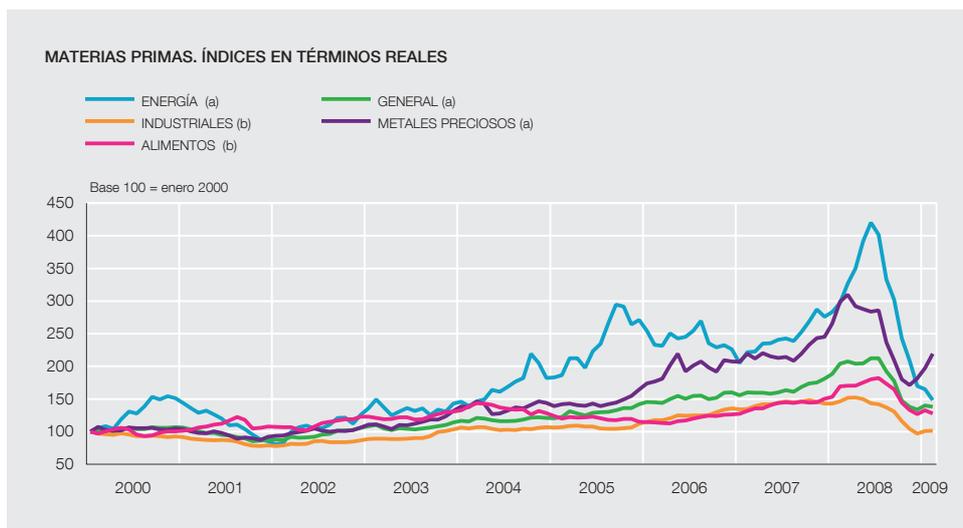
El objetivo de este artículo es analizar los efectos del incremento de los precios de las materias primas —y su posterior corrección— sobre la evolución macroeconómica y las perspectivas de América Latina, así como sus implicaciones de política económica, en un sentido amplio. La bonanza de las materias primas y un contexto global —real y financiero— muy favorable han permitido que, en los últimos cinco años, América Latina haya disfrutado de una de las fases de crecimiento más robusto y con menores desequilibrios de su historia reciente. No obstante, esta fase de prosperidad pudo haber sido mejor aprovechada para reforzar el marco institucional y de políticas; en algunos casos, de hecho, se han podido sustentar políticas macroeconómicas o estructurales inadecuadas. La intensa caída de los precios de las materias primas que se ha producido en los últimos meses supone la pérdida de un elemento fundamental de sustento del crecimiento en la región —aunque no se hayan revertido por completo las alzas anteriores—, que podría tener implicaciones económicas importantes en un contexto de agudo deterioro de las condiciones económicas y financieras globales [véase también BID (2008)].

La importancia de las materias primas para América Latina

América Latina es, junto con Oriente Próximo y algunas áreas de África, una de las principales regiones exportadoras de materias primas, con la excepción de los países centroamericanos, que son importadores netos de energía. Las exportaciones de materias primas representan en torno a un 40% de las exportaciones totales en valor, como muestra el gráfico 2. A nivel agregado, la composición del comercio exterior muestra el predominio del petróleo (18%), seguido de los productos agrícolas (12%) y los metales (11%), en el valor total de las exportaciones de la región. Sin embargo, por países se constata un importante grado de heterogeneidad (véase cuadro 1), con la presencia de dos países exportadores de petróleo en los que este supone más del 50% de las exportaciones totales (Venezuela y Ecuador), dos países eminentemente exportadores de minerales metálicos (Perú y Chile) y dos países en los que predomina la producción y exportación agrícola (Argentina y, en menor medida, Brasil). En el extremo opuesto aparece México, como país menos dependiente de la evolución de los precios de las materias primas en el ámbito comercial, debido a su mayor diversificación exportadora. No obstante, su dependencia fiscal del petróleo es muy significativa.

Dada la importancia clave de las materias primas para América Latina, la subida de los precios entre 2002 y mediados de 2008 propició un aumento muy considerable de la relación real de

1. Sobre las causas del aumento del precio de las materias primas, véanse FMI (2007a) y López, Berganza y Alberola (2008).



Variación en porcentaje

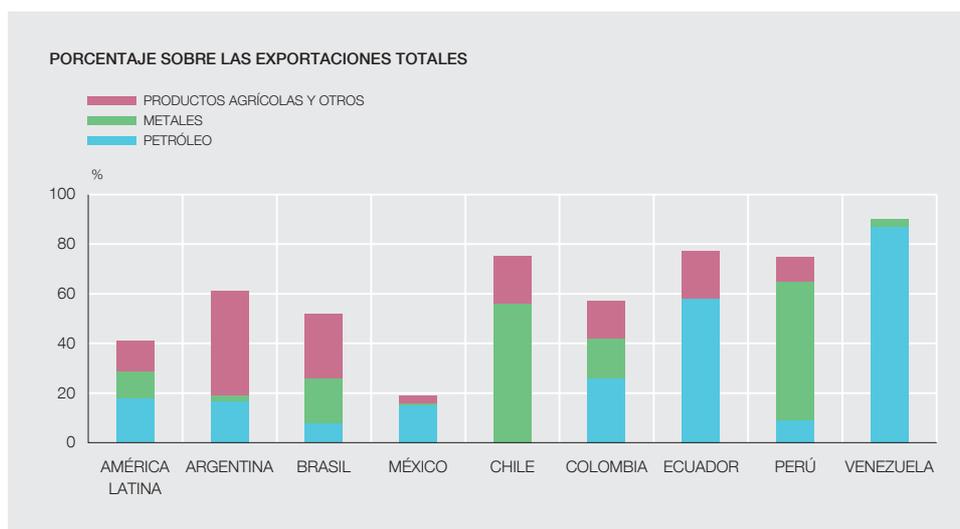
	General	Industriales	Energía	Metales preciosos	Alimentos
Enero 2002 - Julio 2008	141,9	82,2	399,8	206,1	69,5
Julio 2008 - Febrero 2009	-35,0	-28,6	-63,1	-23,2	-29,8
Variación total período	57,2	30,2	84,6	135,1	19,0

FUENTES: CRB y FMI.

a. CRB Continuous Commodity Index.

b. CRB Spot Index.

EXPORTACIONES DE MATERIAS PRIMAS



FUENTE: JP Morgan (2007).

	Producto	Millones de dólares	% sobre el total de exportaciones
ARGENTINA	Soja (granos, aceite y otros)	8.918	19,2
	Petróleo	2.403	5,2
	Cobre	1.870	4,0
	Trigo	1.470	3,2
	Maíz	1.261	2,7
			34,3
BRASIL	Soja (granos, aceite y otros)	9.311	6,8
	Hierro (mineral y concentrados)	8.949	6,5
	Petróleo	6.895	5,0
	Azúcar	3.936	2,9
	Carne de bovino	3.130	2,3
			23,4
MÉXICO	Petróleo	34.707	13,9
CHILE	Cobre (mineral, refinado y otros)	31.254	55,9
	Molibdeno y otros	2.223	4,0
			59,9
COLOMBIA	Petróleo	4.535	18,6
	Carbón (no aglomerado)	2.807	11,5
	Café	1.477	6,1
			36,2
VENEZUELA	Petróleo	48.677	87,7
PERÚ	Cobre (mineral, refinado y otros)	5.918	24,9
	Oro	4.003	16,8
	Zinc	1.759	7,4
			49,1

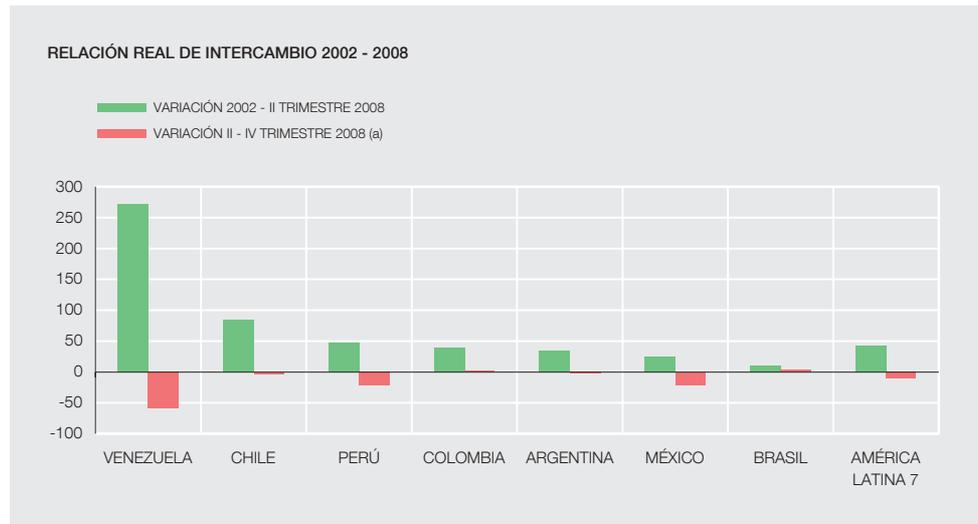
FUENTE: CEPAL.

intercambio de la mayoría de los países —de más de un 40%, en el conjunto de las siete principales economías de la región—, aunque la intensidad fue muy diferente por países. Como muestra el gráfico 3, Venezuela es el país que registró una mejora más importante en términos acumulados (más de un 275%), seguida de Chile (80%) y Perú (50%), mientras que países como Colombia, Argentina y, sobre todo, México y Brasil se vieron beneficiados en menor medida, estos dos últimos con mejoras moderadas de entre el 10% y el 25%. Este panorama ha cambiado a partir del tercer y cuarto trimestre de 2008, cuando la mayoría de los países han experimentado una caída en sus términos de intercambio, de intensidad variable por países.

Implicaciones económicas de la mejora de los términos de intercambio

El impacto del incremento de los precios de las materias primas sobre la economía de los países exportadores se fundamenta en la mejora de sus términos de intercambio². En la línea de los modelos de Dornbusch (1980) y Obstfeld y Rogoff (1988), la mejora de los términos de intercambio supone un incremento de la renta y del poder adquisitivo del país. Como se discute en López, Alberola y Berganza (2008), la mayor renta induce una expansión de la demanda, que afecta a todos los bienes, incluidos los no comercializables, que es donde tienden a concentrarse las presiones al alza de los precios, y que se suma al impacto inflacionista derivado directamente del aumento de los precios de producción (desplazamiento a la izquierda de la curva de oferta). La filtración de esta mayor demanda hacia importaciones no contrarres-

2. Por el contrario, para los países importadores, donde la perturbación de los términos de intercambio es negativa, se suele analizar como una perturbación de oferta negativa, al suponer un aumento de los costes de producción, al que se suma el efecto negativo de la demanda derivado de la pérdida de ingreso.



FUENTES: Datastream y Bancos Centrales.

a. Excepto Chile (variación entre el II y III trimestre de 2008).

ta el incremento original de las exportaciones de materias primas, por lo que normalmente se produce una mejora de la balanza exterior. El impacto de la mejora en la relación de intercambio sobre la oferta puede ser también positivo, pues fomenta el aumento de la producción, y también de la inversión en los sectores exportadores, en la medida en que se perciba como persistente, lo que puede tener un efecto positivo sobre el producto potencial. Este efecto positivo sobre la oferta no necesariamente contrarresta, en el agregado, el impacto negativo del incremento de costes en el resto de la economía.

Por tanto, el impacto del alza de los precios de las materias primas sobre la economía de los países exportadores es inflacionista (en mayor medida que en los importadores, por el efecto inducido sobre la demanda de la mejora de los términos de intercambio) y, en principio, positivo sobre la actividad. Además, el ajuste hacia el equilibrio derivado de la perturbación sobre los términos de intercambio requiere una apreciación del tipo de cambio real, mayor cuanto más permanente sea esa mejora. La apreciación incrementa la demanda de importaciones en detrimento de los bienes no comercializables internos, de tal modo que el superávit exterior tiende a moderarse y el exceso de demanda interno se corrige.

Un elemento que determina el impacto final sobre la economía y el bienestar es cómo se distribuye la mayor renta derivada de las materias primas. La mejora del ingreso se filtra a la economía, en mayor o menor medida, pero la magnitud y distribución de esta traslación depende de la estructura de propiedad de los recursos —nacional o extranjera, pública o privada—. El hecho de que las materias primas sean consideradas recursos del territorio puede justificar la captación de parte del ingreso por el sector público, bien a través de la propiedad directa de las empresas —como en Chile, Ecuador, México o Venezuela—, bien a través de la imposición sobre la producción o el margen de explotación de la producción privada. Los ingresos públicos pueden canalizarse directamente a la economía a través de programas de gasto público, o reservarse para generaciones o contingencias futuras a través de fondos de riqueza soberana o de estabilización. En el caso de la propiedad extranjera de la producción, la traslación de la mejora a la economía del país depende, además, del nivel de imposición y del efecto inducido sobre la demanda de trabajo y el capital doméstico, así como del grado de reinversión de los beneficios obtenidos.

En cualquier caso, es fundamental lograr un equilibrio adecuado entre la reversión al Estado y a la sociedad de una parte de los beneficios derivados de estos recursos soberanos y el mantenimiento de los incentivos a la inversión en exploración y extracción, así como al desarrollo de nuevas tecnologías. Este equilibrio es el que, en el largo plazo, permite maximizar los beneficios potenciales derivados de la abundancia de recursos naturales sobre la economía doméstica.

La evidencia empírica acumulada históricamente apunta a que, en ocasiones, los países ricos en materias primas y que se han beneficiado cíclicamente de mejoras sustanciales de los términos de intercambio han tendido a desarrollarse menos que los demás [Gelb (1988)], hasta el punto de acuñarse el término de «maldición del petróleo» (*oil curse*). Las razones de esta paradoja son fundamentalmente institucionales [Sachs y Warner (1997)], pues las bonanzas de recursos naturales generan un proceso de búsqueda y apropiación de rentas (*rent seeking*) que, cuando se produce en países con bases institucionales débiles, puede dar lugar a resultados ineficientes y afectar negativamente a las perspectivas de crecimiento de largo plazo.

A partir de estas implicaciones teóricas, se puede repasar la evidencia que nos ofrece la experiencia latinoamericana de los últimos años.

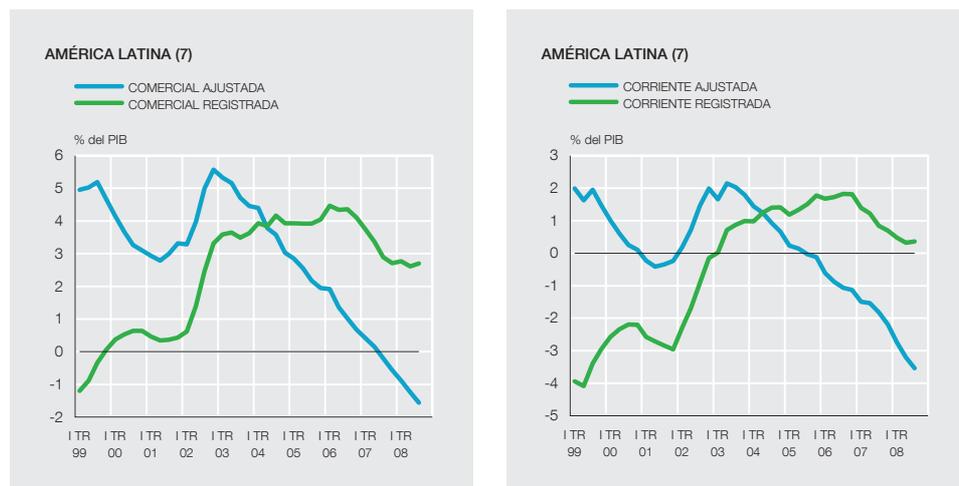
El impacto sobre el crecimiento y las cuentas exteriores de América Latina

El crecimiento medio del PIB en América Latina durante el período de aumento del precio de las materias primas (2003-2008) fue cercano a un 5% anual, unos dos puntos por encima del crecimiento medio anual desde los años setenta. Parte de esta evolución vino explicada por factores internos, como la recuperación de las economías tras una fase previa de ajuste muy pronunciado, y parte por factores externos favorables, como la expansión de la economía mundial y la disponibilidad y abaratamiento de la financiación internacional. El aumento del precio de las materias primas —inducido por la propia expansión global— contribuyó decisivamente a potenciar estos factores, favoreciendo el incremento del ingreso y del poder adquisitivo de estos países. Algunos estudios [por ejemplo, el de Talvi (2007)] estiman que la mejora en los términos de intercambio añadió en torno a 1,5 puntos porcentuales (pp) anuales al crecimiento de la región entre 2002 y 2006.

Buena parte de este crecimiento se cimentó en la evolución del sector exterior. La mejora en la relación real de intercambio permitió una fuerte expansión de las exportaciones, que aumentaron en torno a 2 pp del PIB, en promedio, en los cuatro principales países de la región. En algunos países, como Chile, el aumento fue mucho más pronunciado. Esta evolución solo fue parcialmente contrarrestada por el aumento de las importaciones inducido por la mejora de la renta, lo que permitió el mantenimiento de saldos superavitarios en las balanzas comerciales en torno a una media del 3,9% del PIB, entre 2002 y 2008, en el agregado de las siete principales economías de la región, frente a un 0,6% del PIB entre 1999 y 2002. Incluso los países que no experimentaron una mejora tan extraordinaria de sus términos de intercambio (como Colombia o Brasil) pudieron beneficiarse del aumento de la demanda de socios comerciales.

Para aproximar el impacto de la mejora de los términos de intercambio sobre la posición exterior, se ha estimado una balanza comercial ajustada por el efecto del alza de los precios de las materias primas, manteniendo constantes los términos de intercambio en el nivel promedio de los últimos veinte años³. Obsérvese que no se ajusta por el posible incremento en el volu-

3. Otros autores utilizan como términos de intercambio de referencia los observados en el segundo trimestre de 2002, pero aquí se ha preferido tomar esta media a medio plazo para recoger un ciclo completo de precios de materias primas, con la fuerte caída de los mismos hasta mediados de 1998, y el ascenso ocurrido a partir del año 2002. En el mismo sentido, FMI (2007b) argumenta que es la persistencia de las perturbaciones de los términos de intercambio la que afecta a la cuenta corriente.



FUENTES: Estadísticas Nacionales y FMI.

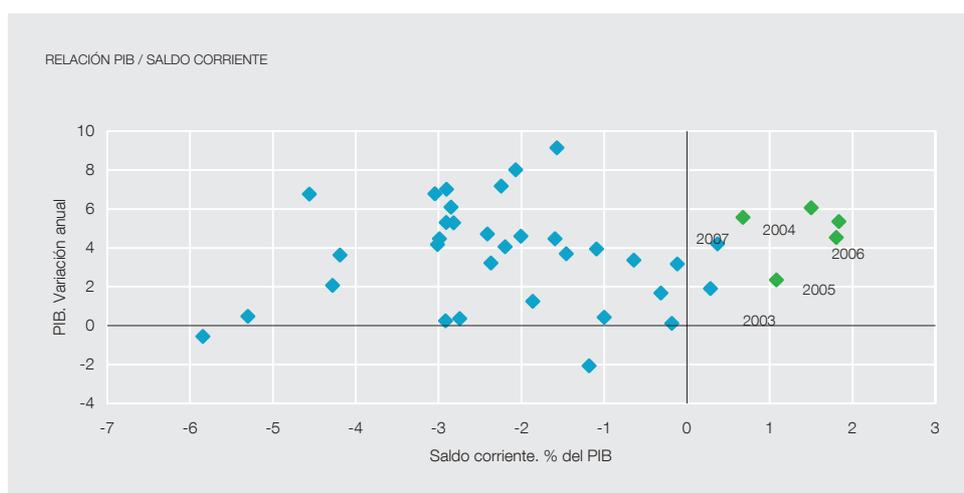
a. Estimación de la balanza por cuenta corriente, fijando los precios de exportación e importación como media desde el año 1990 hasta el último disponible. En el caso de Chile y Perú se ha estimado además un nivel fijo en la balanza de rentas como porcentaje del PIB.

men de materias primas exportado⁴, por lo que la aproximación no tiene en cuenta este efecto. En el gráfico 4, donde se compara la balanza ajustada con la efectivamente observada para el agregado de la región, se observa que, si se corrige con la media de los precios desde 1990, la balanza comercial sería deficitaria desde mediados de 2007 (-0,9% del PIB), alcanzando el -1,2% del PIB en el segundo trimestre de 2008, en lugar del superávit registrado del 2,7%. Las mayores divergencias entre la balanza observada y la ajustada se producen, lógicamente, en aquellos países más dependientes de la exportación de materias primas. Así, en Chile y Venezuela la diferencia ronda los 15-20 puntos de PIB, mientras que en Perú y Argentina el efecto precio supondría en torno a 5 puntos de PIB⁵.

La mejora de la balanza comercial no siempre se traduce en una mejora de igual magnitud en la balanza por cuenta corriente, pues en muchos de estos países son compañías extranjeras las encargadas de llevar a cabo la explotación de los recursos mineros o de hidrocarburos. Esto supone que la mayor rentabilidad obtenida por estas empresas puede llevar aparejado un aumento paralelo de los beneficios repatriados y, por lo tanto, un deterioro de la balanza de rentas. Por ello, en algunos países se observa una clara divergencia entre la extraordinaria evolución del superávit comercial y la mejoría más moderada de la balanza por cuenta corriente (véase panel derecho del gráfico 4). Esta divergencia llega a ser muy notable en Chile, donde las rentas al exterior aumentaron desde un 2% del PIB en 1999 a cerca del 14% en 2006 y 2008, y en Perú, donde los beneficios repatriados han pasado del 0,3% del PIB al 7,7%, en los mismos años.

Aun teniendo en cuenta estas consideraciones, la bonanza de las materias primas ha propiciado una singularidad destacada del último ciclo de crecimiento económico en América Latina: la ausencia de déficits por cuenta corriente insostenibles, tradicionalmente asociados

4. Dado que un aumento de precios crea incentivos para una mayor producción y exportación de esa materia prima. 5. Cabe matizar estos resultados en la medida en que un mayor ingreso de divisas por exportaciones eleva la renta disponible y acaba filtrándose, al menos en parte, a las importaciones, deteriorando el saldo comercial, algo que no se tiene en cuenta en el ejercicio realizado. En otras palabras, estas diferencias entre balanzas ajustadas y registradas deberían tomarse como un techo máximo de los efectos de la variación de los términos de intercambio sobre la posición exterior de los países.



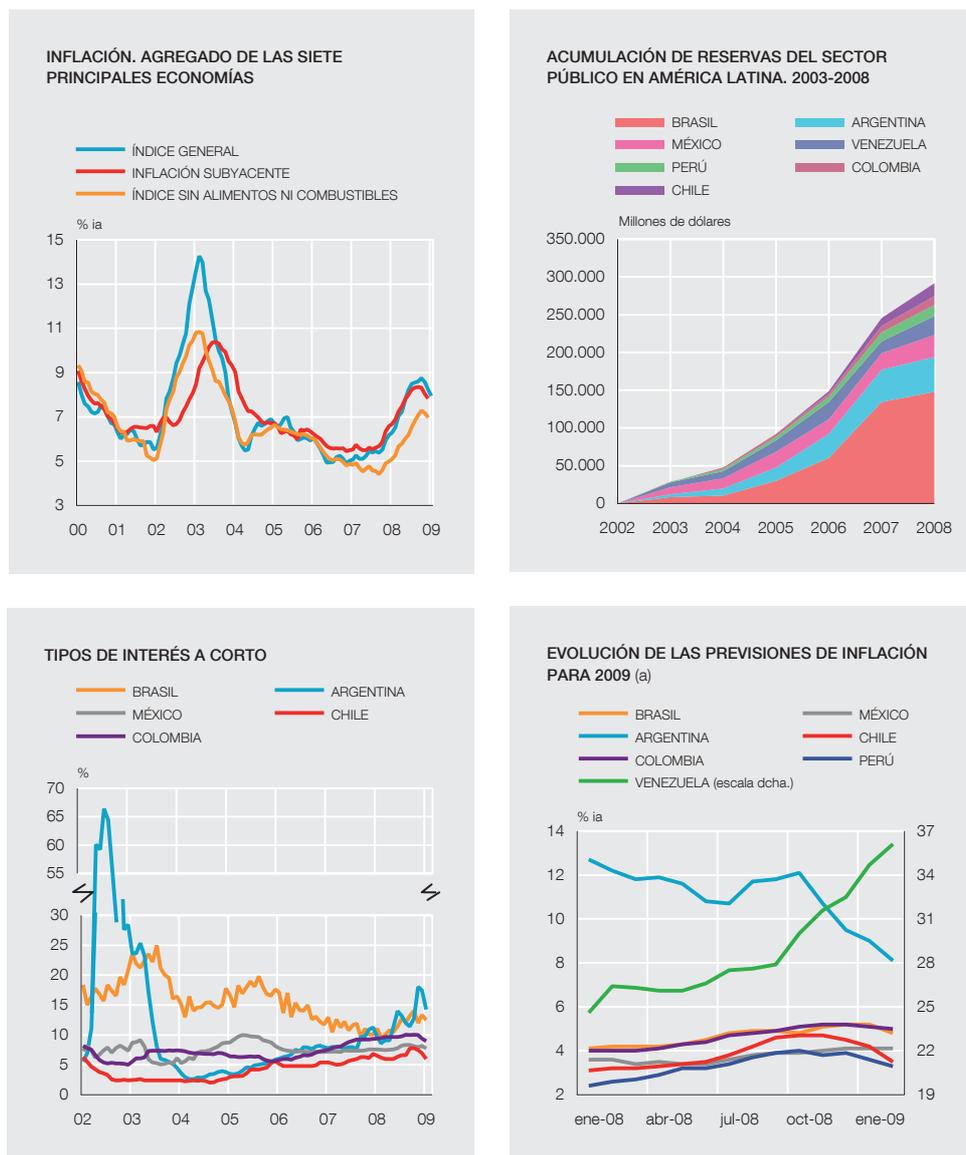
FUENTE: FMI.

a las fases de fuerte expansión, y que incrementaban la posibilidad de una crisis de balanza de pagos (véase gráfico 5). En el reciente ciclo expansivo, por el contrario, se han podido combinar elevadas tasas de crecimiento del PIB con saldos superavitarios de la cuenta corriente (alrededor del 1,4% del PIB), que hubieran sido déficits de más del 3% si se descuentan el impacto de las materias primas (véase gráfico 4). De esta forma, la región no tuvo que recurrir a la financiación exterior en ese período, en términos netos, lo que, unido a los progresos en la reducción de deuda externa, implicó una reducción notable de la vulnerabilidad financiera.

Sin embargo, la dinámica de los saldos comerciales y corrientes desde 2007 muestra una tendencia a la reducción relativamente rápida, derivada del fortalecimiento de la demanda interna y de la tendencia a la apreciación real del tipo de cambio, que habría terminado por impulsar la demanda de importaciones, reduciendo el superávit exterior y, en última instancia, corrigiendo el exceso de demanda interna, tal como predice la teoría. En este contexto, se estima que la intensa corrección a la baja de los precios de las materias primas ocurrida en los últimos meses puede situar a las cuentas corrientes en una posición deficitaria, elevando las necesidades de financiación externas (hasta niveles en torno al 2% del PIB, en 2009), lo cual supone un riesgo evidente en la actual situación de restricciones crediticias globales.

El impacto sobre la inflación y los tipos de cambio y las respuestas de política

Tras un período relativamente prolongado de inflación baja y decreciente en América Latina, entre 2002 y mediados de 2007, el aumento del precio de las materias primas terminó filtrándose a la inflación general desde finales de ese año. Así, en el agregado de las siete principales economías de la región, los precios de consumo repuntaron desde el 5% interanual, a finales de 2006, hasta cerca de un 9% a finales de 2008, interrumpiendo el proceso de desinflación previo (véase gráfico 6). Aunque el alza de los precios al consumo fue generalizada, la magnitud del aumento de los precios fue muy diferente por países, destacando Venezuela en el rango superior. Como rasgo compartido con la mayor parte de las economías emergentes, el repunte de los precios de consumo estuvo explicado mayoritariamente por la elevación de los precios de los alimentos, que tienen habitualmente un peso en el índice general mayor que en las economías desarrolladas, siendo más elevada también la traslación de los precios internacionales al componente doméstico del IPC. El aumento en los precios de la energía se vio amortiguado por la existencia de subsidios [véase López, Berganza y Alberola (2008)].

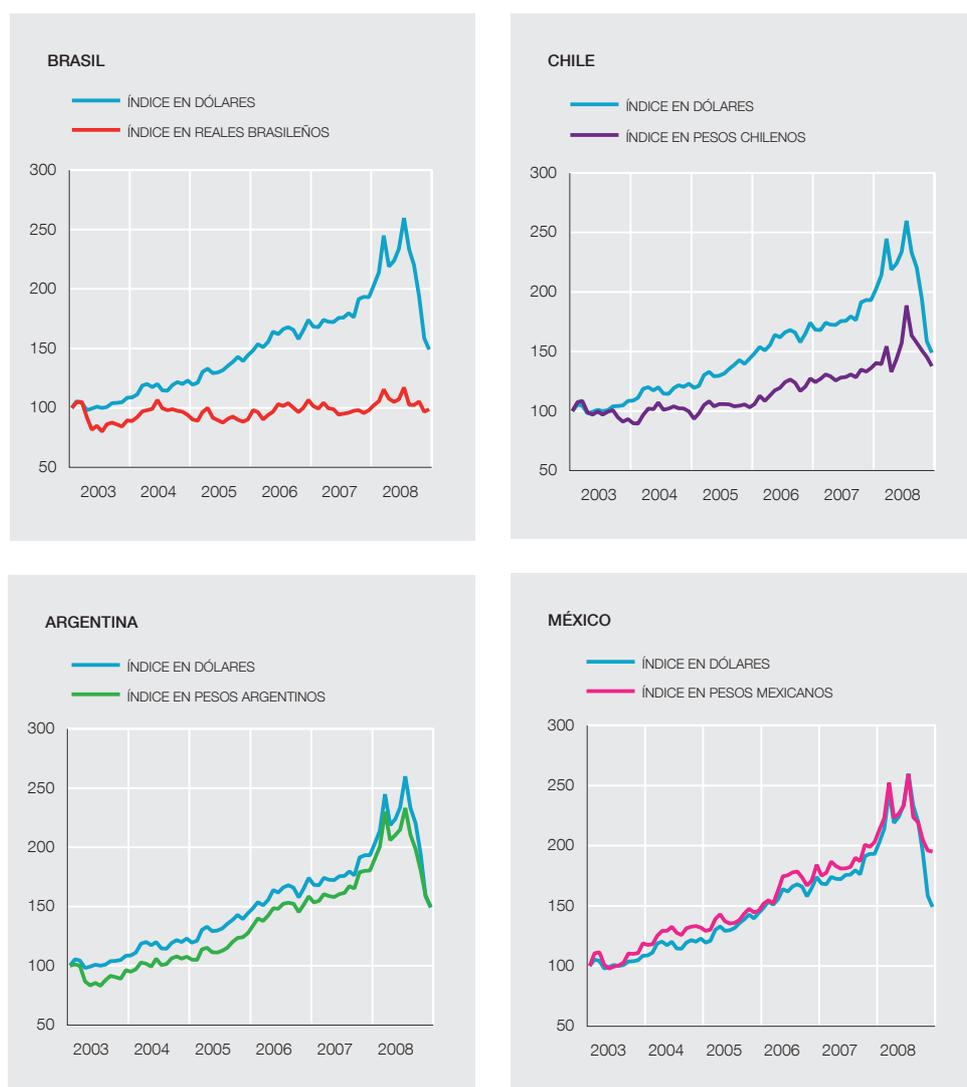


FUENTES: Estadísticas nacionales, Datastream y Consensus Forecast.

a. En el eje horizontal se recoge la fecha de realización de las previsiones.

Como se apuntó en la tercera sección, cabría esperar que la mejora de los términos de intercambio se traduzca en una apreciación del tipo de cambio real de equilibrio. Esta apreciación real puede tener lugar a través de una apreciación nominal o a través del aumento de la inflación. El gráfico 7 muestra que algunos países (Brasil, Chile y también Colombia) permitieron una apreciación nominal de sus divisas frente al dólar que compensó, aunque fuera parcialmente, el ascenso de los términos de intercambio y, por consiguiente, su impacto inflacionista. Otros países —en particular, Argentina, Venezuela e incluso México— mantuvieron una notable rigidez cambiaria frente al dólar. Así, la disparidad de tasas de inflación entre los países de la región podría quedar explicada —al menos en parte— por la divergencia en las políticas cambiarias.

Hay que subrayar que las presiones a la apreciación del tipo de cambio fueron en muchos casos tan intensas que la revalorización de las divisas fue compatible con una extraordinaria acumulación de reservas internacionales. La acumulación fue especialmente intensa en Brasil, Perú y Argentina —países, sobre todo el primero, donde la mejora de la relación real de intercambio no fue particu-



FUENTE: Datastream.

larmente acusada—, lo que sugiere que tras ella se encuentran no solo el ascenso del precio de las materias primas sino también la intensa entrada de flujos de capitales y la buena situación financiera regional —a la que también habría contribuido la bonanza de las materias primas— y global. La acumulación de reservas no obedeció únicamente al deseo de evitar una sobre-reacción del tipo de cambio, o un exceso de volatilidad, sino al objetivo de acumular un nivel suficiente de reservas con el que hacer frente a un eventual período de reversión de los flujos de capitales y volatilidad financiera, que han sido tradicionales en la región.

El repunte de la inflación planteó retos importantes. En primer lugar, porque el impacto del alza de los precios de las materias primas no solo tiende a ser más inflacionista en los países exportadores de estos bienes (como lo son los latinoamericanos), sino porque supone una merma del ingreso sobre clases desfavorecidas, lo que llevó a tomar medidas administrativas para contener los precios de los productos primarios. Pero, además, la consecución de tasas de inflación bajas ha sido un logro relativamente reciente en los países latinoamericanos, por lo que la credibilidad de las autoridades monetarias y el anclaje de las expectativas de inflación podía ser menos firme que en países con una trayectoria de estabilidad macroeconómica más

prolongada. De este modo, al abrirse una brecha importante entre la inflación objetivo y la observada, se puso a prueba la credibilidad de los regímenes de objetivos explícitos de inflación instaurados en los últimos años en países como Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

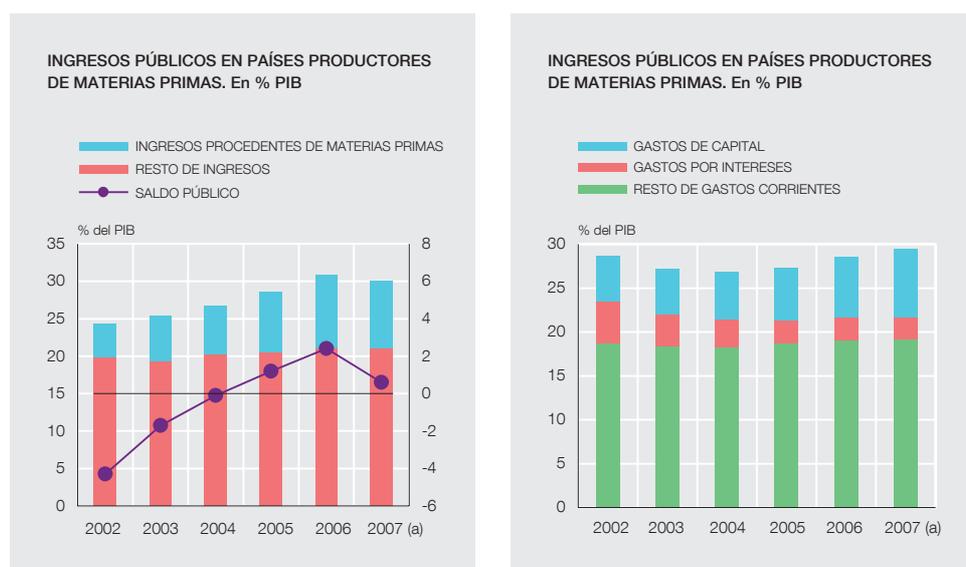
En este contexto, la respuesta de los distintos bancos centrales de la región al repunte de la inflación fue muy diversa, y además es difícil considerarla de forma independiente del contexto de turbulencias financieras y desaceleración del crecimiento de la economía americana en el que se produjo. No obstante, podría decirse que, en general, las políticas monetarias reaccionaron inicialmente de forma limitada, especialmente si se tienen en cuenta el continuado dinamismo de la demanda y el pasado inflacionista de la región. Así, a pesar de que la mayor parte de los bancos centrales subieron los tipos de interés oficiales entre 2007 y 2008, los tipos de interés reales se redujeron, salvo en Colombia y Brasil.

La relativamente moderada respuesta inicial de las políticas monetarias puede explicarse por varios motivos. En primer lugar, porque desde el inicio de la bonanza de las materias primas existió una preocupación genuina de política económica por el riesgo de «enfermedad holandesa», es decir, el riesgo de pérdida de competitividad de los sectores manufactureros, con un impacto permanente sobre la estructura productiva y exportadora. Este sería un proceso de ajuste lógico si el cambio en los precios relativos fuera permanente, pero la incertidumbre existente al respecto justifica una cierta resistencia a la apreciación —o a una elevación sustancial— de los tipos de interés, que presionara al alza el tipo de cambio. En segundo lugar, las dudas sobre el alcance de la desaceleración de la economía americana y su impacto en América Latina pudieron retrasar, por consideraciones de prudencia, la respuesta de los tipos de interés. Y, finalmente, la ampliación de los diferenciales de tipos de interés frente a Estados Unidos intensificó, en algunos países, la tendencia a la apreciación de unos tipos de cambio que se encontraban ya relativamente fortalecidos, lo que pudo contener también una respuesta de política monetaria más firme. En ese contexto, muchos bancos centrales de la región (de Colombia, Perú y Brasil, entre otros países) recurrieron a medidas de control monetario alternativas, como la elevación de los coeficientes de caja o la imposición de controles a las entradas de capital, además de acumular reservas. Son precisamente estas medidas las que se han revertido en los últimos meses, con el fin de facilitar una mayor liquidez en los sistemas bancarios y evitar las presiones a la depreciación de los tipos de cambio.

De forma simétrica, el cambio de tendencia de los precios de las materias primas desde mediados de 2008 debería tener un impacto a la baja sobre las tasas de inflación en los próximos meses. De hecho, ya han empezado a observarse reducciones en las tasas y en las perspectivas de inflación (véase gráfico 5). Este cambio de tendencia puede aparcar las cuestiones relativas a la capacidad de contener la inflación que comenzaban a plantearse hace unos meses. Sin embargo, el hecho de que haya coincidido con una significativa depreciación de los tipos de cambio en la mayor parte de los países puede generar riesgos al alza sobre la inflación, en el corto y medio plazo. De hecho, las previsiones de inflación para este año y el próximo muestran una menor corrección a la baja que en los países avanzados y en otras regiones emergentes. Esta evolución ha llevado también, en cierto modo, a que la respuesta por parte de las autoridades monetarias latinoamericanas en la gestión del ciclo de descenso de los tipos de interés haya sido inicialmente más cautelosa, aunque este gradualismo ha cambiado a comienzos de 2009, con recortes muy significativos en los tipos de interés oficiales en muchos países.

El impacto sobre las finanzas públicas

La bonanza de las materias primas lleva aparejado tradicionalmente un aumento de los ingresos fiscales en los países exportadores, sobre todo en aquellos donde la propiedad de las



FUENTE: FMI.

a. Estimación.

empresas de explotación es pública o donde se gravan sustancialmente la producción, la exportación o los beneficios de las materias primas. Sin embargo, la volatilidad de los precios de las materias primas y la dificultad de determinar si las mejoras de los términos de intercambio son transitorias o permanentes complican el manejo de la política fiscal, porque los incrementos de los recursos fiscales pueden generar dinámicas de aumento de gastos que no resulten sostenibles ante una reversión de los precios. En este contexto, puede resultar conveniente ahorrar parte de los recursos para hacer frente a los cambios de ciclo en los precios. Además, en los países productores de materias primas no renovables —energéticas y minerales, principalmente—, resulta también prudente incorporar consideraciones de equidad intergeneracional en el diseño de las políticas fiscales, como se comentó en la tercera sección.

Existen mecanismos para mejorar la gestión de la bonanza fiscal y atender a consideraciones intergeneracionales o cíclicas, como los fondos de estabilización, los de riqueza soberana o, de un modo más indirecto, las reglas fiscales que limitan el crecimiento del gasto público (como en el caso de Perú). Solo en Chile existe una regla que establece un objetivo de saldo estructural que toma en consideración la posición cíclica de la economía y el precio del cobre. Esta regla ha supuesto una acumulación de activos muy acusada en el fondo de estabilización en los últimos años (en torno al 12% del PIB en 2008), debido al alto precio del cobre.

Desde 2002 se ha producido en América Latina una mejora progresiva en los saldos fiscales, de forma que, en conjunto, la región alcanzó un superávit en 2006. En el período 2002-2004, la reducción del déficit público en el conjunto de la región obedeció tanto a la reducción del gasto público (primario y por intereses) como al aumento de los ingresos públicos. En los países productores de materias primas, los ingresos se acercaron al 10% del PIB en 2007 (un tercio de los ingresos totales), frente al 4% de 2002 (un sexto de los ingresos) (véase gráfico 8)⁶. Sin embargo, a partir de

6. Dentro de las nueve mayores economías de América Latina, consideraremos, pues, como países productores de materias primas Argentina, Chile, Colombia, Ecuador, México, Perú y Venezuela, en los que los ingresos públicos por materias primas exceden el 2% del PIB.

2005, el gasto público se incrementó, especialmente por los gastos de capital⁷. El saldo fiscal siguió mejorando por el notable incremento de los ingresos públicos, asociado a un crecimiento económico por encima del potencial⁸ y al elevado precio de las materias primas, pero ya en 2007 la tendencia a la mejoría de los saldos públicos se interrumpió en los países exportadores.

Cobra especial importancia, en este contexto, evaluar qué parte de la mejora en el saldo público, y, en particular, en los ingresos, es cíclica —derivada de un crecimiento de la actividad por encima de la tasa de crecimiento potencial— y qué parte se debe al impacto directo de unos precios de las materias primas mucho más elevados que en el pasado. Además, hay que tener en cuenta que el ciclo de la actividad también es potenciado por la bonanza de materias primas, lo que supone que esta podría estar detrás de buena parte de la mejora de las finanzas públicas en América Latina.

Así, los ingresos fiscales habrían estado incorporando un fuerte componente no estructural relacionado con el ciclo de actividad y de materias primas en algunos países. Vladkova-Hollar y Zettelmeyer (2008) concluyen que los ingresos públicos cíclicos atribuibles al precio de las materias primas (con datos hasta 2007) son de una magnitud relativamente pequeña para Argentina y Colombia, importantes en el caso de Bolivia y Perú (entre 1,5 pp y 3 pp del PIB, dependiendo de la previsión que se haga del precio de las materias primas) y elevados en Chile (más de 5 pp del PIB), con independencia del supuesto que se haga sobre el precio futuro de las materias primas. Para los países productores de petróleo (Ecuador, México y Venezuela), es esencial el supuesto sobre el precio futuro del petróleo. Por ejemplo, en el caso de Venezuela, si se considera una reversión a la media histórica, la diferencia entre los ingresos actuales y los estructurales superaría los 5 pp de PIB. Bello, Heresi y Zambrano (2008) derivan igualmente el saldo fiscal estructural neto del ciclo económico y del impacto de la bonanza de las materias primas, y muestran que se ha deteriorado notablemente en los últimos años, sobre todo en los países productores de materias primas.

Por lo tanto, aunque los saldos fiscales y otros indicadores de vulnerabilidad fiscal como los ratios de deuda pública sobre PIB han mejorado notablemente en la región, existen dudas de que se haya producido una verdadera mejora estructural. Tampoco parece que las políticas fiscales hayan adoptado, en general, un tono contracíclico, que, además, debería haber sido más pronunciado en los países en donde hayan aumentado más estos precios y cuanto más transitorio se perciba el aumento.

En definitiva, cabe concluir que las mejoras fiscales registradas desde 2004 provienen, fundamentalmente, de la mejora de los ingresos públicos (excepto por la reducción en el pago de intereses) y no de la relativa contención del gasto que caracterizó los primeros años del presente ciclo expansivo, por lo que probablemente no se ha aprovechado lo suficiente el ciclo alcista de las materias primas y la mejora de las condiciones económicas para fortalecer de forma duradera la situación fiscal de los países exportadores. El deterioro de los saldos fiscales en estos países en los últimos dos años, a pesar del continuado incremento del precio de las materias primas, es un elemento de preocupación ante la caída de los precios en la actua-

7. Existe una importante correlación positiva entre la evolución de los recursos provenientes de productos primarios y el gasto en capital [Jiménez y Trombón (2006)], lo que da cierta idea de que estos recursos son percibidos, en cierto modo, como extraordinarios. 8. La elasticidad de los ingresos tributarios al PIB suele ser superior a la unidad, porque en las fases expansivas del ciclo la recaudación aumenta en forma más que proporcional (el crecimiento produce un aumento de la economía formal y genera un crecimiento más que proporcional de las importaciones y los impuestos asociados, algunos de ellos de carácter heterodoxo, como el de transacciones financieras). Por el contrario, en las fases recesivas, la recaudación cae más que proporcionalmente, debido a la inversión de los mecanismos anteriores y al aumento de la evasión.

lidad. De hecho, los indicadores fiscales de los últimos meses de 2008 y el comienzo de 2009 muestran una caída en los ingresos (en Argentina, Colombia y Brasil) o un deterioro adicional en los saldos fiscales (en México y Venezuela).

Marcos regulatorios y políticas estructurales

El impacto de la bonanza de las materias primas sobre las políticas estructurales puede estudiarse en dos dimensiones, que, en la práctica, están relacionadas: i) los cambios regulatorios y las reformas, principalmente en el sector energético y minero, y ii) de modo más general, su efecto sobre la consolidación de los procesos de reforma iniciados a finales de los ochenta e inicios de los noventa, pues cabe recordar que, tras los episodios de crisis económica y financiera a principios de esta década, cundía el escepticismo, cuando no el desencanto, respecto a las reformas de la década anterior.

El marco regulatorio para la explotación de recursos naturales comprende, por un lado, la tributación específica sobre el bien (la denominada «regalía»), junto con la imposición habitual sobre la renta de las empresas, y, por otro lado, las normas de acceso al negocio fijadas en cada uno de los países. Como se comentó en la tercera sección, el marco específico debería procurar conciliar los intereses del Estado donde se ubican los recursos con los de los inversores. También son condicionantes relevantes el precio de las materias primas, su volatilidad y el grado de persistencia o temporalidad que se asigne. Un nivel de precios considerado elevado, al aumentar los beneficios para repartir entre el Estado y las empresas, permite acomodar más fácilmente una elevación en las regalías o un ajuste de las condiciones de explotación de la inversión privada, manteniendo los incentivos a su participación.

La elevación de los precios de las materias primas ha propiciado respuestas muy diferentes entre los países latinoamericanos, pero la mayoría de ellos han llevado a cabo cambios en la legislación orientados a aumentar la participación del sector público en los beneficios (véase cuadro 2)⁹. En algunos países, como Colombia, Perú o Chile, se han modificado o establecido regalías relativamente reducidas, manteniendo la posibilidad de participación de la inversión privada, nacional o extranjera, en el sector. Por el contrario, en otros países, como Venezuela, Argentina, Bolivia y Ecuador, se ha optado por maximizar las rentas extraordinarias derivadas del aumento de los precios de las materias primas a través de una imposición muy elevada. Por último, en un contexto más amplio, cabe destacar que en México, dadas las limitaciones a la inversión extranjera existentes en su marco institucional y regulatorio, el alza del precio del petróleo ha favorecido una propuesta de reforma del sector energético que pretende elevar la participación de la inversión exterior directa en algunas actividades petroleras y dar una mayor autonomía financiera a la empresa estatal.

La segunda cuestión es más general: ¿en qué medida la bonanza de las materias primas ha tenido implicaciones sobre las reformas estructurales en América Latina? Puede argumentarse que el impacto no solo ha sido heterogéneo, sino que ha propiciado dos posicionamientos relativamente dispares. Con la excepción de algunos casos, donde la bonanza de las materias primas ha servido de base y acicate para aumentar la intervención del Estado en la economía, en la mayoría de los países la mejora de los términos de intercambio parece haber facilitado la consolidación de las reformas, conjurando los peligros de reversión que habían aparecido hace unos años, si bien el avance de las reformas en los últimos años ha sido limitado.

Conclusiones y perspectivas

El aumento de los precios de las materias primas entre 2002 y 2008 ha contribuido a que América Latina haya disfrutado en los últimos años de una de las fases de prosperidad eco-

9. En cualquier caso, este cambio ha sido generalizado, pues se han producido también modificaciones en el marco de las regalías o la regulación de los sectores de exportación de materias primas en países como Reino Unido o Noruega.

	Situación antes de la reforma	Año de reforma	Reforma
ARGENTINA	—	2002: Ley de emergencia económica	20% exportación petróleo y agropecuarios
		Imposición de carácter temporal y excepcional	
		2004	25% petróleo, más % si se superan los 32 \$ Se incluye el gas natural
		2007	Subida de 4 puntos en la tarifa de la soja, entre 5 y 10 granos y petróleo
		2008 (no aprobada)	Subida retenciones soja, trigo y maíz que hubieran llevado el marginal por encima del 70% Se mantiene el 35% sobre la soja
BOLIVIA	18% (desde 1996)	2005: Nueva Ley de Hidrocarburos, sometida a referendo	50%
		2006: Nacionalización de hidrocarburos	80% (campos grandes) / 50%
		2008	Regalía provisional hasta nuevos contratos Contratos de prestación de servicios (no <i>joint ventures</i>). Regalías variables según potencial del campo e inversión previa; máximo 95% Exigencia de nuevas inversiones. Contrato de suministro de gas a Argentina que triplica las exportaciones
COLOMBIA	Entre el 5% y el 25%	2002	Entre el 8% y el 25%
PERÚ	Entre el 15% y el 30% (petróleo)	2002	Entre el 5% y el 20% (petróleo)
	—	2004	Entre el 1% y el 3% (minerales)
VENEZUELA	16,66% regalía, 34% IR	2001: Ley de Hidrocarburos aplicada en 2004	30% regalía como máximo
	Con regímenes especiales para Faja del Orinoco (1% y 34%)		51% <i>joint ventures</i> deben ser públicas
		2004	Regalía al 16,6% para Faja del Orinoco
		2006	Regalía 33,3% IR del 24% al 50% para Faja del Orinoco Impuesto sobre exportaciones del 0,1%
		2007	PDVSA toma el control operativo de Faja del Orinoco
		2008	Impuesto sobre la ganancia súbita de la exportación de petróleo: 50% para precios entre 70 \$-100 \$, más 60% de la diferencia entre el precio y 100 \$ si este supera los 100 \$ PDVSA obtiene la exclusividad en la distribución de combustibles en el país Nacionalización minería de oro
CHILE	—	2005	Impuesto específico sobre el cobre del 5% de beneficios si las ventas superan el umbral
ECUADOR	El sector público se queda el 35% del aumento de la producción por encima de lo acordado con las empresas	2006	El 60% del beneficio extraordinario derivado del diferencial de precios revierte al Estado
		2008	El porcentaje anterior sube al 99%. Se negociarán contratos similares a los bolivianos Ley Minera: regalía del 5% sobre las ventas con sobrecarga a partir de cierto umbral

FUENTE: Banco de España.

nómica más largas de su historia reciente en un contexto de estabilidad financiera y crecimiento económico mundial. Dicho aumento ha favorecido una mejora generalizada del ingreso y del poder adquisitivo de los países latinoamericanos, acompañada de una importante holgura en las cuentas exteriores y fiscales, que ha reforzado y retroalimentado la percepción de solidez financiera en la región.

La mejora en los términos de intercambio, junto con otros factores, supuso, sin embargo, un desafío para el mantenimiento de la estabilidad de precios para los bancos centrales de la región. La respuesta de política monetaria de los distintos bancos centrales ha sido diversa y, en algunos casos, algo tímida, dado que se ha enfrentado a multiplicidad de dilemas, en particular, en relación con el tipo de cambio. Además, es difícil considerarla de forma independiente del contexto de turbulencias financieras y desaceleración de la economía mundial. Por su parte, a pesar de las mejoras de los saldos fiscales, la política fiscal no ha adoptado un tono contracíclico (salvo algunas excepciones, como en Chile) y es dudoso que los saldos estructurales (netos de elementos cíclicos y del impulso derivado de las materias primas) hayan mejorado en los últimos años.

El alza del precio de las materias primas tuvo también un impacto desde el punto de vista de las reformas estructurales, pues, salvo algunas excepciones, la mejora de los ingresos y del nivel de vida ha permitido conjurar los peligros de reversión de los procesos de reforma de los años noventa, amenazados por el desencanto social que se palpaba hace unos años. En definitiva, la bonanza de las materias primas ha permitido, en general, consolidar la estabilidad macroeconómica y reducir la vulnerabilidad financiera.

Sin embargo, la súbita y aguda corrección del precio de las materias primas supondrá —al contrario que la fase alcista— un deterioro notable en la posición exterior, las cuentas fiscales y el potencial de crecimiento, lo que añade dificultades adicionales a la gestión de la situación económica en América Latina. Ante esta situación, y a pesar de los indudables progresos de los últimos años, cabe preguntarse si la bonanza de las materias primas ha sido aprovechada, en toda su extensión, para reforzar los fundamentos institucionales, económicos y financieros de los países latinoamericanos, permitiéndoles sortear la crisis con menores dificultades.

5.3.2009.

BIBLIOGRAFÍA

- BELLO, O., R. HERESI y ZAMBRANO (2008). «The present decade boom of commodity prices in historical perspective and its macroeconomic effects in Latin America», artículo presentado en la Reunión Preparatoria del Cuarto Seminario de Alto Nivel de Bancos Centrales del Eurosistema y América Latina, diciembre, París.
- BID (2008). *All That Glitters May Not Be Gold: Assessing Latin America's Recent Macroeconomic Performance*, Washington.
- DORNBUSCH, R. (1980). *La macroeconomía de una economía abierta*, Antoni Bosch (ed.).
- FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (2007a). *World Economic Outlook*, octubre.
- (2007b). *Regional Economic Outlook: Western Hemisphere*, noviembre, Washington.
- GELB et ál. (1988). *Oil windfalls: blessing or curse?*, Oxford University Press.
- IZQUIERDO, A., R. ROMERO y E. TALVI (2007). *If Latin America Were Chile: A Comment on Structural Fiscal Balances and Public Debt*, mimeo.
- JIMÉNEZ, J. P., y V. TROMBÓN (2006). «Política fiscal y bonanza: Impacto del aumento de los precios de los productos no renovables en América Latina y el Caribe», *Revista de la CEPAL*, n.º 90, diciembre, pp. 61-86.
- KAMINSKY, G., C. REINHART y C. VEGA (2004). *When It Rains: Procyclical Capital Flows and Macroeconomic Policies*, NBER Working Paper n.º 10780.
- LÓPEZ URRUCHI, P., J. C. BERGANZA y E. ALBEROLA (2008). «Materias primas, inflación y políticas monetarias. Una perspectiva global», *Boletín Económico*, junio, Banco de España.
- MARCEL, M., M. TOKMAN, R. VALDÉS y P. BENAVIDES (2001). «Balance estructural del Gobierno central. Metodología y estimaciones para Chile: 1987-2000», *Estudios de Finanzas Públicas*.
- OBSTFELD, M., y K. ROGOFF (1996). *Foundations of International Macroeconomics*, Massachusetts Institute of Technology.
- SACHS, J., y A. M. WARNER (1997). *Natural resource abundance and economic growth*, NBER Working Paper n.º 5398.
- TALVI, E. (2007). *Más allá de las apariencias: percepciones y realidades sobre el boom económico de la región*, CERES.
- VLADKOVA-HOLLAR, I., y J. ZETTELMEYER (2008). *Fiscal Positions in Latin America: Have They Really Improved?*, IMF Working Paper 08/137.