

---

## comercio internacional

# Aprovechar el auge exportador de productos básicos evitando la enfermedad holandesa

Nanno Mulder



NACIONES UNIDAS

CEPAL

División de Comercio Internacional e Integración

Santiago de Chile, noviembre de 2006

Este documento fue preparado por Nanno Mulder, Oficial de Asuntos Económicos de la División de Comercio Internacional e Integración de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe, CEPAL. Agradezco las contribuciones de Graciela Moguillansky sobre la competitividad del sector privado, y de Juan Pablo Jimenez y Varinia Tromben sobre política fiscal. También agradezco los comentarios y sugerencias de Robert Devlin, Ricardo Ffrench Davis, Miguel Izam, Felipe Jiménez, Mikio Kuwayama, Juan Pablo Jiménez, José Luis Machinea, Graciela Moguillansky, Osvaldo Rosales y Varinia Tromben a una versión preliminar de este trabajo. Los errores y omisiones son de exclusiva responsabilidad del autor.

Las opiniones expresadas en este documento, que no ha sido sometido a revisión editorial, son de exclusiva responsabilidad del autor y pueden no coincidir con las de la Organización.

---

Publicación de las Naciones Unidas

ISSN impreso 1680-869X

ISSN electrónico 1680-872X

ISBN: 92-1-322985-2

LC/L.2627-P

Nº de venta: S.06.II.G.151

Copyright © Naciones Unidas, noviembre de 2006. Todos los derechos reservados

Impreso en Naciones Unidas, Santiago de Chile

---

La autorización para reproducir total o parcialmente esta obra debe solicitarse al Secretario de la Junta de Publicaciones, Sede de las Naciones Unidas, Nueva York, N. Y. 10017, Estados Unidos. Los Estados miembros y sus instituciones gubernamentales pueden reproducir esta obra sin autorización previa. Sólo se les solicita que mencionen la fuente e informen a las Naciones Unidas de tal reproducción.

## Índice

---

<b>Resumen</b> .....	5
<b>Introducción</b> .....	7
<b>I. La apreciación cambiaria: tendencias, causas y consecuencias</b> .....	9
A. Tendencias .....	9
B. Causas y consecuencias.....	11
<b>II. Productos básicos: creciente papel y persistentes altos precios</b> .....	17
A. Creciente participación en las exportaciones .....	17
B. Persistentes altos precios de productos básicos .....	19
C. ¿Cambio en la tendencia de los términos de intercambio? .....	22
<b>III. Políticas para frenar la apreciación cambiaria y sus límites</b> .....	23
A. ¿Cómo se puede intervenir?.....	23
B. Política fiscal.....	24
C. Política cambiaria.....	29
D. Fondos de estabilización “privados”: el ejemplo de Colombia.....	31
E. Derivados .....	32
F. Mejorar la competitividad .....	33
<b>IV. Consideraciones finales</b> .....	35
<b>Bibliografía</b> .....	37
<b>Serie Comercio internacional: números publicados</b> .....	39

## Índice de gráficos

Gráfico 1	Tipos de cambios reales efectivos totales y extrarregionales .....	10
Gráfico 2	Tendencias de tipo de cambio real efectivo .....	11
Gráfico 3	Ilustración de la enfermedad holandesa: el caso de Colombia durante la segunda mitad de los años setenta.....	14
Gráfico 4	América Latina y el Caribe: productos básicos y manufactureros basados en recursos naturales como % de las exportaciones.....	18
Gráfico 5	América Latina y el Caribe: participación de los productos primarios, 1986 y 2004 .....	19
Gráfico 6	América Latina y el Caribe: índices de precios de las principales categorías de productos básicos, 2000-2006.....	20
Gráfico 7	Importaciones Chinas y precio de commodities. 2002-2006 .....	21
Gráfico 8	Tipo de cambio y reservas internacionales: Argentina, Brasil Colombia y Perú.....	31

## Índice de recuadros

Recuadro 1	Los determinantes del precio del cobre .....	22
Recuadro 2	Fondo Gubernamental Noruego del Petróleo .....	25

## Índice de cuadros

Cuadro 1	Tipos de políticas .....	24
Cuadro 2	Características de los regímenes tributarios sobre productos no renovables .....	29

---

## Resumen

---

La creciente demanda mundial, sobre todo de China, por productos básicos tiene un impacto mixto para los países latinoamericanos especializados en dichos productos. Por un lado, las exportaciones de estos países están creciendo a ritmos elevados con grandes ganancias de divisas. Por otro lado, en varios países este auge exportador conduce a una caída (transitoria) del tipo de cambio real en relación con su tendencia de equilibrio. Esta caída reduce la rentabilidad de las exportaciones no *commodities* y favorece a los sectores no transables y de las importaciones. Por lo tanto, las exportaciones de productos manufactureros se ven afectadas, tal como el desarrollo de nuevos tipos de exportaciones con mayor valor agregado sensibles a la competitividad por precios (la enfermedad holandesa).

El objetivo de este trabajo es examinar en qué medida distintas políticas de intervención pueden hacer frente a una apreciación cambiaria temporal en países con recursos naturales. El tipo de políticas, su profundidad e impactos dependen de varios factores, como la propiedad pública o privada de dichos recursos y la calidad de las instituciones del país. Se abordan tres tipos de políticas. En el área fiscal, países pueden optar por una regla fiscal contra-cíclica, el ahorro de excedentes de ingresos fiscales relacionado al auge exportador del producto básico en un fondo especial, la emisión anticíclica de deuda indexada al valor del producto básico, y la introducción de un impuesto especial temporal. El principal objetivo de estas políticas es limitar la transmisión de altos términos de intercambio a la demanda interna, lo cual a su vez presiona el tipo de cambio real. Otro tipo de

intervención es la política cambiaria, donde países pueden optar por regímenes fijo, flexible o intermedio. Mientras que cada régimen tiene sus ventajas y desventajas, el principal mensaje es que las autoridades monetarias tendrían que evitar desviaciones excesivas del tipo de cambio de su nivel de equilibrio. Un tercer grupo de políticas son más bien financieras y sectoriales como fondos de estabilización privada, instrumentos financieros como derivados, y políticas que apoyan al sector exportador no-*commodity*.

## Introducción

---

La creciente demanda de China y el resto de Asia por productos básicos ha impulsado un gran auge exportador en América Latina. Al beneficio de mayores divisas se suma el desafío de minimizar la distorsión del tipo de cambio real en relación con su tendencia de equilibrio. En otras palabras, se busca reducir la caída del tipo de cambio real transitorio y sus consecuencias: la caída en la rentabilidad de las exportaciones no *commodities*, a favor de los sectores no transables y de las importaciones.

Este trabajo evalúa, por un lado, el impacto del aumento extraordinario en los términos de intercambio sobre el tipo de cambio real, y, por otro lado, analiza cómo se puede suavizar este impacto, es decir, evitar desviaciones temporales del tipo de cambio de equilibrio. Se responde a estos objetivos en tres secciones. Primero, se presentan las apreciaciones reales de las monedas de varios países latinoamericanos y sus principales causas. A continuación se examinan las tendencias de los precios de los productos básicos y su peso en el comercio internacional. Al final se presentan las distintas políticas de intervención para hacer frente a una apreciación cambiaria y algunas consideraciones finales.

Se concluye en este texto que estabilizar el gasto fiscal es uno de los mejores instrumentos para atenuar el impacto de altos términos de intercambio en el tipo de cambio real, sobre todo si este impacto es transitorio. Cuando pocos productos básicos dominan las exportaciones de un país, y su explotación está en manos del sector público, la mejor política fiscal sería una regla presupuestaria contra cíclica y la acumulación de divisas extranjeras en un fondo especial. Esto último impide que los fondos entren a la economía interna,

presionando la demanda y agravando la apreciación cambiaria. En el caso de que el sector privado domine la explotación de los recursos básicos, se puede introducir un impuesto específico (*windfall tax*), aunque eso no debería desincentivar las inversiones.



## **I. La apreciación cambiaria: tendencias, causas y consecuencias**

---

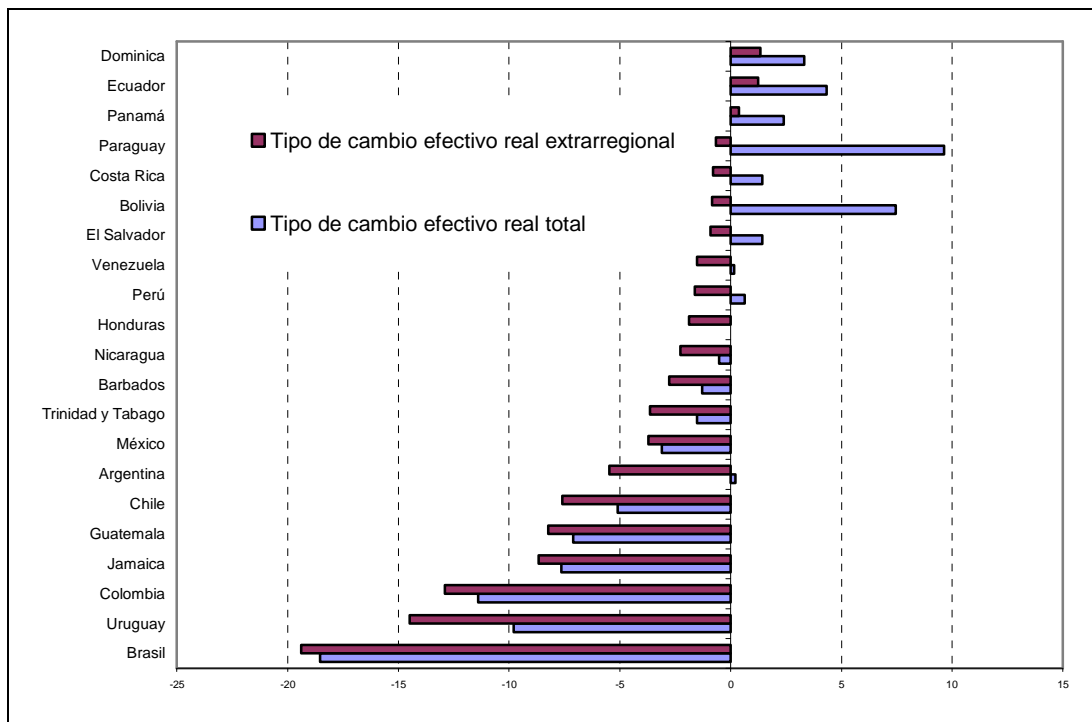
### **A. Tendencias**

Durante 2005, las mayores apreciaciones reales ocurrieron en América del Sur, especialmente en Brasil, Uruguay, Colombia y Chile, y también en Jamaica y Guatemala. En el resto de la región (15 países) se apreció el tipo de cambio real extraregional, particularmente frente al dólar. Sin embargo, mirando la evolución de los tipos de cambio reales totales, incluyendo los movimientos intra-regionales, son solo la mitad de los países (8) los que experimentaron una apreciación de su tipo de cambio en 2005. Esta disminución de 15 a 8 refleja el hecho que cuando varias monedas se aprecian simultáneamente, la apreciación real es menor (gráfico 1). En el primer semestre de 2006, la apreciación cambiaria se desaceleró.

Gráfico 1

TIPOS DE CAMBIOS REALES EFECTIVOS TOTALES Y EXTRARRREGIONALES

(promedio del 2005 con respecto al 2004)

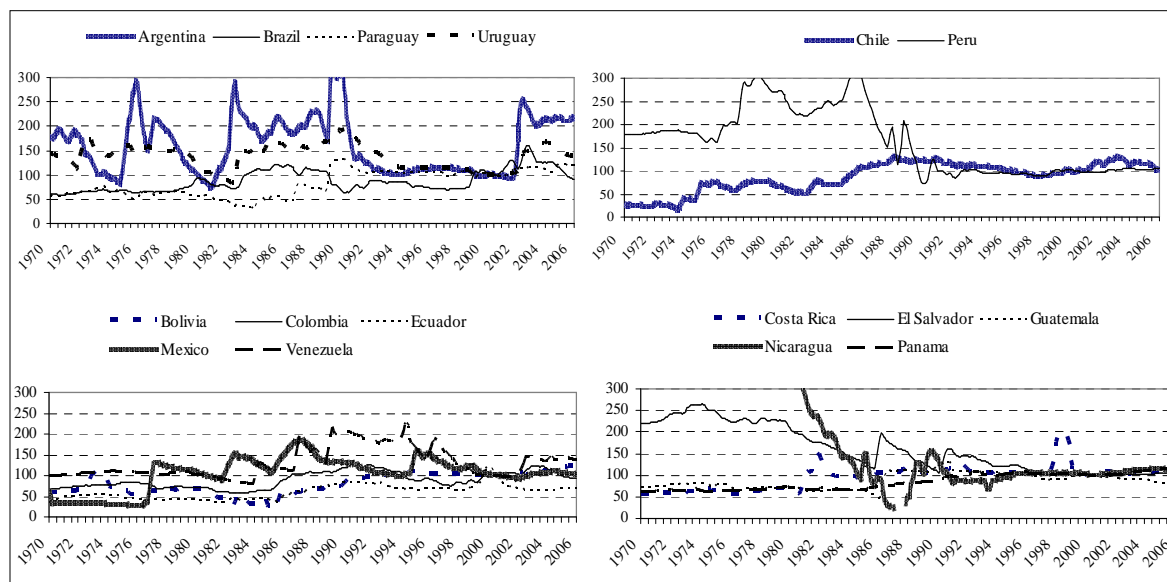


Fuente: CEPAL.

Varios tipos de cambios reales (Brasil, Uruguay y Nicaragua) tenían en 2005-2006 niveles todavía superiores a aquellos observados en las décadas de los noventa y setenta. Otras monedas (Paraguay, Bolivia y Panamá) están muy por sobre el promedio de largo plazo. Una comparación con las tendencias de largo plazo (gráfico 2) y particularmente los años noventa, durante el cual varios analistas consideran que los tipos de cambios reales de la mayoría de los países de la región estaban cerca de su nivel de equilibrio, muestra que todos los países petroleros (Colombia, Ecuador y Venezuela) y centroamericanos tienen monedas sobrevaluadas, mientras que las monedas de Argentina, Bolivia y Brasil superan el promedio de los años noventa. El “verdadero” tipo de cambio real no sólo depende del tipo de cambio nominal y los precios internos y externos, sino también de la protección comercial e incentivos tributarios como el reintegro (*drawback*).<sup>1</sup>

<sup>1</sup> Por ejemplo, en Chile el arancel efectivo bajó de 20% en 1986 a 2% en 2006. Además, las exportaciones no tradicionales inferiores a un monto establecido se beneficiaron de un sistema de reintegro simplificado de los derechos que se pagaron por los insumos importados. Este sistema se está eliminando gradualmente de 10% a 0%. Corregido por la caída de los aranceles, el tipo de cambio nominal del inicio de 2006 estaba 16% por debajo de su promedio 1986-95, período considerado como de equilibrio, y 12% sin esta corrección.

**Gráfico 2**  
**TENDENCIAS DE TIPO DE CAMBIO REAL EFECTIVO**  
 (2000=100)



Fuente: CEPAL.

## B. Causas y consecuencias

Detrás de la importante apreciación cambiaria que viene ocurriendo desde 2003, existen principalmente dos fenómenos: (i) el aumento de los términos de intercambio, que ha afectado principalmente a los países de América del Sur (véase más abajo); y (ii) las entradas de remesas, estas últimas principalmente en México y Centro América. No obstante que este trabajo se focaliza en el primer fenómeno, es importante resaltar que la entrada de remesas es la principal fuente de la apreciación cambiaria para México y Centroamérica.<sup>2</sup>

El aumento en los términos de intercambio crea la preocupación de las autoridades económicas y de las empresas, sobre el impacto en la rentabilidad de un amplio segmento del tejido productivo, que ve deteriorada su competitividad en los mercados internacionales y locales. El tipo de cambio fija el valor de los precios e ingresos actuales y futuros de los exportadores, y también determina los precios de las importaciones en el mercado local. Así, el valor actual y futuro de la divisa condicionan en parte las inversiones y también la innovación.

El tipo de cambio real a su vez refleja los precios relativos entre los sectores transables y no transables,<sup>3</sup> y su distorsión puede llevar a una asignación sub-óptima de recursos (sobre-o sub-

<sup>2</sup> Las entradas de remesas son importantes como fuente de apreciación cambiaria, sobre todo en México (además del impacto del precio de petróleo) y Centroamérica. En estos países, los ingresos de divisas por concepto de transferencias (cuyo principal componente son las remesas de emigrantes) siguieron su tendencia ascendente en el 2005 con respecto a los ya elevados valores registrados en el 2004 (Gráfico 4). Los montos de las remesas no son sólo impresionantes en valores absolutos, sino también en relación al tamaño del PIB, llegando a un valor superior a 10% en varios países (CEPAL, 2005).

<sup>3</sup> El tipo de cambio real se define como (en logaritmo)  $q = e + p - p^*$ , donde  $e$ ,  $p$  y  $p^*$  son el tipo de cambio nominal, el nivel de precios total de la economía doméstica y externa, respectivamente. Esta ecuación se descompone en dos elementos:  $q = q_e + \Phi[(p_t - p_n) - (p_t^* - p_n^*)]$ . El primero,  $q_e$ , refleja el tipo de cambio real en el sector transable y es igual a:  $e + p_t - p_t^*$ , donde el subíndice  $t$  corresponde al sector transable. El segundo,  $\Phi[(p_t - p_n) - (p_t^* - p_n^*)]$ , representa la diferencia de los diferenciales de precio de los

inversión o empleo en un sector). Un tipo de cambio que mantiene bajos los precios de las importaciones y disminuye los precios de los productos exportados en moneda doméstica, reduce los incentivos a invertir y trabajar en el sector exportador y en el que substituye importaciones. Esto aun cuando los productores nacionales sean competitivos en términos absolutos, respecto de los productores extranjeros. Se podría contrarrestar la caída del tipo de cambio real muy parcialmente a través de aumentar la productividad, porque mejorar la eficiencia es un proceso lento de varios años que no puede compensar apreciaciones cambiarias de tamaño importante a corto plazo. Además, la mejora de la productividad depende de la modernización de los procesos, del desarrollo tecnológico y de la inversión, para lo cual la economía requiere previsibilidad cambiaria. Si el tipo de cambio real sigue muy por debajo de su nivel de equilibrio por un tiempo largo, los incentivos distorsionados pueden conducir a desestimular la producción de exportaciones no commodities contribuyendo a una concentración de la canasta exportadora en productos básicos y debilitando la inserción internacional. La sobre revaluación cambiaria afecta, particularmente, el desarrollo de nuevos productos y servicios con mayor valor agregado. Este fenómeno se conoce en la literatura económica como la “enfermedad holandesa”.

La enfermedad holandesa se refiere al impacto de un auge exportador de productos básicos sobre la reasignación de recursos productivos dentro del sector exportador (transable), hacia estos recursos básicos y hacia los servicios (no transables), perjudicando al resto del sector exportador (Corden y Neary, 1982). Se puede ilustrar la “enfermedad holandesa” con el auge exportador del café de Colombia durante el periodo 1975-80 (gráfico 3). La economía colombiana consta de tres sectores: un sector cafetalero, un sector exportador fuera del café y un sector de bienes no transables (servicios). El precio del café aumentó significativamente entre 1975-1977 y aunque bajó entre 1978-1979, se mantuvo durante los años siguientes en niveles que eran el doble de la primera mitad de los años setenta. Este mayor precio indujo un movimiento de recursos desde el sector exportador fuera del café hacia el sector cafetalero. Además, con el auge del café, aumentó el ingreso nacional y con eso la demanda para todos los bienes y servicios. Como los precios de los productos transables se definen en el mercado mundial, solo los precios de los servicios subieron y con eso cayó el tipo de cambio real. Por último, se aceleró el crecimiento de los bienes no comerciales (servicios) y se desaceleró el crecimiento del sector transables fuera del café. En resumen, la enfermedad holandesa tiene implicancias en cuatro aspectos: (i) una apreciación real del tipo de cambio, (ii) una expansión probable, pero no cierta, del sector no-transable, (iii) una reducción (desaceleración) de la producción y exportaciones de productos manufacturados,<sup>4</sup> y (iv) una desaceleración del crecimiento económico en el mediano plazo dado que la enfermedad conduce a una economía a concentrarse en los recursos básicos y desincentiva entonces a producir nuevas tipos de productos con mayor valor agregado y externalidades para el crecimiento.

---

transables ( $p_t$ ) y los no transables ( $p_n$ ) en los dos países, multiplicado por  $\Phi$  que es la participación del sector no transable en el PIB. Asumiendo la ley de un precio en el sector transable, un diferencial de precio externo ‘dado’ entre los transables y los no transables y una proporción constante del sector no transable en el país y sus socios, el tipo de cambio real se convierte en  $q = p_t - p_n$ , véase Baldi y Mulder (2004).

<sup>4</sup> Un auge exportador tiene dos impactos: sobre la asignación de recursos y sobre el gasto. La expansión del sector primario aumenta el producto marginal del trabajo, lo cual causa un movimiento de trabajadores a este sector desde la industria y servicios. Este movimiento causa aumentos de los precios de los no transables, a causa de la demanda excesiva de servicios, y con eso el tipo de cambio real cae (efecto de la reasignación de recursos). El segundo efecto es el aumento del ingreso y con eso la demanda para todos los bienes y servicios. Como los precios de los productos transables se definen en el mercado mundial, los precios de los servicios suben y con eso el tipo de cambio real cae (efecto del gasto). Este efecto también induce un movimiento de recursos productivos desde la industria hacia los servicios. Los dos efectos causan una caída de la producción industrial. La producción del sector primario aumenta, mientras que el impacto sobre la producción de los servicios es ambigüo, porque los efectos de la reasignación de recursos y del gasto son contradictorios. Los términos de intercambio están entre los varios factores que pueden influenciar el tipo de cambio real; también hay otros factores, como masivas entradas de capital, expansión insostenible de la demanda interna o gasto fiscal y grandes fluctuaciones de los términos de intercambio. Sin embargo, todos estos efectos son de corto y mediano plazo. En el largo plazo el tipo de cambio real depende solo de los parámetros fundamentales de una economía, básicamente de la diferencia de productividad entre el sector transable y no transable (modelo de Balassa-Samuelson).

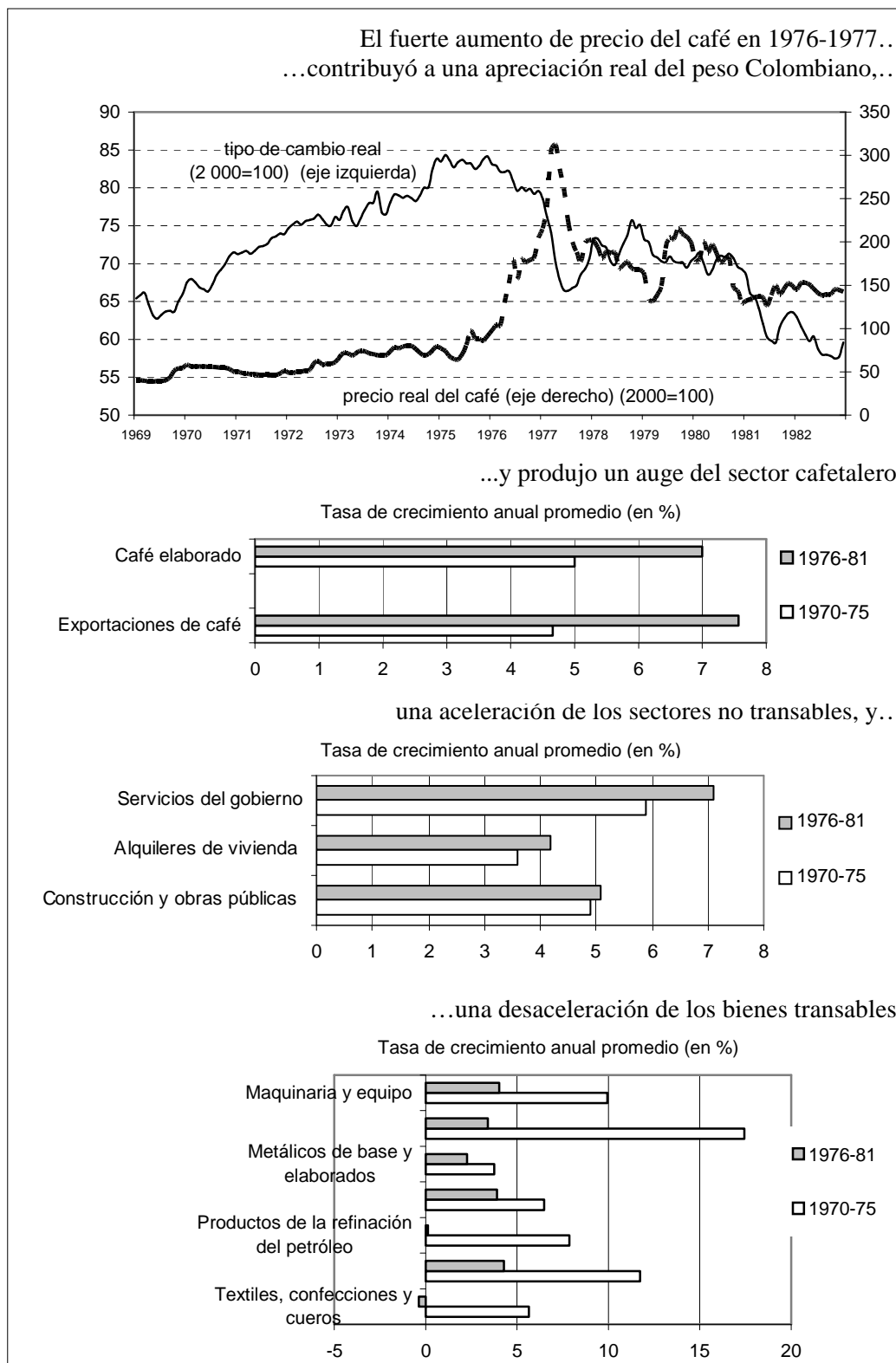
La evidencia empírica para América Latina y el Caribe demuestra que la “enfermedad holandesa” afectó no sólo a los países productores de café y petróleo, sino también a los exportadores de otros productos básicos. Varios países vivieron episodios de esta enfermedad, incluso Bolivia, Brasil, Ecuador, México, Perú y Venezuela. Por ejemplo en México, el sector industrial sufrió por las dos crisis petroleras mientras que el sector petrolero y no transables se expandieron. Venezuela también fue afectada de la misma manera (Stevens, 2003). La enfermedad también se manifiesta a través de la composición de flujos comerciales: el volumen de exportaciones de productos manufactureros de países exportadores de petróleo disminuye de 0,49% cuando el precio de productos energéticos sube un 1%. Además, un aumento de 1% de exportaciones de productos energéticos reduce las exportaciones de productos manufactureros en un 0,08%.<sup>5</sup>

---

<sup>5</sup> Resultados en base a una análisis de datos de flujos de comercio para la mayoría de los países en el mundo entre 1970 y 1997, véase Stijns (2003).

Gráfico 3

**ILUSTRACIÓN DE LA ENFERMEDAD HOLANDESA: EL CASO DE COLOMBIA DURANTE LA SEGUNDA MITAD DE LOS AÑOS SETENTA**



Fuente: UNCTAD: *Handbook of Statistics*; DANE, Cuentas Nacionales.

Aún es difícil saber el impacto sobre las economías latinoamericanas del actual auge de precios en productos básicos. El hecho que la estructura productiva o exportadora aún no se vea afectada, no es una prueba que esta vez no ocurra la enfermedad holandesa, porque los síntomas solo se presentan con retraso. Es importante analizar la composición sectorial de inversiones para pronosticar cambios futuros en la estructura productiva. Un estudio sobre Brasil demuestra que a pesar de la apreciación real de su moneda desde 2003, el país todavía no ha sufrido de la enfermedad holandesa. Las exportaciones de productos fuera de los commodities crecieron al mismo ritmo que estos últimos y el valor agregado así como el empleo en la industria aumentó. Sin embargo, el bajo nivel de la moneda real está afectando la percepción de los empresarios y sus proyectos de inversión fuera de los productos básicos (Nakahodo y Yank, 2006).





## **II. Productos básicos: creciente papel y persistentes altos precios**

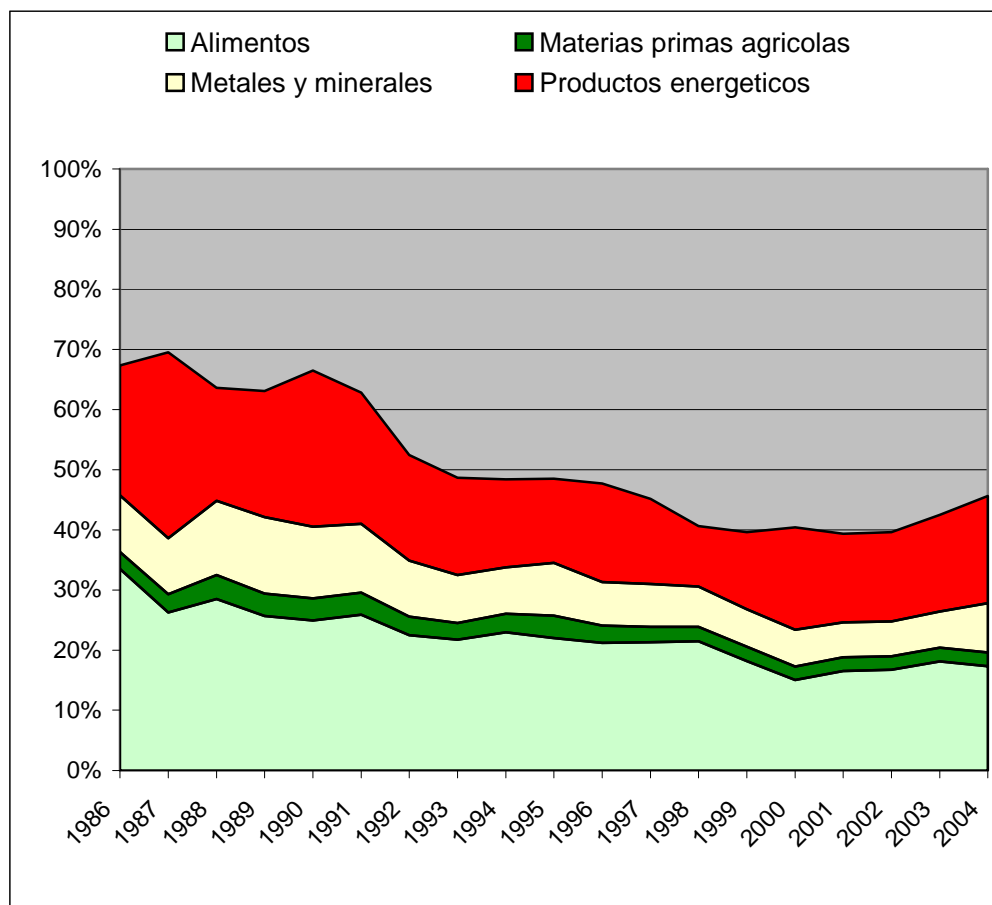
---

### **A. Creciente participación en las exportaciones**

Los últimos años marcaron un cambio en la tendencia de largo plazo, en torno a una pérdida de importancia relativa de los productos básicos en las exportaciones de América Latina y el Caribe. Ello por la caída en los precios y debido a los esfuerzos por diversificar las canastas productivas. Entre 1965 y 2000, la participación de estos productos en las exportaciones totales bajó de más de 60% a 25%, pero entre 2000 y 2004 la participación aumentó 4 puntos porcentuales. Incluyendo los productos manufacturados basados en recursos naturales, la participación también bajó de 70% a 40% entre 1986 a 2000, pero después aumentó nuevamente 7 puntos porcentuales (gráfico 4).

Gráfico 4

**AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: PRODUCTOS BÁSICOS Y MANUFACTUREROS BASADOS EN RECURSOS NATURALES COMO % DE LAS EXPORTACIONES**

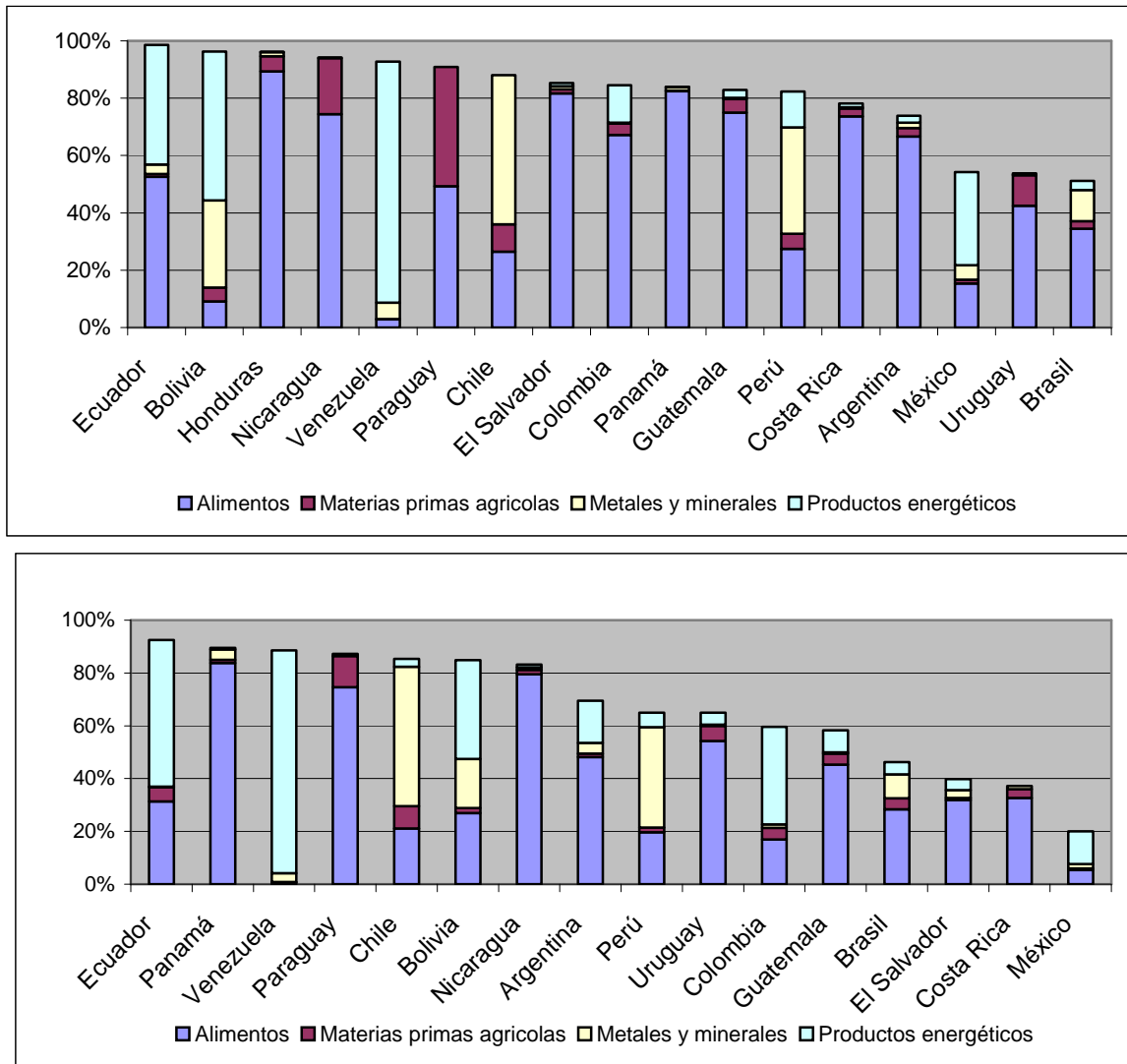


Fuente: CEPAL en base a datos del COMTRADE.

Este panorama general de la región esconde patrones muy distintos entre países en términos de dependencia de los productos básicos. De los 19 mayores exportadores de América Latina y el Caribe, 11 países siguen con sus exportaciones concentrados (por lo menos 60% del total) en productos básicos en el 2004. Los países con mayor dependencia en 2004 fueron Ecuador y Venezuela, focalizándose en productos energéticos, mientras que Nicaragua, Panamá y Paraguay lo hacen en productos agrícolas y Chile hace lo propio en metales y minerales. Unos pocos países lograron diversificar su canasta exportadora entre 1986 y 2004, particularmente México, Costa Rica, El Salvador y en menor grado Brasil. Dentro de la especialización de los países, son generalmente uno o pocos productos los que dominan la canasta exportadora: petróleo y gas dentro de los productos energéticos; soya, plátanos y café dentro de los productos agrícolas; y bauxita/aluminio, carbón, cobre y oro dentro de los metales y minerales (gráfico 5).

Gráfico 5

**AMÉRICA LATINA, EL CARIBE: PARTICIPACIÓN DE LOS PRODUCTOS PRIMARIOS\*, 1986 Y 2004**



Fuente: CEPAL, base COMTRADE.

Nota: \* Incluye productos manufactureros basados en recursos naturales.

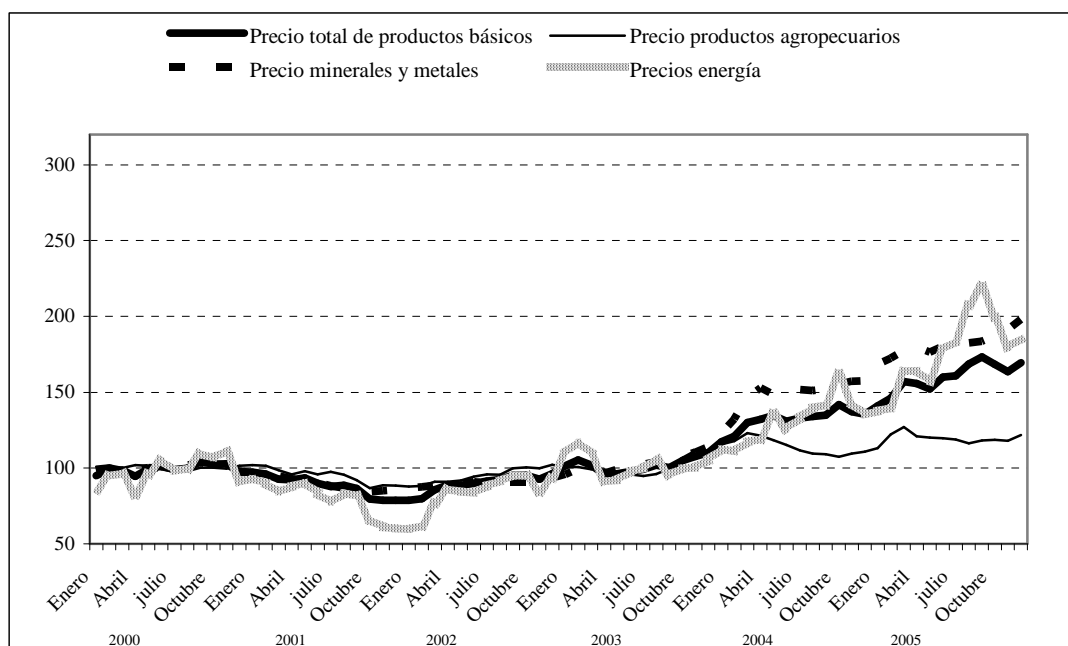
**B. Persistentes altos precios de productos básicos**

En 2005, el índice promedio global de precios de los productos básicos de la CEPAL<sup>6</sup> creció fuertemente (21%) por tercer año consecutivo, con una fuerte aceleración al final del año. El promedio esconde una gran heterogenidad entre los grandes rubros de los productos básicos. Los productos minerales metálicos y los energéticos presentan un alza significativa en 2005 con

<sup>6</sup> Un índice similar del Fondo Monetario Internacional, expresado en dólares, muestra un crecimiento más elevado: de 29% para 2005 (FMI, 2006).

respecto al año 2004, la que se mantuvo a inicios del 2006. Sin embargo, los productos alimenticios y bebidas han registrado un estancamiento, con clara tendencia a la baja y una leve mejoría al cierre del 2005 (gráfico 6).<sup>7</sup> En 2006, la tendencia ascendente de los precios de los metales y minerales continuó con fuerza pero fue interrumpida con una bajada importante en mayo y junio, seguida por importantes fluctuaciones.

**Gráfico 6**  
**AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: ÍNDICES DE PRECIOS DE LAS PRINCIPALES**  
**CATEGORÍAS DE PRODUCTOS BÁSICOS, 2000-2006**  
*(Índice, año 2000-100)*



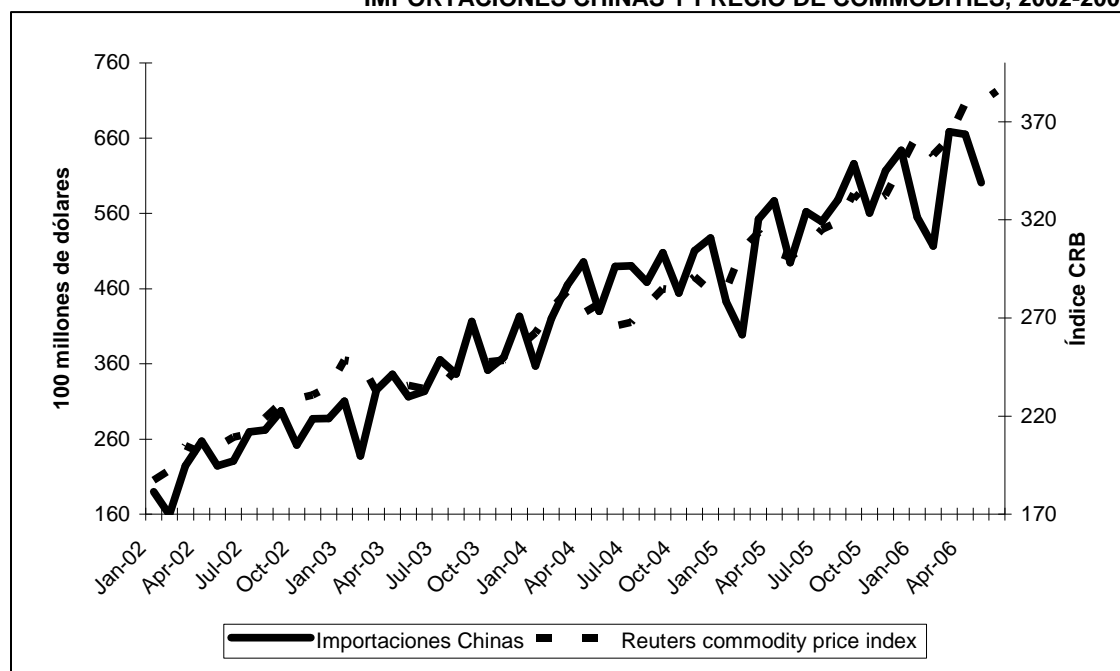
Fuente: CEPAL.

El auge de precios de los recursos básicos de los últimos tres años se explica en gran parte por el fuerte aumento de la demanda de China. El fuerte crecimiento de las importaciones de China ha sido una de las principales presiones sobre los precios internacionales de commodities (gráfico 9), pero no es la única causa. También tuvieron su importancia el dinamismo de las economías de EEUU, Japón y más recientemente de Europa, y la caída del nivel de inventarios de los recursos básicos no renovables, reflejando la inelasticidad de la oferta de estos recursos. A su vez, los menores niveles de inventarios aumentaron los premios correspondientes (parte del precio fijado en las bolsas de dichos productos). Algunos estudios también refieren a la gran liquidez internacional y el interés de los inversionistas en commodities, como inversión rentable anticipando la persistente alta demanda y elevados precios a futuro como variable que aumenta los precios,

<sup>7</sup> En 2005, los precios de los productos agrícolas se estancaron, salvo el del azúcar que alcanzó su más alto nivel en 24 años. Esto último está relacionado con la caída de exportaciones de azúcar de Brasil y Europa. En el caso de Brasil se debió a que usó una proporción más grande de la cosecha para la producción de etanol, mientras que el caso europeo fue por resoluciones de la OMC y la legislación interna correspondiente. Los precios estancados de aceites en 2005 provienen de cosechas muy importantes y reservas elevadas. Con respecto al precio del café, éste aumentó por bajas en la oferta de Vietnam. Sin embargo, para 2006, los analistas prevén un incremento pequeño de los precios de alimentos y bebidas. Finalmente, los precios de las materias agrícolas no comestibles aumentaron levemente, con una tendencia ascendente para el caucho natural, madera y una tendencia estancada para los precios del algodón. En el 2006, los analistas proyectan que el precio de azúcar continuará experimentando alzas, mientras que el precio de la soya probablemente siga estancado.

aunque otros comprueban que los movimientos especulativos sólo siguen a las tendencias de precios y no las acentúan (FMI, 2006).

Gráfico 7  
IMPORTACIONES CHINAS Y PRECIO DE COMMODITIES, 2002-2006



Fuente: Ministerio de Comercio (China) y Reuters-CRB.

A mediano plazo, es probable que los precios de los recursos básicos no renovables sigan altos a causa del persistente crecimiento de la demanda y de una oferta relativamente inelástica. Por el lado de la demanda, China es uno de los principales motores detrás del aumento de la demanda mundial y se proyecta que esta tendencia seguirá por varios años más. Es cierto que, como China se está desarrollando económicamente, la intensidad de uso de recursos naturales va a seguir aumentando como muestra la experiencia de otros países. Dado el gran tamaño del país, éste desplaza la demanda mundial por productos básicos. Además, la estructura productiva y la canasta de exportaciones de China están concentradas en productos manufacturados, los que son muy demandantes en productos básicos primarios y semi-procesados. Por ejemplo, la participación de China en la demanda global por metales como aluminio, cobre y hierro aumentó de 7%-10% al inicio de los años noventa, a 20%-25% al inicio de 2000. Proyecciones sugieren que las importaciones chinas y asiáticas de petróleo y metales siguerán creciendo sobre dos dígitos la próxima década (BAD, 2006; Deutsche Bank, 2006). Además de China, se está desarrollando rápidamente también India. A estos países emergentes se suman los más avanzados, que también aumentan poco a poco su demanda. Estados Unidos está creciendo por encima del 3% ya desde hace más de cinco años. La economía japonesa, gran demandante de cobre y de otros minerales, se está recuperando después de casi 14 años de estancamiento. Otro factor que presionaría los precios son los insumos energéticos más caros.

Los precios al contado reflejan básicamente el estado del mercado por almacenamiento (relacionado a la disponibilidad del recurso en el corto plazo comparado a la demanda) y el ciclo de liquidez financiera internacional, mientras que en el mediano plazo el precio depende más de los verdaderos fundamentales de la oferta y demanda, véase el caso de cobre (recuadro 1).

## LOS DETERMINANTES DEL PRECIO DEL COBRE

Entre 2003 y mayo de 2006, el precio al contado de cobre refinado fijado en la Bolsa de Metales de Londres (BML) se multiplicó por más de cinco veces (de US\$70 a 400 centavos por libra), mientras que el precio a futuro (a 9 meses) se multiplicó por cuatro. Durante el mismo período, los inventarios mundiales se redujeron en TM de 855.625 a 113.950. La tendencia ascendente del precio fue interrumpida en junio de 2006 con fuertes caídas, seguidas por una recuperación parcial y un período de volatilidad.

¿Qué factores explican el fuerte crecimiento de los precios desde 2003 y la volatilidad reciente? Una gran parte del auge del precio tiene su origen en el aumento de consumo de este metal por China, que corresponde a la mitad del incremento del consumo mundial de cobre entre 2005 y 2002 y la inelasticidad de la oferta ha resultado en una caída de los niveles en los inventarios.

No existe evidencia concluyente al respecto del impacto de los agentes no comerciales (fondos mutuos, de pensiones y de inversiones) sobre los precios. Su participación en las operaciones aumentó de un cuarto hasta casi la mitad entre 2002 y 2005. Sus posiciones dependen de las expectativas económicas, tendencias del mercado financiero, factores propios del mercado de las materias primas y su participación en el mercado físico. Durante 2004-2005, el aumento del precio del cobre se explica en parte por el alza de los contratos de compra a futuro de estos agentes. Es decir, un aumento de 10% en las posiciones de compra semanales a futuro de los agentes no comerciales se habría asociado con incrementos en torno a 1,2% en el precio al contado del metal en 2004-2005. Sin embargo, en 2006 estos agentes redujeron sus posiciones pero los precios siguieron aumentando hasta mayo y después cayeron, ilustrando la compleja dinámica de los precios.

Al contrario de una situación normal, el precio actual de futuros está por debajo del precio al contado (*backwardation*), reflejando en mayor grado los verdaderos *fundamentals* de la oferta y demanda. La oferta depende principalmente de la curva de costos que se explica por el agotamiento progresivo de los recursos, las innovaciones tecnológicas en la producción de cobre, la oferta de cobre reciclado, y la apertura de nuevos yacimientos de explotación y por mayores exigencias en normativas ambientales. La última década estuvo marcada por una curva de costos desplazándose hacia la derecha y hacia abajo, provocando una baja del precio del cobre y una industria más competitiva en costos. La **demand**a está determinada por la actividad industrial y la construcción, la intensidad de uso de cobre, su reciclaje y las regulaciones ambientales. En la última década, ha predominado el shock positivo de estos factores en la demanda, desplazando la curva hacia la derecha y arriba, aumentando el precio del *commodity*.

Fuente: Banco Central de Chile (2006), Ciudad et.al. (2005), FMI (2006), Meller (2002), Ciudad (2005).

## C. ¿Cambio en la tendencia de los términos de intercambio?

En países exportadores de recursos naturales, los términos de intercambio no solo mejoraron por los altos precios de las exportaciones, sino también por precios estables o decrecientes de sus importaciones, cuyo mayor componente son productos manufacturados cuyos precios están bajando, sobre todo los que produce China. El resultado del nominador creciente y denominador decreciente es un aumento de los términos de intercambio, lo cual podría significar una interrupción de la tendencia a la caída de los términos de intercambio para los países latinoamericanos exportadores de productos básicos, que se observó durante gran parte del siglo XX y que ratificaba las previsiones de Prebisch y Singer en 1950 (Ocampo y Parra, 2005; Kaplinsky, 2005).

### III. Políticas para frenar la apreciación cambiaria y sus límites

---

#### A. ¿Cómo se puede intervenir?

Los mayores perjudicados con la apreciación cambiaria son aquellos exportadores de bienes y servicios diversificados (no *commodity*). Frente a la caída en la rentabilidad de su negocio, presionan fuertemente a las autoridades públicas para frenar o invertir la tendencia de la apreciación cambiaria.

El objetivo de las políticas públicas es lograr un tipo de cambio estable pero no fijo, aceptando una apreciación de su tendencia solo cuando se justifica por sus fundamentos. Las políticas deberían entonces evitar que se produzcan importantes distorsiones en relación con el tipo de cambio real de “equilibrio” de mediano plazo. Por lo tanto las autoridades deberían buscar amortiguar los efectos transitorios y reconocer los tendenciales. Existen varios tipos de política que podrían frenar la apreciación cambiaria temporaria dependiente del origen de esta apreciación (cuadro 1):

- Fiscal: (a) una regla fiscal contra-cíclica; (b) ahorro de excedentes de ingresos fiscal relacionado al auge exportador del producto básico en un fondo especial; (c) emisión anticíclica de deuda indexada al valor del producto básico; y (d) introducción de un impuesto especial temporal. El principal objetivo de estas

- políticas es limitar la transmisión de altos términos de intercambio a la demanda interna, lo cual a su vez presiona el tipo de cambio real;
- Cambiaria: dos tipos de regímenes (a) fijo de menor o mayor grado o (b) flexible con intervenciones puntuales en casos de desalineamientos temporales del tipo de cambio de su nivel de equilibrio;
- Sectoriales: fondos de estabilización privada, instrumentos financieros como derivados, y políticas que afecten la competitividad del sector no transable y sector exportador no-*commodity*.

Cuadro 1  
TIPOS DE POLÍTICAS

Tipo de política	Precios elevados de <i>commodities</i> (explotación sobre todo pública)	Precios elevados de <i>commodities</i> (explotación sobre todo privada)
Regla fiscal contra cíclica	X	X
Fondos públicos	X	
Emisión anticíclica de deuda (indexada al precio <i>commodity</i> )	X	
Impuestos extraordinarios		X
Fondos privados		X
Régimen cambiario flexible con intervención	X	X
Derivados	X	X
Mejorar competitividad	X	X

Fuente: CEPAL.

## B. Política fiscal

Varios instrumentos de la política fiscal pueden contener la expansión de la demanda pública, privada y la oferta de divisas en un contexto de altos precios de productos básicos y así limitar la apreciación cambiaria. Estos instrumentos son la adopción de una regla fiscal contracíclica, la creación de un fondo especial de estabilización y de ahorro, mantener las ganancias de las exportaciones fuera del país o masa monetaria doméstica, la emisión de deuda indexada al precio de uno o varios productos básicos y la creación de un impuesto especial sobre ganancias extraordinarias de empresas privadas que exploten productos básicos. El principal objetivo de estos instrumentos es la estabilización del gasto fiscal y privado en el tiempo.

### 1. Reglas contra-cíclicas y fondos de estabilización y de ahorro

Países cuyos ingresos fiscales son dependientes en una proporción importante de uno o pocos productos básicos tienen como gran desafío manejar la volatilidad de sus ingresos y por ende de su gasto público lo cual acentúa el ciclo económico en lugar de suavizarlo. Esta volatilidad proviene de las fluctuaciones de los precios de los productos básicos. Para estos países, la política más eficaz para estabilizar el gasto fiscal a lo largo del ciclo de precios de los productos básicos es una regla de balance fiscal contra cíclica o estructural. Según esta regla, el gasto público se fija según el nivel de los ingresos ajustados por el ciclo del precio del producto básico (o ingresos estructurales). Esta regla entonces permite evitar que las variaciones de ingresos se transmitan a los gastos. Cuando el precio actual del producto básico es superior al precio de largo plazo, los



excedentes de ingresos son ahorrados (en un fondo de estabilización, por ejemplo). Por el contrario, cuando el precio actual es inferior al precio de largo plazo, el gasto fiscal sobrepasa los ingresos en dicha proporción. Así el gobierno financia su gasto adicional con los excedentes anteriores (del fondo).

En América Latina, Chile es el único país que aplica dicha regla con éxito para sus ingresos provenientes de los recursos no renovables (cobre y molibdeno), como también el resto de los ingresos fiscales (ingresos tributarios y otros). Además de ajustar el gasto por el ciclo de sus recursos no renovables, la regla chilena llamada “superávit estructural” también hace un ajuste del gasto respecto del ciclo económico. Un gran desafío es la estimación del precio del cobre de largo plazo. Una manera relativamente neutral y transparente para hacerlo es delegar esta tarea a una comisión de expertos independientes del gobierno y de diversas tendencias políticas, como es el caso de Chile actualmente. La regla fiscal contribuye a estabilizar el gasto público y suavizar la apreciación cambiaria. Se estima que si el Gobierno hubiera gastado su superávit de 2005, el peso chileno estaría entre 5 y 15% más apreciado en términos reales. La regla fiscal también redujo la volatilidad del crecimiento económico en un tercio (Larrain y Parro, 2006).

En países donde gran parte de la explotación del recurso natural está en manos del estado, los excedentes de los ingresos fiscales se podrían invertir en fondos especiales de estabilización y de ahorro. En la mayoría de los casos, estos fondos son instituciones públicas, separadas del presupuesto y financiadas por las ventas de la explotación de los recursos naturales. Estos fondos también pueden contribuir de varias maneras a limitar la apreciación cambiaria. Primero, pueden absorber los excedentes de monedas extranjeras en períodos de bonanza de precios y exportaciones de recursos naturales. Como se ahorra los excedentes en dólares y no en la moneda local, no se presiona la moneda local. Así, se evita una presión adicional al tipo de cambio.<sup>8</sup>

#### Recuadro 2

#### FONDO GUBERNAMENTAL NORUEGO DEL PETRÓLEO\*

Noruega creó su Fondo de petróleo en 1990, aunque la primera transferencia ocurrió solo en 1996. Su origen tuvo tres objetivos: (a) proteger la política fiscal de las consecuencias negativas de precios oscilantes del petróleo (meta de estabilidad); (b) ahorrar para financiar crecientes obligaciones futuras de jubilaciones y pensiones, las que podrían coincidir con una reducción de ingresos del petróleo y gas (meta de reasignación ínter temporal), y (c) evitar la sobre-evaluación del tipo de cambio real por medio de ahorro e inversión en el extranjero de las divisas provenientes de la venta del petróleo (meta de competitividad).

Los ingresos del Fondo provienen de los ingresos netos del Estado, del sector petrolero así como de los intereses y dividendos de las inversiones del Fondo en el mercado internacional de capitales. Durante el año, el gobierno no puede gastar más de 4% (o tasa de retorno de largo plazo) del valor del Fondo. El Fondo es una parte constitutiva del presupuesto y del instrumental de políticas financieras. Las inversiones de los medios acumulados en el Fondo son hechas en fondos de muy bajo riesgo en el mercado internacional de capitales. Los ingresos de este Fondo no son cambiados a la moneda noruega (Corona). De esta manera se reduce la presión sobre la valoración de la moneda, manteniéndose la demanda interna de productos y servicios.

**Fuente:** Céspedes y Rappoport (2006) *and the Norway Government Pension Fund* [http://odin.dep.no/fin/english/topics/pension\\_und/bn.tml](http://odin.dep.no/fin/english/topics/pension_und/bn.tml).

**Nota:** \* A partir de 2006, el Fondo Gubernamental del Petróleo cambió de nombre a Fondo Gubernamental de Pensiones – Global y fue integrado al Fondo Gubernamental de Pensiones de Noruega. Su valor de mercado a fines de 2005 fue NOK 1 399 mil millones, o 73% del PIB.

<sup>8</sup> Mantener fuera del país el ahorro de los recursos provenientes de las exportaciones puede que no sea tan crucial por dos razones. Primero, cuando los mercados financieros doméstico y externo están integrados y el monto del ahorro es pequeño en relación con los flujos financieros. Segundo, en muchos países los bancos y otros institutos financieros están sujetos a normas de calce de monedas, de modo tal que los depósitos de dólares del estado en el mercado local solamente pueden ser prestados en divisas (es decir el mercado de divisas está calzado en la oferta y la demanda), sin afectar entonces la masa monetaria doméstica.

Segundo, estos fondos pueden estabilizar el gasto fiscal y así evitar que, dentro de un contexto de elevados precios de commodities, altos ingresos fiscales se traduzcan en aumento del gasto público que presione el tipo de cambio real. Los fondos estabilizan el flujo de ingresos del sector público, ahorrándose en períodos de bonanza, en lugar de gastarse. Se provoca una menor presión relativa en el consumo de bienes no transables, lo que a su vez genera menor impacto en los precios de dichos bienes, con lo que el tipo de cambio real tiende a subir.

Para que un fondo sea exitoso y logre la meta de estabilización, sus objetivos operacionales necesitan ser complementados con objetivos de política fiscal. En países donde existe poco control sobre el gasto público, los fondos no logran estabilizar los gastos fiscales. (Davis et al., 2003).

Durante los últimos años, seis países de América Latina crearon fondos de estabilización con características, historias y desempeños muy diferentes. La experiencia chilena con su Fondo de Compensación del Cobre es positiva en términos de estabilizar el ingreso público del cobre, acumulando una gran cantidad de recursos en períodos de altos precios (1987-91, 2004-06) y usando los recursos durante períodos de bajos precios (2000-03). A diferencia de Noruega, los ingresos del cobre están ligados a su precio de largo plazo. Así el gasto público anual depende del volumen exportado por la empresa estatal CODELCO multiplicado por el precio de largo plazo. La diferencia es ahorrada en un fondo de compensación que es una cuenta de depósito que el Gobierno mantiene en el Banco Central. Aunque parte del fondo está invertido en el exterior, el fondo también se usa para prepagar la deuda que el gobierno tiene con el Banco Central en moneda local, generando la liquidación de divisas provenientes de la actividad cuprífera, lo cual afecta al tipo de cambio (suponiendo imperfecta movilidad de capital). Así se puede concluir que el Fondo noruego protege mejor al tipo de cambio de las fluctuaciones del precio de su principal producto exportado (Céspedes y Rappoport, 2006).

En Colombia, México, Trinidad y Tobago y Venezuela, los fondos no lograron atenuar la fuerte correlación existente entre los mayores ingresos por petróleo con el aumento del gasto público. En Ecuador, existió un fondo entre 2002 y 2005. Todavía es difícil evaluar su impacto sobre las cuentas públicas. En Venezuela, el fondo del petróleo partió con mucho éxito en 1998, pero las sucesivas modificaciones en las reglas de su funcionamiento y la utilización con fines distintos a los originalmente estipulados, dejaron un saldo muy bajo a fines de 2004. En Trinidad y Tobago, el impacto del fondo sobre la apreciación cambiaria fue limitado porque solamente una parte de la bonanza de ingresos fiscales petroleros<sup>9</sup> fue acumulada en el fondo, mientras que la mayor parte del excedente fue utilizado para financiar gastos corrientes y de capital adicionales.

Las principales razones por las cuales los fondos de estabilización en Colombia, México y Venezuela no cumplieron los objetivos enunciados son los frecuentes cambios de regla, la baja capacidad para acumular saldos, la existencia de pre-asignaciones o asignaciones específicas que hicieron el proceso presupuestario más rígido, y la falta de integración del fondo en el presupuesto tradicional (véase Jiménez y Tromben, 2006). El éxito de los fondos depende también de la proporción de los ingresos de recursos naturales en el presupuesto total. En países como Chile o Noruega, donde esta proporción es baja, los fondos han operado bien, mientras que al contrario, en países como Venezuela, donde esta proporción es alta, su efectividad ha resultado limitada.

Cabe señalar que la experiencia de fondos extrarregionales evidencia la existencia de otros elementos claves para un buen funcionamiento. Primero, las reglas y operaciones de los fondos tienen que ser transparentes, con mecanismos eficientes para asegurar su *accountability* y prevenir el abuso. Segundo, se requieren objetivos claros para los responsables de su gestión como, por ejemplo, quién define las estrategias de inversión, quién hace las inversiones, y quién controla.

---

<sup>9</sup> Es decir, en 2005 la diferencia entre los ingresos proyectados con un precio de US\$45 dólares por barril y los gastos proyectados con un precio de US\$35 dólares

Particularmente, la división de responsabilidades entre el fondo, Ministerio de Hacienda y Banco Central tienen que ser claros.

La transferencia completa de los excedentes a un fondo es difícil de defender desde un punto de vista político en países con grandes necesidades sociales y productivas. Dentro de un contexto así, un gobierno podría gastar una parte de estos excedentes en áreas que aumentan la competitividad del país y sobre todo del sector exportador que no exporta los productos básicos. Ejemplos de áreas son la innovación e investigación y desarrollo, la promoción de exportaciones, la imagen país en el exterior y préstamos en dólares. Abajo se presentará más detalle de las medidas que se pueden tomar para mejorar la competitividad.

## **2. Bonos indexados o relacionados al precio del producto primario**

Otra alternativa para estabilizar el gasto fiscal es la emisión de bonos de largo plazo indexado o relacionado con el precio del producto básico. El principal objetivo de estos instrumentos es transferir el riesgo de la volatilidad de los precios a otros agentes económicos. Existen dos tipos de bonos, indexados o relacionados a los commodities, los cuales se diferencian de los bonos clásicos. El portador de un bono convencional recibe pagos fijos del cupón (intereses) durante la vida del bono y el valor del principal en la madurez. El primer tipo son bonos indexados al precio del producto básico, el principal y/o los cupones se pagan en las unidades físicas del producto básico o su valor monetario equivalente. Para el segundo tipo, el principal y/o los cupones están relacionados al precio del producto primario a través de un mecanismo de opciones, es decir que (una parte de) los pagos serán hechos únicamente cuando el precio esté abajo/arriba de un precio de referencia definido en el contrato (Dodd, 2004).

Estos bonos, permitirían atraer recursos del exterior cuando el precio del producto básico cae, y pagar por este servicio cuando el precio del producto básico sube. Con un financiamiento de este tipo, el monto del pago al portador del principal y cupones está directamente determinado por el precio del producto básico y así por la capacidad del pago. La deuda indexada a los productos primarios permite ingresos fiscales más estables: cuando el precio del commodity es bajo, se emite deuda aportando mayores recursos, mientras que cuando el precio del recurso es alto se aprovecha de reembolsar la deuda. En períodos de altos valores del commodity, se aumenta el gasto de la deuda pero se reduce el otro gasto fiscal y así disminuye la presión cambiaria. Varias condiciones son necesarias para el éxito de tal bono (Caballero, 2002): el emisor necesita tener una excelente reputación internacional (de preferencia una institución financiera internacional), la emisión debería ser significativa para atraer inversionistas internacionales y garantizar liquidez del mercado. Además, el sector privado también tendría que invertir en derivados de este tipo para completar el mercado.

Una pregunta recurrente tiene relación con qué se debe hacer con estos recursos, una posibilidad es invertirlos en títulos extranjeros con poca covarianza con el precio del producto básico. Si en el futuro cae ese precio, el valor de este fondo aumentaría o caería menos que el de otras acciones, estabilizando así el flujo de intereses disponible para el gasto público. Aunque la idea parece muy interesante, desarrollar mercados de este tipo en un monto significativo es muy difícil como lo demuestra la experiencia de países como Kuwait y México. En el caso de estos países, la demanda por esos títulos era baja a causa de la relativa complejidad del instrumento y su falta de liquidez. Otro factor que explica el poco uso de este instrumento es porque son relativamente caros, en parte porque varios tipos de estos bonos dan la posibilidad a su emisor de pagar cupones o el principal a valores menores cuando el precio del producto primario es bajo por lo cual el tenedor exige un *yield* superior.

Una alternativa de la propuesta anterior es la emisión o prepago de la deuda “tradicional” dependiente del ciclo de precio del producto básico. Este mecanismo requiere una gran disciplina y transparencia para evitar un sobre adeudamiento en períodos de bajos precios.

### **3. Impuestos (extraordinarios)**

Cuando una proporción importante de la explotación de los recursos no renovables está en manos del sector privado, se podrían introducir impuestos regulares y excepcionales para captar una parte de la bonanza de los ingresos y ganancias para ahorrarlos dentro de un contexto de altos precios y así evitar la presión sobre la demanda. Los países de la región con recursos no renovables tienen, además de los impuestos a la renta y sobre las utilidades, un impuesto específico llamado regalía o royalty. Chile, introdujo un royalty para las empresas mineras privadas de alrededor de 5%, mientras que Bolivia y Venezuela están introduciendo royalties mucho más elevados del orden de 50% o más (Cuadro 2). El royalty tiene un carácter permanente y no fue introducido con el objetivo específico de aliviar la apreciación cambiaria.

Aunque los impuestos disminuyen la presión de la demanda privada, el impacto final depende del uso de los ingresos fiscales adicionales. Si son gastados, los impactos finales sobre la demanda y el tipo de cambio serán muy limitados. En este contexto, se podrían manejar los impuestos (como impuesto a la renta) provenientes de sectores privados de recursos naturales, sujetos a una gran ciclicidad, de la misma manera que un fondo de ahorro o estabilización público.

Dentro de un contexto de elevados precios, se podría también introducir un impuesto específico sobre las ganancias extraordinarias (*windfall tax*) de compañías que explotan el recurso natural. Este tipo de impuesto específico se justifica por el interés público de mantener precios relativos estables y asegurar la sobrevivencia de una proporción importante del sector transable no commodity. Existen varias alternativas. Primero, este tipo de impuesto fue aplicado a las compañías petroleras en Estados Unidos entre 1980 y 1988 dentro del contexto de la bonanza de los precios petroleros y a los productores de café en Colombia en la segunda mitad de los ochenta. Segundo, un impuesto especial sobre las exportaciones de productos básicos. Tal impuesto (20%) está vigente para todas las exportaciones de commodities agrícolas en Argentina, con una tasa impositiva superior a 3,5% para la soya bruta y el aceite y harina de soya para promover la incorporación de valor agregado. Hay que destacar que este impuesto no fue introducido con el objetivo específico de aliviar la presión sobre la demanda y la apreciación cambiaria aunque tiene este impacto.

La introducción de estos impuestos tendría que seguir tres principios importantes. Primero, debería ser negociado con el sector privado de una manera transparente y si fuera posible antes del período del auge de los precios de commodities. Es importante convencer al sector privado de la importancia de tal impuesto por el bien público y determinar una repartición apropiada de las ganancias extraordinarias entre el sector público y privado. Segundo, el nivel de impuesto no tendrá que alcanzar niveles que lleguen a desincentivar nuevas inversiones productivas. Tercero, el impuesto tendría que ser temporal y retirado cuando se termine el auge de precios.

Cuadro 2

**CARACTERÍSTICAS DE LOS RÉGIMENES TRIBUTARIOS SOBRE PRODUCTOS NO RENOVABLES**

País	Regalías (alícuotas)	Impuesto a las rentas (alícuotas)	Impuesto sobre las utilidades (alícuotas)	Otros tributos	Participación Pública
Bolivia (hidrocarburos)	6% regalías nacionales 12% regalías departamentales 6% participaciones para la Tesorería General de la Nación	Impuesto Directo a los Hidrocarburos (IDH) : 32% sobre la producción de hidrocarburos.	IUE (Impuesto Utilidades de las Empresas): 25% y 12,5% para las remesas al exterior; Surtax: adicional 25% utilidades extraordinarias.	Impuesto Especial a los Hidrocarburos y Derivados: impuesto sobre la comercialización; Impuesto especial (margen fijo).	Sí*
Chile (cobre)		Impuesto a la renta de primera categoría: 17%	Impuesto adicional sobre remesas de intereses: 35%; Para empresas públicas: impuesto especial del 40% sobre las utilidades generadas.	Impuesto específico a la renta operacional de la actividad minera	Sí
Colombia (petróleo)	8 -25%	35%	7%	Transporte Oleoductos	Sí
Ecuador (petróleo)	12,5 -18,5%	25%	25%		Sí
México (petróleo)		35%	7,7%	Impuesto especial sobre producción y servicios (IEPS)	Sí
Venezuela (petróleo)	30%	Impuesto sobre la renta petrolera (ISLR): 50%	No		Sí

**Fuente:** información actualizada en base a Jiménez y Tromben (2006).

**Nota:** \* Decreto Supremo del 1 de mayo de 2006: nacionalización de los hidrocarburos.

## C. Política cambiaria

Para frenar la apreciación cambiaria también se puede aplicar una política de control del tipo de cambio, realizar intervenciones directas en el mercado cambiario o sobre la tasa de interés o bien, intervenciones indirectas, como declaraciones del Banco Central dando su visión sobre el nivel esperado del tipo de cambio. En la actualidad, y al contrario de la década de 1990, la mayoría de los países grandes de América Latina<sup>10</sup> tienen un tipo de cambio flexible, mientras que los países medianos y pequeños controlan su tipo de cambio.

Los regímenes flexibles y controlados “puros” (*corner solutions*) tienen cada cual sus ventajas y desventajas. Las ventajas de un régimen cambiario flexible son: la autonomía de un país en su política monetaria, la posibilidad de aislar mejor al país de impactos externos y lograr ajustes más rápidos y menos dolorosos, en comparación con un tipo de cambio fijo. La flexibilidad

<sup>10</sup> Existe un gran heterogeneidad de regímenes cambiarios *de jure* en América Latina y el Caribe, desde dolarización (Ecuador, El Salvador y Panamá), caja de conversión (varias islas caribeñas), paridad fija (República Bolivariana de Venezuela, Bahamas, Barbados y Belice), paridades y bandas móviles (Bolivia, Costa Rica, Honduras y Nicaragua) y flexible (los otros) (CEPAL, 2005). Los regímenes de facto son a veces distintos. Por ejemplo, Argentina tiene un régimen *de jure* flexible, pero de facto maneja su tipo de cambio dentro de un rango de 2,75 y 3,05 pesos por dólar desde abril de 2003.

cambiaría también genera mayores incentivos al sector privado para incrementar su cobertura frente al riesgo cambiario. La principal desventaja es la creación de incertidumbre para empresarios, dificultando las proyecciones de sus ingresos futuros y la planificación de sus inversiones (Ffrench Davis, 2005). Diversos estudios demuestran que la estabilidad cambiaria, a un nivel remunerativo para los productores de bienes y servicios transables, es importante para asegurar el éxito de una política comercial orientada en función de la transformación productiva (CEPAL, 1998). En ese sentido, la inestabilidad cambiaria tiende a perjudicar la inversión sobre todo en exportaciones nuevas, ya que el proceso de introducir productos en mercados internacionales suele ser costoso y no se realizará si no hay un cierto grado de certeza respecto a su rentabilidad.

Ninguno de estos regímenes garantiza que el tipo de cambio se mantenga cerca de su nivel de equilibrio. Dentro de un contexto de régimen flexible, existe la posibilidad que factores de corto plazo, como una fuerte entrada de capitales o altos términos de intercambio, alejen el tipo de cambio de equilibrio, distorsionando los precios relativos y la distribución de recursos. Del mismo modo, un régimen cambiario controlado que no se ajuste cuando existen diferencias importantes en tasas de inflación entre un país y sus socios comerciales, provoca una distorsión de su nivel de equilibrio. Ese fue el caso en Argentina (1991-2001) y Brasil (1994-98), cuando los regímenes cambiarios controlados impactaron los tipos de cambios reales mucho más fuerte que los términos de intercambio (Baldi y Mulder, 2004).

Dadas las ventajas y desventajas de regímenes cambiarios “puros”, la mayoría de los países de la región han buscado un equilibrio entre flexibilidad y credibilidad (Ferranti, 2000). Así, varios países en la región optaron por un régimen flexible controlado o flotación sucia.<sup>11</sup> De esta manera, aunque Argentina, Colombia y Perú, entre otros, tienen un tipo de cambio flexible, sus Bancos Centrales intervinieron a través de la adquisición de importantes volúmenes de divisas, la que fue mayor en 2005 que en 2004 (gráfico 8), para evitar apreciaciones excesivas de los tipos de cambio flexibles, frente a fuertes shocks en los términos de intercambio.<sup>12</sup> En Argentina, la masiva intervención muestra un claro interés de mantener una paridad nominal de 3 pesos el dólar. En Colombia, el Banco de la República intervino desde 2001 a través de instrumentos cambiarios llamados opciones put-call. Este instrumento consiste en que si la tasa de interés interbancaria (TRM) fuera inferior o superior en más de 4% con respecto al promedio móvil de 20 días de la TRM, el Banco intervendrá y comprará o venderá hasta US\$ 180 millones de dólares, en cada evento. En Perú, después de 2003 el Banco Central ha intervenido frecuentemente para darle mayor estabilidad a su moneda, con compras netas promedio mensual de US\$ 133 millones de dólares.

Estas intervenciones pueden ser eficaces en el corto plazo, pero su impacto en el mediano plazo no es seguro. Para neutralizar el impacto de la compra de dólares sobre la oferta monetaria, los Bancos Centrales necesitan esterilizar a través de la emisión de deuda en el mercado interno, lo que en el largo plazo es muy costoso. El impacto de las intervenciones también depende del tamaño y el grado de la apertura del mercado de capitales. Si un país tiene un mercado financiero abierto y de tamaño mucho mayor comparado a los montos de intervención del Banco Central, el impacto de dicha intervención va a ser limitado, sobre todo si los agentes privados anticipan una persistente tendencia de apreciación cambiaria.

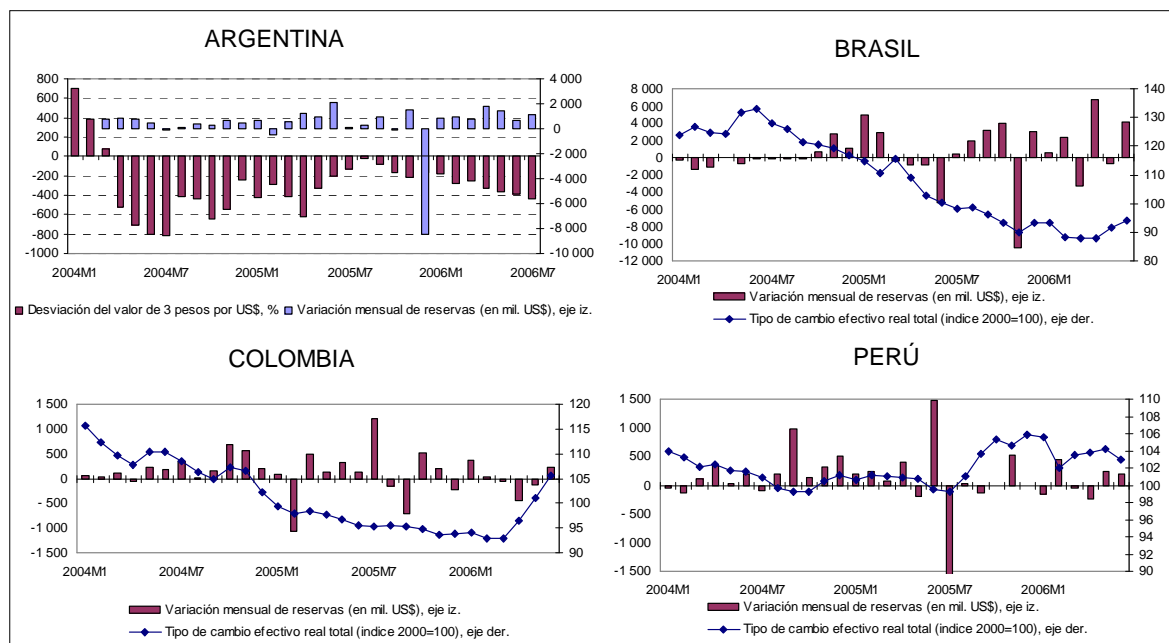
---

<sup>11</sup> Existen varios tipos de regímenes intermediarios: un tipo de cambio deslizante, una banda y una flotación sucia.

<sup>12</sup> Los Bancos Centrales también acumulan reservas para aprovechar el bajo precio de los dólares y para prepararse ante eventuales shocks futuros.

Gráfico 8

## TIPO DE CAMBIO Y RESERVAS INTERNACIONALES: ARGENTINA, BRASIL, COLOMBIA Y PERÚ



Fuente: CEPAL.

Un Banco Central también puede intervenir indirectamente a través de declaraciones sobre su evaluación del nivel del tipo de cambio, lo cual podría afectar las percepciones de los agentes financieros. Estas intervenciones son efectivas solamente en casos donde el tipo de cambio está cerca del tope o fondo de su ciclo. Sin embargo, es probablemente difícil cambiar tendencias de mediano y largo plazo a través de este mecanismo. Además, intervenciones persistentes pueden cuestionar la credibilidad del régimen de flotación cambiaria libre y podrían producir un resultado exactamente opuesto. Ejemplo de la intervención oral es Chile, donde el Banco Central hasta mediados de 2006 todavía no había intervenido el mercado cambiario, pero ha expresado su intención de intervenir si el tipo de cambio llega a caer de un cierto nivel.

## D. Fondos de estabilización “privados”: el ejemplo de Colombia

En países donde una proporción importante de recursos naturales está en manos del sector privado, la presión cambiaria durante períodos de auge de las exportaciones de dichos recursos proviene del mismo sector, lo cual se podría suavizar en parte a través de fondos de estabilización para el sector privado.

Colombia tiene fondos parafiscales<sup>13</sup> de estabilización de precios para varios productos agropecuarios y pesqueros, cuyo objetivo principal es estabilizar los ingresos para los productores en el tiempo, regular la producción nacional e incrementar las exportaciones. Los principales fondos son para el café (creado en 1940), cacao (1983), azúcar y derivados (1993) y aceite de palma (1998). Estos son entidades de carácter público-privado, administrados en su gran mayoría

<sup>13</sup> Los fondos también tienen como objetivo la transferencia de tecnología a empresas, financiada con recursos del sistema de ciencia y tecnología del estado.

por la entidad gremial<sup>14</sup> del subsector correspondiente y tienen un alto grado de discrecionalidad. Finalmente, son regulados por la ley 101 de 1993.

Las principales fuentes y usos de los fondos son las cesiones y compensaciones de estabilización que los productores, vendedores o exportadores realizan o reciben, respectivamente. Las cesiones se refieren a los pagos hechos por estos grupos cuando el precio del mercado internacional del producto es superior al precio de referencia. En el caso contrario, estos grupos reciben una compensación. Es decir, los Fondos de Estabilización operan mediante una redistribución de recursos entre cesiones y compensaciones que hacen los mismos productores, vendedores o exportadores en épocas de bonanza o de recesión comercial. Los fondos son también alimentados por aportes del sector público y privado y por los retornos a las inversiones que se realizan con los fondos. Los precios de referencia son determinados por los comités directivos de los fondos.<sup>15</sup>

Existe evidencia para Colombia que muestra que los fondos han tenido éxito en lograr precios e ingresos más estables para los productores y aumentar las exportaciones. El fondo para el aceite de palma (FEP) aumentó las exportaciones entre un 26% y un 39% durante el primer trimestre de 1998 y el último trimestre de 2003. Una potencial eliminación del FEP traería una pérdida neta de bienestar a los productores que implicaría una caída de 5,9% en la producción, lo que finalmente repercutiría en una disminución de 28,4% de las exportaciones de aceite de palma (Tudela et al., 2004). El Fondo de Café también ha tenido bastante éxito en más de setenta años logrando estabilidad en los precios del grano. Los principales beneficiados de los ingresos provenientes de este producto son los productores (Villar, 2001).

## E. Derivados

Para enfrentar la volatilidad cambiaria y generar mayor previsibilidad de ingresos futuros, las empresas podrían usar instrumentos de cobertura. Estos instrumentos permiten una mejor administración de riesgos cambiarios (variabilidad de corto plazo), e incluso suavizar el impacto de una apreciación cambiaria temporal, pero no pueden mitigar los efectos de tendencias de mediano plazo, precisamente porque las curvas de futuros incluyen el efecto de tendencias.

En países como Brasil, Chile, Colombia y México, las grandes empresas tienen acceso a los instrumentos de cobertura o derivados (*swaps* y *forwards*, que en conjunto en inglés son conocidos como *hedging*). El desarrollo de los instrumentos financieros derivados permite a las empresas reducir la inestabilidad de los ingresos de sus exportaciones y así disminuir la vulnerabilidad de sus volúmenes exportados frente a choques cambiarios. Australia, Nueva Zelanda y Noruega los usan intensamente.<sup>16</sup> En los últimos años, el *hedging* ayudó a las empresas de estos países a estabilizar sus ingresos en el tiempo y también a compensar en parte las pérdidas de recetas por causa de la apreciación cambiaria.

En América Latina, sólo 4 países (Brasil, Colombia, México y Chile) cuentan con derivados, sobre todo en forma de *forwards* y *swaps*. México tiene de lejos el mercado más líquido de derivados para su moneda, aunque una proporción importante es transada por el *Chicago*

---

<sup>14</sup> También podrán ser administrados por el Instituto de Mercadeo Agropecuario (IDEMA) o por alguna otra entidad que esté acreditada por el Ministerio de Agricultura.

<sup>15</sup> Los precios de referencia son calculados con una metodología a partir de la cotización más representativa en el mercado internacional para cada producto, con base a un promedio móvil no inferior a los últimos doce meses ni superior a los sesenta meses anteriores.

<sup>16</sup> En América Latina, solo en Brasil, Chile y México existe un mercado de este tipo. En Brasil y Chile se negoció mil millones de dólares por día en cada país en abril de 2004. En la misma fecha, en Australia, Nueva Zelanda y Noruega se negoció 60 mil y 12 mil millones de dólares (BIS, 2005), respectivamente (falta un coeficiente). En Chile, solo 40% de las deudas en moneda extranjera fue cubierta con *forwards* comparado con 64% en Nueva Zelanda (Chan-Lau, 2005).



*Mercantile Exchange*. En Chile los principales derivados son *forwards* para la protección contra el riesgo cambiario de corto plazo y *swaps* para la protección contra el riesgo cambiario de mediano plazo. Estos instrumentos se intercambian sobre todo entre instituciones financieras, y entre éstas y grandes empresas. Caballero et al. (2004) muestra que el pequeño tamaño del mercado de derivados en países como Chile es lo que se debiera esperar, dado su nivel de desarrollo económico y financiero, y el grado de apertura de su economía. En Brasil, el volumen de derivados cambiarios transados es grande comparado con el tamaño del mercado cambiario spot (FMI, 2005b).

El poco uso de derivados en América Latina se explica en parte por el costo elevado en relación a países avanzados,<sup>17</sup> la debilidad institucional, y la necesidad de tener un colateral, equivalente a 5-15% del valor del contrato dependiendo de la duración. Estas condiciones limitan el acceso a estos instrumentos para las empresas medianas y pequeñas (pymes). En Chile, menos de 15% de las pymes usan instrumentos de derivados, por las razones mencionadas y la falta de interés y conocimiento de la utilidad de este instrumento (Dodd y Griffith-Jones, 2006). Además, como existen pocos mercados para los derivados, la mayoría de las transacciones son *over-the-counter* (OTC).

El desarrollo de mercados permitiría la descentralización del riesgo, reducir costos, mejorar la transparencia de los precios y facilitar el acceso a instrumentos de *risk-sharing* para que empresas medianas puedan compartir riesgos. Para estimular el desarrollo de los mercados, los gobiernos podrían tomar varias medidas, como dar subsidios o garantías a los bancos para ofrecer derivados a las empresas medianas y pequeñas, aunque es importante mantener el rigor en otorgar estos contratos. Además, se requiere explicar y convencer a las pymes exportadoras sobre cómo este instrumento podría dar mayor previsibilidad a sus ingresos.

Un uso mayor de derivados ayudaría a las empresas pero podría acentuar las tendencias de apreciaciones y depreciaciones cambiarias, sobre todo, cuando hay cambios importantes en el uso relativo de estos instrumentos o cuando estos son usados con fines puramente especulativos. En Chile, la compra masiva de dólares *forward* por grandes compañías (particularmente telecomunicaciones y energía) e inversiones extranjeras de los fondos de pensiones en 1998-99 aceleraron la depreciación del peso chileno. Sin embargo, entre 2003-05 la posición neta en posiciones *forward* cambió poco, lo que implica un impacto relativamente neutro sobre la apreciación cambiaria. Los derivados también pueden acentuar ciclos del tipo de cambio cuando son utilizados con fines especulativos. En Chile, los fondos de inversión usan derivados (*carry trade*) para aprovechar la enorme diferencia en tasas de interés entre Chile y Brasil y la correlación estrecha entre las monedas de los dos países. Este negocio está motivado por ganancias de corto plazo (Dodd y Griffith-Jones, 2006).

## F. Mejorar la competitividad

Una forma de suavizar el impacto del incremento en los términos de intercambio y reducir el deterioro cambiario, es aumentar la competitividad del sector exportador no relacionado con los recursos naturales, afectos a la bonanza de precios. Esta competitividad puede aumentar impulsada por diversas políticas. Éstas pueden ser de carácter horizontal (afectan a todos los agentes, sin discriminación) tendientes a mejorar la calidad de la mano de obra, a través de la educación y la formación de trabajadores. Además, pueden ser políticas para promover el desarrollo de pequeñas y medianas empresas exportadoras, a través de incentivos a la innovación y a la adopción de nuevas tecnologías, así como políticas selectivas para impulsar la innovación en sectores que requieren de un gran esfuerzo inicial, como el desarrollo de la biotecnología, cuyos productos benefician

<sup>17</sup> El costo, medido por el *spread* entre oferta y demanda en porcentaje de la tasa *forward* en 2004 era 15% en Brasil, 8% en Chile, 4% en Nueva Zelanda y 2 % en Australia (Chan-Lau, 2005).

transversalmente a gran parte de las materias primas, sobre todo en el área alimentaria y de la salud. También existen políticas para mantener precios competitivos de insumos no transables, lo que es clave para favorecer la competencia, porque este sector no está expuesto a la disciplina del mercado externo. Un sector no transable que se acomoda sobre rentas elevadas, distorsiona la asignación de recursos a expensas del sector comercial.

La diversificación exportadora y agregación de valor en las actuales cadenas de recursos naturales no es un asunto trivial. América Latina y el Caribe tienen fuertes competidores en casi todos los productos. Poco es lo que se sabe de lo que los países de la región están haciendo en materia de innovación. Pasar a ser una empresa de punta en el mundo actual requiere adelantarse a los gustos de los consumidores, tener la capacidad de convencer sobre las bondades del nuevo producto y ser capaz de ganar nuevos mercados. Ello requiere de un alerta sobre las futuras necesidades, nuevos conocimientos y tecnologías, capturadas por equipos de profesionales de alto nivel en distintas partes del mundo. Se requiere además generar capacidad de comercialización en distintos países, regiones y continentes. En la actualidad los países cuentan con serias deficiencias en esta materia. La inversión en el extranjero en estos grupos de alerta, puede contribuir a fortalecer las instituciones de promoción de exportaciones y le haría un extraordinario favor al potencial competitivo de los países, sin afectar la evolución de corto plazo del dólar.

Por otra parte, para aumentar la competitividad de una cadena exportadora, hoy no es suficiente que una empresa innove con un producto; se requiere innovar en toda la cadena de valor, incluso en segmentos que pueden ser no rentables para el sector privado. En este caso los ingresos extraordinarios del Estado pueden contribuir a abordar estas inversiones.

En la mayoría de las empresas de la región, la capacidad de gestión de la innovación es muy baja, lo que da una alta probabilidad al fracaso de las iniciativas. Ello requiere del desarrollo de profesionales con formación en la gestión de la innovación, que otorguen asistencia en materia de adaptación tecnológica, innovación de procesos o de productos y a su vez actúen como facilitadores de la innovación. Estos profesionales debieran formarse en carreras que incluyan en su currículum la gestión de la innovación. Si en el país ello no existe, podrían enviarse los profesionales al extranjero, para especializarse en esta materia. Estos recursos tampoco inciden en el corto plazo en la economía interna.

Finalmente, se puede aumentar el número de estudiantes de postgrado becados, para especializarse en el extranjero, sobre todo en ingeniería y especialidades científicas. Pero como además se tiene que fortalecer la investigación científica aplicada, que en la actualidad está poco desarrollada, debiera formularse un programa para atraer científicos extranjeros que contribuyan al desarrollo de las especialidades en la región. Estos profesionales aumentarían la eficiencia del proceso y mejorarían los resultados, lo que representa un estímulo para el gasto privado en innovación.

En resumen, existe una forma eficiente y rentable de invertir los ingresos provenientes de aumentos en los términos de intercambio, sin generar impactos de corto plazo, pero con enormes beneficios en el largo plazo, invirtiendo en el incremento de la productividad y la competitividad.

## IV. Consideraciones finales

---

Este trabajo mostró que existen varios instrumentos y políticas para frenar el impacto del auge exportador de productos básicos en el tipo de cambio real, sobre todo en el corto plazo. El tipo de políticas, su profundidad e impactos dependen de la calidad de las instituciones del país, particularmente en el área fiscal. Para estabilizar el gasto fiscal en el tiempo usando reglas contracíclicas y/o fondos de ahorro y estabilización, se requieren mecanismos sólidos y transparentes, con apoyo amplio de la sociedad. Otro instrumento clave es una política cambiaria que evite grandes desalineamientos del tipo de cambio real de su nivel de equilibrio. Existen también otras medidas, cuyo uso depende del desarrollo institucional del país, como por ejemplo los derivados.

Estas políticas son eficaces sobre todo cuando el ciclo de altos términos de intercambio es transitorio. Al contrario, un cambio semi permanente en los términos de intercambio, siendo uno de los determinantes del tipo de cambio de equilibrio, conduciría a una apreciación cambiaria durable. En el caso de Venezuela, por ejemplo, es probable que el precio del petróleo siga elevado por un tiempo largo, lo cual implicaría un tipo de cambio apreciado también por un período prolongado. En tal contexto, son menos evidentes las respuestas políticas que existen. Sin embargo, dentro de tal contexto, se podrían también ahorrar los más elevados ingresos fiscales (permanentes) en un Fondo para aliviar la presión y desacelerar la apreciación cambiaria. También se podría con estos recursos dar un impulso fuerte a la mejora de la competitividad del sector transable no *commodity*.



## Bibliografía

---

- Baldi, A.L. y N. Mulder (2004), "The Impact of Exchange Rate Regimes on Real Exchange Rates in South-America", *Trade and Competitiveness in Argentina, Brazil and Chile: Not as Easy as A-B-C*, OECD, Paris.
- Banco Asiático de Desarrollo (2006), "Developing Asia's Imprint on Global Commodity Markets" *Asian Development Outlook 2006*, BAD, Manila.
- Banco Central de Chile (2006), *Informe de la Política Monetaria*, Banco Central, Santiago.
- Banco Mundial (2006), *Flujos Mundiales de Financiamiento para el Desarrollo 2006*, Washington, DC.
- Bank for International Settlements (2005), *Triennial Central Bank Survey: Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in 2004*, BIS, Basle.
- Briggs, P. (2004), "Currency Hedging by Exporters and Importers," *Reserve Bank of New Zealand Bulletin*, Vol. 67 (December).
- Caballero, R., (2002), "Enfrentando la Vulnerabilidad Externa de Chile : un Problema Financiero", *Economía Chilena*, Vol. 5, N° 1.
- Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) (2005), *Balance Preliminar de las Economías de América Latina y el Caribe*, CEPAL, Santiago.
- \_\_\_\_\_(1998), *Políticas para Mejorar la Inserción en la Economía Mundial*, Fondo de Cultura Económica, México DF.
- Céspedes, L.F. y D. Rappoport (2006), "El Fondo Gubernamental de Petróleo de Noruega", *Notas de Investigación*, Vol. 9 - N°1, abril.
- Chan-Lau, "Hedging Foreign Exchange Risk in Chile: Markets and Instruments", *IMF Working Paper*, N° WP/05/37, IMF, Washington, DC.
- Ciudad, J.C. (2005), "Determinantes del Precio Spot del Cobre en las Bolsas de Metales", *Recursos Naturales e Infraestructura*, Serie 84, Cepal-Cochilco, Santiago.

- Ciudad, J.C.; J. Lardé, A. Rebolledo y A. Picozzi (2005), "Situación y Tendencias Recientes del Mercado del Cobre". Recursos Naturales e Infraestructura, Serie N° 85, CEPAL, Santiago.
- Davis, J.M., R. Ossowski and A. Fedelino (eds.) (2003), *Fiscal Policy Formulation and Implementation in Oil Producing Countries*, International Monetary Fund (IMF), Washington DC.
- Deutsche Bank Research (2006), "China's Commodity Hunger: Implications for Africa and Latin America", 13 June, Frankfurt am Main.
- Dodd, R. (2004), "Protecting Developing Economies from Price Shocks", *Special Policy Brief*, N° 18, Financial Policy Forum, Washington DC.
- Dodd, R. and S. Griffith-Jones (2006), "Report on Chile's Derivatives Markets: Stabilizing or Speculative Impact", mimeo, CEPAL, Santiago.
- Engel, E. y P. Meller (comp.), (1993), *External Shocks and Stabilization Mechanisms*, Banco Interamericano de Desarrollo, Johns Hopkins University Press, Washington, D.C.
- Ferranti, D. de, G.E. Perry, I.S. Gill y L. Serven (2000), *Hacia la Seguridad Económica en la era de la Globalización*, Banco Mundial, Washington, DC.
- Ffrench Davis, R. (2005), *Reforming Latin America's Economies After Market Fundamentalism*, Palgrave/Mac Millan, New York.
- Fondo Monetario Internacional (FMI) (2006), "The Boom in Nonfuel Commodity Prices: Can it Last?", Chapter 5 of *World Economic Outlook*, September, FMI, Washington, DC.
- \_\_\_\_\_ (2005a), Article IV - *New Zealand: Selected Issues*, FMI, Washington, DC.
- \_\_\_\_\_ (2005b), Article IV - *Colombia: Selected Issues*, FMI, Washington, DC.
- Gottschalk, R. and D. Prates (2006), "East Asia's Growing Demand for Primary Commodities – Macroeconomic Challenges for Latin America", *Discussion Paper Series*, N° G-24, UNCTAD, Geneva.
- Jiménez, J.P. y V. Tromben (2006), "Política Fiscal en Países Especializados en Productos no Renovables en América Latina", *Macroeconomía del Desarrollo*, N° 46, CEPAL.
- Kaplynski, R. (2005), "Revisiting the Revisited Terms of Trade: Will China Make a Difference?", mimeo, Instituto de Estudios para el Desarrollo, Universidad de Sussex, marzo.
- Larrain B., F. y F. Parro (2006), "Chile Menos Volátil", Mimeo, Instituto de Economía, Pontificia Universidad Católica de Chile, Santiago.
- Linda Kamas (1986), "Dutch Disease Economics and the Colombian Export Boom", *World Development*, Vol. 14 (septiembre).
- Meller, P. (2002), *Dilemas y Debates en torno al Cobre*, Editorial Dolmen, Santiago.
- Moguillansky, G. (2002), "Non-Financial Corporate Risk Management and Exchange Rate Volatility in Latin America", *Discussion Paper*, N° 2002/30, WIDER.
- Nakao Nakahodo, S. y M. Sawaya Yank (2006), "A Falácia da "Doença Holandesa" en Brasil", *Documento de Pesquisa*, ICONE, São Paulo.
- Ocampo J.A. y M.A. Parra (2005), "The Commodity Terms of Trade and Their Strategic Implications for Development" in Jomo K.S. (comp.), *Economic Globalization, Hegemony and the Changing World Economy During the Long Twentieth Century*, Oxford University Press, Oxford.
- Oliveira Martins, J. y T. Price (2004), "Trade and Competitiveness in Argentina, Brazil and Chile: How Market Imperfections and Trade Barriers Shape Specialisation: South America vs. OECD", en OECD, *Trade and Competitiveness in Argentina, Brazil and Chile: Not as Easy as A-B-C*, OECD, Paris.
- Overseas Development Institute (2006), "Meeting the Challenge of the Resource Curse: International Experiences in Managing the Risks and Realising the Opportunities of Non-Renewable Natural Resource Revenue Management", ODI, Londres.
- Stevens, P. (2003) "Resource Impact - Curse or Blessing: A Literature Survey", Londres: IPIECA.
- Stijns, J.P. (2003), "An Empirical Test of the Dutch Disease Hypothesis Using A Gravity Model of Trade", Trabajo presentado a la Conferencia de la Asociación Europea de Economía, Estocolmo, 20-24 Agosto.
- Tudela, J., R. Rosales y H. Samacá (2004), "Un Análisis Empírico del Fondo de Estabilización en el Mercado de Aceite de Palma Colombiano", Centro de Estudios sobre Desarrollo Económico (CEDE), Universidad de los Andes, Bogota.
- Villar Gómez, L. (2001) "Reglas versus Discrecionalidad en las Políticas Fiscal, Monetaria y Cambiaria: Un Problema de Economía Política y Credibilidad", XIII Seminario Regional de Política Fiscal, CEPAL, Santiago de Chile.



NACIONES UNIDAS

Serie

C E P A L

Comercio internacional

## Números publicados

- 1 Las barreras medioambientales a las exportaciones latinoamericanas de camarones, María Angélica Larach, (LC/L.1270-P), N° de venta S.99.II.G.45 (US\$ 10.00), octubre de 1999. [www](#)
- 2 Multilateral Rules on Competition Policy: An Overview of the Debate, Berend R. Paasman (LC/L1143-P), Sales N° E.99.II.63 (US\$ 10.00), December 1999. [www](#)
- 3 Las condiciones de acceso a los mercados de bienes: algunos problemas pendientes, Verónica Silva y Johannes Heirman, (LC/L.1297-P), N° de venta S.99.II.G.62 (US\$ 10.00), diciembre de 1999. [www](#)
- 4 Open Regionalism in Asia Pacific and Latin America: a Survey of the Literature, Mikio Kuwayama, (LC/L1306-P), Sales N° E.99.II.20 (US\$ 10.00), December 1999. [www](#)
- 5 Trade Reforms and Trade Patterns in Latin America, Vivianne Ventura-Dias, Mabel Cabezas y Jaime Contador, (LC/L.1306-P), Sales N° E.00.II.G.23 (US\$ 10.00), December 1999. [www](#)
- 6 Comparative Analysis of Regionalism in Latin America and Asia Pacific, Ramiro Pizarro, (LC/L.1307-P), Sales N° E.99.II.G.21 (US\$ 10.00), December 1999. [www](#)
- 7 Exportaciones no tradicionales latinoamericanas. Un enfoque no tradicional, Valentine Kouzmine, (LC/L.1392-P), N° de venta S.00.II.G.65. (US\$ 10.00), junio del 2000. [www](#)
- 8 El sector agrícola en la integración económica regional: Experiencias comparadas de América Latina y la Unión Europea, Miguel Izam, Valéry Onffroy de Vérez, (LC/L.1419-P), N° de venta S.00.II.G.91 (US\$ 10.00), septiembre del 2000. [www](#)
- 9 Trade and investment promotion between Asia-Pacific and Latin America: Present position and future prospects, Mikio Kuwayama, José Carlos Mattos and Jaime Contador (LC/L.1426-P), Sales N° E.00.II.G.100 (US\$ 10.00), September 2000. [www](#)
- 10 El comercio de los productos transgénicos: el estado del debate internacional, María Angélica Larach, (LC/L.1517-P), N° de venta S.01.II.G.60 (US\$ 10.00), marzo del 2000. [www](#)
- 11 Estrategia y agenda comercial chilena en los años noventa, Verónica Silva (LC/L.1550-P), N° de venta S.01.II.G.94 (US\$ 10.00), junio del 2001. [www](#)
- 12 Antidumping in the Americas, José Tavares de Araujo Jr., Carla Macario, Karsten Steinfatt, (LC/L.1392-P), Sales N° E.01.II.G.59 (US\$ 10.00), March 2001. [www](#)
- 13 E-Commerce and Export Promotion Policies for Small-and Medium-Sized Enterprises: East Asian and Latin American Experiences 90, Mikio Kuwayama (LC/L.1619-P), Sales N° E.01.II.G.159 (US\$ 10.00), October 2001. [www](#)
- 14 América Latina: las exportaciones de productos básicos durante los años noventa, Valentine Kouzmine, (LC/L.1634-P), N° de venta S.01.II.G.171 (US\$ 10.00), diciembre del 2001. [www](#)
- 15 Análisis del comercio entre América Latina y los países de Europa Central y Oriental durante la segunda mitad de los años noventa, Valentine Kouzmine, (LC/L.1653-P), N° de venta S.01.II.G.191 (US\$ 10.00), diciembre del 2001. [www](#)
- 16 Los desafíos de la clasificación de los servicios y su importancia para las negociaciones comerciales, José Carlos Mattos, (LC/L.1678.-P), N° de venta S.00.II.G.217 (US\$ 10.00), diciembre del 2001. [www](#)
- 17 The Gender Dimension of Globalization: A review of the literature with a focus on Latin America and the Caribbean, Maria Thorin, (LC/L.1679-P), Sales N° E.01.II.G.223 (US\$ 10.00), December 2001. [www](#)
- 18 Tendencias municipales del comercio, la política comercial y los acuerdos de integración de los países de la Asociación de Estados del Caribe (AEC), Johannes Heirman, (LC/L.1661-P), N° de venta S.01.II.G.216 (US\$ 10.00), noviembre del 2001. [www](#)
- 19 Facilitación del comercio: un concepto urgente para un tema recurrente, Miguel Izam, (LC/L.1680-P), N° de venta S.01.II.G.218 (US\$ 10.00), abril del 2001. [www](#)
- 20 Notas sobre acesso aos mercados e a formação de uma área de livre comercio com os Estados Unidos, Vivianne Ventura-Dias, (LC/L.1681-P), N° de venta S.00.II.G.219. (US\$ 10.00), diciembre del 2001. [www](#)
- 21 La liberación del sector de servicios: el caso del tratado Unión Europea/México, Philippe Ferreira Portela, (LC/L.1682-P), N° de venta S.01.II.G.220. (US\$ 10.00), diciembre del 2001. [www](#)

- 22 Production sharing in Latin American trade: The contrasting experience of Mexico and Brazil, Vivianne Ventura-Dias and José Durán Lima, ( LC/L.1683.-P), Sales N° E.00.II.G.221 (US\$ 10.00), December 2001. [www](#)
- 23 El camino hacia las nuevas negociaciones comerciales en la OMC (post-Doha), Verónica Silva, (LC/L.1684-P), N° de venta S.01.II.G.224 (US\$ 10.00), diciembre del 2001. [www](#)
- 24 Legal and Economic Interfaces between Antidumping and Competition Policy, José Tavares de Araujo Jr., (LC/L.1685-P), Sales N° E.01.II.G.222 (US\$ 10.00), December 2001. [www](#)
- 25 Los procesos de integración de los países de América Latina y el Caribe 2000-2001: avances, retrocesos y temas pendientes, Renato Baumann, Inés Bustillo, Johannes Heirman, Carla Macario, Jorge Máttar y Estéban Pérez, (LC/L.1780-P) N° de venta:S.02.II.G.95 (US\$ 10.00), septiembre del 2002. [www](#)
- 26 La calidad de la inserción internacional de América Latina y el Caribe en el comercio mundial, Mikio Kuwayama, José Durán (LC/L.1897-P), N° de venta: S.03.II.G.56 (US\$ 10.00), mayo del 2003. [www](#)
- 27 What can we say about trade and growth when trade becomes a complex system?, Vivianne Ventura-Dias, (LC/L.1898-P), N° de venta: E.03.II.G.57 (US\$ 10.00), July 2003. [www](#)
- 28 Normas de origen y procedimientos para su administración en América Latina, Miguel Izam, (LC/L.1907-P), N° de venta:S.03.II.G.65 (US\$ 10.00) mayo del 2003. [www](#)
- 29 E-commerce Environment and Trade Promotion for Latin America: Policy Implications from East Asian and Advanced Economies' Experiencias, Yasushi Ueki, (LC/L1918-P), Sales N° E.03.II.G.80 (US\$ 10.00), June 2003. [www](#)
- 30 América Latina: el comercio internacional de productos lácteos, Valentine Kouzmine, (LC/L.1950-P), N° de venta: S.03.II.G.108 (US\$ 10.00), agosto del 2003. [www](#)
- 31 Rules of Origin and Trade Facilitation in Preferential Trade Agreements in Latin America (LC/L.1945-P), Sales N° E.03.II.G.103 (US\$ 10.00) August 2003. [www](#)
- 32 Avance y vulnerabilidad de la integración económica de América Latina y el Caribe, Raúl Maldonado (LC/L.1947-P), N° de venta:S.03.II.G.105 (US\$ 10.00), agosto del 2003. [www](#)
- 33 Mercados nuevos y tradicionales para las exportaciones de productos básicos latinoamericanos al final del siglo XX, Valentine Kouzmine (LC/L.1975-P), N° de venta: S.03.II.G.132 (US\$ 10.00), octubre del 2003. [www](#)
- 34 E-business Innovation and Customs Renovation for Secure Supply Chain Management, Yasushi Ueki (LC/L2035-P) Sales N° E.03.II.G.195 (US\$ 10.00), December 2003. [www](#)
- 35 El camino mexicano hacia el regionalismo abierto: los acuerdos de libre comercio de México con América del Norte y Europa. Alicia Puyana, (LC/L.2036-P), N° de venta: S.03.II.G.213 (US\$ 10.00), diciembre 2003. [www](#)
- 36 La estrategia chilena de acuerdos comerciales: un análisis político, Ignacio Porras, (LC/L.2039-P), N° de venta: S.03.II.G.199 (US\$ 10.00), diciembre del 2003. [www](#)
- 37 La cooperación financiera en América Latina y el Caribe: las instituciones financieras subregionales en el fomento de las inversiones y del comercio exterior, Raúl Maldonado (LC/L.LC/L.2040.P), N° de venta: S.03.II.G.200 (US\$ 10.00), diciembre del 2003. [www](#)
- 38 Fomento y diversificación de exportaciones de servicios, Francisco Prieto, (LC/L.2041-P), N° de venta: S.03.II.G.201 (US\$ 10.00), diciembre del 2003. [www](#)
- 39 El acuerdo sobre la aplicación de medidas sanitarias y fitosanitarias: contenido y alcance para América Latina y el Caribe, M. Angélica Larach, (LC/L.2045-P) N° de venta: S.03.II.G.206 (US\$ 10.00), diciembre del 2003. [www](#)
- 40 La dimensión del desarrollo en la política de competencia, Verónica Silva, (LC/L.2047-P) N° de venta: S.03.II.G.210 (US\$ 10.00), diciembre del 2003. [www](#)
- 41 La nueva ley de Seguridad Agrícola y de Inversión Rural de los Estados Unidos (Farm Bill). Un análisis de sus implicancias comerciales, Carlos Basco, Iván Buccellato, Valentina Delich, Diane Tussie, (LC/L.2049-P), N° de venta: S.03.II.G.211 (US\$ 10.00), diciembre del 2003. [www](#)
- 42 Oportunidades y desafíos de los vínculos económicos de China y América Latina y el Caribe, Hernán Gutiérrez, (LC/L.2050-P), N° de venta: S.03.II.G.212 (US\$ 10.00), diciembre del 2003. [www](#)
- 43 Maritime Transport Liberalization and the Challenges to further its Implementation in Chile, José Carlos S. Mattos & María José Acosta, (LC/L.2051-P), Sales N° : S.03.II.G.214 (US\$ 10.00), diciembre 2003. [www](#)
- 44 Comercio intra-firma: concepto, alcance y magnitud, José Durán y Vivianne Ventura-Dias (LC/L.2052-P), N° de venta: S.03.II.G.215 (US\$ 10.00), diciembre del 2003. [www](#)
- 45 Ampliación de la Unión Europea hacia los países de Europa Central y Oriental: una evaluación preliminar del impacto para América Latina y el Caribe, J.E. Durán y Raúl Maldonado, (LC/L.2053) N° de venta: S.03.II.G.216 (US\$ 10.00), diciembre del 2003. [www](#)
- 46 Globalización y servicios: cambios estructurales en el comercio internacional, Vivianne Ventura-Dias, María José Acosta, Mikio Kuwayama, José Carlos Mattos, José Durán, (LC/L.2054-P), N° de venta: S.03.II.G.217 (US\$ 10.00), diciembre del 2003. [www](#)
- 47 La verificación de las normas de origen en los principales acuerdos de comercio preferencial de Bolivia, Miguel Izam, (LC/L.2161-P), N° de venta: S.04.II.G.217 (US\$ 10.00), julio del 2004. [www](#)
- 48 Creando condiciones para el desarrollo productivo: políticas de competencia, Graciela Moguillansky y Verónica Silva (LC/L.2198-P), N° de venta: S.04.II.G.124 (US\$ 10.00), octubre del 2004. [www](#)



- 49 Cooperación en política de competencia y acuerdos comerciales en América Latina y el Caribe (ALC), Verónica Silva (LC/L.2244-P), N° de venta: S.04.II.G.164 (US\$ 10.00), diciembre del 2004. [www](#)
- 50 Latin American South-South Integration and Cooperation: From a Regional Public Goods Perspective, Mikio Kuwayama, (LC/L.2245-P), Sales N° S.04.II.G.165 (US\$ 10.00), February 2005. [www](#)
- 51 Políticas de competencia y acuerdos de libre comercio en América Latina y el Caribe: aprendiendo de la experiencia internacional, Iván Valdés (LC/L.2365-P), N° de venta: S.05.II.G.104 (US\$ 10.00), agosto del 2005. [www](#)
- 52 La deslocalización de funciones no esenciales en las empresas: Oportunidades para exportar servicios. El caso de Chile, Joaquín Piña (LC/L.2390-P), N° de venta: S.05.II.G.133 (US\$ 10.00), septiembre del 2005.
- 53 Implicaciones del Término del Acuerdo sobre los Textiles y el Vestuario (ATV) para el Norte de América Latina, Mikio Kuwayama y Martha Cordero, (LC/L.2399-P), N° de venta S.05.II.G.145 (US\$ 10.00), octubre del 2005. [www](#)
- 54 Implementing Trade Policy in Latin America: The Cases of Chile and Mexico, Sebastián Sáez, (LC/L.2406-P), N° de venta: E.05.II.G.153 (US\$ 10.00), September 2005. [www](#)
- 55 Trade Policy Making in Latin America: A Compared Análisis, Sebastián Sáez, (LC/L.2410-P), Sales N°: E.05.II.G.156 (US\$ 10.00), November 2005. [www](#)
- 56 Export promotion policies in CARICOM: Main issues, effects and implications, Esteban Pérez Caldentey (LC/L.2424-P), Sales N°: S.05.II.G.171 (US\$ 10.00), October 2005.
- 57 Ex-post evaluation of the Employment effects of a PTA: Methodological Issues, Illustrated with a Reference to Chile, Gabriel Gutiérrez, (LC/L.2439-P), Sales N°: E.05.II.G.156 (US\$ 10.00), December 2005. [www](#)
- 58 Bilateralism and Regionalism: Re-establishing the Primacy of Multilateralism a Latin American and Caribbean Perspective, Mikio Kuwayama, José Durán Lima, Verónica Silva, (LC/L.2441-P), Sales N°: E.05.II.G.187 (US\$ 10.00), December 2005. [www](#)
- 59 Acordo sobre aplicação de medidas sanitarias e fitosanitarias: balanço de uma década buscando o equilíbrio entre proteção da saúde dos consumidores, Juliana Salles Almeida, (LC/L.2447-P), Sales N°: P.05.II.G.194 (US\$ 10.00), diciembre del 2005. [www](#)
- 60 El comercio de servicios en el marco del sistema de solución de controversias de la OMC, Sebastián Sáez, (LC/L.2448-P), N° de venta: S.05.II.G.133 (US\$ 10.00), diciembre del 2005. [www](#)
- 61 Trade in Services Negotiations: A Review of the Experience of the U.S. and the E.U. in Latin America, Sebastián Sáez, (LC/L.2453-P), Sales N°: E.05.II.G.199 (US\$ 10.00), December 2005. [www](#)
- 62 América Latina y el Caribe: La integración regional en la hora de las definiciones, José Durán Lima y Raúl Maldonado, (LC/L.2454-P), N° de venta: S.06.II.G.200 (US\$ 10.00), December 2005. [www](#)
- 63 Las controversias en el marco de la OMC: de donde vienen, en donde están, a donde van, Sebastián Sáez, (LC/L.2502-P), N° de venta: E.06.II.G.33 (US\$ 10.00), enero 2006. [www](#)
- 64 Emisión y verificación de origen en los acuerdos de integración económica suscritos entre países de América Latina: Debilidades y fortalezas, Miguel Izam, (LC/L.2510-P), N° de venta: E.05.II.G.35 (US\$ 10.00), marzo 2006. [www](#)
- 65 Una década de funcionamiento del sistema de solución de diferencias comerciales de la OMC: Avances y desafíos, Juliana Salles Almeida, (LC/L.2515-P), N° de venta: S.05.II. G.41 (US\$ 10.00), abril 2006. [www](#)
- 66 Trade and investment rules: Latin American perspectives, Pierre Sauvé, (LC/L.2516-P), Sales N° E.06.II.G.42 (US\$10.00), April 2006. [www](#)
- 67 Las compras públicas en los Acuerdos regionales de América Latina con países desarrollados, Juan Araya, (LC/L.2517-P), N° de venta: S.06.II. G.43 (US\$ 10.00), marzo 2006. [www](#)
- 68 La solución de controversias en los acuerdos regionales de América Latina con países desarrollados, Anabel González, (LC/L.2525-P), N° de venta: S.06.II. G.52 (US\$ 10.00), abril 2006. [www](#)
- 69 El mercado público y los acuerdos comerciales, un análisis económico, Alfie A. Ulloa, (LC/L.2526-P), N° de venta: S.06.II. G.53 (US\$ 10.00), abril 2006. [www](#)
- 70 Los derechos de propiedad intelectual en los acuerdos de libre comercio celebrados por países de América Latina con países desarrollados, Pedro Roffe, (LC/L.2527-P), N° de venta: S.06.II. G.54 (US\$ 10.00), abril 2006. [www](#)
- 71 Services in Regional Agreements Between Latin American and Developed Countries, Mario Marconini, (LC/L.2544-P), Sales N° E.06.II.G.72 (US\$10.00), May 2006. [www](#)
- 72 Australia y Nueva Zelanda: La innovación como eje de la competitividad, Graciela Mogueillansky, (LC/L.2564-P), N° de venta: S.06.II. G.92 (US\$ 10.00), junio 2006. [www](#)
- 73 Cooperación en políticas de competencia y acuerdos comerciales de América Latina y el Caribe: Desarrollo y perspectivas, Verónica Silva y Ana María Alvarez, (LC/L.2559-P), N° de venta: S.06.II. G.87 (US\$ 10.00), junio 2006. [www](#)
- 74 Sistemas de emisión y verificación de los certificados de origen en la Comunidad Andina de Naciones, Miguel Izam, (LC/L.2560-P), N° de venta: S.06.II. G.88 (US\$ 10.00), junio 2006. [www](#)

- 75 Las negociaciones de servicios financieros en Chile, Raúl Sáez y Sebastián Sáez, (LC/L.2565-P), N° de venta: S.06.II. G.93 (US\$ 10.00), junio 2006. [www](#)
- 76 Gripe aviar: los impactos comerciales de las barreras sanitarias y los desafíos para América Latina y el Caribe, Juliana Salles Almeida, (LC/L.2576-P), N° de venta: S.06.II. G.106 (US\$ 10.00), julio 2006. [www](#)
- 77 Acuerdos de libre comercio entre los países andinos y los Estados Unidos de Norteamérica: ¿Cuánto se puede esperar de ellos?, José Durán Lima, Carlos J. de Miguel y Andrés Schuschny, en prensa.
- 78 Exploring the patterns and determinants of US antidumping actions against Latin American imports, 1980-2004, Robert M. Feinberg, (LC/L.2609-P), Sales N° E.06.II.G.134 (US\$10.00), September 2006. [www](#)
- 79 Capacidad de innovación en industrias exportadoras de Chile: la industria del vino y la agroindustria hortofrutícola, Graciela Moguillansky, Juan Carlos Salas y Gabriela Cares, (LC/L.2619-P), N° de venta: S.06.II. G.143 (US\$ 10.00), octubre 2006. [www](#)
- 80 Aprovechar el auge exportador de productos básicos evitando la enfermedad holandesa, Nanno Mulder, (LC/L.2627-P), N° de venta: S.06.II. G.151 (US\$ 10.00), octubre 2006. [www](#)

- 
- El lector interesado en adquirir números anteriores de esta serie puede solicitarlos dirigiendo su correspondencia a la Unidad de Distribución, CEPAL, Casilla 179-D, Santiago, Chile, Fax (562) 210 2069, correo electrónico: [publications@cepal.org](mailto:publications@cepal.org).

[www](#) Disponible también en Internet: <http://www.cepal.org/> o <http://www.eclac.org>

Nombre: .....
Actividad: .....
Dirección: .....
Código postal, ciudad, país: .....
Tel.: ..... Fax: ..... E.mail: .....