



¿Por qué las caídas de precios de commodities golpean más fuerte que las alzas?

Andrea Gazzani (Banco de Italia), Vicente Herrera (SQM S.A.), y Alejandro Vicondoa (PUC-Chile)

INTRODUCCIÓN

Las economías emergentes exportadoras de materias primas son particularmente vulnerables a las fluctuaciones de los precios internacionales de los commodities, que pueden explicar hasta la mitad de las fluctuaciones del ciclo económico en estas economías (Ben Zeev et al., 2017). Sin embargo, gran parte de la literatura ha asumido que las alzas y las caídas en estos precios tienen efectos de magnitud similar, un supuesto con implicancias relevantes para el diseño de políticas macroeconómicas y fiscales.

El estudio de Gazzani, Herrera y Vicondoa, publicado en el *European Economic Review*, demuestra que este supuesto no se sostiene empíricamente. Las caídas en los precios de los commodities tienen efectos más rápidos y profundos sobre el producto y la inversión que las alzas equivalentes. Utilizando proyecciones locales no lineales en un panel de 13 economías emergentes entre 1994 y 2019, los autores muestran que el canal financiero es el principal responsable de esta asimetría.

CONTEXTO E INSTITUCIONALIDAD

Las economías emergentes exportadoras de commodities, como Chile, Perú, Colombia, Brasil o Sudáfrica, dependen significativamente de los ingresos por exportaciones de materias primas, lo que las expone a la volatilidad de los precios internacionales. Los términos de intercambio, es decir, el precio de los bienes que exportan en relación con los que importan, son una variable clave que determina su capacidad de financiamiento externo y su desempeño

IDEAS CLAVE

- Las caídas en los precios de exportación de commodities generan efectos más rápidos y pronunciados sobre el PIB y la inversión que las alzas equivalentes, mientras que la balanza comercial mejora abruptamente solo ante shocks negativos.
- El canal financiero es el principal mecanismo detrás de esta asimetría. Los spreads soberanos se elevan y los flujos netos de capital caen de manera inmediata y persistente ante shocks negativos, mientras que ante alzas estas variables prácticamente no reaccionan.
- Una caída de 1% en los precios de los commodities exportados incrementa la probabilidad de un Sudden Stop en cerca de 0,3 puntos porcentuales, mientras que las alzas no tienen efecto.

macroeconómico.

La literatura ha propuesto distintos mecanismos para explicar cómo se transmiten estos shocks. Una línea de la literatura sostiene que la tasa de interés que enfrentan estas economías depende negativamente de los precios de los commodities, ya que cuando los precios caen los inversionistas perciben mayor riesgo y exigen mayores spreads (Drechsel y Tenreyro, 2018). Una segunda línea incorpora restricciones financieras ocasionalmente activas, donde un shock negativo suficientemente grande activa la restricción de endeudamiento externo y obliga a un proceso abrupto de despalancamiento (Bianchi, 2011). Es este último mecanismo el que el estudio identifica como consistente con la evidencia.

EVIDENCIA PRINCIPAL

- Frente a una caída en los precios de los commodities, el PIB se reduce cerca de 0,2% dos trimestres después del shock y el efecto se disipa en aproximadamente cinco trimestres. Ante un alza equivalente, el efecto positivo sobre el

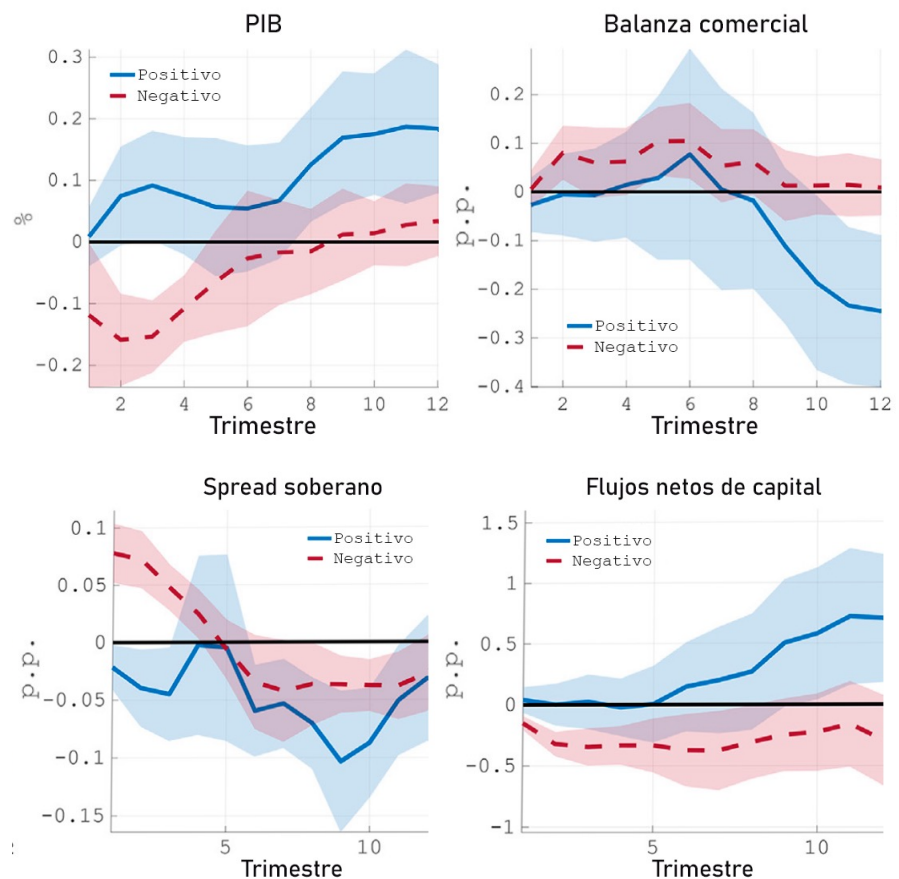
producto aparece recién dos años después. La inversión exhibe un patrón similar, con caídas inmediatas frente a shocks negativos y respuestas significativamente rezagadas frente a shocks positivos.

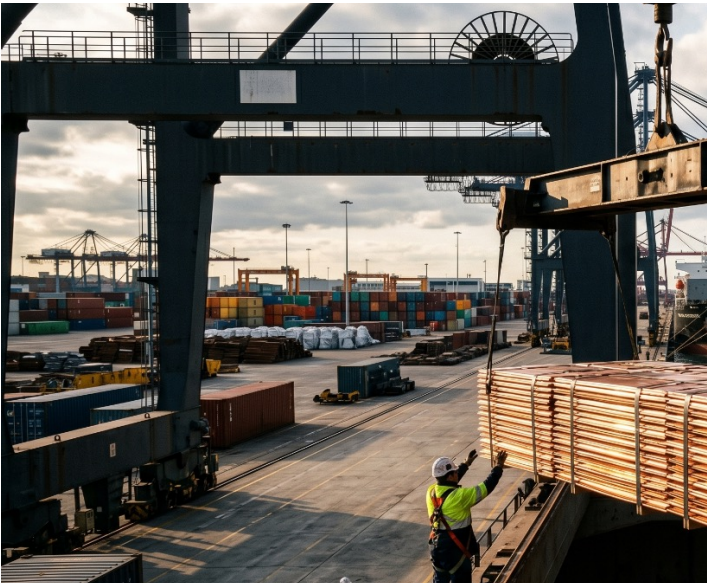
- La balanza comercial mejora en casi 0,1 puntos porcentuales del PIB ante un shock negativo, mientras que su deterioro frente a un shock positivo aparece recién dos años después. Esta asimetría es relevante porque, al combinar ambos tipos de shocks en una estimación lineal, la respuesta de la balanza comercial parece deteriorarse, lo que oscurece la dinámica subyacente.

- El canal financiero es central en la transmisión asimétrica. El spread soberano se incrementa de manera inmediata frente a una caída en los precios y los flujos netos de capital se contraen abrupta y persistentemente, fenómeno explicado por una caída más fuerte en los flujos brutos de entrada que de salida. Ante alzas en los precios, en cambio, estas variables apenas reaccionan.

- Una caída de 1% en los precios de exportación de commodities incrementa la probabilidad de iniciar un Sudden Stop

Respuesta del PIB, la balanza comercial, el spread soberano y los flujos de capital a un shock positivo o negativo de 1% en el precio de los commodities exportados





volatilidad de los precios internacionales de los commodities (Alvarez et al., 2023), lo que hará más frecuentes los episodios en que las economías exportadoras enfrenten restricciones de endeudamiento externo vinculantes. Anticiparse a esta dinámica es clave para el diseño de políticas públicas.

SOBRE LA METODOLOGÍA

El estudio estima los efectos de los shocks en los precios de commodities mediante proyecciones locales no lineales sobre un panel desbalanceado de 13 economías emergentes con datos trimestrales entre 1994 y 2019, que incluye Argentina, Brasil, Bulgaria, Chile, Colombia, Indonesia, Malasia, México, Perú, Polonia, Rumania, Sudáfrica y Ucrania. La especificación permite separar las respuestas dinámicas frente a shocks positivos y negativos mediante funciones indicadoras, controlando por valores rezagados, efectos fijos por país y una tendencia temporal. El análisis se complementa con simulaciones de un modelo de pequeña economía abierta con restricciones de endeudamiento ocasionalmente activas, extendido para incorporar shocks a precios de exportación.

Referencias:

Alvarez, J., Andaloussi, M., Maggi, C., Sollaci, A., Stuermer, M. y Topalova, P. (2023). Geoeconomic fragmentation and commodity markets. International Monetary Fund.

Ben Zeev, N., Pappa, E. y Vicondoa, A. (2017). The role of commodity terms of trade news. *Journal of International Economics*, 108, 368-376.

Bianchi, J. (2011). Overborrowing and systemic externalities in the business cycle. *American Economic Review*, 101(7), 3400-3426.

Drechsel, T. y Tenreyro, S. (2018). Commodity booms and busts in emerging economies. *Journal of International Economics*, 112, 200-218.

Para más información:

Gazzani, A., Herrera, V. y Vicondoa, A. (2026). “The asymmetric effects of commodity price shocks in emerging economies”. *European Economic Review*, 183, 105219. <https://doi.org/10.1016/j.euroecorev.2025.105219>.

en aproximadamente 0,3 puntos porcentuales, mientras que las alzas no tienen efecto estadísticamente significativo, reforzando el rol del canal financiero.

- Mecanismos alternativos no son consistentes con la evidencia. Las economías con tipo de cambio flexible exhiben patrones asimétricos similares a los del agregado, descartando que la combinación de rigideces nominales y régimen fijo sea la causa. La política fiscal frente a shocks de precios de los commodities resulta contracíclica, por lo que tampoco amplifica la asimetría.

IMPLICANCIAS PARA POLÍTICA PÚBLICA

- El diseño de marcos macroeconómicos en estas economías debería reconocer explícitamente la naturaleza asimétrica de los shocks. Las herramientas de estabilización deben estar listas para activarse oportunamente cuando los precios bajan, evitando que las restricciones financieras externas se hagan vinculantes y fueren un ajuste abrupto.

- Las reglas fiscales y los fondos soberanos asociados a precios de commodities, como el Fondo de Estabilización Económica y Social en Chile, son instrumentos especialmente apropiados frente a esta asimetría. Permiten acumular ahorros precautorios durante los auges para suavizar el impacto durante las caídas, mitigando precisamente el canal financiero que amplifica los shocks negativos.

- La fragmentación geoeconómica y la transición hacia una economía de bajas emisiones probablemente aumentarán la