

## Sumario

*Página 2*

El colapso de las hipotecas del norte. Las repercusiones locales

Por **Leonardo Perichinsky**

*Página 12*

¿Del “viento de cola” a la “enfermedad holandesa”? Chile y Argentina frente a la mejora de los términos de intercambio

Por **Cecilia Peluffo**

*Página 18*

Pobreza, desigualdad y crecimiento

Por **Germán Saller**

## Staff

### DIRECTOR

Lic. Gerardo De Santis

### AREA EMPLEO Y SALARIOS

Lic. Miguel Zanabria

### AREA FISCAL

Lic. Alfredo Iñiguez

### AREA MACRO-FINANCIERO

Lic. Leonardo Perichinsky

### AREA REESTRUCTURACIÓN PRODUCTIVA E INSERCIÓN INTERNACIONAL

Dr. Pablo Lavarello

### AREA DE PRENSA Y COMUNICACIÓN

Lic. Daniela Meroni

### EQUIPO DE INVESTIGACIÓN

Dr. Alejandro Naclerio

Lic. Germán Saller

Lic. Rafael Selva

Lic. Gonzalo Peña

Lic. Julián Barberis

Cecilia Peluffo

Agustina Battistuzzi

Matías Mancini

Natalia Abdala

## *Entrelíneas de la Política Económica*

### Editorial

**E**l crecimiento argentino se diferencia claramente de la forma que adoptó en otros países latinoamericanos. El caso chileno de inserción exportadora y mercado interno reducido, que para algunos es un modelo a seguir, ha comenzado a exteriorizar sus contradicciones. Las causas del crecimiento argentino deben buscarse más allá del tipo de cambio alto, y observar como, por el momento, el superávit comercial se acompaña de un sensible aumento de la demanda interna.

La recuperación de los salarios reales del sector formal y la sensible reducción del desempleo generan la demanda para una industria en expansión, que también estimula la mejoría en los ingresos de los trabajadores informales. De esta manera se explica la continua mejora en la participación de los trabajadores en el ingreso total de la economía, del 34,3% en el 2002 al 41,3% en 2006.

Si bien existe cierto consenso en que el tipo de cambio alto es una condición necesaria, creemos que no es suficiente para mantener este crecimiento de tasas altas e inclusión social.

Por ello es necesario ir más allá y especificar con qué políticas e instituciones se va a construir el “acuerdo social” y la denominada “alianza entre el campo y la ciudad”. No es lo mismo un modelo en el que la exportación de materias primas se concilie con la diversificación industrial y el acceso a la alimentación de toda la población (a partir de la recreación de Juntas reguladoras de Granos y Carnes, por ejemplo); a otro en el cual el comercio exterior continúe en manos de un conjunto de empresas del agronegocio y de grupos financieros, consolidando una inserción exportadora que genere precios inaccesibles de los alimentos.

La puja entre un modelo guiado por las oportunidades de ganancias exportadoras o por los salarios como fuente de demanda efectiva siempre está latente; este conflicto se manifiesta, entre otras cosas, en el aumento de la inflación.

Pasadas las elecciones, la opción que prevalecerá no será neutral. Más si se tiene en cuenta el actual contexto internacional. De confirmarse los indicios sobre los efectos de la crisis inmobiliaria en las fuentes de crecimiento real de la economía de Estados Unidos, es muy posible que el impacto en los precios internacionales de commodities traiga malas noticias para aquellos países que opten por poner todos los huevos en la canasta de la inserción exportadora.

# El colapso de las hipotecas del norte. Las repercusiones locales

Por Leonardo Perichinsky

**El sistema financiero internacional se encuentra atravesando una de sus mayores crisis, desde cualquier óptica que se quiera analizar. Los bancos centrales de las principales economías del mundo han aportado más de 300 mil millones de dólares para calmar la situación. Los Estados deben ceder y salir a pagar el rescate de buena parte de la sociedad que quedó de rehén.**

**En esta nota analizamos algunos aspectos vinculados al nuevo episodio financiero desatado por los problemas con las hipotecas en los Estados Unidos. Por otra parte, discutimos las posibles causas que pudieran haber afectado los mercados financiero y cambiario en la Argentina**

## Introducción (In your face)

Ya hemos planteado en ediciones anteriores de esta revista<sup>1</sup> cuestiones más estructurales asociadas al actual sistema monetario y financiero mundial. En este caso nos detenemos a observar las dinámicas virtuosas y viciosas que pudieran generar los procesos de crecimiento motorizados por la valorización financiera y el relajamiento de las condiciones del crédito, que es precisamente lo que está ocurriendo actualmente en los Estados Unidos.

En segundo lugar, planteamos algunos interrogantes en relación al comportamiento de los bancos en la Argentina durante esta nueva crisis. Llama la atención que en un contexto de abundancia de efectivo tanto en poder del público como de los bancos, escasa participación de los créditos en el proceso de crecimiento en general, y de las hipotecas y la construcción en particular, la tasa de interés entre bancos se haya duplicado en apenas 24hs. Y que, con exceso de oferta de divisas en el mercado cambiario local, y siendo Estados Unidos el epicentro de la crisis, hayamos asistido a una mini corrida contra el peso. Mostramos que la conducta de un segmento de bancos extranjeros<sup>2</sup> produjo la aparente escasez de dinero en el mercado financiero, a la vez que planteamos ciertas dudas sobre el accionar del Banco Central durante el episodio local.

Nuestra hipótesis es que los bancos extranjeros, que más bien pierden con la suba del dólar, desestabilizaron el mercado financiero y cambiario sólo para imponer su tesis. Esta es, que la Argentina está conectada a los episodios de crisis de los centros financieros mundiales y que la forma de resguardarnos es con más política de corte ortodoxo. Los beneficios de tal movida podrían extenderse hasta incluso a imponer un ministro de economía más pro mercado financiero.

Por último, queremos llamar la atención sobre algunos aspectos novedosos de esta nueva crisis financiera internacional, aunque no sean profundizados en esta nota. En primer lugar, esta vez el colapso fue en el centro mismo de la mundialización financiera: la ruptura de la cadena de promesas de pago de las hipotecas en los Estados Unidos fue

1) Ver revista Entrelíneas de la Política Económica del mes de junio de 2007.

2) La fuente primaria sobre la cual se basa la parte argentina de esta nota es la información publicada por el Banco Central en cuanto al movimiento de fondos en el mercado interbancario por segmento de bancos. La discriminación al interior del segmento de bancos extranjeros la realizó página 12, a través de una nota de Claudio Zlotnik, titulada Corsario Verde, del domingo 2 de setiembre de 2007, donde plantea cuánto aportó cada banco extranjero en la corrida contra el peso. De ahí se desprende que los bancos de origen español prácticamente no participaron de la operación.

lo que produjo el nuevo cimbronazo financiero. La segunda novedad es la duración. Hace más de un mes que empezó el nuevo suceso y todavía no hay indicios de “normalización” de la situación. La tercera novedad es el tiempo que transcurrió entre uno y otro episodio. Entre la caída de la bolsa de Shangai y el inicio de esta última crisis transcurrieron menos de cinco meses. Veníamos de colapsos en países periféricos con una periodicidad bianual; y ahora los problemas se originaron en el epicentro de las finanzas mundiales y sólo después de cinco meses del suceso anterior. Por último, la profundidad de la crisis, medida en términos de asistencia por parte de las autoridades monetarias de los países centrales, también es una novedad. La asistencia de liquidez de los Bancos Centrales europeos, una vez enterados que los problemas en Estados Unidos se extendieron a Europa, superó los 300 mil millones de dólares. Esto es un 10 a 1 en relación con crisis anteriores originadas en países periféricos. Lo cual resulta lógico teniendo en cuenta que la necesidad de capitales para mantener una burbuja de precios como la analizada es proporcional al tamaño del mercado en que la misma se manifiesta.

En este sentido, parece que hubiera una nueva fase de mundialización financiera caracterizada por ciclos cada vez más cortos, y con sucesos de crisis cuya profundidad y daño parecen cada vez más profundos.

### **De burbujas, hipotecas y dinámicas circulares**

Las burbujas de precios en los mercados inmobiliarios vienen asociadas a aumentos de precios considerablemente desproporcionados en relación con las fuentes habituales que pudieran motorizar la demanda de inmuebles en un determinado lugar.

En un contexto de mercados de activos altamente interconectados, el fuerte aumento de precios de los inmuebles no puede desligarse del comportamiento de los mercados de valores y de las condiciones crediticias. Generalmente, los fuertes incrementos de precios de inmuebles suceden luego de ingresos de capitales muy grandes en relación con el tamaño del mercado y de una mayor flexibilidad en las condiciones de acceso al crédito.

Algo similar sucedió en los Estados Unidos a partir de las sucesivas reducciones de tasas y relajamiento en las condiciones de acceso al crédito que realizara la Reserva federal para evitar el estancamiento de la economía, a principios de la presente década.

La sensible suba que verificaron los activos financieros en la bolsa de valores norteamericana generó dos efectos. Por un lado, aligeró aún más las condiciones del crédito,<sup>3</sup> facilitó su acceso, y por otro lado, produjo un efecto riqueza positivo que fomentó el consumo en general y, en particular, la compra de inmuebles. Como el 30% de la riqueza de las familias norteamericanas está invertida en la bolsa, el proceso se exacerba.

Por su parte, el incremento en los precios de inmuebles promueve la construcción. La construcción de propiedades crece cuando el costo de hacer es menor que el de comprar, que es lo que sucede precisamente en un proceso de burbuja de precios de activos inmobiliarios.

Las condiciones crediticias más flexibles propician el consumo con deuda, lo cual, al igual que el crecimiento en la construcción, genera aumentos en la producción, el empleo, y las ganancias de las empresas. Las ganancias de las empresas implican expectativas de mayores dividendos futuros y, en consecuencia, más inversores estarán dispuestos a pagar precios más altos por las acciones. Esto produce una valorización en

3) Cuando sube la cotización de una acción, la empresa emisora mejora sus condiciones de financiamiento, por que tiene que emitir menos papeles para obtener un monto de financiamiento determinado, o porque paga menor tasa al caer la relación entre los dividendos que paga y el nuevo y más alto valor de la acción.

las carteras de activos de los fondos de pensión; aumentando en consecuencia el consumo de bienes durables e inmuebles, con lo que se realizan las ganancias y se retroalimenta el aumento en la bolsa de valores financieros.

Por lo tanto, mientras el aumento en la demanda efectiva convalide el aumento en las ganancias y no haya problemas en la cadena de promesas de pagos se puede verificar una dinámica virtuosa, basada principalmente en la acumulación de capital ficticio, en un proceso de crecimiento liderado por la valorización financiera.

Sin embargo, es posible demostrar que esta dinámica de acumulación va generando niveles crecientes de fragilidad, y que lo que se percibe como virtuoso puede convertirse en vicioso, y generar profundas recesiones.

Una cuestión clave en un proceso de esta naturaleza son las garantías. Por lo general, los préstamos hipotecarios poseen dos tipos de garantías. Una asociada al valor del inmueble y otra relativa al nivel de ingreso de la persona que adquiere una vivienda. Cuando el mercado está en expansión y el precio de los inmuebles crece, la garantía de los que tomaron crédito mejora. Pero a medida que los valores de los inmuebles van llegando a los máximos la garantía se vuelve más frágil, porque la probabilidad de que el valor de las propiedades caiga es mayor. Los últimos compradores, los que compran en el máximo, serán los primeros en tener una garantía menor al monto del préstamo. Como el sistema financiero reconoce esta situación, incorpora al costo del crédito un componente mayor de riesgo, que se traduce en una tasa de interés mayor, y en una cuota más elevada. El riesgo de incobrabilidad crece por las dos vías: porque la cuota se encarece en relación con el ingreso y porque la garantía puede ya no cubrir el monto de la hipoteca.

En los países centrales, la bolsa y el mercado de crédito para viviendas se conectan de manera directa a través de instrumentos financieros más desarrollados que en las economías periféricas, como la securitización de deudas hipotecarias. Esto es, básicamente, el armado de paquetes de créditos, según niveles de riesgo, que se convierten en activos financieros que cotizan en bolsa y que se utilizan para financiar los créditos hipotecarios. Quienes compran estos paquetes de deudas hipotecarias y sus derivados son inversores institucionales y bancos que constituyen fondos de inversión.

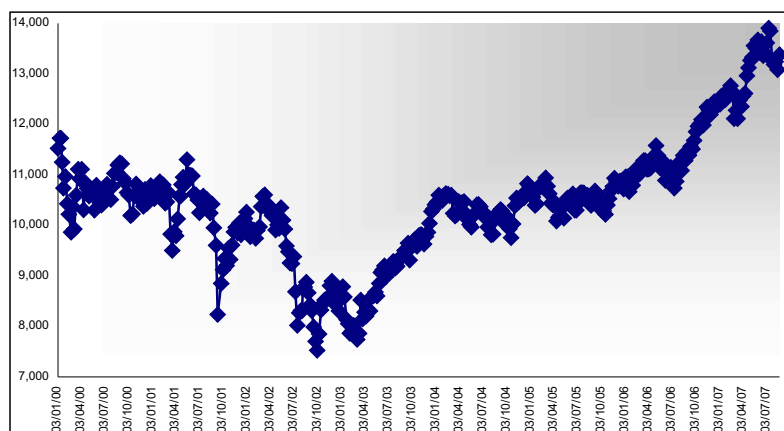
Es decir, por un lado está el riesgo intrínseco de la actividad y la falta de conocimiento real de los que compran (y financian) este tipo de actividades, y por otro lado, el riesgo sistémico asociado a la proliferación de derivados de los activos inmobiliarios. Esta desconexión entre la rentabilidad de la actividad inmobiliaria y las expectativas de revalorización a partir de ella, explica también por qué se producen las fuertes caídas en las bolsas. Las inversiones realizadas en tales condiciones son proclives a desarmarse ante el primer rumor, dada la escasa información que poseen los inversionistas primarios (no las financieras) sobre lo que están comprando y el convencimiento que tienen sobre el negocio. Aquí aparecen con fuerza también el desengaño del que invierte, en relación a su agente financiero, y la desilusión sobre los beneficios del negocio.

Del otro lado están los que arman el negocio y venden en los máximos. El juego se acaba cuando los inversores institucionales que apostaron a activos riesgosos se vuelven pesimistas en relación con el futuro del negocio. Habrá que bucear en las fuentes de

ingresos originales del crédito inmobiliario en Estados Unidos para encontrar a los ganadores de este proceso.

Pero volviendo a la conexión directa entre la bolsa y el mercado de crédito inmobiliario, resulta necesario completar el análisis incorporando los condimentos que poseen los mercados de stocks financieros en la actualidad para comprender mejor las burbujas bursátiles y sus consecuentes caídas posteriores. Cuando planteamos la dinámica virtuosa que genera el relajamiento del crédito a partir del aumento en los valores de los activos financieros no incorporamos al análisis las exageraciones hacia arriba y hacia abajo que se producen en las cotizaciones, motorizadas por la proliferación de instrumentos financieros sofisticados, naturalizados en el mundo financiero pero irrisorios para la vida real.

### Evolución índice Dow Jones 2000 -2007



Fuente: CIEPYC en base a bloomberg

La existencia de derivados financieros que permiten un elevado nivel de apalancamiento genera las exageraciones de precios en los mercados bursátiles.

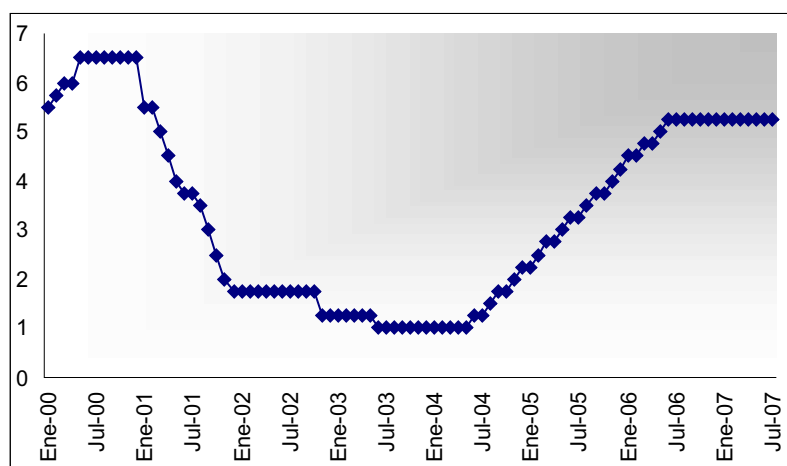
Como caso testigo de lo que está sucediendo en el mundo financiero, analizamos el "short sell", un "producto" financiero cuya traducción más o menos literal sería "venta a corto plazo". Mediante este instrumento, un inversor puede vender un activo financiero que ha alquilado, con la idea de recomprarlo más barato más adelante y hacer una diferencia de dinero. Esto es vender algo que uno no posee.<sup>4</sup> Esta operatoria requiere una garantía por parte del que alquila del orden del 20% del valor de la venta, más un alquiler mensual. Imaginemos ahora que el activo en cuestión en vez de bajar de precio, como esperaba el vendedor en corto, sube. El primer efecto es que el inquilino audaz debe ir al banco a reponer garantía para mantenerla en el 20% de su valor de mercado. Si el activo sigue subiendo, el inquilino se irá desesperando hasta verse obligado a

4) Solamente imagine si usted pudiera vender una casa que alquiló porque piensa que bajara su precio, para recomprarla más adelante. Sin embargo, quizá el mayor delirio es el del propietario que alquila sabiendo que van a vender su activo, a cambio de la renta que obtiene por el alquiler.

recomprar el activo, y cierra la operación con una pérdida. Es decir, en un contexto de suba de precios de activos financieros, el inversor que subestima los precios futuros, termina siendo quien más desesperadamente debe comprar. Si nuestro inquilino audaz no cuenta con el dinero suficiente para comprar el activo que vendió sin ser de él (o como mínimo, con el dinero suficiente para cubrir la brecha entre la cotización actual y el precio al que vendió), se rompe la cadena de promesas, y termina perdiendo también el propietario que alquiló su activo. Podríamos seguir con la ruptura de la cadena, suponiendo que el dueño, ya sin activo, había calzado una operación de compra de otro papel financiero, etc.

Cuestiones de esta índole ocurren con todos los derivados financieros, porque involucran operaciones financieras con niveles de apalancamiento (relación entre el precio del activo que uno compra y el dinero propio que posee para comprarlo) exorbitantes. Los put, call y futuros son los derivados más habituales que se utilizan en el sistema financiero.

### Evolución tasa de la Reserva Federal (En porcentajes)



Fuente. CIEPYC en base a Reserva Federal de Estados Unidos

En suma, la falta de conocimiento relativo al negocio en que se invierte, la fuerte presencia de derivados financieros, y la escasa regulación del sistema financiero, promueven los episodios de colapso en las cadenas de promesas de pago, tal como sucedió estos días con el banco Bear Stearns, la posible quiebra del banco alemán IKW, los cierres sucesivos de fondos en Oddo y el congelamiento de los fondos securitizados del BNP Paribas, asociados a las hipotecas norteamericanas.<sup>5</sup> Es decir, la caída gota a gota que va generando una sensación de sospecha general, por que todos los actores de las finanzas mundiales tienen colocaciones en estos productos derivados.

Entonces, en un contexto de corrida, de fuertes caídas en los precios de los papeles financieros, la dinámica ahora viciosa domina el desenvolvimiento futuro de la economía.

La caída en las cotizaciones restringe el acceso al crédito y a su vez produce un sensible aumento en las tasas de interés interbancarias, que a su vez puede producir mayores quebrantos al interior del esquema de créditos hipotecarios, porque va incorporando en la morosidad a los pagadores hasta aquí solventes.<sup>6</sup>

Por el lado real, la restricción del crédito contrae el consumo y la inversión y genera una

5) Estos casos nos muestran a su vez que existe una sensible interconexión entre los sistemas financieros europeo y norteamericano. Ver Frederic Lordon "Comment protéger l'économie réelle" [www.monde-diplomatique.fr](http://www.monde-diplomatique.fr).

6) A medida que sube la tasa de interés y aumenta la cuota del crédito, más bancos van teniendo problemas para responder a un retiro de fondos.



recesión en la actividad económica. Caen los beneficios y la distribución de dividendos, que produce una nueva vuelta de rosca en la caída de los activos financieros. Por otra parte, la recesión reduce el empleo y posiblemente los salarios y contrae los ingresos de los fondos de pensión, lo cual le resta compras al mercado financiero, jugando en la misma dirección recesiva.

De la profundidad de la caída dependerá el nivel de recesión que sufrirá la economía norteamericana. Seguramente, a partir de este episodio, no resultará tan sencillo, al menos en el corto plazo, aplicar políticas monetarias expansivas para reactivar la economía.

Mientras tanto, nos sigue impresionando la capacidad y velocidad de asistencia de los Estados de los países centrales cuando el episodio es financiero. A pesar de la dureza inicial, la Reserva Federal parece estar cediendo a las presiones de una tasa más baja por parte de los inversores financieros. Por primera vez los Bancos Centrales europeos coordinaron con la Reserva Federal para volcar cientos de miles de millones de dólares para evitar males financieros mayores. Los inversores institucionales y los bancos, terminan tomando como rehenes a buena parte de la sociedad, y los Bancos Centrales terminan cediendo a la presión de una mayor demanda de liquidez para que se retroalimente la burbuja.<sup>7</sup> Prolifera un lenguaje catastrófico que termina poniendo en vilo a la sociedad: sismo, derrumbe, contagio, turbulencia, etc.<sup>8</sup>

### **Sistema bancario y financiero en la argentina ante la crisis**

Una primera mirada sobre el comportamiento del sistema financiero y cambiario en la argentina durante el momento de mayor pánico en los mercados financieros de los países centrales nos resulta paradójica. Con liquidez por parte de los bancos, y de la economía en general, y con un sostenido exceso de oferta de divisas en el mercado cambiario, y siendo la economía norteamericana el epicentro del problema, hemos asistido a fuertes subas en las tasas de interés y presiones alcistas sobre la cotización de dólar.

En el mercado interbancario (call) la tasa de interés se duplicó de un día para el otro, pasando de 9,7% anual al 20,6%, para luego retomar a niveles levemente superiores a los previos al inicio de la crisis. En el mercado cambiario, si bien la presión fue más atenuada que con las tasas de interés, también se registró una presión de demanda de dólares.

La pregunta es: en un contexto de excesiva liquidez, cómo es posible que la tasa entre bancos pueda duplicarse en 24hs; y en segundo lugar, qué produjo que bajara tan rápidamente hasta situarse casi en los niveles previos a la suba?

### **La (des) conexión local**

Para contestar la primera de las preguntas es necesario despejar primero la hipótesis que plantea alguna conexión entre la crisis financiera por las hipotecas en los Estados Unidos y lo que sucedió luego en la Argentina.

Si bien en la Argentina estamos en plena burbuja inmobiliaria, la situación es completamente diferente al esquema planteado sobre la economía norteamericana.

7) Ver Frédéric Lordon “Quand la finance prend le monde en otage”, Le Monde Diplomatique, septembre 2007.

8) Nosotros morimos en el intento de no naturalizar palabras excesivamente cargadas de prejuicios.

Por un lado, el incremento en los inmuebles no se explica por el crédito. La economía argentina se encuentra en niveles muy bajos de crédito; en la actualidad el crédito al sector privado no financiero apenas alcanza el 11% del PBI, menos de la mitad del que se registraba en los noventa. Al interior del crédito interno, los hipotecarios sólo representan el 15% de los créditos totales al sector financiero. En tanto que por tipo de actividad, la construcción representa sólo el 2,3% del total de créditos de la economía.

Por otra parte, la relación entre salarios y valor de los inmuebles es elevada como para generar problemas de garantías. En promedio, la relación salario/inmueble es la mitad que en los 90.<sup>9</sup> Además que aquí las remuneraciones no están atadas a stocks de activos, sino a flujos.

Por ultimo, y como ya hemos planteado reiteradamente, el esquema macroeconómico actual no posee niveles de fragilidad y vulnerabilidad al contexto financiero externo, porque la economía no depende del ingreso de capitales financieros para su funcionamiento.

Por otro lado, observando la situación de liquidez del mercado bancario y financiero argentino, y de la economía en general, tampoco encontramos fundamentos para que la tasa de interés se duplique o haya una corrida contra el peso.

#### La Liquidez de la economía (en millones de pesos)

Conceptos	Jul-07	Jul-06	Var %
<b>1. Depósitos totales</b>	<b>167.653</b>	<b>134.945</b>	<b>24,2%</b>
2. Efectivo en bancos	5.450	4.722	15,4%
3. Depósitos de bancos en BCRA	22.691	14.406	57,5%
4. Pases netos	2.285	4.733	-51,7%
5. LEBAC	26.340	9.393	180,4%
6. NOBAC	35.334	23.948	47,5%
<b>Liquidez bancaria (2+3+4)</b>	<b>30.426</b>	<b>23.861</b>	<b>27,5%</b>
<b>Liquidez bancaria ampliada (2+3+4+5+6)</b>	<b>92.100</b>	<b>57.202</b>	<b>61,0%</b>
Liquidez bancaria / depósitos totales	18,1%	17,7%	2,6%
Liquidez ampliada / depósitos totales	54,9%	42,4%	29,6%
7. Circulación en poder del público	59.522	46.006	29,4%
<b>Circulación monetaria (2 + 7)</b>	<b>64.972</b>	<b>50.728</b>	<b>28,1%</b>

Fuente: CIEPYC en base a BCRA

Con anterioridad a la crisis, los bancos registraban niveles de liquidez cercanas al 19%, sin considerar las fuertes compras de letras y notas del BCRA que vienen realizando. En un mes estacionalmente poco líquido para los bancos, o de mucha demanda de efectivo por los aguinaldos y las vacaciones de invierno, culminaron julio con un 18,1% de liquidez.

Si incluimos las letras y notas del Banco Central (LEBAC y NOBAC), los bancos en conjunto poseen una liquidez que representa casi el 55% de los depósitos.<sup>10</sup> Un año atrás, este indicador era del 42,4%.

Es decir, no hay fundamentos económicos que justifiquen los fuertes aumentos en las

9) Como los salarios en promedio apenas pueden financiar como máximo la mitad de la compra de un inmueble, por más que se produzca una caída en los precios de las propiedades, debe ser muy abrupta para afectar la garantía del crédito.  
10) Nos permitimos inventar un concepto de liquidez de los bancos, que denominamos liquidez ampliada, incorporando las letras y notas del BCRA como activos líquidos de los bancos.

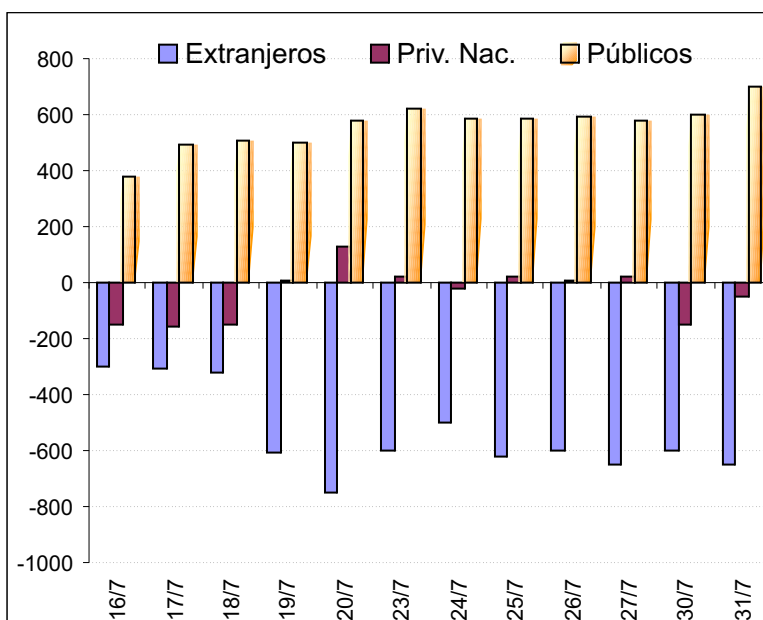


tasas de interés y la corrida contra el peso.

Sin embargo, si observamos el mercado interbancario y analizamos por grupo de bancos a los demandantes y oferentes netos de fondos, encontramos que los bancos extranjeros han sido en los días de mayor turbulencia financiera internacional fuertes demandantes de fondos (pesos), atentando contra la paridad cambiaria y la tasa de interés doméstica.

En el siguiente gráfico se muestra la conducta en el mercado interbancario de los distintos segmentos de bancos, como demandantes u otorgantes netos de fondos.

### Mercado interbancario: otorgantes netos de pesos por grupo de bancos (En millones de pesos)



Fuente: CIEPYC en base a BCRA

¿Cuál podría ser la motivación de los bancos extranjeros para intentar hacer subir la cotización del dólar?

Nuestra principal hipótesis es que fue una jugada netamente conspirativa el resultado de una estrategia conjunta de un segmento de los bancos extranjeros buscando condicionar a las autoridades de política económica. De mínima para instalar la idea de que la economía argentina se encuentra conectada a los centros financieros internacionales, y que un problema afuera repercute adentro de la manera en que sucedió. El discurso que pretenden imponer es, simplemente, que si hay crisis financiera afuera, acá sube la tasa y sube el dólar. Sería como llamar a una familia para pedir rescate por un supuesto rehén que no existe.

Si se instala esta idea, la recompensa buscada consiste en establecer una agenda diferente de política económica a futuro, con sesgo ortodoxo, y pro mercado financiero. En estos días, de hecho, se reforzó el concepto que fue clave en la crisis contar con un elevado nivel de reservas internacionales en el BCRA, como reaseguro.

De esta manera se explica por qué los bancos extranjeros que siempre operaron para tener una moneda doméstica lo más apreciada posible hayan tomado esta actitud. De hecho, Prat Gay, de la JP Morgan, ha sido el que más aportó a esta causa, apreciando el peso un 20% durante su gestión. Por otra parte, no fueron pocos los bancos extranjeros que pensaron en dejar el país, cuando la paridad era 4 a 1 con el dólar.

Los bancos extranjeros, junto a las empresas de servicios públicos privatizadas y los acreedores externos han sido los principales defensores de un peso apreciado, y han presionado fuertemente en esa dirección.

Si el BCRA no hubiese intervenido en esa mini corrida contra el peso, el valor del dólar habría subido un poco más, para luego retroceder sin intervención, teniendo en cuenta el enorme exceso de oferta de divisas del mercado cambiario. De hecho, es el Banco Central quien viene sosteniendo la cotización del dólar actuando como demandante casi exclusivo del saldo de cuenta corriente. Todo el mundo sabe que si el BCRA no comprara dólares cotidianamente la cotización sería un 20% inferior a la actual.

Por otra parte, el BCRA pudo haber evitado la suba del dólar, parándose como vendedor de todo lo que se demande a la paridad previa a la suba.

Entonces, los bancos extranjeros no se preocupan por las pérdidas de segundo orden que esta operación fallida les pudiera haber generado. Porque nunca pensaban en ganar en términos financieros. No salieron a comprar dólares para tener ganancias de capital por la suba del dólar. Salieron a desestabilizar para imponer una agenda cuyo objetivo es la subordinación de la acumulación productiva a la financiera. Si la evaluación oficial es que las reservas internacionales son el mejor instrumento para combatir estas operaciones de la banca internacional, entonces en realidad los desestabilizadores ganaron.

El informe monetario del BCRA del mes de julio dice, en su página 8: “esta abrupta depreciación nominal de la moneda local fue el reflejo del contexto internacional adverso que afectó a los mercados financieros locales en general”.

Esta es el planteo que intentan imponer los bancos extranjeros. Si todos terminamos creyendo esta frase, entonces este grupo de bancos ganó.

De todas formas, para sostener esta hipótesis habrá que considerarla en el marco de estrategias más generales por parte de las casas matrices de estos bancos que operan en la Argentina.

Sabemos que la forma en que la regulación argentina permite la instalación de filiales de bancos transnacionales es absolutamente asimétrica<sup>11</sup> en relación a su casa matriz. Es decir, la filial es solidaria con su casa matriz, pero no al revés.

De esto se desprende que ante una crisis de liquidez o solvencia por parte de la casa central, es posible que exista una conducta de transferencia de fondos desde las filiales. Sin embargo, no se han verificado hechos similares en el resto de las principales economías de América latina. En Brasil, incluso, en medio de la turbulencia, las calificadoras le han subido la nota a sus títulos de la Deuda Pública. Habría un castigo adicional para los países que, como el nuestro, llevan adelante políticas no tan amistosas con los centros financieros internacionales.

Por último, nos queda todavía una pregunta por responder: qué hizo retroceder al dólar y a las tasas casi a los niveles previos a la corrida?

Por el lado cambiario, el BCRA, los bancos españoles y los bancos públicos vendieron dólares de manera coordinada para frenar la fuerte demanda de esos días. Si tenemos

11) Cualquiera que haya ingresado a un banco extranjero en la Argentina habrá visto un cartel que aclara que “ningún accionista mayoritario extranjero responde por las operaciones que realiza la filial en el país”.

en cuenta los problemas asociados a la suba de precios de los bienes de la canasta básica de alimentos que acarrea una suba nominal del dólar,<sup>12</sup> no parece errada la operación de salir a fijar un techo para la cotización del dólar.

En relación con la tasa de interés, la autoridad monetaria tomó una serie de medidas tendientes a recomponer la liquidez del sistema financiero. Por un lado, se instauró la posibilidad de computar bimestralmente la constitución de los efectivos mínimos en pesos, a la vez que redujo la exigencia mínima diaria del 50% al 40%, en relación a la del mes anterior. Por otra parte, suspendió la licitación de letras y notas del BCRA prevista para el 31 de julio, y a su vez salió a rescatar LEBAC y NOBAC en circulación.

La tasa de interés entre bancos que estaba relativamente estabilizada en torno al 8% antes del episodio de crisis, se encuentra actualmente en un entorno del 12 al 14% anual, pero con una mayor volatilidad. En tanto que el dólar en el mercado mayorista se encontraba en 3,10 pesos, llegó a 3,17 y quedó estabilizado en torno a los 3,12 pesos por dólar.

La autoridad monetaria plantea que el movimiento de tasas solo afecta los créditos de muy corto plazo y que no tendrá repercusiones sobre los préstamos de más largo plazo, que son los que mayor efecto poseen sobre la actividad económica. Si bien es prematuro aventurar resultados, parece lógico suponer que asistiremos a un encarecimiento de los créditos, a menos que el Banco Central tome nuevas medidas a favor de una mayor liquidez.

De todas maneras, la autoridad monetaria debería evitar que se cambie el eje de la discusión. Con anterioridad a los sucesos en el mercado financiero y cambiario en la argentina, la principal preocupación giraba en torno a la baja intermediación financiera; a discutir por qué los bancos no prestan.<sup>13</sup> No podemos conformarnos con regulaciones que consigan que los bancos no presten más caro lo poco que prestan.

En un plano más profundo, consideramos que se requiere avanzar sobre una agenda de temas que apunten al objetivo de desconectar lo más posible el mercado financiero local de los centros financieros internacionales, por un lado, y la dinámica de la valorización financiera del proceso de crecimiento económico en la Argentina. Este doble objetivo evitaría lo que actualmente le sucede a los Estados de los países centrales: tener que pagar enormes rescates porque buena parte de la sociedad quedó como rehén.

Los episodios de los finales de la convertibilidad constituyen un ejemplo fresco para nosotros. Toda la nueva deuda emitida luego de la devaluación, que representa actualmente cerca de la mitad del stock actual de deuda pública, fue producto del rescate del Estado a los bancos que tenían de rehén a una parte importante sociedad (o por lo menos, la más bulliciosa): depositantes y propietarios con crédito hipotecario.

Es necesario, en este sentido, analizar las políticas económicas también desde esta óptica. Es decir, pensar regulaciones e instituciones que hagan que el Estado no tenga luego que salir a rescatar a la gente que quedó de rehén. Porque la trampa está al principio, no al final.

12) Con el agravante del problema del INDEC, que al no haber convención sobre el índice de precios, cada quien ajusta los precios por su sensación térmica más que por un índice oficial.

13) El stock de crédito al sector privado no financiero apenas alcanza los 74 mil millones de pesos; menos del 11% del PBI. Las letras y notas del banco central suman 60 mil millones de pesos, casi lo mismo que todos los préstamos al sector privado.

## ¿Del “viento de cola” a la “enfermedad holandesa”? Chile y Argentina frente a la mejora de los términos de intercambio<sup>1</sup>

Por Cecilia Peluffo

**Argentina ha experimentado altas tasas de crecimiento desde la recuperación posterior a la devaluación, las mismas se vinculan principalmente con la expansión de la demanda doméstica. Por otra parte, Chile también crece impulsado por la mejora de sus precios de exportación.**

**Ambos países adoptaron estrategias de políticas diferenciadas, y los datos reflejan que la estructura de exportaciones se ve menos perjudicada por un modelo basado en tipo de cambio nominal alto y el crecimiento por demanda interna, que en otro donde la apreciación cambiaria limita los incentivos a diversificar la estructura productiva en un contexto de mejora de términos de intercambio.**

### Introducción

En la edición anterior de Entrelíneas hemos analizado la evolución del producto de los países de América Latina en el período 2002-2006 y la relevancia que tuvo el “viento de cola” asociado a la mejora de los términos de intercambio para explicar el crecimiento de algunas economías de la región.

En esta nota, de carácter preliminar y exploratorio, discutiremos a partir de un conjunto de indicadores generales los efectos que tiene la modificación en los términos de intercambio sobre la estructura productiva de los dos países y sus efectos potenciales sobre la sustentabilidad del proceso de crecimiento. En particular, tendremos en cuenta la relación entre los regímenes cambiarios, la diversificación de las exportaciones y la consecuente exposición al riesgo vinculada con las oscilaciones de los mercados internacionales de bienes. Tomaremos como caso de estudio al chileno, considerando sus similitudes y diferencias respecto de la economía argentina en la etapa posterior al año 2002.

Cabe destacar que los procesos de crecimiento son altamente diferenciados. El crecimiento de Argentina en el período bajo análisis posee características muy particulares y se da a partir de una situación de prolongada depresión, en donde existían altos y persistentes niveles de desempleo. En este contexto encontramos que los principales factores que explican el aumento del producto se encuentran en la recuperación de la demanda interna y los cambios de precios relativos, resultantes de un nuevo esquema de política macroeconómica tras el colapso de la convertibilidad. Por otra parte, el crecimiento de Chile se cimentó en la mejor situación en la que se posicionó su comercio exterior como consecuencia de un “efecto precio” positivo que recayó sobre sus exportaciones.

La hipótesis de la nota es que Chile está expuesto a experimentar un proceso de “enfermedad holandesa”, impulsado por el incremento de los precios internacionales de sus exportaciones. La apreciación de su tipo de cambio real y la concentración cada vez más marcada en su producción en productos asociados esencialmente a la extracción de cobre y molibdeno, enfrenta a su economía a una mayor fragilidad macroeconómica

<sup>1</sup> Se agradece a Pablo Lavarello, Alfredo Iñiguez, Miguel Zanabria y Gerardo De Santis por sus comentarios.

ante la eventual reversión de sus términos de intercambio. La moneda de Argentina también se apreció en términos reales en los últimos años pero, en nuestro caso a diferencia del chileno, este proceso responde al efecto de aumento de precios internos posterior a una fuerte devaluación y una importante expansión de la demanda interna. Como veremos en la última sección, las diferentes modalidades en las que se manifiesta el cambio en los precios relativos se traduce en diferentes respuestas de su estructura de exportaciones.

### La enfermedad Holandesa. Antecedentes

En la literatura ha recibido considerable atención el fenómeno denominado Enfermedad Holandesa (Dutch disease), cuyo nombre viene del hecho de que la estructura productiva de Holanda se vio sustancialmente afectada luego de que se descubrieran en su territorio significativos depósitos de gas en los años 60 y, a partir de entonces, su moneda (el florín) se apreciara en términos reales reduciéndose, consecuentemente, la rentabilidad de las exportaciones industriales disminuyendo la diversificación de sus exportaciones que se concentrarían fuertemente en las actividades extractivas.

La idea de “enfermedad holandesa” ha sido interpretada a partir de modelos simples con dos sectores, uno de bienes no transables y otro de bienes transables. En estas condiciones, ante el descubrimiento o el incremento del precio internacional de un recurso natural, la producción transable tradicional de un país, declina.<sup>2</sup> En general este proceso se explica como la resultante del boom de las exportaciones de recursos naturales, que deja como saldo divisas excedentes en el mercado cambiario local, provocando una apreciación del tipo de cambio nominal, que luego se traduce en una apreciación real. En el marco de un enfoque meramente estático, si se considera una economía de solo dos sectores, uno no transable y otro transable internacionalmente, la apreciación real se traduciría en una reasignación de recursos del sector transable tradicional al sector productor de no transables, que se ve favorecido ante el incremento en la demanda interna que se produce como consecuencia de la mejora de los términos de intercambio del país. En cambio, si suponemos que existe además del sector de bienes no transables y un sector de bienes transables tradicionales basados en recursos naturales- una amplia gama de industrias de bienes transables que presentan rendimientos crecientes dinámicos, las conclusiones son diferentes. En este caso, la apreciación real generaría una reasignación de recursos del sector manufacturero a los sectores no transables concentrando las exportaciones en una acotada gama de productos transables tradicionales. Esto se traduciría en una menor diversificación de las exportaciones y en un menor crecimiento, más allá de los efectos precios asociados a la mejora de los términos de intercambio.

### Contexto de políticas macroeconómicas y mejora de los términos de intercambio en Argentina y Chile

Teniendo en cuenta estas consideraciones generales, a continuación presentaremos indicadores que nos permitirán identificar las diferentes respuestas de las economías Argentina y Chilena a la mejora de los términos de intercambio en los últimos años.

Entre el año 2002 y el año 2005 ambos países tuvieron un incremento en sus términos de intercambio del orden del 8.31% y del 43.83%, respectivamente, lo que estaría indicando que Chile es, de los dos países considerados, el mejor candidato a sufrir un proceso de Enfermedad Holandesa.

2) Una referencia teórica destacada en este tema es W. Max Corden, “Booming Sector and Dutch Disease Economics: Survey and Consolidation”, Oxford Economic Papers, noviembre de 1984.

**Cuadro 1: indicadores para Argentina y Chile, período 2002-2006**

	2002	2003	2004	2005	2006
<b>Términos de intercambio</b>					
Argentina	100,00	108,61	110,64	108,31	s.d
Chile	100,00	105,76	128,50	143,83	s.d
<b>Crecimiento del PBI</b>					
Argentina	-10,89	8,84	9,03	9,18	8,46
Chile	2,18	3,92	5,98	5,71	3,97
<b>Balanza comercial como % del PBI</b>					
Argentina	6,75	6,08	3,94	3,38	s.d
Chile	2,27	3,79	9,30	9,26	s.d
<b>TCN índice base 2002=100</b>					
Argentina	100,00	94,69	95,43	94,93	99,82
Chile	100,00	100,36	88,45	81,24	77,08
<b>IPC índice 2002=100</b>					
Argentina	100,00	113,44	118,45	129,87	144,03
Chile	100,00	102,81	103,89	107,07	110,70
USA	100,00	102,27	105,01	108,57	112,07
<b>TCR 2002=100</b>					
Argentina	100,00	85,36	84,60	79,36	77,68
Chile	100,00	99,83	89,40	82,38	78,04
<b>Tasa de desempleo urbano</b>					
Argentina	19,70	17,30	13,60	11,60	10,40
Chile	9,80	9,50	10,00	9,20	7,90
<b>Salario medio real anual. Índice base 2002=100</b>					
Argentina (industria)	100,00	98,13	107,96	114,52	s.d
Chile	100,00	100,96	102,88	104,81	s.d

Fuente: CIEPYC, en base a datos de CEPAL.

Sin embargo, además de la diferencia de magnitud en el aumento abrupto de los precios internacionales, la respuesta de las economías se encuentra fuertemente mediada por los marcos macroeconómicos de los dos países al momento de de la mejora en las condiciones internacionales.

Desde mediados de los 80 Chile mantuvo un régimen de tipo de cambio caracterizado por bandas cambiarias que se ajustaban en función de las diferencias entre la inflación doméstica y la internacional, lo cual reflejaba la importancia que se le daba desde el punto de vista de la política doméstica a evitar desalineamientos excesivos en el nivel del tipo de cambio real.

La política cambiaria chilena se ha modificado sustancialmente a partir de fines de la década pasada, cuando empezó un período de flotación. El Banco Central de Chile dejó de ser un protagonista importante en el mercado, ya que en general sólo intervino en circunstancias excepcionales, generalmente vinculadas con tendencias a la



devaluación de la moneda, debido a que el control inflacionario pasó a ser privilegiado como objetivo de política respecto al mantenimiento de un tipo de cambio competitivo y estable.<sup>3</sup>

El cuadro 1 muestra que en el año 2004 se da una fuerte apreciación de la moneda chilena, lo que coincide con un gran incremento de los términos de intercambio. En enero de 2002 el precio del cobre era de U\$S 1.531/TM, mientras que en 2004 su precio ascendió a más de U\$S 3.000/TM, siguiendo posteriormente una tendencia creciente. En este contexto de política cambiaria, la situación en la economía chilena presenta todos los síntomas característicos de enfermedad holandesa, ya que la apreciación de su tipo de cambio nominal refleja la abundancia de divisas derivadas de la exportación de cobre en el mercado cambiario doméstico, en donde el gobierno dejó apreciar la moneda de modo sustancial.

Sin embargo, en el período 2002-2006 el tipo de cambio real se apreció en términos relativos en mayor magnitud en la economía Argentina, lo que sería paradójico dado el marco teórico presentado. La política cambiaria doméstica estuvo abocada al mantenimiento de un tipo de cambio nominal alto, conteniendo las presiones a la apreciación de manera relativamente exitosa. Entonces ¿qué hay detrás de esta apreciación?, la respuesta a este interrogante se encuentra en la evolución de la inflación local.

El aumento de los precios de Argentina tiene distintas raíces, relacionadas con las características estructurales de nuestro país, con la salida del régimen de convertibilidad y con el proceso de crecimiento que viene experimentando la economía desde entonces. Argentina se inserta en el comercio internacional exportando “bienes salario”, esto es bienes que son también parte fundamental del consumo de la población doméstica, lo cual implica que aumentos de los precios de los productos de exportación que se dan en los mercados internacionales impactan directamente sobre la canasta de consumo local y éstos se trasladan al resto de los sectores productivos, al mismo tiempo que los trabajadores buscan recomponer sus ingresos relativos.<sup>4</sup>

### La especialización exportadora y sus efectos sociales

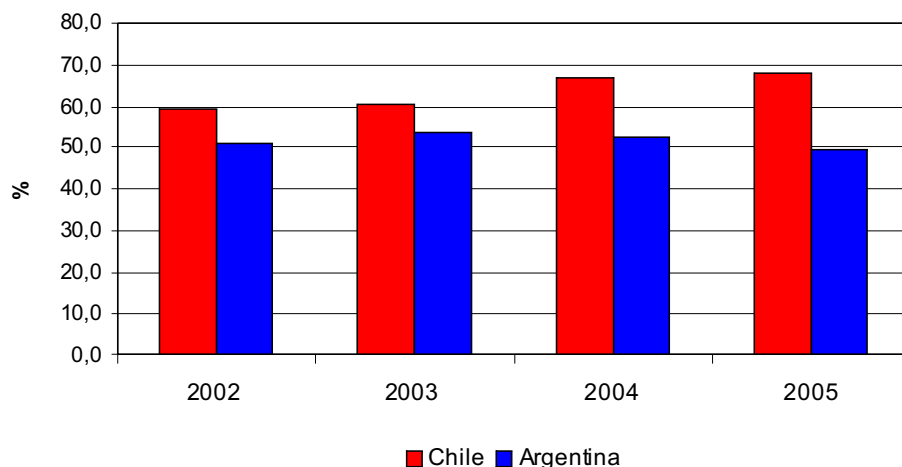
En este apartado nos interrogamos sobre cuales son los efectos de la apreciación real sobre el perfil sectorial de las exportaciones. Indagando sobre el grado de diversificación en las exportaciones de cada uno de los países encontramos que en el período 2002-2005 se produce una fuerte concentración en las exportaciones chilenas, fenómeno que se vincula con el aumento del precio internacional de sus recursos mineros.

En el total de las exportaciones de Chile aumenta la participación de las actividades extractivas y sus derivados, sus 10 productos principales de exportación pasan de ser el 59.3% del total a un 67.9% del total, es decir que el indicador se incrementa en 14.5 puntos porcentuales; para el caso Argentino en el mismo período las exportaciones de los 10 productos principales pasan de ser un 50.9% del total de las exportaciones a un 49.6%, es decir que la estructura de exportaciones prácticamente se mantiene estable, y por ende, el crecimiento de las exportaciones no es explicado por los principales productos exportados.

3) Ver “Carta Económica”, CENDA Santiago de Chile, noviembre de 2007.

4) El tema se profundizó en la edición de Entrelíneas Nro 1 de Junio de 2007 las notas de P Lavarello: “Fondo compensador del precio de los alimentos: desalineándose de los precios internacionales”; pp. 10-15 y, G. Saller “El incremento de los precios y el rol de los acuerdos”, pp.16-21.

**Gráfico 1: Participación de los 10 productos principales exportados en el total de exportaciones del país**



Fuente: CIEPYC, en base a datos de CEPAL

Esto permite inferir que ante una mejora de los términos de intercambio, la política cambiaria chilena lejos de neutralizar los efectos de “enfermedad holandesa”, genera efectos perversos sobre la estructura de sus exportaciones. Esto incrementa su fragilidad macroeconómica, dado que en el mediano plazo el país puede verse gravemente afectado ante la eventual reversión de sus términos de intercambio. El análisis efectuado hasta aquí estaría indicando que la estructura de exportaciones se ve menos perjudicada por un modelo basado en tipo de cambio nominal alto y el crecimiento por demanda interna que en otro en el cual el cepo de la apreciación cambiaria nominal limita los incentivos a diversificar la estructura productiva.

Los efectos sobre las condiciones de vida de la población fueron altamente diferentes. En el período 2002-2006 el desempleo se redujo y los salarios aumentaron en ambos países, aunque comparativamente ambos efectos fueron mayores en el caso Argentino.

Adicionalmente, debe destacarse que si bien los análisis tradicionales de la problemática de la enfermedad holandesa se han efectuado desde una perspectiva de equilibrio general walrasiano, si incluimos en el estudio la posibilidad de que exista desempleo involuntario y diferentes propensiones a consumir según diferentes niveles de ingreso, encontramos que a partir de un proceso como el que describimos para la economía chilena se moderan los efectos sobre los niveles de empleo y la distribución del ingreso. Las regresivas distribuciones del ingreso asociadas a economías extractivas se traducen en una demanda efectiva interna poco dinámica, por lo que la pérdida de diversificación impacta directamente sobre el empleo. Los datos para la distribución funcional del ingreso por sector económico en Chile muestran que la menor participación del trabajo en el producto está asociada a la minería, en particular para el promedio 1987-1996, el trabajo se lleva sólo 22.6% del producto en ese sector.<sup>5</sup>

5) Fuente: MIDEPLAN 2000. Estudios sobre la distribución del ingreso. Estructura Funcional, Chile 1987-1996.

## Conclusiones

El análisis realizado nos permite concluir que mientras Chile experimenta un proceso de enfermedad holandesa, dicho fenómeno económico no se encuentra presente en Argentina. A pesar de ello, paradójicamente el tipo de cambio real se apreció más en nuestro país en el período 2002-2006. Sin embargo la explicación de este fenómeno no reside en la política cambiaria, sino en causas estructurales asociadas a la persistencia de un perfil exportador basado en materias primas agroalimentarias y en una política de acuerdo de precios extremadamente permisiva.

A pesar de ello, la menor magnitud del shock de términos de intercambio y el esquema cambiario adoptado en Argentina presenta efectos menos perjudiciales sobre la estructura comercial que en el caso Chileno. Esto permite afirmar que, aún considerando las diferencias estructurales entre ambos países, la política de tipo de cambio nominal alto y una mejora en el salario real es una mejor opción desde el punto de vista estructural ante una mejora de los términos de intercambio.

# Pobreza, desigualdad y crecimiento

Por Germán Saller

**Argentina experimentó en los últimos cinco años un espectacular crecimiento del orden del 50% en términos reales. ¿Cómo se traduce este crecimiento en términos sociales?. ¿Este ingreso se distribuyó igualitariamente?. ¿Se redujeron las diferencias sociales?. La nota analiza la evolución de la pobreza y la distribución personal y funcional del ingreso, destacando las virtudes y debilidades de los resultados.**

## Introducción

Determinar en qué condiciones sociales se encuentra la Argentina no es una tarea sencilla porque su abordaje debería tener en cuenta las múltiples dimensiones del problema.

Desde el punto de vista económico, las condiciones sociales se pueden visualizar, por un lado, a partir de diversos indicadores que tratan de cuantificar el acceso a ciertas condiciones vinculadas al bienestar de la población. Este conjunto de indicadores los podemos asociar a mediciones absolutas y directas de bienestar. Tal es el caso, por ejemplo, del índice de Necesidades Básicas Insatisfechas (NBI) donde a través de un relevamiento censal se conoce el acceso de los hogares a viviendas dignas, a la educación, a las condiciones de salubridad y al trabajo.

Como el relevamiento censal se realiza cada 10 años y es necesario contar con información más frecuente, en las últimas décadas se han aproximado las condiciones de accesibilidad mediante mecanismos indirectos; principalmente asociados al ingreso que perciben los hogares. Las líneas de pobreza o indigencia, por ejemplo, son medidas que se determinan mediante la comparación entre los ingresos de los hogares y el costo concreto de un conjunto determinado de bienes, independientemente de que ese conjunto de bienes fuese finalmente consumido o no por los hogares.<sup>1</sup> Sólo alcanza con saber si dichos hogares contaban o no con la posibilidad monetaria de acceder a ellos. Por dicho motivo, son medidas indirectas y siguen siendo absolutas, porque se trata de determinar el acceso o no a un conjunto concreto de bienes y/o mercancías que determinan si el hogar tiene o no cierta condición (en este caso si es pobre/indigente o no).

Desde otra perspectiva, tenemos un conjunto de indicadores relativos que están asociados a medidas de equidad distributiva. No nos interesa el análisis de estos indicadores desde el punto de vista del acceso a determinada canasta, sino una comparación entre la situación de los distintos grupos, estratos o sectores de la sociedad entre sí. Dentro de este conjunto de indicadores se encuentran, por antonomasia, la distribución personal y la distribución funcional del ingreso. En el primer caso, medimos

1) Esto constituye una fuerte debilidad del indicador ya que cualquier gasto aleatorio o no considerado en la canasta representativa de un hogar no pobre pero que esté próximo a serlo por tener bajos ingresos, puede transformarlo en pobre en los hechos a pesar que la “estadística” no lo incluya

la apropiación del ingreso de los estratos sociales comparada entre sí y, en segundo lugar, la apropiación del ingreso asociada a los servicios de los factores productivos, esto es, el trabajo y el capital.

Argentina experimentó en los últimos cinco años un espectacular crecimiento del orden del 50% en términos reales y esto se traduce en un crecimiento de la misma magnitud del ingreso que recibieron las familias. ¿Cómo se traduce este crecimiento en términos sociales?. ¿Este ingreso se distribuyó igualitariamente?. ¿Se redujeron las diferencias sociales?.

En lo que sigue se presenta una descripción de la evolución de la pobreza, y de la distribución personal y funcional del ingreso, para saber en qué medida dicho crecimiento se tradujo en mejoras de estos indicadores.

Por último, es destacable mencionar que no alcanza sólo con comparar la situación actual con el abismo del año 2002 ya que las conclusiones podrían parecer redundantes. Intentaremos extender la comparación al período previo a la caída del esquema de convertibilidad.

### Línea de pobreza

La pobreza, en tanto expresión de un vasto proceso de destrucción y fragmentación de la sociedad resultante de 30 años de políticas neoliberales, asume múltiples dimensiones de difícil abordaje. Su medición no es una tarea sencilla y cualquier resultado que sea fruto de metodologías alternativas, estará reflejando apenas un plano del fenómeno.<sup>2,3</sup>

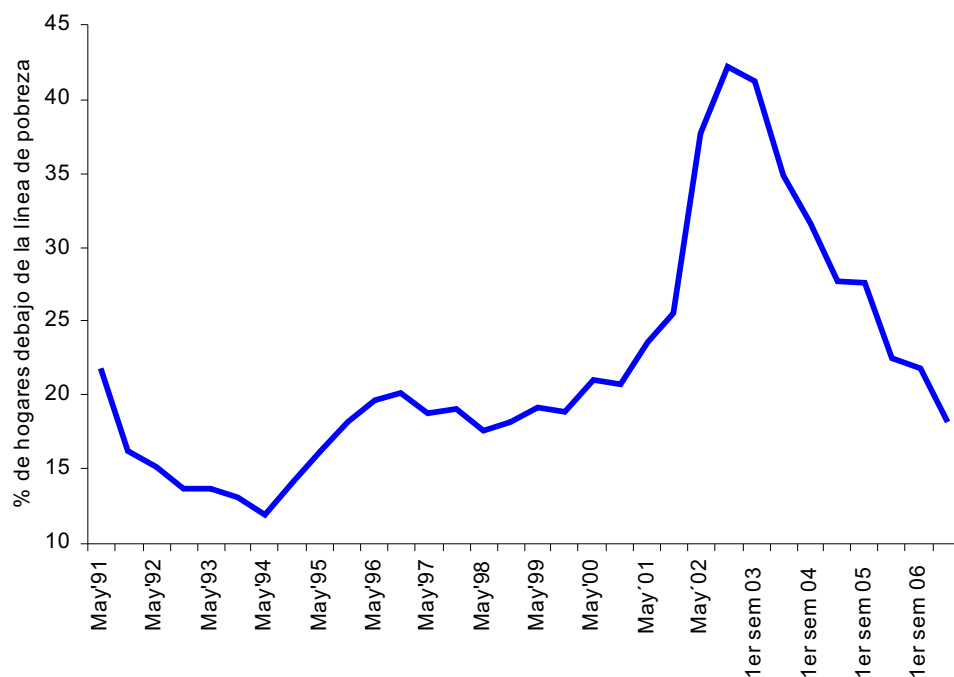
En el gráfico 1 se muestra la evolución de la cantidad de hogares que se encuentran debajo de la línea de pobreza. Como puede apreciarse, la pobreza en los hogares presenta un inequívoco retroceso desde octubre de 2002, cuando alcanzó el pico de la serie con casi el 43% de los hogares debajo de la línea de pobreza. Aún teniendo en cuenta la fuerte reducción que se produjo en los últimos años, el nivel que se evidencia en el último semestre de 2006 es, en el mejor de los casos, igual o apenas inferior a los registros de los años 90.

Por su parte en un mimeo del CIEPYC del año 2006<sup>4</sup>, advertimos que existe una alta concentración de la población que se encuentra en el "umbral" de la pobreza, definido como aquellas familias que no siendo pobres, están a un paso de serlo. En particular, el 25,8% de los hogares tenía un ingreso que oscilaba entre el nivel de una (1) CBT y el equivalente a dos (2) CBT. Quiere decir que más de un cuarto de la población tenía ingresos, como máximo, al equivalente a dos veces la canasta representativa que define si el hogar es pobre o no<sup>5</sup>. Por tal motivo, las variaciones de precios en la canasta CBT, produce que leves corrimientos de la línea atrape a numerosos hogares que están en la proximidad de la pobreza.<sup>6</sup>

2) En términos de indicadores socio-económicos, la pobreza puede abordarse desde dos puntos de vista: directo e indirecto. La medición a través de la línea de pobreza e indigencia, representa un método indirecto. Al mismo tiempo en Argentina se asume un criterio de tipo absoluto a través de la medición de una canasta de bienes denominada CBT (ver Recuadro 1 en el anexo) donde el no acceso a la misma sitúa a los hogares en la pobreza. También la metodología incluye el análisis de la "línea de indigencia" que determina el acceso o no a una canasta alimentaria mínima llamada CBA.

3) La medición a través de la "línea de pobreza" puede darse por hogar o por cantidad de personas. Metodológicamente se calcula la pobreza por hogar y se determina cuáles hogares son pobres y cuáles no. Es decir, se compara el ingreso del hogar con la valorización monetaria de la canasta CBT del hogar para determinar si es pobre o no. A partir de allí todos los componentes del hogar se consideran pobres o no según el hogar se encuentre por debajo o no de la línea de pobreza, independientemente de que alguno de sus miembros obtenga un ingreso individual que le permita no ser pobre en función de la canasta de la CBT individual. Se supone que el ingreso del hogar está integrado entre todos sus miembros.

**Gráfico 1. Pobreza en el Gran Buenos Aires.**  
*Porcentaje de hogares debajo de la línea de pobreza*



Fuente: CIEPYC sobre la base de datos del INDEC

### La distribución del ingreso

Las dos miradas más tradicionales de la distribución del ingreso son la distribución personal y la distribución funcional del ingreso. La primera, analiza cómo se distribuye el ingreso entre los distintos niveles o estratos de la sociedad, sin importar cuál fue la fuente específica que la generó, mientras que la segunda enfoca el análisis en el ingreso generado por los distintos servicios de los factores productivos; es decir, fuerza de trabajo por un lado y medios de producción por el otro. La principal debilidad de esta última mirada es que se verifica una gran heterogeneidad al interior de cada uno de estos grupos (la paradoja del asalariado “gerente” y el capitalista “kiosquero”).

Según Lindemboim y otros, es necesario un análisis en conjunto, ya que ambas formas de medir la distribución del ingreso son complementarias porque cada una analiza distintos momentos del proceso de apropiación.<sup>7</sup>

### La distribución funcional

Respecto de la distribución funcional del ingreso, cabe mencionar que es una serie que ha sufrido importantes vacíos desde el punto de vista de la información. Antes de 1974 era una metodología oficial más, pero dejó de producirse a partir de ese año para ser retomada recién en octubre de 2006 con una metodología no comparable.

Durante dicho lapso de tiempo, fue sólo a partir de información privada y de esfuerzos de cálculos aislados que se estimaron distintas versiones de la distribución funcional del ingreso. Una reciente metodología puede encontrarse en Lindemboim, Graña y Kennedy, “Distribución funcional del ingreso en Argentina. Ayer y Hoy” (2005). En él se puede

4) “El Umbral de la Pobreza”. Mimeo CIEPYC septiembre de 2006.

5) Esta fuerte concentración de hogares al umbral de la pobreza es fruto de una actual línea de investigación del CIEPYC

6) Por supuesto, suponiendo el ingreso de los pobres constante o con un crecimiento inferior al de los precios.

7) Lindemboim y Otros (2006). “La distribución funcional del ingreso en Argentina: incidencia de los precios relativos en la última década”. 7mo Congreso Nacional de Estudios del Trabajo. ASET.



seguir la evolución de la participación de la distribución del ingreso desde 1993 hasta 2004, es decir sólo podemos apreciar en forma incipiente los efectos del esquema macroeconómico puesto en marcha desde 2002.

Según este trabajo, la masa de salarios representaba en 1993 el 40% del producto bruto interno a precios de mercado y se reduce hasta llegar en 1997 al 31%. Entre 1997 y 2001 la participación de la masa salarial oscila en un promedio del 32% y cae abruptamente en 2002 al 25,4% y toca el piso de la serie en 2003 con un 22,9%. Recién en el último año de la serie se evidencia una recuperación llegando casi al 24% del PBI.

En octubre de 2006 el Ministerio de Economía de la Nación (Mecon) presentó la Cuenta de Generación de Ingresos para estimar la distribución funcional del ingreso luego del letargo de información oficial desde 1974. La información actual es anual para el período 1993-2006, dos años más que la serie de Lindemboim, lo que llega a expresar con un poco más de exactitud el estado de situación vigente ya que tanto los salarios como el trabajo asalariado (ambos componentes de la masa salarial) experimentaron un fuerte crecimiento durante el 2006.

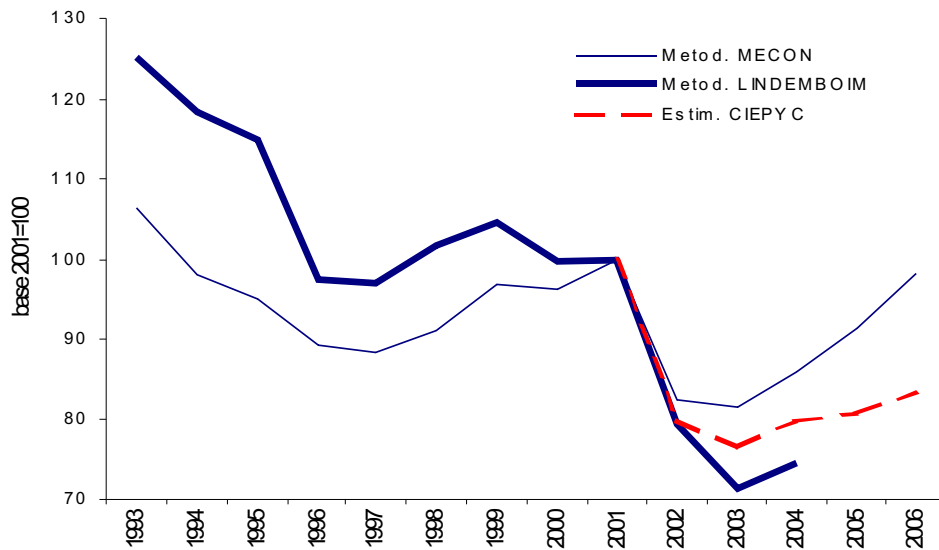
En el caso de la medición del Mecon, la participación de las remuneraciones a los factores productivos se estima como porcentaje del producto bruto interno a precios básicos y no a precios de mercado, y la serie de masa salarial presenta una evolución menos volátil que la de Lindemboim.

En efecto, si bien comienza con una participación de casi 45% en 1993 (40% según el trabajo anterior), la reducción en el mediano plazo es menos sensible y toca un piso de 34,3% en el año 2003. La serie comienza a crecer y alcanza en 2006 al 41,3%. Con este valor, la participación de la masa de salarios alcanza el nivel del año 2001 previo a la crisis, y se encuentra a sólo 3 puntos porcentuales del pico de la serie en 1993.

A los efectos de mejorar la lectura de la descripción anterior, hemos estimado la evolución de la participación de la masa de salarios en el ingreso utilizando fuentes oficiales de información alternativas a la de la cuenta de generación de ingresos. Dado que se trabajó con números índices en lo que respecta a los salarios, sólo es posible a través de la serie que presentaremos tener una perspectiva de la evolución en el tiempo sin tener la precisión del porcentaje que representa la masa salarial sobre el producto. La metodología y fuentes de información pueden verse en el recuadro 2 del anexo.

**Gráfico 2. Evolución de la Distribución Funcional del Ingreso. 1993-2006**

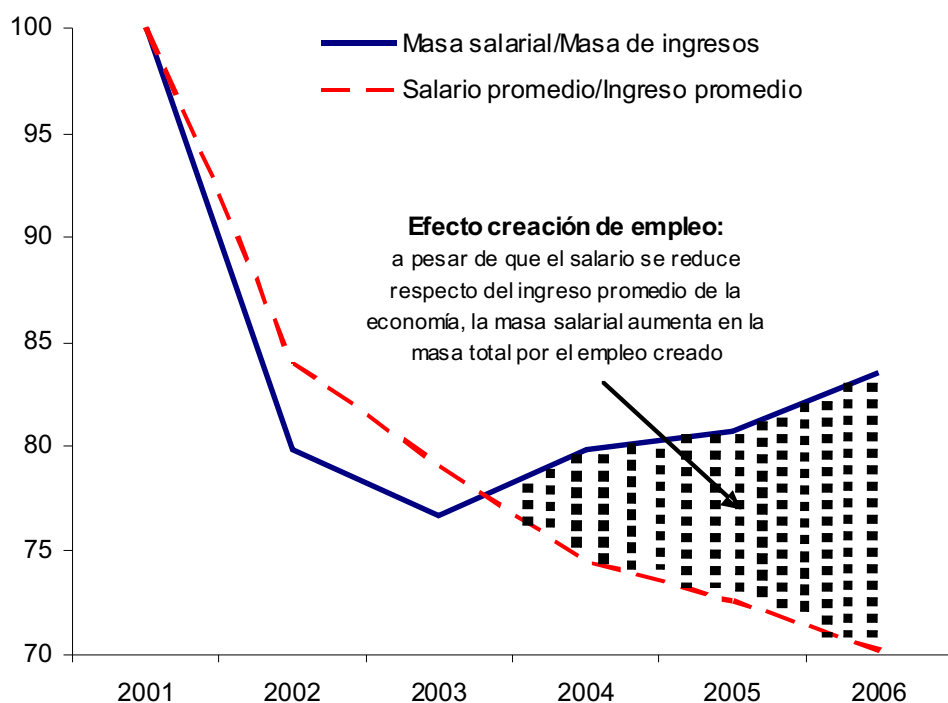
Base 2001=100



Fuente: CIEPYC, sobre la base de datos de la EPH-INDEC, Ministerio de Economía, Lindemboim y otros ("Distribución funcional del ingreso en Argentina. Ayer y Hoy") y estimaciones propias

En el gráfico 2 se incorporan las tres series analizadas (Lindemboim, Mecon y Ciepyc) utilizando como base el año 2001=100 para poder hacerlas comparables.

**Gráfico 3. La importancia de la creación de empleo en la mejora de la distribución funcional del ingreso. Base 2001=100**



**Efecto creación de empleo:**  
a pesar de que el salario se reduce respecto del ingreso promedio de la economía, la masa salarial aumenta en la masa total por el empleo creado

Fuente: CIEPYC sobre la base de datos de la EPH-INDEC, Ministerio de Economía y estimaciones propias

Por último, en lo que concierne a la distribución funcional del ingreso, hay que advertir que el crecimiento del indicador en los últimos años se da en un contexto de fuerte creación de empleo que es el principal responsable del aumento de la masa salarial.

En el gráfico 3 se presenta la evolución del ratio que presentamos en el gráfico 2 (masa salarial/pbi), en comparación con el ratio salario promedio/ingreso promedio, utilizando la metodología propia. Como puede apreciarse, la caída del salario relativo al ingreso promedio de la población nunca evidenció un crecimiento desde la brusca caída en 2002. En los primeros dos años la participación de los salarios en el PBI se redujo mucho más, debido a que también el empleo estaba cayendo. A partir del año 2004 la creación de empleo más que compensa la continuidad del deterioro relativo del ingreso asalariado y la masa de salarios comienza a ser más representativa en los ingresos totales.

Si utilizamos la información de la cuenta de generación de ingresos (metodología Mecon), los salarios promedio habrían experimentado en 2005 y 2006 un crecimiento mayor al del promedio de ingresos de la economía con lo que el impulso de la representación de la masa salarial en el PBI se explicada no sólo por la creación de empleo sino también por una recuperación de los salarios.

La distribución personal

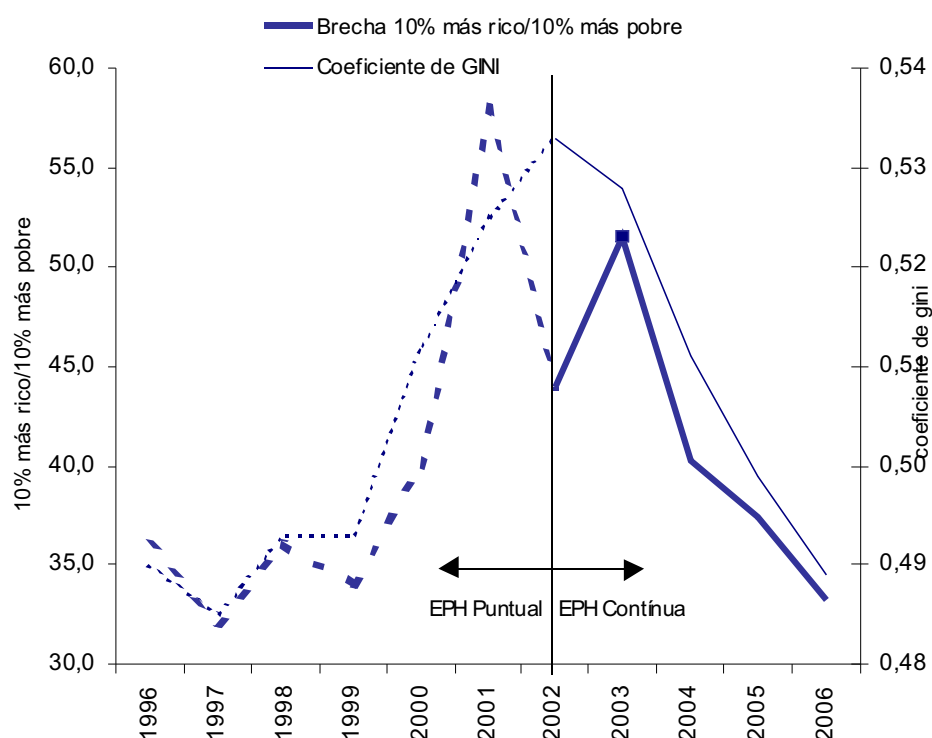
Para finalizar, resta revisar el comportamiento de la distribución personal del ingreso. Se

puede abordar desde dos perspectivas. Por un lado, desde el punto de vista de la brecha de ingresos entre pobres y ricos. Por el otro, a partir del seguimiento del llamado Coeficiente de Gini, que analiza la desigualdad en el ingreso, no entre extremos sino que involucra a todos los estratos de la sociedad.

En el gráfico 4, mostramos la evolución de la distribución personal del ingreso desde estas dos perspectivas. La brecha de ingresos se mide como la relación de ingresos entre el 10% más rico y el 10% más pobre. Ambos indicadores alcanzaron los niveles de diez años atrás reduciéndose drásticamente la desigualdad evidenciada en el pico de la crisis.

**Gráfico 4. Distribución personal del ingreso**

**Evolución del coeficiente de Gini y de la brecha 10% más rico/10% más pobre**



Fuente: CIEPYC sobre la base de datos de la EPH-INDEC y Ministerio de Economía

## Conclusiones

El crecimiento de la economía, pero mucho más la creación de empleo, han sido fundamentales para entender la mejora de los indicadores sociales en la Argentina.

Es obvio el mejoramiento frente al 2002, ya que este año representa el piso de una de las mayores crisis de la historia económica y política del país, pero no es tan obvio respecto de los indicadores sociales de los años 90, sobre todo respecto de aquellos años de auge (92/93 y 96/97).

Si alcanzamos los mismos indicadores previos a la crisis ¿debiéramos alegrarnos por los resultados encontrados?.

Si bien hay que mantener una expectativa moderada con los resultados porque no podemos hablar aún de indicadores satisfactorios, hay dos cuestiones que pueden considerarse alentadoras. En primer lugar, porque fueron sólo cuatro años de crecimiento los que permitieron alcanzar los indicadores de diez años atrás (distribución personal del ingreso y línea de pobreza) y de quince años atrás (distribución funcional). En segundo lugar, porque la mayor virtud de este proceso, a diferencia de los 90, es que está sustentado por una fuerte expansión del empleo formal, lo que supone un reaseguro más estable frente a una posible de crisis, por su lógica mayor inflexibilidad que el empleo informal o precario característico de los 90.

Las mayores fragilidades se encuentran, por el lado de la pobreza, dada su alta sensibilidad frente a cambios en los precios de la canasta básica: pequeños cambios en los precios de la canasta implican una gran incorporación de hogares a la pobreza. Por último, en lo que concierne a la distribución funcional del ingreso, la mayor debilidad es que la trayectoria de la retribución al trabajo frente al resto de las remuneraciones, muestra cómo el trabajo como fuerza productiva se encuentra desvalorizado frente al capital, ya que, según las fuentes oficiales que se tomen, enfrenta un comportamiento decreciente o, en el mejor de los casos, con una mejora en el último bienio.

## Anexo I

### Recuadro 1. Diccionario. ¿Qué es.....

#### ...la Canasta Básica Alimentaria (CBA) y la Canasta Básica Total (CBT)?

La CBA es un conjunto de variados alimentos que le aportan a una persona adulta de entre 30 y 59 años las calorías y proteínas mínimas necesarias durante el transcurso de un mes para poder vivir. Si a la CBA le añadimos un conjunto de bienes y servicios no alimentarios considerados esenciales, estamos haciendo referencia a la Canasta Básica Total (CBT). Todos los meses estas canastas se "valorizan" en función de la evolución de los precios de los bienes que forman parte de dichas canastas. Por ejemplo, supongamos que en un período de referencia, la CBA valía \$127,48 mientras que la CBT valía \$275,35. Esto quiere decir, que un adulto equivalente (ver más adelante) necesitó de \$127,48 durante para poder alimentarse correctamente (CBA) mientras que hubiera necesitado \$275,35 para alimentarse correctamente y consumir otros bienes y servicios esenciales (CBT).

#### ...la expresión "un adulto equivalente"?

Dado que los requerimientos nutricionales son diferentes según la edad, el sexo y la actividad de las personas, es necesario hacer una adecuación que refleje las características de cada individuo en relación a sus necesidades nutricionales. Para ello se toma como unidad de referencia la necesidad energética (2.700 calorías) del varón adulto (de 30 a 59 años, con actividad moderada) y se establecen relaciones en función del sexo y la edad de las personas construyendo así una tabla de equivalencias. A esa unidad de referencia se la denomina "adulto equivalente". Por ejemplo, si un hogar está compuesto por 2 adultos, una mujer de 35 años (equivale a 0,74 adulto equivalente) y un varón de 40 años (equivale a 1) y de dos hijos varones de 14 años (según sus necesidades de consumo equivale a 0,96) y de 4 años (equivale a 0,63), la cantidad de adultos equivalentes de este hogar es de  $0,74+1+0,96+0,63=3,33$ . Siguiendo con el ejemplo anterior, para cubrir sus necesidades alimenticias mínimas, este hogar hubiera necesitado un ingreso mensual de  $3,33 \times \$127,48 = \$424,5$ , mientras que para cubrir la CBT hubiera necesitado un ingreso de  $3,33 \times \$275,35 = \$916,9$ .

#### ...línea de pobreza y línea de indigencia?

La medición de la pobreza/indigencia con el método de la línea de pobreza/indigencia consiste en establecer, a partir de los ingresos de los hogares, si éstos tienen capacidad de satisfacer un conjunto de necesidades alimentarias y no alimentarias consideradas esenciales. Si el ingreso mensual del hogar no es el suficiente para adquirir la Canasta Básica Alimentaria (CBA), el hogar y sus integrantes se encuentran por debajo de la línea de indigencia. Si el ingreso del hogar no es suficiente para cubrir la Canasta Básica Total (CBT) este hogar y sus integrantes se encuentran por debajo de la línea de pobreza. Por ejemplo, supongamos que la familia del ejemplo anterior, tiene un ingreso mensual de \$650. Comparando, dicho monto alcanza a cubrir la CBA (habíamos dicho que necesitaban para ello \$424,5) por consiguiente, **NO SE ENCUENTRAN POR DEBAJO DE LA LÍNEA DE INDIGENCIA**. Sin embargo, los \$650 son inferiores a los \$916,9 que necesitan para cubrir la CBT; por consiguiente, este hogar **SE ENCUENTRA POR DEBAJO DE LA LÍNEA DE POBREZA**.



## Anexo II

### **Recuadro 2. Estimación Ciepyc de la evolución de la participación de la masa de salarios en el ingreso**

1. Se tomó como representativo de la evolución de los salarios al índice de salarios del INDEC para el período iv trim 2001 hasta iv trim 2006 y se obtuvieron los promedios anuales.
2. El número de asalariados se obtuvo de las encuestas de la EPH-INDEC para el total de aglomerados relevados donde al número de ocupados se descontaron aquellos puestos de trabajo cuyos ingresos provenían de categorías ocupacionales distintas a la de asalariados y aquellos beneficiarios de planes sociales que la EPH consideraba ocupados por tener una contraprestación laboral. En definitiva la serie final que se promedia anualmente, es la de puestos de trabajo asalariado.
3. Se estimó la masa salarial en porcentaje del pbi a precios de mercado en valores corrientes cuya fuente de información es el Mecon.

*La presente revista se editó en la Facultad de Periodismo y  
Comunicación Social.  
Calle 44 N° 676 e/ 8 y 9 - primer piso - oficina N° 4*

## CONSEJO EDITORIAL

Lic. Miguel Zanabria  
Lic. Alfredo Iñiguez  
Lic. Leonardo Perichinsky  
Dr. Pablo Lavarello  
Lic. Gerardo De Santis

## EQUIPO DE INVESTIGACIÓN

Dr. Alejandro Naclerio  
Lic. Germán Saller  
Lic. Rafael Selva  
Lic. Daniela Meroni  
Lic. Julián Barberis  
Cecilia Peluffo  
Agustina Battistuzzi  
Natalia Abdala  
Matías Mancini