

# Newsletter INSECAP UCES

## Facultad de Ciencias Económicas

### RESUMEN EJECUTIVO

La Argentina de hoy exhibe una alta dependencia de lo que ocurre fuera de sus fronteras. El sostenimiento del crecimiento actual requiere de la entrada de divisas que permitan realizar importaciones de bienes que requiere la producción y el consumo nacional y que la industria nacional no alcanza a satisfacer. El consumo doméstico se ha consolidado como lugar de refugio, aunque a lo largo de este año ha comenzado a mostrar signos de debilitamiento. Por otra parte, los altos precios relativos internos y la riqueza en aumento de la población contribuyeron a fortalecer la demanda interna, pero afectan de forma creciente a la competitividad. En este *newsletter* se analiza la trayectoria reciente de crecimiento de nuestro país, desde una perspectiva comparativa con la región, de la cual surge la pregunta: ¿cuáles son los pasos a seguir para lograr apuntalar el crecimiento de la actividad, en virtud de una industria que produzca con mayor valor agregado?

Por otra parte, se observa la caída constante que muestran las reservas a partir de 2010 y se hace un análisis de los principales indicadores del consumo doméstico, y su evolución durante el último año.

En el plano internacional, es fundamental poner el ojo sobre lo que ocurre en la Eurozona. Las negociaciones continúan en el eje Alemania y los países que tienen severas crisis de sus finanzas y en la reunión del jueves pasado se lograron acuerdos sobre algunos puntos decisivos en lo que refiere a los canales de asistencia financiera del Banco Central Europeo. A partir del acuerdo logrado, esta entidad podrá salir al rescate de los bancos y empresas privadas sin tener que pedir, por reglamentación, medidas de restricción del gasto a los países apoyados. La región parece estar comprendiendo la dificultad de una salida sin impulso a la producción, pero Alemania no quiere pagar los costos de ordenar las finanzas de otros países sin imponer condiciones convenientes.

En el plano regional, el foco está sobre Brasil, que muestra un claro estancamiento de su economía. La reciente depreciación del real puede contribuir a hacer despegar la producción, aunque, con un mundo parado, es posible que el resultado sea una aceleración de la inflación que agote la competitividad ganada.

#### Temas Internacionales

- La reestructuración en la Eurozona, luego de tres años de crisis.
- Brasil: estancamiento, depreciación, ¿y...?

#### Temas Locales

- Análisis del mes: la industrialización argentina en la perspectiva regional.
- Se empantana el consumo doméstico.
- Caída de reservas, ¿un signo de agotamiento?

# Temas Internacionales

## La reestructuración en la Eurozona, luego de tres años de crisis

La zona europea vive hoy una crisis muy importante: el euro, principal elemento aglutinante de la integración europea, se encuentra cada vez más discutido. Un sondeo reciente arrojó que un 44% de los italianos cree que el euro fue perjudicial para Italia. En este sentido, el continente mantiene varios focos a combatir: por un lado, la salida de Grecia de la moneda común, que hoy por hoy estaría más lejos de ocurrir, a partir de la derrota de la lista de izquierda en las elecciones de dicho país; por otro, los graves problemas en las finanzas de Italia, España y Portugal, entre otros países de la región, a los que este mes se agregó Chipre, un país que, además, presenta conflictos políticos y que tiene serias dificultades en el corto plazo. En los últimos días se cerró un acuerdo que permite la aplicación de fondos de rescate sin tener que exigir a cambio medidas de austeridad fiscal o reformas económicas. Por otra parte, el acuerdo permite que el Banco Central Europeo brinde asistencia financiera a bancos. Adicionalmente, contempla el armado de un organismo que supervise a los bancos.

Mientras tanto, la situación de varios países es cada vez menos sostenible. En el cuadro se muestra la evolución esperada para este año del PBI, cuenta corriente, resultado fiscal, deuda pública y los rendimientos de bonos y *Credit Default Swaps*. Grecia, que hace recordar a la Argentina de 2001, optó, a diferencia de esta (que abandonó la paridad cambiaria), por continuar en el euro a cambio de posibles ayudas adicionales para solventar su situación de corto plazo. A cambio, el Banco Central Europeo le exige que disminuya su déficit fiscal hasta el 3% del PBI en 2014, cuestión que tiende a la imposibilidad. Hoy por hoy, Grecia no tiene

capacidad de financiamiento y mantiene un déficit de 7 puntos del PBI, con una cuenta corriente muy negativa y una deuda pública de 160% del producto. Pareciera que tarde o temprano, la salida del euro es inevitable y que se mantiene en la moneda común, por el momento, para no arrastrar expectativas negativas sobre el resto de los países.

Por otra parte, otros países también tienen una situación delicada. España necesitaría una ayuda de un billón de euros para sanear sus finanzas de corto plazo y su tensión con la región es cada vez mayor. Esta semana 28 bancos españoles vieron rebajadas sus calificaciones de riesgo y la situación hacia el futuro es bastante oscura. Portugal, por otra parte, está mostrando grandes dificultades para reducir el déficit fiscal mientras que la situación financiera privada del país lusitano se encuentra cada vez más sensible. En Italia la situación es similar y durante esta semana las ventas minoristas cayeron un 7% en forma interanual.

En recientes comentarios ante la prensa, el titular del Banco Central Europeo dijo que el euro no es sustentable, a menos que se tomen decisiones claras y pidió compromiso a los políticos de la región. Todo dependerá de la puesta en marcha de algún tipo de política expansiva y un freno a la debilidad financiera de Italia y España, a partir de los acuerdos logrados recientemente. Días decisivos.

## Brasil: estancamiento, devaluación, ¿y...?

Durante el primer trimestre de 2012 la economía brasileña terminó virtualmente de estancarse, con un crecimiento de 0,75% en forma interanual. Después de un largo periodo de apreciación de la moneda, realizó una fuerte devaluación en búsqueda de la competitividad perdida. Hasta el momento, sin

Indicadores en la eurozona. 2011- 2012

	PBI (%)		Cuenta corriente (% del PBI)		Balance fiscal (% del PBI)		Deuda pública (% del PBI)		Rendimiento bonos a 10 años (%)	CDS a 5 años
	2.011,0	2012 <sup>e</sup>	2.011,0	2012 <sup>e</sup>	2.011,0	2012 <sup>e</sup>	2.011,0	2012 <sup>e</sup>		
<b>Eurozona</b>	<b>1,5</b>	<b>-0,5</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>-4,1</b>	<b>-3,2</b>	<b>88,0</b>	<b>90,8</b>	<b>n/h</b>	<b>n/h</b>
Alemania	3,1	0,7	5,8	4,7	-1,0	-0,9	81,2	82,2	1,5	99,53
Holanda	1,3	-1,0	8,5	8,0	-4,7	-3,9	65,2	70,1	2,1	109,10
Finlandia	2,9	1,2	-1,2	-0,6	-0,5	-1,8	48,6	50,5	1,9	78,00
Austria	3,0	0,5	2,0	1,9	-2,6	-2,6	72,2	74,2	2,4	168,30
Francia	1,7	0,0	-2,2	-2,4	-5,2	-4,7	85,8	90,5	2,7	190,34
Bélgica	2,0	0,2	-0,8	1,5	-3,7	-3,0	98,0	100,5	3,2	244,25
Italia	0,5	-2,3	-3,3	-2,2	-3,9	-2,0	120,1	123,5	6,2	529,24
España	0,7	-1,8	-3,5	-2,0	-8,5	-6,5	68,5	80,9	7,0	579,62
Irlanda	0,7	0,0	0,1	1,6	-13,1	-8,6	108,2	116,1	7,0	609,45
Portugal	-1,6	2,5	-6,4	-3,6	-4,2	-4,5	107,8	113,9	10,3	848,01
Grecia	-7,0	-6,5	-9,8	-7,8	-9,1	-7,5	165,3	160,6	26,9	37.030

Fuente: INSECAP UCES a partir de datos de Reuters y Credit Suisse

embargo, el sector productivo no reaccionó a la medida. La fuerte dependencia externa de la industria y los sectores primarios brasileños hacen que, en un contexto de baja demanda internacional, un *shock* de competitividad vía cambio de los precios relativos pueda no tener un fuerte efecto dinamizador (aunque puede atenuar la caída de la industria brasileña, que ya acumula un año).

Por otra parte, en una economía con bajo desempleo, la devaluación del real puede determinar una suba de precios que afecte la competitividad ganada. A esta situación se suma la atenuación del crecimiento chino, principal socio comercial extra-Mercosur de Brasil y la región.

Durante el primer trimestre del año las ventas al exterior del sector manufacturero cayeron un 2,6%, pese a la depreciación del 20% desde agosto pasado. Las respuestas a la variación del tipo de cambio suelen ser retardadas, pero al mismo tiempo pueden estar siendo afectadas por el bajo nivel de demanda externo.

En el *newsletter* pasado (nº 22) se había hecho un análisis tanto de la desgastada coyuntura brasileña como de su relevancia sobre los sectores productivos argentinos. La importancia que adquiere para nuestro país amerita un seguimiento cercano de la respuesta de la producción brasileña a las medidas tomadas. Por lo pronto, esta

situación de la industria brasileña ya afecta fuertemente al sector manufacturero argentino, que cayó 4,6% en mayo en forma interanual y acumula un crecimiento en el año de 0,3%.

El sentido de las exportaciones brasileñas se modificó fuertemente en los últimos diez años. El abandono del sistema de *crawling peg* en 1999, seguido de una fuerte depreciación del real, permitió revertir el déficit de balanza comercial, que para ese año alcanzaba el 4% del PBI. Durante los años posteriores, desde 2003 hasta 2008, Brasil mantuvo un superávit de cuenta corriente.

En 2010 y 2011 el déficit volvió a ser fuerte y alcanzó la cifra del 2,1% del PBI. Asimismo, la producción industrial y el PBI, que habían crecido fuertemente durante estos años, se estancaron fuertemente a partir de 2011.

Actualmente, el sostenimiento de la economía se funda en la dinámica que sigue mostrando el consumo y algunos sectores de servicios abocados al mercado interno. Sin embargo, durante este año se registraron caídas repetidas en los índices que miden la confianza de los consumidores y las expectativas. De esta forma, poco a poco el mercado interno va perdiendo dinamismo, lo cual hace poner una luz de alerta sobre la entrada en una recesión sin respuestas tanto en Brasil como en la región.

# Temas Locales

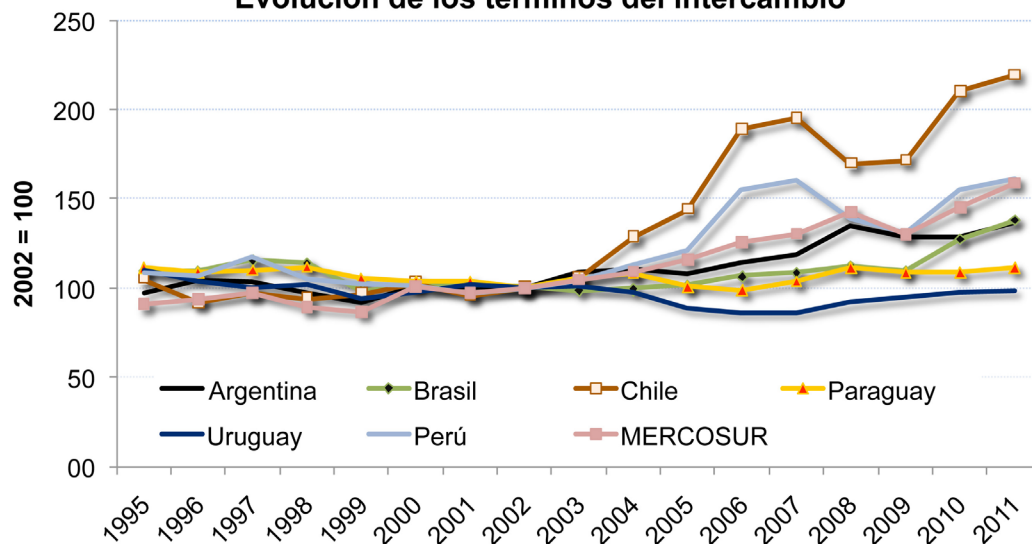
## Análisis del mes: la industrialización argentina en la perspectiva regional

La última década se destacó por un crecimiento muy fuerte de todos los países de América del Sur. Este crecimiento se asoció con la consolidación de otros países periféricos como China e India, mostrando un incremento del comercio con sentido "sur-sur". Todos los países del subcontinente se vieron favorecidos por la fuerte suba en el precio de las *commodities* primarias. Sin embargo, en cuanto al proceso de diversificación y desarrollo productivo y en cuanto a la recepción de flujos de capital, existieron caminos divergentes. En términos generales, todos los países sufrieron un proceso de apreciación de los tipos de cambio reales, que conllevaron un enriquecimiento de la población. Producto de esto, los mercados internos se hicieron más fuertes. No obstante, el modo de inserción internacional y el tipo de distribución de los ingresos resultante fue distinto según el caso.

En efecto, durante la década hubo un cambio muy fuerte de los términos del intercam-

bio para el subcontinente en general. Dentro de este cambio, la Argentina fue uno de los países favorecidos, aunque no el más favorecido. Por la fuerte suba en el precio del cobre, el mayor ganador fue Chile, mientras que Brasil tuvo un cambio de sus precios relativos algo mayor que el de nuestro país y Uruguay fue el único país de la región que no experimentó una mejora en el precio de su comercio exterior. Esta mejora de los términos del intercambio tuvo una relación cercana con dos aspectos: por un lado, el PBI per cápita mejoró notablemente en todos los países de la región, excepto por Uruguay y nuestro país se destacó por sobre el resto. Por otro, la distribución del ingreso, medida según el coeficiente de gini, mejoró en todos los países de la región, con excepción de Uruguay, desandando el camino que había llevado la redistribución en los 90. A priori, esto deja una conclusión acerca del proceso económico regional de la última década: la mejora de los términos de intercambio condujo a un mayor ingreso promedio y a una mejor distribución de las ganancias. Sin embargo, ¿hasta dónde este proceso es sostenible?

**Evolución de los términos del intercambio**



Fuente: INSECAP UCES a partir de datos de CEPAL

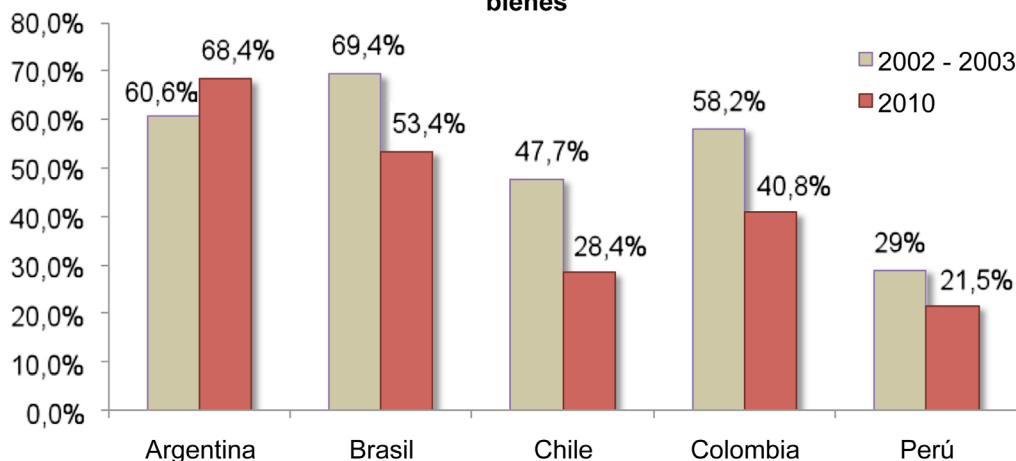
Tal como lo indicara Prebisch, la tendencia a la pérdida de valor relativo que históricamente tuvieron los precios de los productos primarios implica que el desarrollo económico sostenible en el tiempo requiera de una estructura productiva diversificada, donde el desarrollo pasa por incrementar el valor agregado producido de forma nacional. En este sentido, las trayectorias estructurales que tomaron los países de la región durante este período han sido muy distintas. En promedio, la participación industrial en el producto de América latina ha caído sistemáticamente desde 2004, desde el 26,9% hasta el 14,7% en 2010. Esto es consecuencia del crecimiento de la producción primaria por sobre las manufacturas en la mayor parte de los países. Por otra parte, los flujos de inversión que recibió la región se situaron fundamentalmente sobre la producción de *commodities* primarias con bajo valor agregado in situ, aprovechando una coyuntura de precios favorables y las escasas condiciones que impone la región. Brasil y Perú recibieron particularmente un fuerte volumen de inversiones durante la última década.

En Argentina, en cambio, el PBI industrial se incrementó 149% con respecto al piso de la crisis en 2001, creándose más de 400 mil empleos formales con un salario que se sextuplicó en la década, superando a la inflación. Al mismo tiempo, la inversión en equipos durables creció en 151% para atender una industria en pleno crecimiento que, hacia 2007, comenzaba a alcanzar lími-

tes en la capacidad instalada. El crecimiento industrial permitió sustituir importaciones, dado un esquema de precios internos que hasta 2010 fue favorable y, a la vez, mejorar la inserción internacional, con un crecimiento de las exportaciones de manufacturas de origen industrial (MOI) de 284% y de las manufacturas de origen agropecuario (MOA) de 244% en 10 años.

Estos cambios en las estructuras productivas repercutieron sobre el tipo de inserción internacional de la región. Esta evolución estuvo marcada, además, por los distintos caminos que eligieron los gobiernos en el manejo del tipo de cambio y el grado de apertura comercial. Mientras que en nuestro país las exportaciones industriales crecieron en relación con el total, en el resto de los países de la región la situación fue inversa. En Brasil las exportaciones industriales retrocedieron desde el 69,4% del total exportado en 2002 hasta el 53,4% en 2010, lo cual se acentuó durante los últimos dos años a partir de la fuerte apreciación del tipo de cambio real que derivó en una caída del producto industrial que lleva más de un año. De manera más brusca, las exportaciones industriales chilenas se redujeron desde el 47,7% del total en 2002 hasta el 28,4% en 2010. Cabe destacar que Chile ha tenido un proceso de apertura gradual, en el que incide la existencia de los tratados de libre comercio con el NAFTA y los países asiáticos del Pacífico (China y ASEAN). Similares evoluciones han mostrado Colombia y Perú.

**Porcentaje de la exportaciones industriales sobre exportaciones de bienes**



Fuente: INSECAP UCES a partir de datos de SID Capítulo Buenos Aires



Señalamos que la Argentina mostró un camino industrializador, aprovechando las ventajas de un contexto internacional favorable y la salida de una crisis con precios relativos internos bajos y un nivel de capacidad ociosa que permitieron a las empresas ordenar sus finanzas y recomponer la situación. De esta forma, nuestro país es el único de la región que tomó un camino hacia el desarrollo en el largo plazo, según la tesis de Prebisch. Sin embargo, ¿hasta dónde es sólido el camino transitado?

Una economía abierta como la nacional, con aranceles a la importación sumamente bajos, una vez que adquiere una demanda agregada sólida, tiende a cubrir los vacíos en la oferta con importaciones. De esta manera, la economía se vuelve muy dependiente de la capacidad exportadora y del ingreso de capitales. En nuestro país, la brecha se cubrió a partir del buen desempeño exportador de los últimos años, aunque, con un tipo de cambio cada vez más apreciado, la falta de divisas para financiar el proceso industrializador se hizo cada vez más notorio.

Ante la baja de la demanda internacional, el mercado interno se convirtió en el refugio para la producción, por lo que una devaluación del tipo de cambio, con el nivel actual de empleo no representa ya una ayuda para la industria nacional (aunque sí puede acelerarse el ritmo de devaluación del tipo de cambio, buscando que no siga el camino depreciativo año a año). De esta manera, los caminos posibles que permitan continuar con un proceso de fortalecimiento industrial son básicamente tres: la toma de deuda, que no parece ser un camino para el gobierno nacional, el fomento a las inversiones (especulativas o reales), lo cual -dado el esquema actual de precios internos- es difícil que suceda o la implementación de un plan de desarrollo económico que provea un verdadero apoyo a los sectores locales. Esta última opción tampoco ha mostrado una presencia muy fuerte en la agenda de los últimos años, con algunas excepciones.

En una industria nacional que muestra un alto grado de heterogeneidad y de debilidad en sus cadenas, donde la mayor parte de los sectores tienen un bajo grado de integración nacional, la implementación de una política económica seria parece ser el camino a tomar para asegurar mayor riqueza para los argentinos en el tiempo.

### Se empantana el consumo doméstico

Durante todo el año pasado uno de los dinamizadores de la economía argentina, ante la crisis de los países centrales (cada vez más propagada dentro de la región, con Brasil a la cabeza), había sido la alta demanda interna que se basó en los mayores ingresos de la población. Sin embargo, luego de dos primeros meses favorables, 2012 comenzó con una merma en el ritmo de crecimiento del consumo.

El nivel de ventas en los rubros de consumo masivo como supermercados, electrónicos o centros de compras se mantuvo levemente por sobre los valores del año pasado. Otros indicadores de demanda, como las ventas minoristas que publica CAME, la venta de automóviles 0 km y el gasto de los turistas, vienen mostrando caídas repetidas mes a mes y ya se ubican por debajo de los valores de 2011. Para el primer trimestre los datos de consumo de energía dan un crecimiento leve, de 1,4%, que probablemente se haya extinguido durante el segundo trimestre, a partir de la reducción de la producción industrial.

Medido tanto en valores constantes como en cantidades, el nivel de ventas muestra aún un cierto nivel de crecimiento interanual, aunque con una tendencia al estancamiento, en los rubros de supermercados, venta de electrodomésticos y centros de compra. En supermercados las ventas arrojan un crecimiento anual, a precios constantes, de 7,3%. Por otra parte, las ventas en centros de compra muestran una suba, a precios constantes, de 5,8% en forma interanual, traccionada fundamentalmente por el fuerte crecimiento de las

ventas de indumentaria, por sobre el resto de los rubros. Las ventas de electrodomésticos tienen un crecimiento interanual más moderado de 4,9% en forma constante.

Por otra parte, el índice de ventas minoristas que publica CAME, medido en unidades, arroja una caída anual de 6,6% en las ventas y una reducción acumulada hasta mayo de 0,9%. El índice registró una baja muy fuerte en la actividad de inmobiliarias, que alcanzaron un movimiento 21,4% inferior que el de un año atrás. No obstante, la caída en la actividad tuvo lugar en todos los rubros relevados, siendo más moderada en el de alimentos y bebidas, que registró una reducción en las ventas de 1,2%.

Durante el mes de mayo las ventas de automóviles 0 km en el mercado local se ubicaron fuertemente por debajo de los valores de 2011. Cayeron en forma anual 11%, acumulando una caída en lo que va del año

de 1%. Por otra parte, las ventas automotrices no mostraron signos de recuperación aún, descendiendo 1,5% respecto de abril. Sin embargo, los valores siguen siendo altos en comparación con el período anterior a 2011, ya que la venta -medida en unidades- es 16,9% superior que la de 2008. Se espera que, para los meses venideros, la situación local del sector se recomponga a partir del vuelco a la compra de automóviles de una parte del ahorro nacional como consecuencia de las medidas cambiarias restrictivas.

De esta manera, el consumo muestra una desaceleración leve, que en mayo repitió la tendencia de los últimos dos meses. Con una inflación de precios minoristas estacionado, por ahora, en torno del 20%-22% anual y un nivel salarial creciente, es posible que el consumo siga traccionando a la economía, aunque con valores más leves que los mostrados en 2011.

### Indicadores de consumo doméstico. Primeros cinco meses del año

Indicador	Ult. período	Var. interanual	Var. acumulada	Tendencia últ. 3 meses
Ventas en supermercados - Total país <sup>1</sup>	Mayo - 12	22,2%	26,1%	=
Ventas de electrodomésticos - Total país <sup>1</sup>	Marzo - 12	19,2%	23,1%	=
Facturación en centros de compras (C.A.B.A. + GBA) <sup>1</sup>	Mayo - 12	19,7%	24,8%	=
Ventas minoristas (en cantidades) <sup>2</sup>	Mayo - 12	-6,6%	-0,9%	↓
Demanda de servicios públicos (en cantidades) <sup>1</sup>	Abril - 12	7,9%	9,2%	=
Venta de automóviles 0 km (en cantidades) <sup>3</sup>	Mayo - 12	-11,0%	-1,0%	↓
Gasto turismo extranjero (en pesos) <sup>1</sup>	Abril - 12	-13,7%	-10,2%	↓
Recaudación IVA <sup>4</sup>	Mayo - 12	21,1%	22,8%	=
Inflación minorista 6 provincias <sup>5</sup>	Abril - 12	20,9%	20,7%	=

Fuente: INSECAP UCES.<sup>1</sup> Datos de: INDEC; <sup>2</sup> Datos de: CAME; <sup>3</sup> Datos de: ADEFA; <sup>4</sup> Datos de: Ministerio de Economía de la Nación; <sup>5</sup> Datos de: relevamientos de precios en las provincias de Córdoba, San Luis, Neuquén, La Pampa, Chubut y Gran Buenos Aires realizados por departamentos de estad. provinciales e INDEC, según el caso.

### Caída de reservas, ¿un signo de agotamiento?

En lo que va del año las reservas internacionales del Banco Central cayeron 9,6%, acumulando una baja de u\$s 3.410 millones. Si bien las reservas no necesariamente deben respaldar la base monetaria, es conveniente alcanzar un nivel que permita hacer frente a la demanda de divisas que genera la economía, como así también poder contar con el caudal suficiente para administrarlas frente a eventuales *shocks* externos o estrés financieros. La base monetaria creció fuertemente durante los últimos años, con un tipo de cambio prácticamente fijo. De esta forma, la relación reservas/base monetaria cayó 63 puntos porcentuales desde 2009, pasando de 149% a 86% en la actualidad.

Los primeros años de la década actual, de fuerte crecimiento y alta rentabilidad, vieron una suba importante del *stock* de reservas, que en 2001 había alcanzado su piso. Durante los últimos años, el deterioro de este proceso, comenzó a demostrar las falencias crecientes que tiene la economía actual para acumular divisas, afectando la sostenibilidad en el mediano plazo.

El resto de los países de la región transitaron un camino inverso en cuanto a la acumulación de divisas. Durante el último año, las reservas de Chile y Perú aumentaron un

24%, las de Brasil un 14%, en Paraguay un 11% y en Uruguay un 5%, con un fuerte ingreso neto de dólares que incluso en algunos países tendió a apreciar el tipo de cambio. De esta forma, con tasas de inflación más moderadas, la relación reservas/base monetaria de estos países también recorrió un camino contrario al de la Argentina.

En nuestro país, el crecimiento de la base monetaria al 30% anual, en línea con el crecimiento del PIB nominal, sumada a la caída en la balanza de pagos de los últimos años y la dificultad tanto para atraer nuevas inversiones como para ampliar el superávit comercial muestran las complicaciones que deben atenderse en el corto/mediano plazo.

Mientras tanto, en el primer trimestre la balanza de pagos de nuestro país registró una nueva caída, de u\$s 552 millones, menor que el desequilibrio de u\$s 1.156 millones que había tenido lugar en el primer trimestre de 2011. Este negativo se debió principalmente a la salida neta de u\$s 2.916 millones en la Cuenta de Inversión, compuesta por el giro al exterior de u\$s 2.047 millones en concepto de utilidades y dividendos y u\$s 868 millones en concepto de intereses. La deuda externa bruta se estimó en u\$s 141.803 millones, con una variación positiva del 0,4% respecto al trimestre anterior.

The logo for INSECAP, consisting of the word "INSECAP" in a bold, italicized, sans-serif font, enclosed within a light blue parallelogram border.



*Editor Responsable*  
**Dr. José Basso**

**Staff**

**Instituto de Economía Aplicada**  
Director: Mariano de Miguel

**Economista Coordinador**  
Diego Coatz

**RESPONSABLES BOLETÍN**  
Gustavo Ludmer, Julián Hecker

**Economistas**  
Enrique Aschieri, Demián Dalle, Sergio Woyecheszen

**Asistente de Investigación**  
Joaquín Escardó

**Facultad de Ciencias Económicas**  
Decano: Dr. José Basso

Paraguay 1457 (C1061ABA), Ciudad de Buenos Aires, Argentina  
Tel.: 4815-3290 int. 831. Fax: 4816-5144  
<http://www.uces.edu.ar/>

*Es una publicación periódica de INSECAP*