

DILEMAS DE POLÍTICA ECONÓMICA EN AMÉRICA LATINA: EVIDENCIA PARA ARGENTINA, BRASIL Y CHILE*

Jorge Katz**
INTELIS – Universidad de Chile

Gonzalo Bernat***
Fundación CREAR y UBA

RESUMEN

Este trabajo aborda los efectos de la macroeconomía sobre la microeconomía, el mercado laboral y los indicadores sociales de América Latina en la última década. Al comparar los resultados en Argentina, por un lado, y en Chile y Brasil, por el otro, se busca destacar las diferencias entre una economía que adoptó un régimen de flotación administrada del tipo de cambio y naciones que implementaron sistemas de “metas de inflación”. La principal conclusión del trabajo es que se opte por uno u otro régimen macro –o por una combinación de ambos– aquel debe ser complementado por políticas sociales y microeconómicas.

Palabras clave: interacciones macro-micro, regímenes macroeconómicos.

ABSTRACT

This paper studies the influence macroeconomic management exerted upon microeconomic functioning and the labor market and social indicators during the last decade in Latin America. In looking at Chile and Brazil, on the one hand, and Argentina, on the other, we intend to put into perspective the results attained in the former two economies, which adopted an inflation targeting regime, with the latter one, which opted for an administrated floating exchange rate regime. The main conclusion is that whether one or the other macroeconomic policy –or an intermediate combination– is chosen, the former should be complemented with social and microeconomic policies.

Key Words: macro to micro interactions, macroeconomic regimes.

* Los autores agradecen los valiosos comentarios recibidos por parte de los integrantes de la Fundación CREAR, así como de los asistentes a la XLVI Reunión Anual de la AAEP realizada en la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad Nacional de Mar del Plata, quienes, en todos los casos, quedan eximidos de los errores u omisiones contenidos en el presente trabajo.

** Profesor e Investigador de INTELIS – Universidad de Chile. jorgekatz@terra.cl

*** Profesor de la Universidad de Buenos Aires e Investigador de la Fundación CREAR.

gbernat@fundacioncrear.org.ar

CODIGO JEL: E60, O11

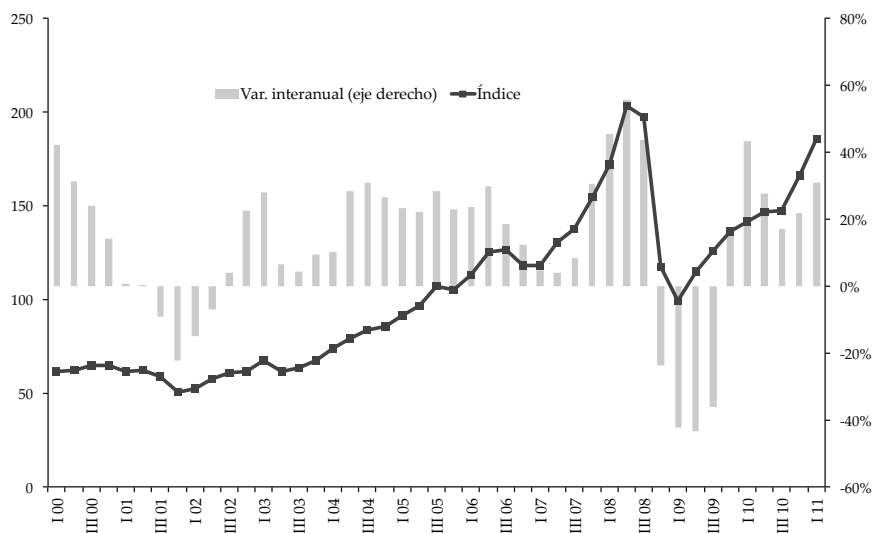
I. Introducción

Desde finales de 2003, los precios internacionales de los *commodities* alimenticios, energéticos y minerales comenzaron a aumentar sostenidamente. Esa tendencia se vio interrumpida transitoriamente a mediados de 2008, aún antes de la profundización de la crisis financiera mundial, y se reinició a partir del segundo semestre de 2009 (Gráfico No. 1).

En ese período, el alza de las cotizaciones de los productos básicos superó tanto en términos de duración como de magnitud y de generalidad a experiencias similares observadas desde la década del sesenta (Bello y Heresi, 2008). No obstante, aún es temprano para afirmar que se produjo un cambio definitivo en el patrón cíclico de esa serie (Bello, Cantú y Heresi, 2010).

Gráfico No. 1: Precios Internacionales de los Commodities (*). 2003-2011.

Índice base 2005=100



(*). Incluye alimentos y bebidas, petróleo, insumos industriales, metales y energía.
Fuente: Elaboración Propia sobre la base de datos del FMI.

Entre los principales determinantes de ese fenómeno, se destacaron factores vinculados con la demanda de materias primas (asociada estrechamente al dinamismo de China y, en menor medida, de India), con la oferta (reducción de inventarios; conflictos bélicos; factores climáticos) y con los mercados financieros (exceso de liquidez mundial; debilidad del dólar; reducción de la tasa de interés).

Asimismo, debe incluirse como variable explicativa al crecimiento en el uso de los biocombustibles para algunos bienes agrícolas, así como el ingreso significativo de capitales de los fondos mutuos de pensiones y de los *hedge funds* a los mercados de futuros de gran parte de los *commodities*.

Por otra parte, el aumento substancial del ingreso de capitales hacia los países en desarrollo se inició a partir de finales de 2004, lo que repercutió en el auge de los mercados internos de bonos y de acciones de las diferentes naciones latinoamericanas. El incremento de los flujos globales de capitales se asoció a diversos factores¹ (Ocampo, 2007): reducidas tasas de interés en los países desarrollados; innovaciones financieras que, unidas a la búsqueda de rendimientos superiores, multiplicaron la demanda y liquidez de los títulos financieros de mayor riesgo; políticas de acumulación de reservas en las economías en desarrollo; reducción de las primas de los activos de mayor riesgo.

Ambas tendencias internacionales afectaron a la macroeconomía de las naciones latinoamericanas mediante diferentes canales de transmisión². En primer lugar, desde comienzos de 2007, los precios internacionales de los alimentos y bebidas comenzaron a replicar el alza acelerada y sostenida que se había registrado previamente en las cotizaciones del petróleo, de los minerales y de los metales.

En consecuencia, a partir de la presencia predominante de los primeros en las canastas de consumo de los hogares latinoamericanos, la tasa de inflación de la región se incrementó desde 5% en 2006 a 8,2% en 2008 (Gráfico No. 2). Posteriormente, luego de la ralentización observada en 2009, la

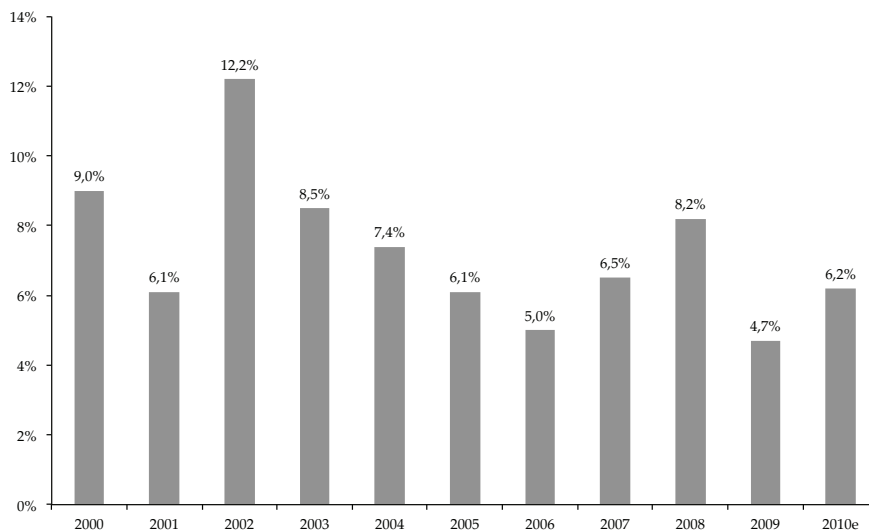
1. Parte de los factores que impulsaron la suba del precio de los *commodities*, como el tipo de cambio real de Estados Unidos, la tasa de interés real y la liquidez internacional, adquirieron un efecto positivo sobre los flujos de capitales internacionales (Bastourre et al., 2007).

2. Al concentrarse en las políticas monetarias y cambiarias implementadas como respuesta a esta tendencia mundial, el impacto fiscal de la suba de los precios internacionales no será estudiado en este trabajo.

tasa de inflación regional volvió a incrementarse en 2010, en línea con la recuperación en los precios internacionales de los *commodities* alimenticios.

Gráfico No. 2: Índice de Precios al Consumidor de América Latina y el Caribe. 2000-2010.

Tasa de variación anual (diciembre/diciembre)³



Fuente: Elaboración Propia sobre la base de datos de la CEPAL.

En segundo lugar, como corolario de la significativa incidencia de los productos básicos en la cesta de exportaciones de América Latina, el aumento sostenido de sus cotizaciones determinó, en conjunción con el incremento sustancialmente inferior de los precios de las importaciones, el crecimiento continuo en los términos de intercambio, que acumularon una suba de 24% entre 2003 y 2010⁴.

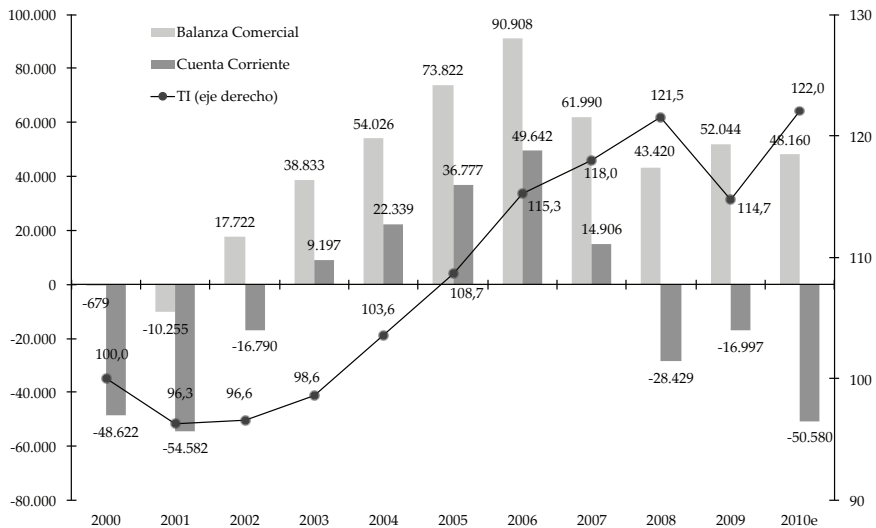
A su vez, esa evolución propició la generación de superávit recurrentes tanto en la balanza comercial como en la cuenta corriente agregada de la

3. Nótese que el elevado valor registrado en 2002 (12,2%) radicó primordialmente en la tasa de inflación argentina (41%), asociada al *pass-through* parcial de la suba del tipo de cambio nominal.

4. Por el contrario, los términos de intercambio de las economías centroamericanas se deterioraron en ese período, debido a su característica de importadoras netas de *commodities* alimenticios y energéticos.

región (Gráfico No. 3). Sin embargo, ambos resultados comenzaron a deteriorarse sensiblemente a partir de 2007, dado que la combinación entre los superávits mencionados y el ingreso permanente de capitales propició la apreciación del tipo de cambio real en gran parte de la economías latinoamericanas, restando competitividad-precio al sector transable (fenómeno denominado “enfermedad holandesa”).

Gráfico No. 3: Resultados Comercial y de Cuenta Corriente y Términos de Intercambio de América Latina. 2000-2010.
En millones de us\$ e índice base 2000=100



Fuente: Elaboración Propia sobre la base de datos de la CEPAL.

En esa línea, el propósito de este trabajo reside en estudiar las diferentes políticas monetarias y cambiarias implementadas por los países de la región en aras de administrar la coyuntura internacional de 2003-2010 (Sección II), así como el resultado de aquellas sobre la macro y la microeconomía real de América Latina mediante el análisis de la evolución del sector externo y de la diversificación y de la productividad en el sector manufacturero (Sección III) y de la dinámica del mercado laboral y los principales indicadores sociales (Sección IV).

Fundamentalmente, se hará énfasis en las diferencias de resultados existentes entre, por un lado, Chile y Brasil, que adoptaron regímenes de “metas de inflación” y, por el otro, Argentina, que optó por privilegiar un esquema de flotación cambiaria administrada.

En términos metodológicos, este trabajo retoma la estructura analítica del enfoque de interacciones macro-micro (Fanelli y Frenkel, 1994), que considera que las restricciones de consistencia macroeconómica (de corto y largo plazo) condicionan y son condicionadas por los desequilibrios macro y por los cambios consecuentes en la estructura productiva.

En línea con ese trabajo, se encontrará evidencia de que en economías con pasado reciente de elevada volatilidad macroeconómica (como Argentina), los cambios de regímenes económicos resultan insuficientes para revertir conductas de “preferencia por la flexibilidad”, lo que lleva a la postergación de proyectos de inversión de índole innovativo y, de ese modo, no se logra transformar la estructura productiva.

Desde un punto de vista empírico, este trabajo se inscribe en la discusión acerca de la existencia de episodios de “enfermedad holandesa” en la región. Al respecto, la evidencia empírica para América Latina y el Caribe demuestra que diversos países ser vieron afectados por episodios de esta enfermedad a lo largo de su historia reciente: Bolivia, Brasil, Ecuador, México, Perú y Venezuela (Mulder, 2006).

En ese contexto, este trabajo aportará evidencia que se encuentra en línea con ese fenómeno económico, tal como que las fases de boom en los precios de los commodities determinan la apreciación de los tipos de cambio reales (véase, por ejemplo, Spatafora y Warner, 1995; Magud y Sosa, 2010); que el aumento en los ingresos de divisas por productos vinculados a los recursos naturales reducen las exportaciones no tradicionales (véase, por ejemplo, Harding y Venables, 2011).

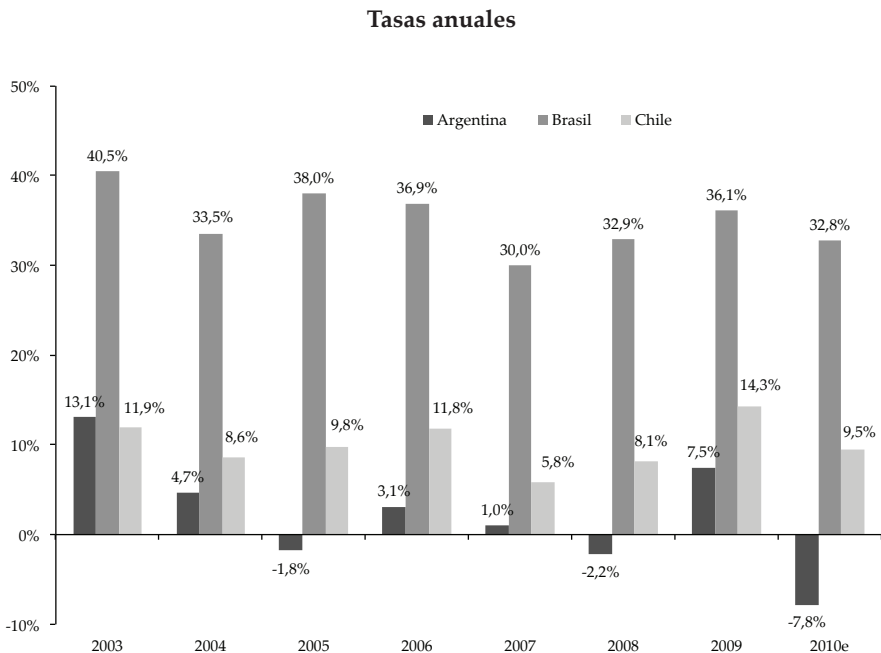
II. Políticas Macroeconómicas Aplicadas por las Naciones Latinoamericanas Seleccionadas

En lo que respecta a las políticas macroeconómicas, Brasil y Chile optaron por revalidar y robustecer los esquemas de “metas de inflación” que habían adoptado durante la década previa. En primer lugar, en 1990, Chile se

había convertido en el segundo país a nivel mundial (luego de Nueva Zelanda) y el primero de la región en implementar esa política (Broto, 2008). Posteriormente, en 1999, Brasil replicó la experiencia chilena.

Como corolario, con el propósito de contrarrestar las presiones inflacionarias derivadas de la evolución de los precios internacionales, ambas naciones debieron recurrir a la fijación de tasas de interés de referencia considerablemente elevadas entre 2003 y 2010 (con un alivio temporal en 2009 debido a la desaceleración en la tasa de inflación), lo que se tradujo en altas tasas de interés activas en términos reales, especialmente en el caso de Brasil (Gráfico No. 4).

Gráfico No. 4: Tasas de Interés Reales Representativas (*) en Naciones Latinoamericanas Seleccionadas (deflactadas por los respectivos índices de precios). 2003-2010.



(*) Argentina: Préstamos en moneda nacional a tasa fija y repactable, documentos a sola firma hasta 89 días de plazo (la tasa se deflactó por los índices de precios relevados por distintos institutos estadísticos provinciales); Brasil: Tasa de Interés Activa Prefijada para Personas Jurídicas; Chile: Tasa de Interés Activa 90-360 días, Operaciones No Reajustables.

Fuente: Elaboración Propia sobre la base de datos de la CEPAL.

Con diferentes intensidades, el régimen anterior actuó sobre la inflación mediante dos mecanismos de transmisión. Por un lado (*canal directo*), las elevadas tasas de interés reales ralentizaron la dinámica de las respectivas demandas agregadas y, de ese modo, atenuaron las presiones inflacionarias en aquellos productos cuyos precios se determinan internamente.

Por otro lado (*mecanismo indirecto*), el nivel de las tasas de interés propició, en un contexto de elevada liquidez global y de bajos retornos en los mercados financieros de los países desarrollados, el ingreso sistemático de capitales, reduciendo los tipos de cambio nominales y, en consecuencia, presionando a la baja a los precios de los productos transables. Más aún, la disminución progresiva de los tipos de cambio nominales perpetuó aquella dinámica, dado que acrecentaba los rendimientos esperados en divisas para los inversores foráneos.

En el caso de Brasil (Barbosa-Filho, 2008), el segundo canal de transmisión adquirió una preponderancia notoriamente superior en el proceso de contención de las tasas de inflación internas de ambas naciones, dado que el efecto de la tasa de interés real sobre la demanda agregada fue comparativamente tenue como resultado de la escasa profundidad de sus mercados financieros.

Contrariando la política predominante en el ámbito regional, Argentina optó por implementar un régimen de flotación administrada del tipo de cambio, con el objetivo de evitar que la mejoría de los términos de intercambio y que la afluencia de capitales globales derivaran en una apreciación real sostenida.

Por ende, en aras de controlar la tasa de inflación, Argentina adoptó una política de crecimiento limitado de los agregados monetarios (sin éxito, como se apreciará más adelante), en tanto que con el propósito de desacoplar los precios domésticos de los alimentos de sus cotizaciones internacionales, se recurrieron a subas en los derechos de exportación y a un régimen de subsidios y compensaciones a los productores de esos bienes (también con escaso éxito). Finalmente, para atenuar el ingreso de capitales especulativos, Argentina aplicó encajes al ingreso de capitales y requerimientos mínimos de permanencia en el país.

Por su parte, las naciones que adoptaron regímenes de metas de inflación realizaron intervenciones continuas en los respectivos mercados cambiarios,⁵ orientadas tanto a acumular reservas internacionales (estrategia de prevención frente a eventuales crisis de iliquidez global) como a atenuar la volatilidad del tipo de cambio real (Chang, 2007). Asimismo, en el caso de Chile, se habían implementado previamente restricciones al ingreso de capitales especulativos.

Como resultado, la política de Argentina logró sostener relativamente el tipo de cambio real entre 2003 y 2010 (aunque registrando un sensible deterioro en la competitividad-precio a finales de ese período), mientras que las intervenciones de las autoridades de Chile y, especialmente, de Brasil en el mercado cambiario se mostraron insuficientes a los efectos de impedir una apreciación real substantiva en esa etapa (Gráfico No. 5).

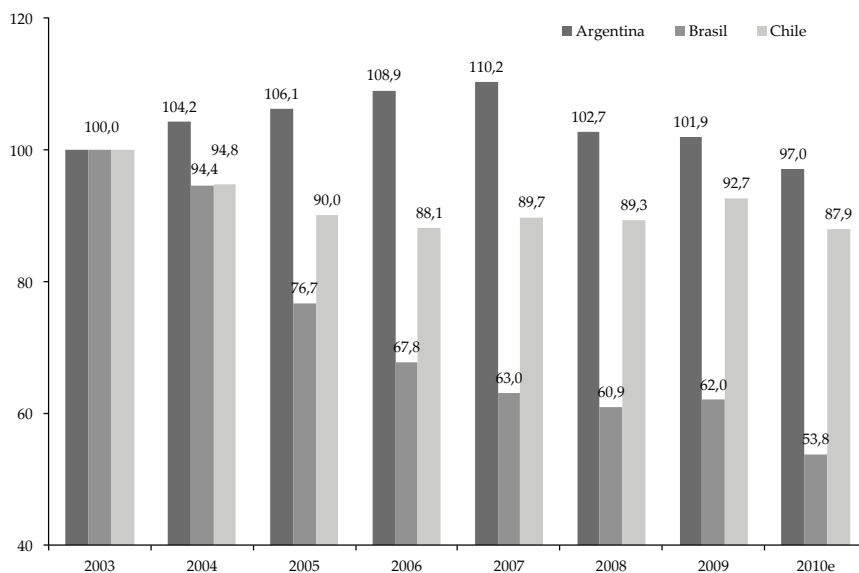
Las diferencias en las magnitudes de apreciación del tipo de cambio real entre Brasil y Chile radicarón en los distintos objetivos de ambas intervenciones en el mercado cambiario. En el primer caso, el régimen cambiario se encuentra subordinado a la política monetaria (Prates, Cunha y Lélis, 2009). Por ende, las intervenciones de las autoridades brasileñas no apuntaron a incrementar el tipo de cambio real sino a acumular reservas y a atenuar la volatilidad, dado que la primera estrategia hubiera atentado contra el cumplimiento de las metas de inflación.

En cambio, el Banco Central de Chile decidió intervenir en el mercado cambiario con el objetivo de fortalecer la posición de liquidez frente a un deterioro del contexto externo, medida que se consideró consistente, además, con la evaluación de que el tipo de cambio real de largo plazo se ubicaba por debajo de su nivel de equilibrio (Kacef y López-Monti, 2010).

5. Esas políticas de intervención en el mercado cambiario demandaron la necesidad de esterilizar la consecuente emisión monetaria mediante operaciones en el mercado abierto (Kacef y López-Monti, 2010), incurriendo en costos variados (mayores en el caso de Brasil).

Gráfico No. 5: Tipos de Cambio Reales Efectivos (*) en Naciones Latinoamericanas Seleccionadas 2003-2010.

Índices base 2003=100



(*) El índice del tipo de cambio real efectivo total se calcula ponderando los índices de tipos de cambio bilaterales reales de cada socio comercial por la participación del comercio (exportaciones más importaciones) con ese socio en el total del comercio del país.

Fuente: Elaboración Propia sobre la base de datos de la CEPAL y de estimaciones de consultoras privadas (Argentina).

III. Efectos de las Políticas sobre la Inflación y los Sectores Productivos

Indudablemente, la implementación de regímenes de metas de inflación permitió atenuar el impacto de la suba de las cotizaciones internacionales sobre el nivel de precios internos en las economías latinoamericanas. Al respecto, aquellas naciones que aplicaron esa política alcanzaron tasas inferiores a la media regional (Gráfico No. 6). En particular, se destacó el desempeño brasileño, dado que aquella economía había padecido una inflación elevada a comienzos de la última década (12,3% en 2002).

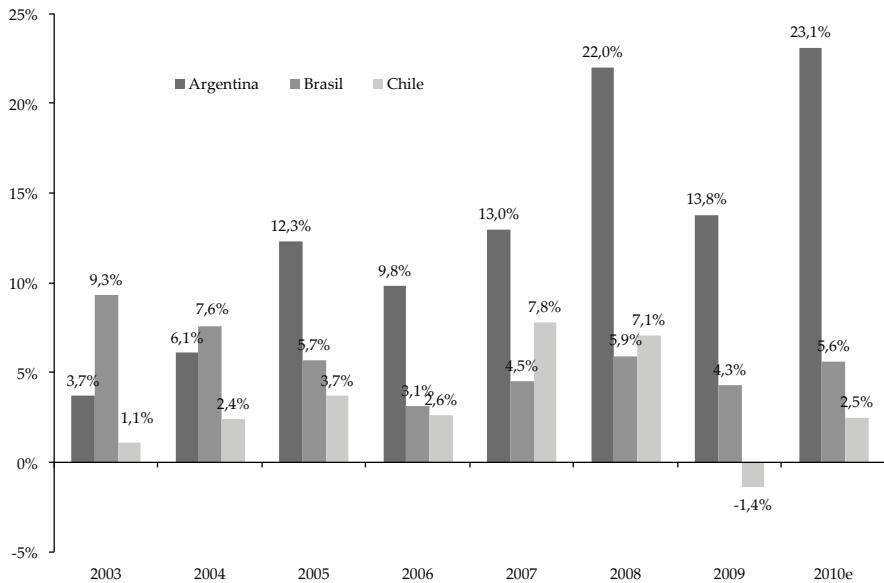
Por el contrario, la tasa de inflación (medida por institutos estadísticos provinciales) resultó comparativamente elevada en Argentina entre 2007 y 2010, dado que nuestro país optó por privilegiar la preservación

de un tipo de cambio real elevado en lugar de implementar un régimen de “inflation targeting”.

En consecuencia, a diferencia del resto de los países latinoamericanos bajo estudio, la suba de los precios de los bienes transables no resultó atenuada por la caída del tipo de cambio nominal. Más aún, cómo se analizará en los próximos apartados, aquella política impulsó la dinámica macroeconómica real argentina, lo que generó presiones inflacionarias adicionales en lo que respecta a los bienes no transables y a los servicios.

Gráfico No. 6: Precios al Consumidor en Naciones Latinoamericanas Seleccionadas. 2003-2010.

Tasa de variación anual



Fuente: Elaboración Propia sobre la base de datos de la CEPAL y de institutos estadísticos provinciales (para Argentina).

Por otro lado, la caída del tipo de cambio real derivada, por un lado, del aumento de los términos de intercambio en un contexto de intervenciones insuficientes en los mercados cambiarios y, por el otro, del ingreso de capitales atraídos por los elevados niveles de las tasas de interés, determinó

la difusión de la “enfermedad holandesa” al interior de las economías brasileña y chilena.⁶

Con el objetivo de ilustrar ese punto, es relevante comparar la dinámica reciente de los sectores productivos en las tres economías bajo estudio. En primer lugar, los efectos positivos sobre el sector transable de la relativa preservación del tipo de cambio real se evidencian al estudiar la evolución de las cantidades exportadas durante los últimos años por las naciones latinoamericanas seleccionadas.

En este sentido, la tasa de crecimiento acumulado de las ventas externas argentinas entre 2003 y 2010 (59,4%) superó tanto a los guarismos de Brasil (34,6%) como a los de Chile (25,4%).

Incluso, en línea con la teoría de la “enfermedad holandesa”, que implica un deterioro progresivo de los envíos de parte del sector transable (bienes no tradicionales) y, por ende, una ralentización/caída en el ritmo de expansión de las ventas externas agregadas, Argentina alcanzó una elevada tasa de incremento acumulado en las cantidades exportadas entre 2007 y 2010 (15,4%), mientras que Brasil (-4,9%) y Chile (-5,8%) mostraron guarismos negativos.

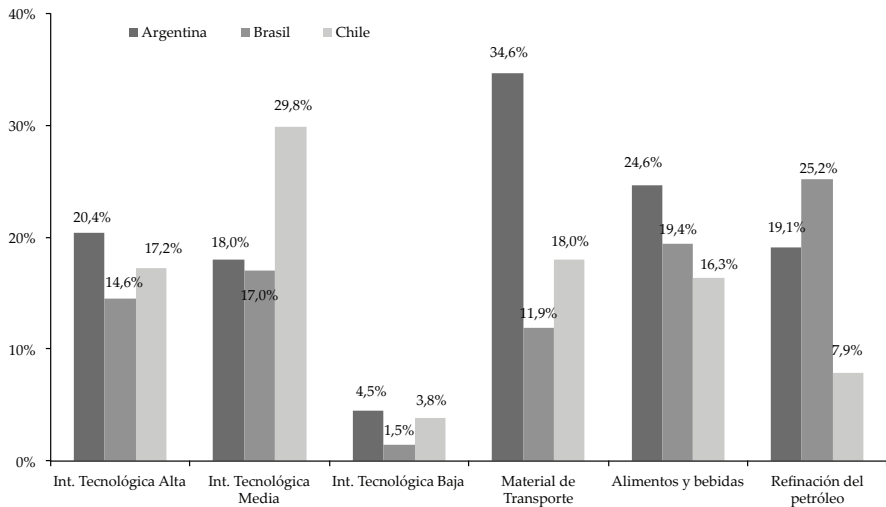
En la misma línea, en término del crecimiento en las exportaciones industriales, se observa un predominio nítido de Argentina en todos los sectores durante los años previos a la profundización de la crisis financiera internacional (2005-2007), con la excepción de las ramas de intensidad tecnológica media y de la refinación de petróleo (Gráfico No. 7).

No obstante, para los tres países, se advierte un bajo dinamismo de las exportaciones de las actividades manufactureras de intensidad tecnológica baja, lo que da cuenta de que –independientemente del nivel del tipo de cambio real– aquellas mostraron dificultades para expandirse frente a la

6. El término “enfermedad holandesa” se originó en los sesenta, cuando el descubrimiento de grandes yacimientos de gas en ese país y el consiguiente aumento de las ventas externas de aquel producto determinaron la apreciación del tipo de cambio real, restando competitividad-precio a las ramas tradicionales de dicha nación europea. Actualmente, este concepto se aplica a cualquier escenario en el que las exportaciones de parte de la estructura productiva (habitualmente, asociadas a productos básicos) aumentan sustancialmente, generando una caída en el tipo de cambio real y propiciando la reasignación de los factores en favor de las ramas dinámicas y de los servicios y en desmedro del resto del sector transable.

consolidación de la competencia de las naciones asiáticas (principalmente, China e India).

Gráfico No. 7: Exportaciones por Sectores Industriales en Naciones Latinoamericanas Seleccionadas. 2005-2007.
Tasa de crecimiento promedio anual



Fuente: Elaboración Propia sobre la base de datos de CEPAL.

En segundo lugar, entre 2003 y 2008,⁷ la pérdida de competitividad-precio de los segmentos del sector transable empleo intensivo, derivada de la apreciación del tipo de cambio real, se asoció también al aumento sostenido en la elasticidad entre las cantidades importadas y el producto en Brasil y en Chile. En cambio, esa variable se redujo en 2003/2004 y, posteriormente, permaneció estable en torno de 2,4 para Argentina (Cuadro No. 1).

7. En este análisis, no se consideró el bienio 2009/2010, dado que el aumento en la elasticidad importaciones/producto de ese período resultó transitorio, al vincularse a la contracción del PIB que padecieron las tres economías y a su posterior recuperación.

Esta tendencia da cuenta de la relativa estabilidad de la participación de las importaciones en la demanda interna argentina, mientras que revela la progresiva expansión de los productos extranjeros en los mercados brasileño y, en menor medida, chileno, evolución que se enmarca dentro de la hipótesis de “enfermedad holandesa”.

Cuadro No. 1: Elasticidad Cantidades Importadas / Producto en Naciones Latinoamericanas Seleccionadas. 2003-2010

País / Año	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010e
Argentina	6,2	5,6	2,6	2,0	2,4	2,7	11,0	5,5
Brasil	-3,4	3,2	1,7	4,0	3,6	3,4	28,0	4,6
Chile	2,6	3,2	3,9	2,6	3,7	4,0	11,9	5,5

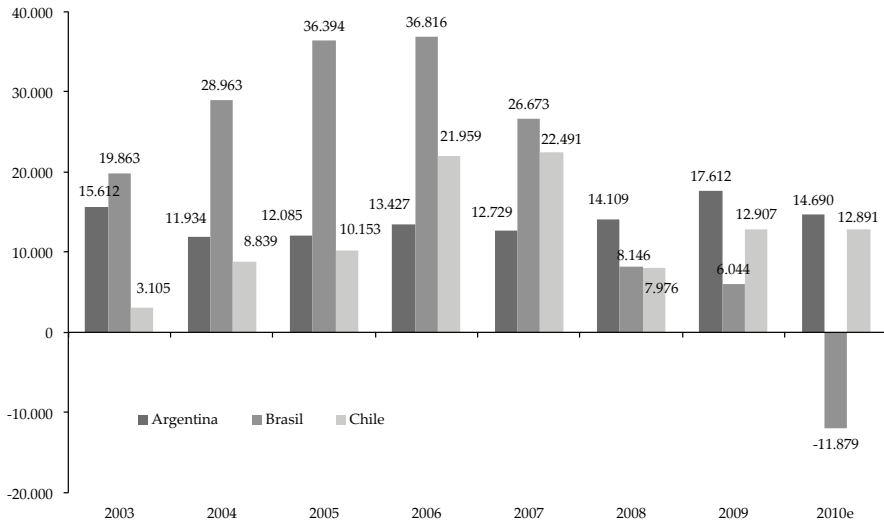
Fuente: Elaboración Propia sobre la base de datos de la CEPAL.

Como corolario, a partir de 2007, la caída en las cantidades exportadas, en conjunción con el crecimiento en la elasticidad importaciones / producto, redundaron en la continua disminución del saldo comercial para Brasil y, con menor intensidad, para Chile, a pesar del incremento en los términos de intercambio observado en el período. Contrastando con la dinámica mencionada, Argentina logró mantener un superávit comercial relativamente estable en el período, en torno de us\$13.000 millones (Gráfico No. 8).

A su vez, el progresivo deterioro del resultado comercial redujo la sustentabilidad del proceso de crecimiento brasileño, dado que ante la eventual caída de las cotizaciones internacionales de sus exportaciones y/o ante una salida masiva de capitales (fenómenos que, como se señaló, suelen estar positivamente correlacionados), el ajuste consecuente del balance de pagos determinaría significativas subas en los respectivos tipos de cambio nominales (y reales).

En tercer lugar, tanto el declive de las exportaciones de productos no tradicionales como el desplazamiento de los bienes nacionales en el mercado interno se reflejaron en el menor ritmo de incremento manufacturero de Chile y de Brasil en el período considerado.

Gráfico No. 8: Resultado Comercial (*) en Naciones Latinoamericanas Seleccionadas. 2003-2010.
En millones de u\$s



(*) Las importaciones se computaron a valores FOB.

Fuente: Elaboración Propia sobre la base de datos de la CEPAL.

Al respecto, Argentina alcanzó una tasa de crecimiento industrial (8,1%) ostensiblemente superior a la observada para Brasil (3,8%) y Chile (3,8%) entre 2004 y 2008.⁸ En particular, las diferencias resultan más relevantes en la comparación entre Argentina y Brasil, dado que ambas economías cuentan con estructuras manufactureras relativamente similares.

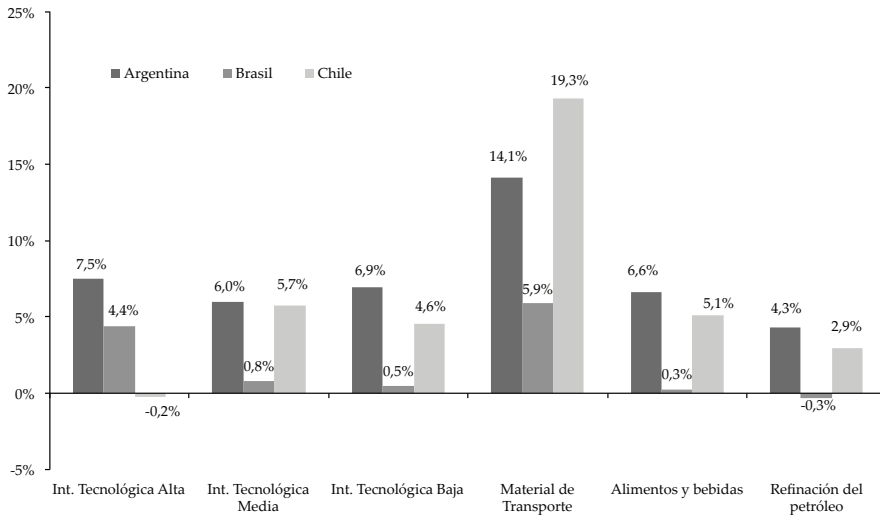
Adicionalmente, al estudiar la composición del crecimiento manufacturero entre 2005 y 2007, período previo al impacto adverso de la profundización de la crisis financiera internacional, se advierte que mientras que en Argentina la expansión de las distintas ramas industriales resultó

8. No se incluyó a 2003 en el análisis, debido a que la tasa de variación de la industria argentina en ese año estuvo acentuada por la superación de la crisis de 2001/2002. Por otro lado, el bienio 2009/2010 presentó una contracción y posterior recuperación en la producción manufacturera para todos los países como corolario del impacto de la profundización de la crisis financiera internacional.

relativamente homogénea, no ocurrió lo mismo en Brasil y en Chile (Gráfico No. 9).

Gráfico No. 9: Producción Industrial Por Grupos De Sectores En Naciones Latinoamericanas Seleccionadas. 2005-2007.

Tasa de crecimiento promedio anual



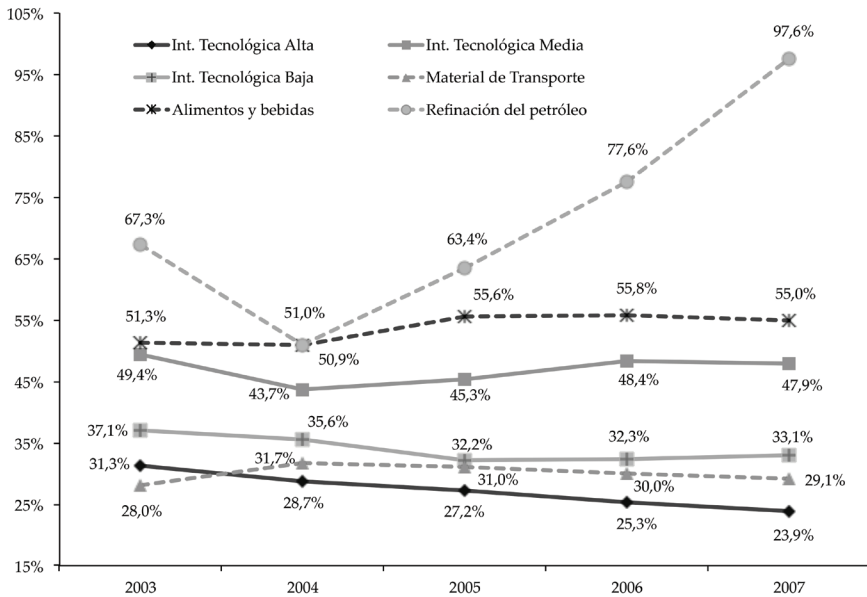
Fuente: Elaboración Propia sobre la base de datos de CEPAL.

En particular, en el lapso considerado, sólo los sectores de intensidad tecnológica alta y material de transporte crecieron ostensiblemente en Brasil, frente al estancamiento del resto del aparato industrial. En este sentido, la débil expansión en las ramas de intensidad tecnológica baja brasileñas se vincula con la apreciación en el tipo de cambio real, dado que numerosas actividades de ese segmento (Indumentaria, Productos de madera, Calzado) son intensivas en el uso del factor trabajo.

Por último, a pesar de que los datos de la coyuntura reciente del aparato productivo (exportaciones, elasticidad importaciones / producto y crecimiento industrial) favorecen nítidamente a Argentina, se advierte un débil resultado en términos de reducción del diferencial de productividad respecto del estado del arte global.

Al respecto, entre 2003 y 2007, sólo alimentos y bebidas, petróleo y material de transporte convergieron parcialmente a la frontera tecnológica internacional (representada por la productividad de la industria estadounidense), pese a que los dos primeros presentaban la mayor cercanía a ese parámetro al inicio del período (Gráfico No. 10.a).

Gráfico No. 10.a: Brecha de Productividad Respecto de Estados Unidos por Grupos de Sectores - Argentina. 2003-2007.
Cociente entre la productividad argentina y la productividad estadounidense



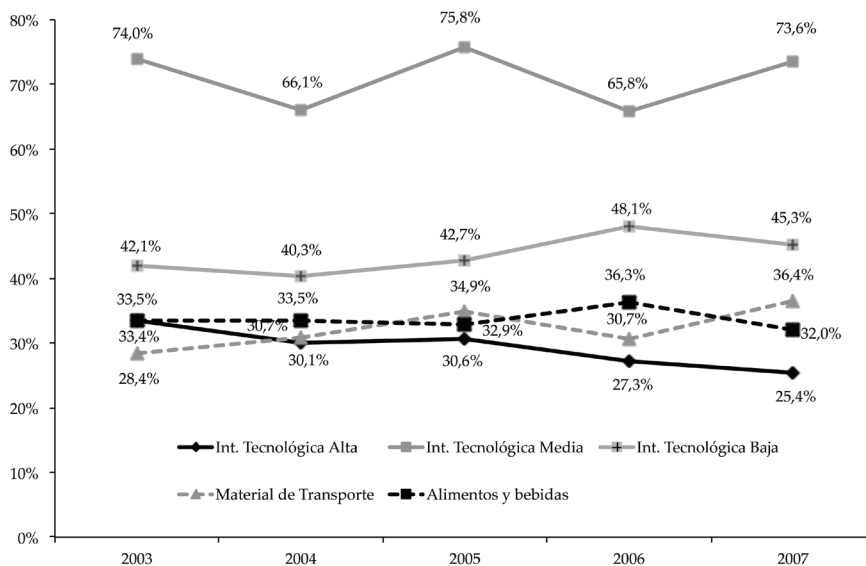
Fuente: Elaboración Propia sobre la base de datos de CEPAL.

En cambio, las ramas de intensidad tecnológica baja y alta se alejaron del estado del arte mundial. En el primer caso, el aumento en la productividad hubiera sido necesario para competir en el mercado interno con los productos importados provenientes de las naciones asiáticas, que cuentan con mayores escalas y un menor costo laboral. En el segundo caso, la frontera internacional se expande a un ritmo comparativamente elevado, lo que implica que las ramas argentinas obtuvieron ganancias de productividad insuficientes ante la velocidad de avance mundial.

Por otra parte, la dinámica de la brecha de productividad para las naciones que padecieron la apreciación del tipo de cambio real resultó similar o, incluso, peor. En lo que respecta a Chile, se observó convergencia hacia la frontera internacional para refinación del petróleo, para material de transporte y para las actividades de intensidad tecnológica baja, aunque un sensible alejamiento relativo en los sectores *high-tech* (Gráfico No. 10.b).

Gráfico No. 10.b: Brecha de Productividad Respecto de Estados Unidos por Grupos de Sectores - Chile. 2003-2007.

Cociente entre la productividad chilena y la productividad estadounidense

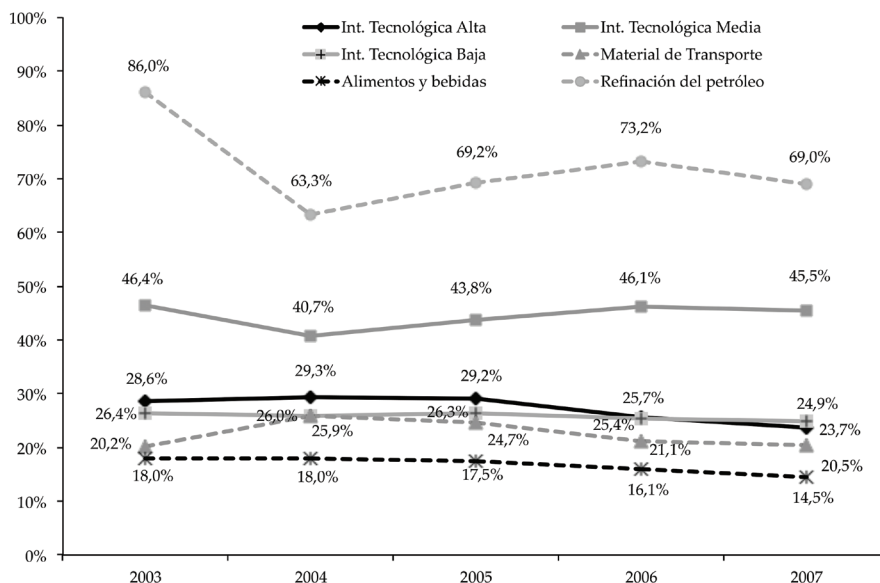


Fuente: Elaboración Propia sobre la base de datos de CEPAL.

En el caso de Brasil, todos los sectores se alejaron del estado del arte global, con la excepción de material de transporte (Gráfico No. 10.c). En particular, las ramas de intensidad tecnológica alta mostraron una de las mayores pérdidas de competitividad relativa al interior de la industria brasileña.

Gráfico No. 10.c: Brecha de Productividad Respecto de Estados Unidos por Grupos De Sectores - Brasil. 2003-2007.

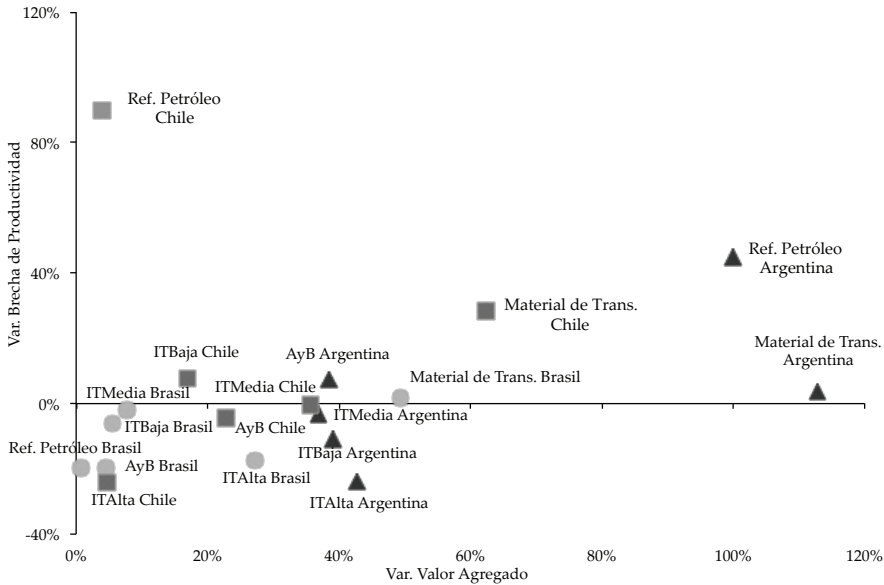
Cociente entre la productividad brasileña y la productividad estadounidense



Fuente: Elaboración Propia sobre la base de datos de CEPAL.

En definitiva, independientemente de las políticas macroeconómicas aplicadas en los últimos años, las tres naciones mostraron un aumento del diferencial de productividad en las ramas de intensidad tecnológica alta, con leves ganancias en sectores tradicionales (alimentos, refinación del petróleo y material de transporte), en los que las mejoras eran menos necesarias debido a su cercanía inicial con la frontera y/o a su reducida competencia con los productos importados. En otros términos, las actividades de mayor intensidad tecnológica de los tres países bajo estudio no aprovecharon el contexto de aumentos en sus respectivos niveles de producción para alcanzar ganancias de productividad tendientes a disminuir el diferencial respecto de la frontera tecnológica internacional (Gráfico No. 11).

Gráfico No. 11: Var. Acumulada de las Brechas de Productividad y del Valor Agregado por Grupos de Sectores – Argentina, Brasil y Chile. 2003-2007



Fuente: Elaboración Propia sobre la base de datos de CEPAL.

Por ello, tomando como parámetro al caso argentino, puede concluirse que una política macroeconómica que contemple un tipo de cambio real elevado no constituye por sí sola una condición suficiente para lograr una dinámica de convergencia al estado del arte mundial. De todas maneras, como muestra la evolución reciente de la brecha de productividad brasileña, la apreciación significativa del tipo de cambio real determina un estímulo negativo en aras de converger al estado del arte internacional.

IV. Efectos de las Políticas sobre el Mercado Laboral y los Indicadores Sociales

En contraste con la década del noventa, durante la cual las políticas de apertura comercial y de desregulación de los mercados internos derivaron en la destrucción sistemática de puestos de trabajo en América Latina, la dinámica de crecimiento sostenido por la que atravesaron las tres naciones

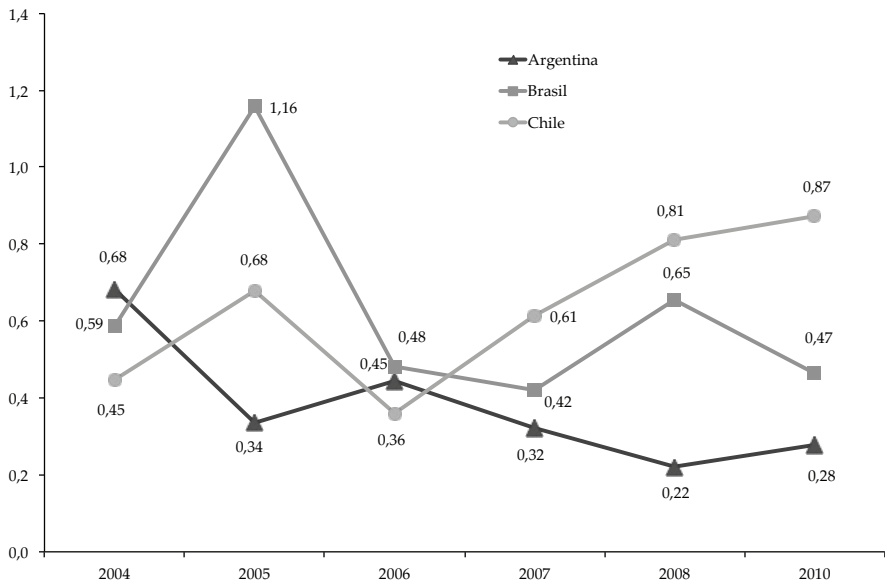
seleccionadas en los últimos años propició una reducción continua en las respectivas tasas de desempleo.

Al respecto, las tasas de desocupación pasaron de niveles de dos dígitos para las tres economías a comienzos de la última década a guarismos de entre 7% y 8% en 2010. Por un lado, Argentina mostró la mayor disminución (aproximadamente 10 puntos porcentuales) en ese período, al superar la severa crisis macroeconómica de 2001/2002.

Por su parte, Brasil alcanzó la mejor performance entre 2008 y 2010, dado que mientras que el desempleo se estancó en torno de 8% en Argentina y en Chile (en parte, debido a la profundización de la crisis internacional), aquella nación logró reducir su tasa a 6,8% durante el año pasado.

La pérdida de dinamismo en lo que respecta al mercado de laboral del proceso de crecimiento argentino se vincula con una elasticidad empleo-producto comparativamente reducida (particularmente en los últimos años), que resultó superada tanto por Brasil como por Chile (Gráfico No. 12).

Gráfico No. 12: Elasticidad Empleo-Producto en Naciones Latinoamericanas Seleccionadas. 2004-2010



Fuente: Elaboración Propia sobre la base de datos de la CEPAL, del Ministerio de Economía y de los Bancos Centrales de Brasil y Chile.

En este sentido, a pesar de que sus tipos de cambio reales se apreciaron sensiblemente en los últimos años, Brasil y Chile mantuvieron elasticidades empleo-productos relativamente elevadas. Por el contrario, la preservación del tipo de cambio real en niveles altos no determinó una mayor capacidad de generación de puestos de trabajo para Argentina.

En cuanto a los indicadores sociales, en un contexto de creación de empleo en las tres economías bajo estudio, los niveles de inflación comparativamente reducidos registrados en Brasil y en Chile (derivados de la implementación de políticas de *inflation targeting*) constituían ex ante un aporte a la disminución de la incidencia de la pobreza y al aumento en la equidad de la distribución del ingreso.

Además, Brasil y Argentina implementaron una política social sumamente activa en los últimos años. De hecho, el gasto público social de ambas naciones (en relación a los respectivos PIB) se incrementó sustancialmente en los últimos años, en torno de 4/5 puntos porcentuales, frente al relativo estancamiento de las erogaciones realizadas por el Gobierno de Chile.

Indudablemente, la herramienta más destacada en el área de las políticas sociales en ese período consistió en el programa brasileño “Bolsa Familia”, creado en 2003 en el marco de “Hambre Cero”. Ese programa, que actualmente atiende a más de doce millones de familias en Brasil, brinda transferencias directas condicionadas a que los menores permanezcan en el sistema educativo y a que asistan a controles médicos periódicos.

En la actualidad, los programas de transferencias condicionadas (dentro de los que se incluye la Asignación Universal por Hijo de Argentina y Chile Solidario)⁹ representan una de las herramientas centrales en el marco de las estrategias de combate contra la pobreza desarrolladas por los Gobiernos de la región (CEPAL, 2010). Esos programas buscan aumentar los niveles de consumo de las familias por medio de transferencias monetarias (reduciendo la pobreza en el corto plazo) y, al mismo tiempo, fortalecer la capacidad de sus miembros de romper la reproducción intergeneracional de la pobreza (al preservar la asistencia a la escuela y los cuidados sanitarios).

9. En el caso de Chile, no se trata de un programa de transferencias en sentido estricto, sino de un intento de facilitar a las familias en condiciones de mayor pobreza la utilización de una red más amplia de iniciativas de apoyo (CEPAL, 2010).

Naturalmente, los efectos sobre la pobreza y sobre la desigualdad distributiva de los programas de transferencias condicionadas dependen de su grado de focalización, de su cobertura y del monto de las transferencias monetarias. En ese contexto, los programas brasileño y argentino se destacan por su mayor alcance, dado que atienden a aproximadamente 30% de la población total, frente a 7% de Chile Solidario.

Además, las transferencias realizadas por Bolsa Familia y por la Asignación Universal por Hijo (AUH) equivalen a 0,5% / 0,6% de los respectivos PIB, ante una incidencia de 0,1% del programa de Chile. Más aún, la proporción de las transferencias en el ingreso total de las familias resulta considerablemente superior para Bolsa Familia que para Chile Solidario (menos de 0,01%).

En conjunto, la política macroeconómica de contención de la inflación y las políticas sociales redundaron en una notable disminución en la inequidad de la distribución del ingreso para Brasil entre 2004 y 2009, dinámica que resultó más atenuada para Chile. En cambio, la elevada inflación registrada por Argentina determinó, a pesar de las políticas sociales ejecutadas, un estancamiento del indicador en cuestión en el período mencionado¹⁰ (Gráfico No. 13).

Los resultados señalados se repiten cuando se analiza la dinámica del índice de Gini durante los últimos diez años, dado que Brasil muestra la mayor mejoría, seguido por Chile¹¹ y por Argentina. Para Brasil, la reducción en el índice de Gini acaecida en la última década contrastó con el continuo crecimiento en la inequidad en la distribución del ingreso que se había registrado desde los sesenta. De hecho, la evolución reciente de ese indicador permitió revertir completamente el deterioro observado en las décadas previas.

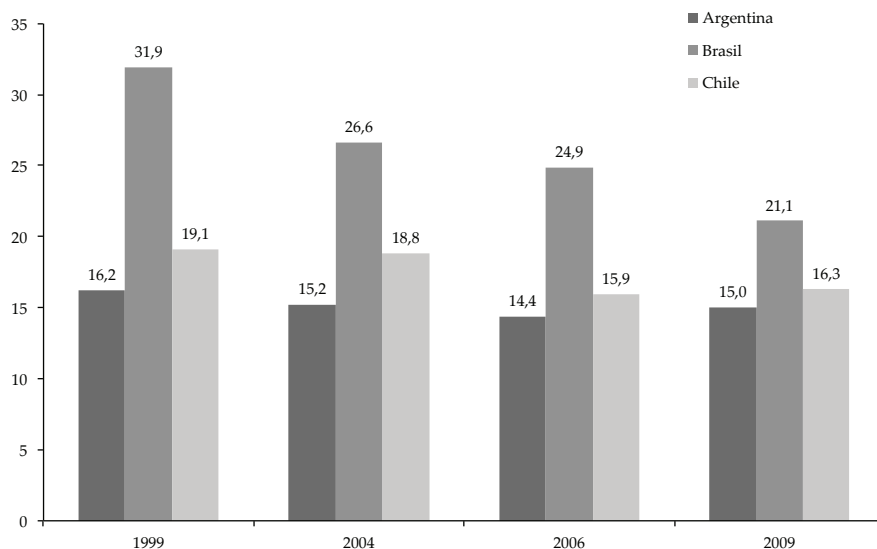
En particular, la participación de la clase C (asimilable a la clase media) en la población brasileña se incrementó sistemáticamente, pasando de 37,6% en 2003 a 50,4% en 2009. Esa cifra implica que aproximadamente 29

10. En el caso de Argentina, la implementación de la Asignación Universal a finales de 2009 determina que no sea posible visualizar sus efectos sobre los indicadores presentados.

11. El menor alcance de Chile Solidario determina que su impacto sobre el índice de Gini represente solo 0,1 puntos. En cambio, la existencia de Bolsa Familia tiene un efecto de 2,7 puntos sobre el indicador mencionado (Soares, 2007).

millones de brasileños se incorporaron a aquella clase social desde 2003, por lo que actualmente la mitad de la población presenta niveles de ingreso de clase media.

Gráfico No. 13: Cociente entre los Ingresos del Último Decil y de los Cuatro Primeros Deciles en Naciones Latinoamericanas Seleccionadas. 1999-2009.

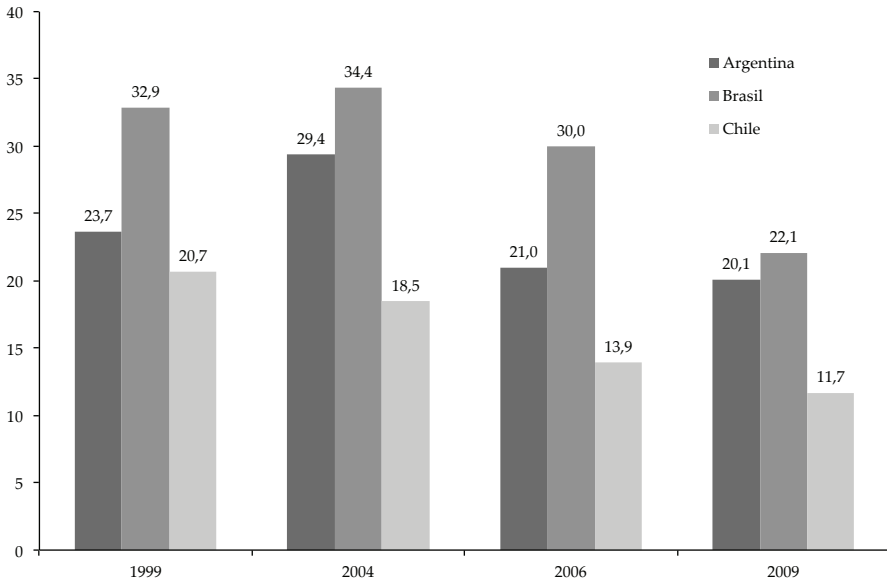


Fuente: Elaboración Propia sobre la base de datos de la CEPAL.

Finalmente, el crecimiento económico y la mejoría en la distribución del ingreso, en un contexto de reducida inflación, permitieron que la pobreza disminuyera ostensiblemente en Brasil y con menor intensidad en Chile durante los últimos años. En este sentido, el aumento en la equidad de la distribución del ingreso contribuyó en más de 50% a la merma de la pobreza en ambas naciones (CEPAL, 2010).

Por el contrario, en el caso de Argentina, a pesar del crecimiento en el nivel de producto y de empleo y de la (comparativamente inferior) mejoría en la distribución del ingreso, la pobreza sólo se redujo significativamente entre 2003 y 2006. Al respecto, la elevada tasa de inflación observada a partir de 2007 en ese país determinó que la pobreza permaneciera prácticamente estancada durante los últimos años (Gráfico No. 14).

Gráfico No. 14: Incidencia de la Pobreza en Países Latinoamericanos Seleccionados. 1999-2009.
Como porcentaje de la población



Fuente: Elaboración Propia sobre la base de datos de la CEPAL y de la Universidad Católica Argentina.

En definitiva, a modo de conclusión, puede señalarse que los procesos de crecimiento económico por los que atravesaron los tres países en la última década se reflejaron en la reducción de las respectivas tasas de desempleo. En ese marco, la política de sostenimiento del tipo de cambio real implementada por Argentina no se tradujo en una mayor capacidad de generación de empleo. Por el contrario, a pesar de la apreciación de sendos tipos de cambio reales, la elasticidad empleo-producto resultó superior tanto en Brasil como en Chile.

En el terreno social, los tres países mostraron evoluciones positivas, aunque con diferentes intensidades. En primer lugar, a partir de la combinación entre una política macroeconómica de *inflation targeting* y el continuo aumento en el gasto social, Brasil alcanzó la mejor performance en este campo, revirtiendo el deterioro del índice de Gini observado en las décadas previas y engendrando una “nueva” clase media. En segundo

lugar, Chile tuvo resultados menos destacados, fundamentalmente como corolario de la inferior intensidad y alcance de sus políticas sociales.

Por último, a pesar del intenso proceso de crecimiento económico y de las políticas sociales implementadas en el período, Argentina obtuvo una mejor acotada de su equidad, en tanto que no logró disminuir sensiblemente la incidencia de la pobreza, primordialmente debido a la elevada tasa de inflación registrada desde 2007.

V. Reflexiones Finales

En la última década, las tres naciones latinoamericanas estudiadas alcanzaron tasas de crecimiento elevadas y sostenidas, sólo interrumpidas durante 2009 como corolario de la profundización de la crisis financiera internacional. Esa dinámica se vinculó con la evolución favorable del contexto mundial, aunque fue administrada de manera diferencial por los tres países, lo que redundó en trayectorias heterogéneas para los respectivos sectores productivos y mercados laborales.

Por un lado, en lo que respecta al sector productivo, la política de flotación administrada implementada por Argentina mostró una mejor performance, al asociarse a un mayor crecimiento en las cantidades exportadas, a una menor elasticidad importaciones/producto y a una expansión industrial comparativamente homogénea. A su vez, esos resultados, junto al continuo incremento en los términos de intercambio, permitieron que Argentina sostuviera su superávit comercial en el período mencionado.

En cambio, el incentivo de un tipo de cambio real elevado se mostró insuficiente para promover una convergencia al estado del arte internacional para los sectores que mostraban mayores retrasos relativos al inicio del período, especialmente en el caso de las ramas de intensidad tecnológica alta. Por ende, el caso argentino evidencia que una política macroeconómica adecuada es condición necesaria, aunque no suficiente, para promover una convergencia en materia de productividad, debiendo ser complementada por una política industrial.

Adicionalmente, las experiencias de Brasil y de Chile mostraron que si bien el sostenimiento del tipo de cambio real resulta insuficiente en aras de promover un cambio en el diferencial de productividad, la implementa-

ción de políticas macroeconómicas asociadas a la apreciación significativa de ese fundamental atentan tanto contra la sustentabilidad de la dinámica de crecimiento (a raíz del deterioro del superávit comercial) como contra la diversificación de la estructura productiva.

En el último caso, el efecto de la apreciación del tipo de cambio real sobre la estructura productiva puede adquirir una dinámica de histéresis total si la primera variable permanece prolongadamente en ese estado. Esta circunstancia se debe a que una etapa de apreciación cambiaria extendida puede derivar en la pérdida irreversible de mercados externos, ya que su "re-conquista" en el caso de los bienes que no son commodities conllevaría diversos costos onerosos (promoción intensiva de los productos; descuentos de precios temporales orientados a motivar el abandono de los proveedores habituales), debería revertir un efecto de "(mala) reputación" (por no haber logrado conservar la clientela foránea) y, simultáneamente, podría tornarse aún más dificultosa ante la creciente competencia de las naciones asiáticas. Además, el daño sobre la estructura productiva puede volverse irrecuperable cuando la difusión de la "enfermedad holandesa" se asocia al cierre de firmas del sector transable y a la pérdida de capital empresarial y humano ligado a esas empresas.

Más aún, la ventaja del régimen de flotación administrada no sólo se advierte en términos del nivel del tipo de cambio real sino también en cuanto a su volatilidad. Al respecto, al llevar adelante intervenciones de carácter limitado en el mercado cambiario, las naciones con sistemas de metas de inflación padecieron una significativa apreciación real de sus monedas en la fase de auge internacional (2003-2008) y, por el contrario, una brusca depreciación –posteriormente revertida– en la etapa global contractiva, en línea con la caída de los precios mundiales y con la salida de capitales. De ese modo, aquellas políticas acentuaron la volatilidad macroeconómica de por sí elevada que caracteriza a las naciones en desarrollo (Easterly, Islam y Stiglitz, 2000).

A su vez, la volatilidad del tipo de cambio real afecta negativamente la concreción de inversiones en el sector transable, principalmente las de carácter innovativo, dado que generan alta incertidumbre respecto de los retornos de esos emprendimientos (Fanelli y Frenkel, 1994). En particular,

la volatilidad del tipo de cambio real influye negativamente sobre la diversificación de la canasta de exportaciones, al tornar sumamente inciertos los resultados de los proyectos ligados al incremento de las ventas en los mercados externos (Krugman, 1989; Iglesias, 2005).

Por otro lado, en lo que respecta al mercado de trabajo y a los indicadores sociales, el proceso de crecimiento registrado en la región se asoció en todos los casos a la reducción en el desempleo y en la incidencia de la pobreza y a una mejoría en la distribución del ingreso. De todos modos, en ese contexto global, se observaron diferencias asociadas a las políticas macroeconómicas y sociales implementadas.

En el caso de Argentina, el sostenimiento del tipo de cambio real en un nivel elevado no redundó –contrariando lo esperado– en una mayor capacidad de generación de puestos de trabajo, dado que la elasticidad empleo-producto resultó superior tanto en Brasil como en Chile. En cambio, la alta tasa de inflación observada desde 2007 determinó un estancamiento en el proceso de mejoría de los indicadores sociales en esa economía.

En lo que se refiere al resto de los países, el proceso de disminución de la inequidad en la distribución del ingreso adquirió una mayor magnitud en el caso de Brasil respecto de Chile. En este sentido, ante políticas macroeconómicas similares, la principal diferencia entre ambas naciones radicó en la relevancia de las políticas sociales realizadas, lo que se aprecia al comparar el alcance del Programa Bolsa Familia en relación a Chile Solidario.

Por lo tanto, en línea con lo señalado previamente respecto de la política de sostenimiento del tipo de cambio real, la dinámica social reciente de Brasil revela que las políticas macroeconómicas anti-inflacionarias deben ser complementadas con políticas sociales tendientes a mejorar la equidad en la distribución del ingreso.

En síntesis, en términos de las interacciones entre la macroeconomía y la microeconomía, el presente ciclo internacional plantea la disyuntiva a las naciones latinoamericanas de aplicar una política antiinflacionaria o de tratar de sostener el tipo de cambio real en un nivel elevado.

En el primer caso, de acuerdo a la evidencia empírica estudiada, se alcanzaría un menor crecimiento en el nivel general de precios, lo que con-

tribuiría a la mejoría de los indicadores sociales, aunque podría derivar en la apreciación del tipo de cambio real y, entonces, en una menor dinámica para las actividades empleo intensivas. En el segundo caso, se lograría una mayor homogeneidad en la evolución de los sectores productivos, aunque podría amenazar a la mejoría de los indicadores sociales.

Ese dilema entre baja inflación y tipo de cambio elevado adquiere diferentes magnitudes para los distintos países latinoamericanos. De hecho, la diversificación ex-ante de la estructura productiva adquiere un rol preponderante en aras de ponderar la relevancia del *trade-off* mencionado. En aquellas naciones en las que la estructura productiva está sumamente concentrada en la producción de bienes primarios y/o de escasa industrialización, los costos de adoptar un esquema de metas de inflación resultan relativamente inferiores. Incluso, en esos casos, se pueden diseñar políticas de orden microeconómico para incentivar el desarrollo de los (escasos) sectores no tradicionales, tales como financiamiento a tasas preferenciales, recortes impositivos o formación de recursos humanos calificados.

Por otro lado, los países que cuentan con estructuras productivas comparativamente diversificadas requieren del sostenimiento del tipo de cambio real como estrategia necesaria (aunque insuficiente) para evitar la pérdida irreversible de mercados externos y de capital humano y empresarial, ya que las herramientas microeconómicas alternativas a esa política macro se asociarían a costos fiscales y administrativos demasiado elevados (en virtud de la dimensión de las actividades a cubrir).

En cualquier caso, se opte por una u otra política macroeconómica (o por una solución intermedia entre ambos extremos) este trabajo sugiere que aquella debe ser complementada con políticas de orden social y microeconómico. En Argentina, la política de tipo de cambio real alto fue insuficiente por sí sola para promover una convergencia al estado del arte global. En Brasil, la implementación de transferencias condicionadas a elevada escala complementó a la política antiinflacionaria en aras de reducir la pobreza y de mejorar la equidad en la distribución del ingreso.

Finalmente, las debilidades señaladas para las políticas macroeconómicas, microeconómicas y sociales de los tres países bajo estudio han redundado en diferentes "focos de conflicto" en los últimos meses, que auguran

una posible corrección de aquellas en el mediano plazo.

Por un lado, la elevada inflación existente en Argentina ha determinado una apreciación sensible del tipo de cambio real en los últimos meses, lo que ha colocado –en un contexto de limitada convergencia reciente al estado del arte internacional– creciente presión sobre los sectores transables, principalmente de aquellos empleo intensivos.

Por otro lado, en Chile, las protestas de sectores sociales –particularmente, de los estudiantes universitarios– han recrudecido ostensiblemente en los últimos meses, lo que ha determinado cambios (por ahora acotados) en la política educativa.

Por último, en Brasil, al igual que lo observado durante 2009, la significativa apreciación del tipo de cambio real y los primeros efectos adversos de la segunda fase contractiva de la crisis mundial han llevado a las autoridades económicas a poner mayor énfasis en el nivel de actividad –cambio de estrategia al que ayudó la sensible caída en los precios internacionales de los alimentos, que atenuó las presiones inflacionarias.

Referencias

- Barbosa-Filho, N.H. (2008). *Inflation targeting in Brazil: 1999-2006*. Alternatives to Inflation Targeting No. 7. Amherst (MA): Political Economy Research Institute (PERI), University of Massachusetts Amherst.
- Bastourre, D., Carrera, J. y Ibarlucía, J. (2007). *Commodity prices in Argentina: What does move the wind?* Buenos Aires: Banco Central de la República Argentina (BCRA).
- Bello, O., Cantú, F. y Heresi, R. (2010). *La variabilidad y la persistencia de los precios reales de los principales productos básicos de exportación de los países latinoamericanos*. Serie Macroeconomía del Desarrollo No. 102. Santiago de Chile: CEPAL.
- Bello, O. y Heresi, R. (2008). *El auge reciente de precios de los productos básicos en perspectiva histórica*. Serie Macroeconomía del Desarrollo No. 71. Santiago de Chile: CEPAL.
- Broto, C. (2008). *Inflation targeting in Latin America: Empirical analysis using GARCH models*. Documentos de Trabajo No. 826. Madrid: Banco de España.
- CEPAL (2010). *La hora de la igualdad: brechas por cerrar, caminos por abrir*. Santiago de Chile: Autor.
- Chang, R. (2007). *Inflation Targeting, Reserves Accumulation, and Exchange Rate Management in Latin America*. Newark (New Jersey): Department of Economics, Rutgers University.
- Easterly, W. Islam, R. y Stiglitz, J.E. (2000). *Shaken and Stirred: Explaining Growth Volatility*. Washington: Banco Mundial.
- Fanelli, J.M. y Frenkel, R. (1994). *Estabilidad y estructura: interacciones en el crecimiento económico*. Documento 104, Serie Economía. Buenos Aires: CEDES.
- Frenkel, R. (2004). *Real exchange rate and employment in Argentina, Brazil, Chile and Mexico*. Washington (DC): trabajo preparado para el Grupo de los 24.
- Harding, T. y Venables, A.J. (2010). *Exports, imports and foreign exchange windfalls*. Oxcarre Research Paper. Oxford: University of Oxford.
- Iglesias, R. (2005). *El rol del tipo de cambio real y la inversión en la diversificación de exportaciones en América Latina y el Caribe*. Serie Macroeconomía del Desarrollo No. 43. Santiago de Chile: CEPAL.
- Kacef, O. y López-Monti, R. (2010). América Latina, del auge a la crisis: desafíos de política macroeconómica. En *Revista de la CEPAL*, 100 (abril), 41-68. Santiago de Chile.
- Krugman, P. (1989). *Exchange Rate Instability*. Cambridge (MA): MIT Press.
- Mulder, N. (2006). *Aprovechar el auge exportador de productos básicos evitando la enfermedad holandesa*. Serie Comercio Internacional No. 80. Santiago de Chile: CEPAL.
- Ocampo, J. A. (2007). La macroeconomía de la bonanza económica latinoamericana. En *Revista de la CEPAL*, 93 (diciembre), 7-29. Santiago de Chile: CEPAL.
- Prates, D., Cunha, A. y Lélis, M. (2009). La gestión del régimen cambiario en Brasil. En *Revista de la CEPAL*, 99 (diciembre), 97-118. Santiago de Chile: CEPAL.
-

- Soares, S. (2007). *Conditional cash transfers in Brazil, Chile and Mexico: impacts upon inequality*. Working Paper, No. 35. Brasilia: Centro Internacional.
- Spatafora, N. y Warner, A. (1995). *Macroeconomic Effects of Terms-of-Trade Shocks*. Policy Research Working Paper N°1.410. Washington D.C.: International Monetary Fund.
-