



## La gestión de la bonanza de las materias primas: aspectos normativos, y un análisis para el caso de Chile\*

ÁREA: 1  
TIPO: Specific  
Cases

*Raw material bonanza management: legal aspects, and an analysis for Chile*

*A gestão da bonança das matérias-primas: aspectos normativos e uma análise para o caso do Chile*

### AUTORES

**Santiago Fernández de Córdoba**

United Nations Conference on Trade and Development.  
Profesor Especial de Economía Internacional, Universidad de Navarra, España  
santiago.fernandez.de.cordoba@unctad.org

**José María Serena**

Banco de España.  
josemaria.serena@bde.es

**1. Autor de Contacto:**  
United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD)  
United Nations Plaza  
DC2-1126 10017 New York, NY, USA.

*El extraordinario incremento en los precios de las materias primas en los últimos años ha beneficiado considerablemente a América Latina. Este incremento constituye tanto una oportunidad como un riesgo para las economías del continente, siendo de gran importancia la gestión que sus autoridades hagan de este proceso. Muchos economistas observan que el origen de este proceso inflacionario en los precios de estos productos se encuentra en que son un recurso finito, confirmando la profecía malthusiana sobre el desarrollo económico. Para otros, se trata simplemente de un fenómeno transitorio, donde la capacidad de innovación del ser humano llevará a una normalización de los precios en el largo plazo. En función de cómo se perciba el incremento en precios, el modo en que deban reaccionar las autoridades para aprovechar esta oportunidad será distinto. En el caso de América Latina, resulta de interés el caso de Chile, por la importancia del cobre para su economía, y la activa gestión por parte de las autoridades.*

*The extraordinary increase in raw materials prices in recent years has been of considerable benefit for Latin America. This increase constitutes both an opportunity and a risk for the economies on this continent, and the way in which the authorities handle this process is extremely important. Many economists have observed that the source of this inflation process in the prices of these products lies in the fact that they are a finite resource, thus confirming the Malthusian Prophecy on economic development. For others, it is just a transitory phenomenon, where mankind's capacity for innovation will lead to a stabilisation of prices on the long term. Depending on how the price increase is perceived, there are different opinions on how authorities should react in order to make the most of this opportunity. In the case of Latin America, the case of Chile is of particular interest, due to the significance of copper for its economy, and active management by the authorities in this country.*

*O extraordinário aumento nos preços das matérias-primas nos últimos anos beneficiou consideravelmente a América Latina. Este aumento constitui tanto uma oportunidade como um risco para as economias do continente, sendo de grande importância a gestão que as autoridades façam deste processo. Muitos economistas observam que a origem deste processo inflacionista nos preços destes produtos se encontra no facto de serem um recurso finito, confirmando a profecia malthusiana sobre o desenvolvimento económico. Para outros, trata-se simplesmente de um fenómeno transitório, onde a capacidade de inovação do ser humano levará a uma normalização dos preços no longo prazo. Em função de como se entenda o aumento nos preços, o modo como as autoridades devem reagir para aproveitar esta oportunidade será diferente. No caso da América Latina, tem interesse o caso do Chile, pela importância do cobre para a sua economia e a gestão activa por parte das autoridades.*

\* Los autores agradecen a Ignacio de Bidegain por su ayuda en la investigación. Las opiniones expresadas en este artículo reflejan las opiniones de sus autores y nos necesariamente a la de los organismos que están afiliados.

DOI  
10.3232/  
GCG.2008.  
V2.N3.06

## 1. Introducción

América Latina es una de las principales regiones productoras y exportadoras de materias primas, y como tal, una de las principales beneficiadas del extraordinario incremento en el precio de éstas en los últimos años. Este proceso representa tanto grandes oportunidades como elevados riesgos, cuya materialización depende, en gran medida, de cómo las autoridades de esta región gestionen el proceso. En efecto, los elevados precios de las materias primas que han disfrutado las economías de América Latina las han situado ante una extraordinaria oportunidad de emplear los elevados ingresos financieros derivados de la extracción y producción de materias primas para desarrollar un patrón de crecimiento que explote sus ventajas comparativas, pero al mismo tiempo no impida la transición hacia un crecimiento de mayor valor añadido de la producción, siguiendo el ejemplo de países como Australia o Nueva Zelanda.

No resulta obvio, en todo caso, la reacción adecuada a un fenómeno de estas características. Para ello, se debe examinar la causa de este fuerte incremento del precio de las materias primas. Esta reside, para algunos, en la incorporación de China e India a la economía mundial, al modo de vida occidental. Este fenómeno, añadido a la aparente limitación de los recursos de la tierra, hace que el incremento de precios se perciba como de carácter permanente. Muchos economistas observan este fenómeno como la afirmación de la profecía malthusiana, de acuerdo con la cual las limitaciones a la producción de materias primas conllevan a un proceso inflacionario de sus precios. Esta lectura de este fenómeno profetiza efectos negativos para todos los países, pero en el caso de América Latina también puede augurar efectos beneficiosos. De acuerdo con otra lectura, más optimista, el ingenio humano descubrirá el modo de aumentar la eficiencia en la generación de materias primas y que nos encontramos frente a algo transitorio. Tan pronto como el ingenio humano reaccione, los precios de las materias primas disminuirán. Teniendo en cuenta estas consideraciones, resulta interesante estudiar esta posibilidad a partir del caso de Chile, con gran concentración en la producción de cobre, que ha registrado un fuerte incremento en su precio, y donde las autoridades han gestionando activamente este proceso.

El reciente incremento en el precio de las materias primas hace pensar en una nueva fase en la historia de los mercados internacionales de materias primas. Una fase similar a la experimentada en el siglo diecinueve, en la cual se observó un crecimiento mundial guiado por procesos de industrialización intensos en materias primas. Esta analogía hace pensar que el rol del Reino Unido como principal demandante de materias primas provenientes de los Estados Unidos y Oceanía ha sido asumido en este siglo por China e India y su demanda de materias primas provenientes de América Latina, y por los países exportadores de petróleo.

Este artículo analiza el impacto de este extraordinario incremento del precio de las materias primas en las economías Latinoamericanas, prestando particular atención al caso de Chile. A estos efectos, la segunda sección del artículo se concentrará sobre lo que son estas materias primas, la importancia de éstas para América Latina, la importancia de las exportaciones de esta región al mundo y lo que ha pasado con sus precios. La tercera sección proporcionará una discusión normativa sobre el modo en que un episodio de

### PALABRAS CLAVE

América Latina, Materias Primas, Comercio, Desarrollo

### KEY WORDS

Latin America, Raw Materials, Trade, Development

### PALAVRAS-CHAVE

América Latina, Matérias-Primas, Comércio, Desenvolvimento

### CÓDIGOS JEL

F100; F400; O130; Q170

estas características debiera gestionarse. La cuarta sección analizará la respuesta de Chile, país que ha experimentado un fuerte incremento en su principal bien de exportación (el cobre). La quinta sección, finalmente, presenta las principales conclusiones.

## 2. Las Exportaciones de Materias Primas y América Latina:

El término “materias primas” aglutina a un conjunto heterogéneo de bienes, englobando entre otros a alimentos, materias primas de origen vegetal, metales, minerales y combustibles. El valor total de las exportaciones mundiales de estos bienes aumentó de \$1.3 trillones en 2001 a \$3.0 trillones en 2007. Si bien puede hablarse, en general, de un fuerte incremento en el precio de las materias primas, las evoluciones son distintas en función del tipo de producto. En efecto, las materias primas minerales son las que han registrado un mayor incremento, destacando el caso de los metales, especialmente el cobre, y del petróleo, que han alcanzado máximos históricos. Así se observa, por ejemplo, que en el último quinquenio y alcanzaron tasas anuales de crecimiento promedio de hasta el 31% en Perú o el 26.5% en Chile. Por otro lado, los cultivos tropicales como el café, el té o el azúcar han tenido un comportamiento muy diferente, en tanto que sus precios han registrado, incluso, caídas. Finalmente, si se observa la tendencia a largo plazo, los precios de materias primas agrarias simplemente se están recuperando de una larga época de precios deprimidos.

En los países de América Latina, el sector de las materias primas tiene una gran importancia sobre la actividad económica, hasta el punto que América Latina es una de las áreas exportadoras de materias primas más importantes a nivel mundial, tras los países exportadores de petróleo del Golfo. En efecto, para países como Argentina y Chile las exportaciones representan un porcentaje superior al 34% del PIB, porcentaje que en Perú y Colombia se sitúa en 19% y 14% del PIB respectivamente. Esta tendencia se ha acentuado en determinados países (Venezuela, Chile y Perú), dado que algunas de sus principales materias de exportación han registrado una gran revalorización (petróleo y metales, y particularmente el cobre)<sup>1</sup>.

El cociente entre exportaciones de materias primas y PIB refleja adecuadamente la importancia de estas para la economía, pero no su importancia sobre el sector exportador de un país concreto, en tanto que en América Latina hay importantes diferencias en términos de apertura comercial. Así, las diferencias entre el peso de las exportaciones sobre el tamaño de la economía resultan muy superiores a las que se observan entre los pesos de las exportaciones de materias primas sobre el total de exportaciones, tal y como se observa en el gráfico 1. En efecto, si bien existen importantes diferencias entre el 50% y el 95% que suponen las materias primas sobre el total de las exportaciones en Brasil y Venezuela, respectivamente, la proporción es en todos los casos elevada. En definitiva, las exportaciones materias primas tienen un peso importante para el tamaño de las economías de América Latina, pero más relevante aún es su peso dentro del sector exportador: la de materias primas es una importante industria de exportación, en América Latina, y el incremento en los precios de las materias primas ha aumentado tanto el valor de estas exportaciones, como su peso dentro del total de exportaciones.

1. En el caso de Argentina parte de las fluctuaciones se deben a fluctuaciones en el PIB. Posteriormente se recoge el grado en que el país se ha beneficiado de los elevados precios de las materias primas.

Un aspecto adicional a tener en cuenta es la concentración de las exportaciones de materias primas. En efecto, ¿exportan los países una única materia prima, o bien tienen diversificadas sus exportaciones de materias primas? En esta dimensión existen importantes disparidades. Por un lado, las exportaciones de petróleo suponen más del 90% de las exportaciones de bienes de Venezuela, y sin llegar a este extremo de dependencia, hay otros países con una concentración importante de sus exportaciones de materias primas. En el caso de Chile, las exportaciones de cobre y mineral de cobre suman cerca del 60% de sus exportaciones de bienes y las exportaciones de petróleo crudo y minerales bituminosos suman un 30% de las exportaciones de bienes de Colombia. Frente a estos casos se encuentra el caso de Brasil, que presenta una mayor diversificación en términos de materias primas que exporta.

La mayor o menor concentración de las exportaciones de materias primas contribuye a explicar las diferentes evoluciones de la relación real de intercambio (cociente entre precios de exportaciones y de importaciones). Así, las economías con mayor concentración en un producto de exportación, como son Venezuela, Chile o Perú, han disfrutado de mayores mejoras en la relación real de intercambio entre los años 2001 y principios de 2008, lo cual les expone, de igual manera, a una reversión acusada de la misma. En definitiva, si bien existe cierta endogeneidad (en tanto que la concentración se está midiendo en valor, y no a precios constantes), puede afirmarse que existe una relación entre mejora en la relación real de intercambio y concentración en un sector productivo. Esto no hace sino recoger el hecho de que resulta más probable que las economías más grandes y más diversificadas se vean menos afectadas, para lo bueno y para lo malo, de las fluctuaciones en los precios internacionales.

Teniendo en cuenta todos estos elementos, puede concluirse que, pese a la caracterización habitual, comparado con otros países de la región, las exportaciones de Brasil dependen relativamente poco de las materias primas y la concentración de sus exportaciones en pocos productos es baja, mientras que la dependencia en pocos productos es muy elevada en Chile, Perú o Venezuela.

Finalmente, debe mencionarse que no sólo son importantes las materias primas para América Latina, sino que también América Latina es importante para estas. En efecto, tal y como pone de relieve la tabla 1, la región tiene una participación importante en el mercado mundial de ciertas materias primas clave, con el añadido de que, además, estas materias primas se concentran a su vez en unos pocos de los países de la zona, como ocurre con el cobre o con los minerales de metales básicos, que provienen principalmente de Chile y Perú.

### 3. Análisis normativo

El extraordinario aumento del precio de las materias primas es, en muchos países de América Latina, una mejora en la relación real de intercambio, que ha supuesto un fuerte aumento del valor de las exportaciones, y de igual manera, un importante incremento sobre los ingresos públicos. Esta última circunstancia se explica en gran medida porque en gran número de estos países, el sector público tiene un papel relevante en la gestión del sector de las materias primas -por la propiedad pública o semi-pública de las empresas extractoras y exportadoras-.

El aumento en los ingresos derivado del incremento en los precios de las materias primas puede gestionarse de muy diversas maneras, comprendidas entre los casos

extremos de un ahorro o un gasto íntegro de estos recursos adicionales, gestiones que tienen implicaciones muy distintas -a su vez, es evidente que las implicaciones son distintas si el gasto se hace en forma de gasto corriente, o en forma de inversión pública-.

La literatura sobre reciclaje de ingresos del petróleo ha acuñado dos términos para aludir a los dos canales a través de los cuales puede producirse el reciclaje de los ingresos: el canal comercial y el canal financiero. El canal comercial opera cuando los ingresos se traducen en aumento de gasto, mientras que un canal financiero opera cuando se produce el ahorro de los ingresos adicionales. Ambos canales funcionan, de igual manera, en el reciclaje de los ingresos ligados a la producción y exportación de materias primas. Una circunstancia que determina en gran medida si, desde un punto de vista normativo, resulta más o menos adecuado el ahorro o el gasto de los ingresos derivados de la extracción de recursos naturales, es si dicho aumento se percibe como transitorio o permanente.

Cuando el aumento en el precio de las materias primas es percibido como transitorio, resultan adecuadas las medidas orientadas a la suavización de los saldos fiscales -como la constitución de un fondo de estabilización fiscal, que acumule recursos para los períodos de precios bajos-, produciéndose, en este caso, el reciclaje de los recursos a través del canal financiero. En efecto, si se considera que el aumento en ingresos es transitorio, la expansión del gasto en paralelo al aumento paralelo de los ingresos es una política que plantea problemas de sostenibilidad fiscal a medio y largo plazo, por la rigidez del gasto a la baja, que hace probable la emergencia de un déficit fiscal cuando aquella fuente de ingresos se reduce. Además, la expansión fiscal genera presiones inflacionistas y aprecia el tipo de cambio nominal, al aumentar las importaciones y al producirse el reciclaje a través del canal comercial. Ambas circunstancias generan una apreciación del tipo de cambio real, pero no del tipo de cambio real de equilibrio (dada la transitoriedad de la mejora en la relación real de intercambio). La apreciación del tipo de cambio real tendería a perjudicar a otros sectores productivos, y generar lo que es conocido en la literatura como “enfermedad holandesa” -la concentración de la actividad económica en los sectores más relacionados con el incremento en los precios de exportación y la desindustrialización del resto de sectores, por pérdida de competitividad de estos-<sup>2</sup>. La valoración es distinta, si el aumento en los ingresos es empleado para aumentar la inversión pública (y no el gasto corriente), se puede contribuir, por ejemplo, a la mejora de la capacidad extractiva, o a la diversificación de la economía, por lo que parte de los problemas se mitigan (en concreto, los de la emergencia de presiones inflacionistas, por el aumento de la capacidad productiva).

En definitiva, tanto la suavización de los saldos fiscales a lo largo del ciclo de los precios de las materias primas, como la contribución al control de la inflación, o la suavización del tipo de cambio, avalan la adecuación de llevar a cabo una política fiscal contracíclica, cuando se percibe la transitoriedad del incremento de los precios de las materias primas. Parte del ahorro puede realizarse mediante reglas fiscales diseñadas con el objeto de llevar a cabo una política fiscal contra cíclica, estableciendo un precio objetivo para el precio de la materia prima, de forma que los ingresos que se obtienen cuando el precio de mercado excede ese precio objetivo se dotaran a un fondo de estabilización, al cual se recurriría cuando el precio de mercado caiga por debajo del precio objetivo. Cuando, por el contrario, el au-

2. El término de enfermedad holandesa (“Dutch disease”) se refiere a los perjuicios sufridos por los sectores manufactureros en Holanda tras el descubrimiento de recursos naturales. Véase Oomes y Kalcheva (2007).

mento de precios se percibe como permanente, resultaría adecuado distribuir los beneficios mediante un aumento del gasto y de la inversión pública, en línea con lo mencionado en arriba. En ese caso, además, el aumento de los precios de materias primas constituiría una mejora permanente en la relación real de intercambio y un tipo de cambio real de equilibrio más apreciado, que podría ser ajustado mediante un aumento del gasto público.

No obstante, desde un punto de vista normativo, el modo en que se gestionen los ingresos públicos no sólo debe tener en cuenta las implicaciones macroeconómicas, sino también consideraciones de equidad intergeneracional, y cuestiones relativas a lo deseable o no del patrón de crecimiento con una gran concentración en un sector con recursos limitados. En efecto, en caso de una elevada dependencia de materias primas con recursos finitos, resulta conveniente que al menos una parte de los ingresos se empleen en lograr una mayor diversificación de la economía. A su vez, como se ha expuesto previamente, esta diversificación puede verse comprometida si la expansión fiscal conduce a una apreciación del tipo de cambio real, con la consiguiente pérdida de competitividad de los sectores no relacionados con la explotación de materias primas finitas. Por otra parte, las consideraciones de equidad intergeneracional hacen conveniente que al menos parte de los recursos debieran ser ahorrados con objeto de extender los beneficios de la extracción de las materias primas a generaciones futuras. En suma, tanto las consideraciones de equidad intergeneracional como los riesgos de la excesiva concentración de la economía en un sector con recursos finitos, en un horizonte de medio o largo plazo, sugieren que es adecuado al menos un cierto ahorro de recursos que, a su vez, pueden emplearse para incentivar una mayor diversificación de la economía.

En consecuencia, resulta de gran importancia determinar si el incremento reciente del precio de las materias primas ha tenido una componente permanente, existiendo dos posibles lecturas de este fenómeno. La visión "maltusiana" enfatiza que la tierra tiene recursos limitados y no es posible que el patrón de vida occidental sea compartido por una población creciente, y avala que el aumento de los precios de las materias primas tiene un componente permanente. La segunda lectura es optimista, y estima que, tan pronto como el ingenio humano reaccione, descubrirá el modo de aumentar la eficiencia en la producción de materias primas, y el incremento en el precio de estas habría tenido un importante componente de transitoriedad. Las implicaciones son radicalmente distintas: en el primer caso, la fuente de riqueza seguirá siendo el sector terciario y no habrá, o no debería esperarse, un cambio en los precios relativos de las manufacturas versus materias primas; en el segundo caso, la nueva fuente de riqueza será la más antigua: las materias primas. En el primer caso, las economías con mayor peso de las materias primas deberían haber ahorrado recursos, en un contexto de precios atípicamente elevados de materias primas, tanto más cuanto mayor fuera su dependencia, y en caso de que las materias primas fueran finitas. En el segundo caso, la necesidad de una política fiscal conservadora sería menor.

Los países que optan bien por ahorrar parte de los ingresos, bien por percibir el aumento de los precios de materias primas como transitorio, bien por ahorrar recursos para generaciones futuras, o para evitar la dependencia de los ingresos de un determinado sector, suelen optar por constituir fondos de estabilización fiscal o fondos de ahorro. Ambos fondos suelen recibir el común denominador de fondos de riqueza soberana, término que engloba tanto a este tipo de fondo, como a otros fondos de inversión de titularidad pública, de otro origen. La existencia de fondos de riqueza soberana, en forma de fondos de estabilización fiscal,

fondos de riqueza intergeneracional, o fondos de pensiones, no es nueva, datando muchos de ellos (como el fondo de Noruega, de Emiratos Árabes Unidos, Kuwait, o el Fondo de Compensación para los Ingresos del Cobre en Chile) de hace varias décadas. No obstante, el protagonismo de los fondos de riqueza en el panorama internacional se ha incrementado paulatinamente, como consecuencia del importante aumento en su número, y del volumen de activos que gestionan, así como consecuencia de su elevada concentración en economías emergentes. Se estima que el volumen de los activos que manejan ha crecido de manera muy importante en los últimos años, y se estima se sitúa ya en más de 2.500 miles de millones de dólares, y su crecimiento está ligado a los precios de las materias primas, y en particular los precios del petróleo.

#### 4. Reacción de los países de América Latina e implicaciones

Chile es un caso de gran interés dentro de los países de América Latina, por aspectos como la importancia del sector de cobre para la economía real o por la estrecha conexión entre precio del cobre e ingresos públicos.

En efecto, las exportaciones de cobre suponen un 57% del total de las exportaciones de Chile, y su peso en la economía asciende al 34% del PIB. Desde 2002 se comenzó a registrar un extraordinario incremento en el precio del cobre, que generó un fuerte aumento de las exportaciones y de los ingresos de la empresa pública CODELCO (Corporación Nacional del Cobre). La respuesta a este fuerte incremento en el precio del cobre, y el subsiguiente aumento en los ingresos, se ha basado en el ahorro contracíclico de recursos, mediante el establecimiento de un fondo de riqueza soberana, en forma de fondo de estabilización de ingresos.

En 2000 Chile adoptó una regla fiscal estructural, en parte motivada por el objetivo de aislar las cuentas fiscales de la volatilidad del precio del cobre. El sistema que implantó Chile tenía dos objetivos. El primero era el de establecer un mecanismo contracíclico para aislar las cuentas públicas del precio del cobre (y, además, de las oscilaciones cíclicas del crecimiento). El segundo era el de acumular superávit fiscales en exceso de los necesarios para suavizar el ciclo económico, con objeto de acumular recursos para recapitalizar el banco central, y aumentar los recursos para el fondo de pensiones. El diseño de la regla fiscal hacía depender el ahorro contracíclico del ingreso estructural, que a su vez dependía de un precio de equilibrio del cobre, y del crecimiento potencial, de manera que se ahorraran recursos cuando los precios del cobre y/o el crecimiento potencial fueran superiores a sus valores de equilibrio, y se desahorraran en caso contrario. A este ahorro contracíclico se añadía el ahorro estructural, ya mencionado. Uno de los aspectos claves para determinar los ingresos estructurales es el precio de equilibrio del cobre, dado que cuanto más bajo sea el precio del cobre de equilibrio, menores serán los ingresos estructurales, y en consecuencia, mayor la desviación del precio de mercado del cobre con respecto a su valor de equilibrio, y mayor el ahorro contracíclico de recursos. El precio de equilibrio del cobre es consultado por el Ministerio de Hacienda a un grupo de expertos, que facilitan una previsión del precio del cobre para los siguientes diez años, considerándose la media aritmética de esta predicción el precio de equilibrio. En general, el precio de equilibrio del cobre ha

aumentado poco, pese al extraordinario incremento del precio observado en este precio en los mercados, lo que pone de relieve que, de manera implícita, se estaba considerando este aumento como transitorio.

Los recursos ahorrados con carácter contracíclico eran depositados en el Fondo de Compensación para los Ingresos del Cobre, que existía desde 1987. En 2005 y 2006 creció en más de 700 y 1.600 millones de dólares respectivamente, hasta pasar a gestionar activos por más de 2.560 millones de dólares. En marzo de 2007 se estableció el Fondo de Estabilización Económica y Social (FEES), nacido como un fondo de estabilización fiscal, y que tenía por objetivo ahorrar recursos en épocas de elevados ingresos, para permitir mantener el gasto en épocas en que los ingresos caen. Este fondo recibió inicialmente 6.000 millones de dólares -de los cuales 2.540 millones correspondían a activos del Fondo de Compensación para los Ingresos del Cobre, que desapareció-, y otros 7.100 millones de dólares a lo largo del resto del año 2007, de manera que los aportes en el conjunto de este año ascendieron a más de 13.100 millones de dólares. Por otra parte, en diciembre de 2006 se estableció el Fondo de Reservas de Pensiones (FRP), que tenía por objeto complementar los recursos de los fondos de pensiones de Chile, realizando dotaciones entre un 0.2% y un 0.5% del PIB, con independencia de la situación fiscal del país. En suma: el FEES recibe la totalidad del superávit fiscal efectivo, tras haber deducido previamente los aportes al FRP, y habiendo fijado el gasto público teniendo en cuenta los ingresos estructurales, y no los cíclicos; el FRP no era un instrumento diseñado para suavizar el impacto del precio del cobre sobre las cuentas públicas. Los recursos aportados al FEES y el FRP hasta agosto de 2008 ascendían a 18.100 millones de dólares y 2.250 millones, respectivamente.

Otro rasgo característico del FEES es que sus recursos eran invertidos de manera íntegra en mercados exteriores, de los cuales el grueso se invertían en US\$, seguidos de inversiones en euros, y en yenes japoneses. Esta política de inversión no tiene como consecuencia sólo la suavización de los ingresos fiscales, sino también la del tipo de cambio. En efecto, el Banco Central de Chile ha mantenido tradicionalmente una política de no intervención en el mercado de cambios, política diferente de la del resto de países de la región. En consecuencia, en caso de que el FEES no invirtiera sus recursos en mercados extranjeros, la fuerte demanda de pesos chilenos derivada del elevado superávit de cuenta corriente habría generado una fuerte apreciación del tipo de cambio nominal. Sin embargo, la política de inversión del FEES generaba importantes salidas de flujos financieros, que aumentaban la oferta de pesos y cubrían la demanda de pesos por dólares derivada del buen comportamiento de las exportaciones. En definitiva, el FEES ha actuado, por su diseño, no sólo como un instrumento de política fiscal contracíclica, sino también como un instrumento de suavización del tipo de cambio.

Esta respuesta ha resultado coherente con el diagnóstico de que el aumento del precio del cobre tenía una componente transitoria, ya que no sólo ha aislado las cuentas públicas, sino que ha evitado una apreciación que habría perjudicado a sectores no beneficiados por el aumento del precio de las materias primas, aumentando el riesgo de experimentar una "enfermedad holandesa". No obstante, la diferencia entre un fondo de estabilización y un fondo de ahorro no es, en la práctica, nítida. Como se ha expuesto, el diseño del FEES no contempla, aparentemente, consideraciones de equidad intergeneracional, o la de ahorro de recursos de la extracción de un recurso finito, como es el cobre, y teóricamente se trata de un fondo de suavización fiscal. Sin embargo, el FEES podría tener, al menos en parte,

y de manera encubierta, características de fondo de ahorro. Este sería el caso si el precio de equilibrio del cobre fuera fijado de manera deliberada o conscientemente baja, dado que en este caso se esperaría que, a lo largo del ciclo, los recursos ahorrados fueran superiores a los gastados. Por otra parte, en Chile existe ya un fondo de ahorro explícito (el FRP), de manera que es plausible, de igual manera, que el FEES sea un fondo de estabilización fiscal, en sentido estricto.

¿Qué cabría esperar que sucediera en épocas en que el precio del cobre cayera por debajo del precio de equilibrio? En este caso, la regla fiscal debiera determinar unos ingresos estructurales mayores a los ingresos observados, y se debería observar desahorro de recursos, mediante la venta de activos en el extranjero. La venta de activos en el extranjero y su conversión en moneda local supondría una repatriación de capitales, y por lo tanto tendería a mitigar de manera automática las previsibles tendencias a la depreciación del peso chileno<sup>3</sup>.

En definitiva, la gestión del reciente ciclo de elevados precios del cobre por parte de las autoridades de Chile se ha fundado en la percepción de que dichos precios tenían una componente transitoria. Esta circunstancia ha llevado al ahorro de elevados recursos en el exterior del país, que han permitido la suavización de los ingresos fiscales, han facilitado la conducción de la política monetaria, y han permitido la estabilidad del tipo de cambio, evitando la pérdida de competitividad de sectores no relacionados con las materias primas.

.....

3. En todo caso, reservas internacionales y activos externos del sector público (en el caso de Chile, los del FEES), no son sustitutos.

## 5. Conclusiones

La bonanza que ha disfrutado América Latina, como consecuencia de los incrementos en los precios de materias primas, ha resultado evidente. Esto oscurece el hecho, no obstante, de que algunas materias primas, como cobre, petróleo o soja, han registrado incrementos inéditos, mientras que otros productos agrícolas simplemente se han recuperado de la depresión de sus precios. Existen dudas, en todo caso, si los cambios en precios han tenido más componente transitoria o permanente. El análisis normativo del fenómeno sugiere que una respuesta prudente por parte de las autoridades de la región debiera suavizar los ingresos fiscales, modulando la respuesta en función de consideraciones de equidad intergeneracional o de sostenibilidad del modelo de crecimiento.

En todo caso, con independencia de las fluctuaciones en los precios, el sencillo análisis realizado sugiere que el impacto directo de una eventual corrección de los precios será más moderado en las economías más grandes y más diversificadas.

Y que, transitorio o permanente, interpretación malthusiana o positiva, esta bonanza ha significado una oportunidad para los países de esta región. Chile constituye un buen ejemplo de una respuesta responsable a un incremento en el precio de un importante producto de exportación, cuando se percibe como transitorio, y este recurso es finito. Será en caso de una corrección de los precios de las materias primas, y una reversión de las ganancias en la relación real de intercambio, cuando los esfuerzos realizados en el periodo de bonanza, queden de manifiesto, mitigando los desarrollos adversos. Si los precios se mantienen elevados, será momento de pensar cómo emplearlos para diversificar la economía y extender los elevados beneficios de la producción del cobre al conjunto de la sociedad, y a generaciones futuras.

---

### *Referencias Bibliográficas*

CEPAL (2008), “*La Volatilidad de los Precios Internacionales y los Retos de Política Económica en América Latina y el Caribe*”, CEAPL, septiembre 2008.

CEPAL, (2007), “*Anuario Estadístico para América Latina y el Caribe*”, 2007.

FMI (2007b), “*The Role of Fiscal Institutions in Managing the Oil Revenue Boom*”, marzo 2007.

HIGGINS, M., T. KLITGAARD, R. LERMAN, (2006) “*Recycling petrodollars*”, *Current Issues in Economics and Finance*, Federal Reserve Bank of New York vol 12 nº 9, diciembre 2006.

OCAMPO, J. A., M. Á. PARRA, (2008) “*This is a Boom of Mineral, Not Agricultural Prices*” 2008.

OOMES, N., y K. KALCHEVA, (2007) “*Diagnosing Dutch Disease: Does Russia have the symptoms?*”, *BOFIT Discussion Paper* nº 7.

WORLD INTEGRATED TRADE DATABASE HANDBOOK, 2008 ([wits.worldbank.org](http://wits.worldbank.org)).