



Universidad Nacional  
de Lomas de Zamora



# REPORTE MACROECONOMICO

Julio 2011

*El objetivo del presente informe es analizar las variables económicas más importantes. La información utilizada proviene de fuentes oficiales disponibles, la cual puede ser provisoria y sufrir modificaciones posteriores. En ningún caso se pretende recomendar decisiones de inversión. Por otra parte, las opiniones corren por cuenta de quien la firma y de ninguna manera implica que la comunidad universitaria las comparta.*

[www.economicas.unlz.edu.ar](http://www.economicas.unlz.edu.ar)

Instituto de Investigaciones Económicas – Facultad de Ciencias Económicas  
Universidad Nacional de Lomas de Zamora

## Editorial

Hacemos una nueva entrega del informe económico mensual, durante este mes se destaca lo siguiente:

1. El índice oficial de actividad económica (EMAE) registró en abril una suba de 7,1% con relación a igual mes del año pasado. En cambio, la consultora de Orlando Ferreres & Asociados estimó un crecimiento de la actividad de 6,2% en términos anuales.
2. La actividad industrial medida en el índice EMI (INDEC) subió 9,1% en mayo con relación a igual mes del año pasado. Para Orlando Ferreres & Asociados, la industria registró un crecimiento de 6,2% en términos anuales y valor similar informó FIEL.
3. El indicador de actividad de la construcción difundido por el INDEC creció en mayo 14,8% en términos anuales. En cambio, el índice Construya registró un incremento de 18,2% con respecto a mayo de 2010.
4. El indicador sintético de servicios públicos registró un crecimiento en mayo de 12,5% comparado con el correspondiente a igual mes del año pasado. El impulso viene por el rubro de telefonía.
5. Las ventas en supermercados a valores constantes crecieron 10,5% en mayo comparado contra las ventas de igual mes del año pasado. En cambio, deflactada por la inflación real las ventas registran un descenso de 1,8%.
6. El superávit fiscal de mayo fue de \$3.140 millones con un crecimiento de 4,2% con respecto a igual mes del año pasado.
7. La inflación de junio fue de 0,7% según el INDEC. Se reitera que los datos obtenidos por consultoras privadas y organismos provinciales son superiores a la publicación oficial. Para el mes de junio las consultoras privadas indicaron que la inflación fue de 1,5% y la anual fue de 23%.
8. Los depósitos del sector privado en pesos en junio crecieron 2,1% en términos mensuales y 37,8% con relación al mismo mes del año anterior.
9. La balanza comercial del mes de mayo arrojó un superávit de US\$1.680 millones (13% menos que en igual mes del año pasado)

Aprovechamos la oportunidad para reiterar que nuestra Facultad dispone de una base de datos económicos y sociales que puede ser consultada en nuestra página de Internet y que se ha incorporado una sección internacional.

A quienes requieran algún tipo de aclaración o comentario, los podrán realizar al correo [infomacro@economicas.unlz.edu.ar](mailto:infomacro@economicas.unlz.edu.ar)

Muchas Gracias

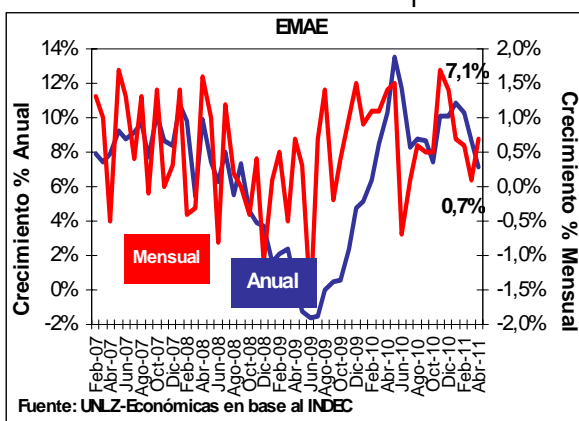
**Facultad de Ciencias Económicas  
Instituto de Investigaciones Económicas**

## Actividad Económica

El índice EMAE (Estimador mensual de actividad económica-INDEC) registró en abril un incremento mensual de 0,7%, con respecto al mes de marzo.

En términos anuales, registró una expansión anual de 7,1%, la menor de los últimos 16 meses, lo cual es una señal de una leve desaceleración de la economía.

A partir de este dato, la economía acumula 20 meses de crecimiento ininterrumpidos.



Si consideramos el acumulado en el año, la expansión es de 9,1%. Esta variación es importante y se encuentra por encima a la registrada durante el mismo período del año anterior (7,7%).

Si realizamos una comparación histórica, la actividad se encuentra 52,5% por encima del punto máximo anterior (junio de 1998) y 124,4% por sobre el nivel mínimo (marzo de 2002).

A partir de este comportamiento de la actividad, el gobierno espera para este año un crecimiento entre 7,5% y 8% en términos anuales. En cambio, el FMI en su informe sobre proyecciones económicas anticipa un crecimiento en 2011 de 6%.

Debido a la falta de credibilidad de las estadísticas públicas, utilizamos información proveniente de analistas privados.

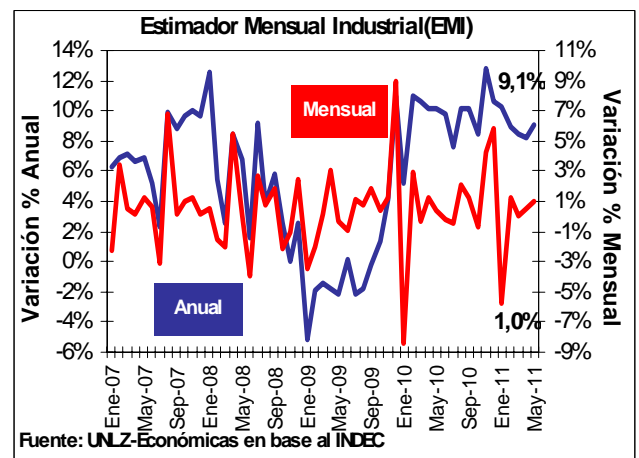
Para la consultora Orlando Ferreres y Asociados, la actividad económica en abril

medida en el índice IGA creció 1,2% en términos mensuales y 6,2% con respecto al mismo mes del año anterior. Se observa que el crecimiento es inferior al informado por el INDEC.

Esto sucede porque para deflactar las series se usan los precios verdaderos de los comercios, mientras que los que recolecta la secretaria de Guillermo Moreno son los acordados por el gobierno o al menos son diferentes a los que utilizan las consultoras privadas.

Si bien la actividad continua expandiéndose, los condicionantes serán cada vez mayores, en especial el faltante energético. Se espera que los rubros intermediación financiera y comercio continúen creciendo en un contexto inflacionario. El índice EMI (Estimador mensual industrial) en el mes de mayo registro un crecimiento de 1% en términos mensuales.

En términos anuales la expansión es de 9,1%. Este incremento es superior al 7,9% esperado por los analistas del sector privado (REM-BCRA)



De la misma manera que con respecto a la actividad económica, la industria presenta una sobrestimación en sus tasas de crecimiento.

Según el índice elaborado por la consultora Orlando Ferreres y Asociado, la industria cayó 1% en términos mensuales y creció 6,2% con respecto al mismo mes del año anterior. Se espera una desaceleración en su tasa de crecimiento como consecuencia de las restricciones energéticas.

Para FIEL, la industria registró una expansión de 2,8% en términos mensuales y 6,3% en términos anuales.

Se observa que las variaciones anuales de FIEL y Ferreres coinciden, mientras que el INDEC está más de 2 puntos por encima.

Volviendo al índice oficial, para la comparación anual se observa que de las doce ramas que componen el EMI, once registran crecimiento.

Entre las cuatro ramas que más se expanden se encuentran: Vehículos automotores (28,7%), Minerales no metálicos (14,1%), Productos del tabaco (12,8%) y metalmecánica excluida la industria automotriz (12,8%).

COMPORTAMIENTO INDUSTRIA MAYO 11	VARIACIÓN % DE LA ACTIVIDAD		UCI MAYO 11
	MENSUAL	ANUAL	
Vehículos automotores	10,7%	28,7%	81,6
Metalmecánica excl. Industria automotriz	3,6%	12,8%	77,0
Minerales no metálicos	5,2%	14,1%	84,1
Productos textiles	7,4%	2,6%	83,2
Sustancias y productos químicos	-7,4%	2,1%	74,2
<b>NIVEL GENERAL</b>	<b>1,0%</b>	<b>9,1%</b>	<b>78,3</b>
Productos del tabaco	-0,8%	12,8%	74,4
Industrias metálicas básicas	1,1%	9,4%	88,4
Edición e impresión	8,5%	0,1%	82,4
Productos alimentos y bebidas	-5,9%	4,1%	70,2
Papel y cartón	1,6%	2,4%	81,3
Caucho y plástico	-3,5%	9,4%	82,8
Refinación del petróleo	-1,9%	-8,4%	79,4

Fuente: UNLZ-Económicas en base a datos del INDEC.

La Utilización de capacidad instalada (UCI) durante mayo alcanza al 78,3% en la industria, 2,6 puntos menos con respecto a abril y 1,6 puntos mayor que mayo del año pasado.

Los sectores que enfrentan mayor restricción de oferta son: Industrias metálicas básicas (88,4%), Minerales no metálicos (84,1%), Productos textiles (83,2%) y Edición e impresión (82,4%).

La encuesta cualitativa de la industria, que mide las expectativas de las firmas para el mes de junio de este año arroja lo siguiente:

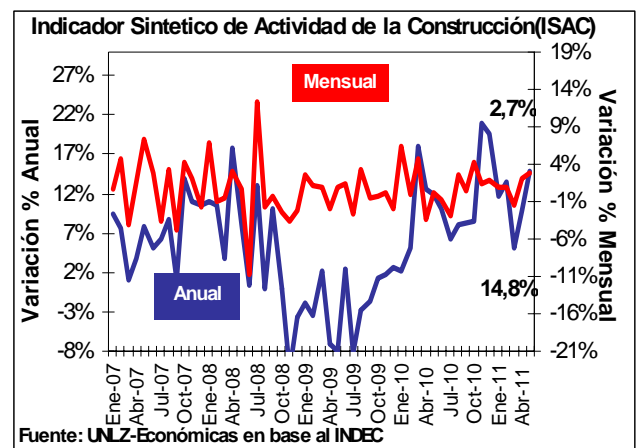
1- El 76,4% de las firmas anticipa un ritmo estable de la demanda interna, el 19,5% espera un aumento y el 4,1% anticipa una disminución.

2- El 97,7% de las firmas no esperan cambios en la dotación de personal, 1,3% prevé aumentos y 1% anticipa una disminución.

Respecto a la cantidad de horas trabajadas, el 87,4% de las empresas no anticipan cambios, el 6,5% advierte suba y el 6,1% opina que disminuirá.

3- El 79,7% de las empresas no advierten cambios en la utilización de la capacidad instalada, el 14,1% prevé incrementos, en tanto el 6,2% anticipa una baja.

El comportamiento del ISAC (Indicador sintético de la construcción) confirma que este sector se encuentra en un proceso de crecimiento.



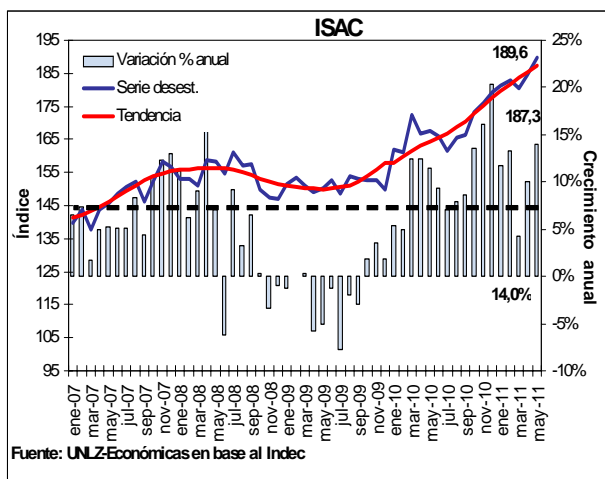
Durante el mes de mayo, el sector registró una variación mensual de 2,7%. En cambio, registra un incremento de 14,8% en términos anuales. De todas maneras esta variación es superior a la registrada durante el mismo mes del año anterior (11,8%). Si consideramos el acumulado del año, la expansión es de 10,9%.

Las ventas al sector de los insumos considerados para la elaboración de este indicador en el mes de mayo último registraron, en general, variaciones positivas con respecto a igual mes del año anterior, observándose aumentos de 28,1% en cemento, 15,2% en ladrillos huecos, 7,6% en hierro redondo para hormigón y 0,9% en pinturas para construcción.

En tanto, se registraron bajas de 9,4% en asfalto y 6,4% en pisos y revestimientos cerámicos.

En la comparación de los datos de mayo respecto a abril pasado se observan también, en general, variaciones positivas, con aumentos de 11,5% en pisos y revestimientos cerámicos, 6,3% en pinturas para construcción, 5,3% en cemento y 3% en ladrillos huecos y bajas de 12,9% en asfalto y 1,2% en hierro redondo para hormigón.

En cambio, el índice Construya (que elaboran empresas líderes del sector) registró en mayo un retroceso mensual de 4,9%, mientras que en términos anuales presentó una expansión de 18,2%. Para el acumulado del año, el incremento es de 10%.



En la encuesta cualitativa del sector de la construcción, que consultó a las firmas sobre las expectativas para el mes de junio, se han captado mayoritariamente opiniones que reflejan un clima de estabilidad, tanto entre quienes realizan principalmente obras públicas como entre los que hacen fundamentalmente obras privadas.

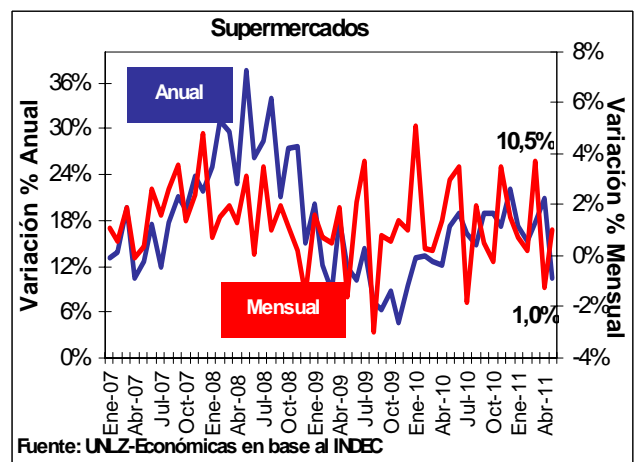
En efecto, a decir de los empresarios, entre quienes se dedican principalmente a realizar obras públicas, el 57,6% cree que el nivel de actividad se mantendrá sin cambios durante junio, mientras que el 27,3% sostiene que aumentará y el 15,1% restante, que disminuirá.

Por su parte, entre quienes realizan principalmente obras privadas, el 73,6% de los encuestados cree que el nivel de actividad se mantendrá sin cambios en junio, en tanto que el 15,8% estima que aumentará y el 10,6% restante, que disminuirá.

Las ventas en los supermercados en términos corrientes alcanzó la suma de \$6.288,5 millones. Este valor representa un incremento de 20,6% en términos anuales. Para el acumulado del año, el crecimiento fue de 26,7%.

Los principales incrementos se dieron en: Indumentaria, calzado y textiles para el hogar (51,7%) y Alimentos y bebidas (30,3%).

A precios constantes, en términos mensuales se observa una suba de 1%, mientras que con respecto a mayo del año pasado, el crecimiento fue de 10,5%.



Sin embargo, es importante destacar que las ventas reales en este sector surgen de descontar a las ventas corrientes el comportamiento de los precios de los productos. De esta manera, si la variación de los precios está subestimada el incremento de las ventas da como resultado un valor superior al que debería dar.

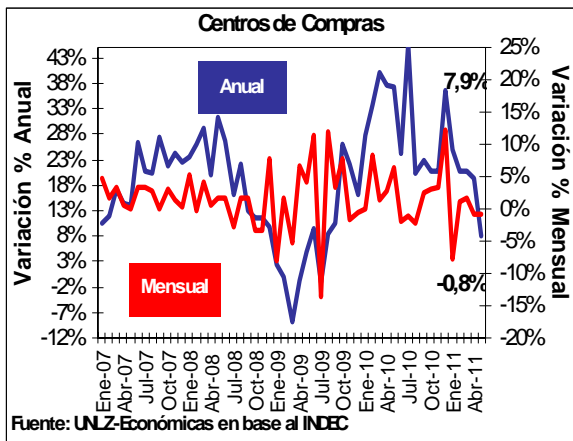
Para subsanar este problema, deflactamos las ventas corrientes según el promedio de precios de las consultoras privadas.

Según este análisis, las ventas en términos reales cayeron 4,9% en términos mensuales y

1,8% con respecto al mismo mes del año anterior.

Las ventas de los Centros de compras (Shopping centers) en términos reales registraron una caída mensual de 0,8% y un incremento en términos anuales de 7,9% según el INDEC. Esta variación, es muy inferior a la registrada durante el mismo mes del año pasado (37%).

Las ventas corrientes alcanzaron la suma de \$1.195 millones. Esto significa un crecimiento anual de 18,9% y una suba de 0,3% con respecto abril de este año.



En el gran Buenos Aires, se destacan los siguientes incrementos en términos anuales: juguetería (71,3%), diversión y esparcimiento (64,3%) y patio de comidas, alimentos y kioscos (64,2%)

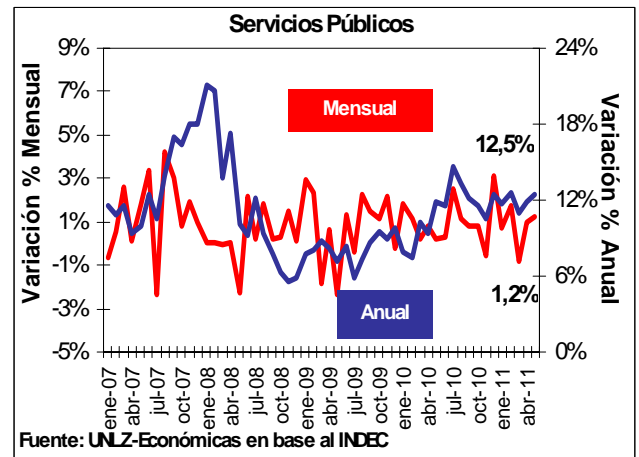
Por otro lado, en la ciudad de Buenos Aires, los principales incrementos fueron en: patio de comidas, alimentos y kioscos (64,9%), juguetería (60,9%) y diversión y esparcimiento (53,3%).

Realizamos el mismo análisis para los centros de compra deflactando las ventas corrientes por los precios de las consultoras.

De esta manera, las ventas cayeron 1,2% en términos mensuales y 3,2% en términos anuales.

Se aprecia que el comportamiento del consumo real presenta una caída producto de la mayor inflación. Hay un incremento nominal pero en términos reales disminuye.

El ISSP (Indicador sintético de los servicios públicos) registró en el mes de mayo un crecimiento mensual de 1,2%, mientras que en términos anuales el incremento fue de 12,5%.



En mayo se destacan las siguientes variaciones con respecto a igual mes del año anterior: 20,2% en Telefonía, 10,1% en Peajes, 7,6% en Transporte de Pasajeros, 5,1 % en Electricidad, Gas y Agua y una baja de 3,5% en Transporte de Carga.

Telefonía lidera el crecimiento del índice y es importante dentro de él, la telefonía celular.

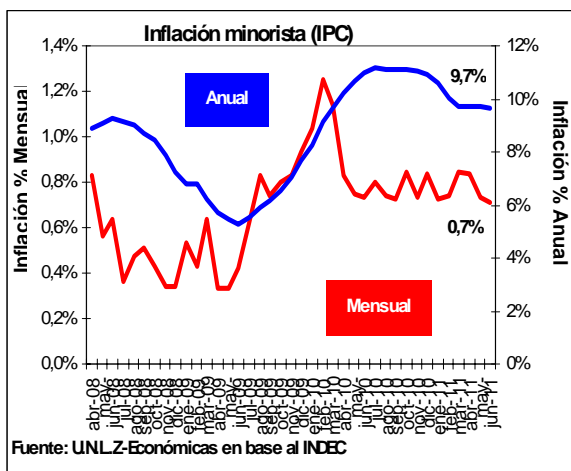
En términos anuales, la cantidad de aparatos de telefonía celular móvil se incrementó un 5,9%. Por su parte, la cantidad de llamadas realizadas por aparatos celulares se incrementó un 25%. Asimismo, la cantidad de mensajes de texto SMS registró una suba del 25,4 %.

En cambio, para el acumulado del año, las variaciones son las siguientes: aparatos de telefonía celular móvil (7,8%), llamadas realizadas por aparatos celulares (24,5%) y mensajes de texto SMS (24%).

## Precios y Salarios

El índice de Precios al Consumidor (IPC) registró en junio un incremento de 0,7% en términos mensuales y de 9,7% con respecto al mismo mes del año anterior. Y acumula una suba de 4,7% en lo que va del año, según informó el Instituto Nacional de Estadística y Censos (INDEC).

El impulso en la inflación minorista estuvo liderado por la indumentaria (1,7%) y el equipamiento y mantenimiento para el hogar (1%).



La cifra oficial es la mitad de la estimada por los analistas privados y genera diversos problemas para la política económica y la toma de decisiones.

Especialmente para el sector privado, dado que no cuenta con datos fundamentales para la toma de decisiones. Y también para el sector público, especialmente porque no puede evaluar el verdadero comportamiento de la política económica.

Según un informe presentado por diputados de la oposición, realizado en base a estimaciones de ocho consultoras privadas, la tasa de inflación en junio fue de 1,5%. Y con respecto al mismo mes del año pasado, el incremento de los precios fue de 23%.

Los diputados acusaron al gobierno de aplicar censura de Estado al impedir a las consultoras

privadas, la difusión de datos con porcentajes superiores a los que habitualmente da a conocer el INDEC.

Por otro lado, las provincias publican con retraso sus índices de precios. Al cierre del informe se conocen los datos de mayo y no los de junio de este año.

Analizando el comportamiento de los índices de precios al consumidor de las provincias, como es una constante desde hace varios meses, se observa que la inflación promedio del interior del país es superior a la anunciada en su oportunidad por las autoridades.

INFLACION MAYO 2011	Nivel Gral	
	Mensual	Anual
GBA (Oficial)	0,7%	9,7%
SANTA FE	1,1%	21,3%
CHUBUT	1,7%	23,7%
SAN LUIS	1,7%	23,4%
LA PAMPA	1,2%	18,1%
PROMEDIO SIN GBA	1,5%	21,6%
PROMEDIO CON GBA	1,3%	19,2%

Fuente: UNLZ- Económicas en base a datos del Indec y Provincias

Se observa que la inflación en las provincias es en promedio 1,5% en términos mensuales, mientras que en términos anuales asciende a 21,6%.

A partir de los datos del IPC, se calcula los valores de la canasta básica alimentaria (CBA) y la canasta básica total (CBT).

La CBA indica el ingreso que debe tener una familia tipo (dos adultos y dos menores) para no caer en la indigencia. En el mes de junio, la canasta básica fue de \$596,14. A partir de este dato, se observa un incremento mensual de 0,4%. En cambio, para la comparación anual se registra una variación de 11%.

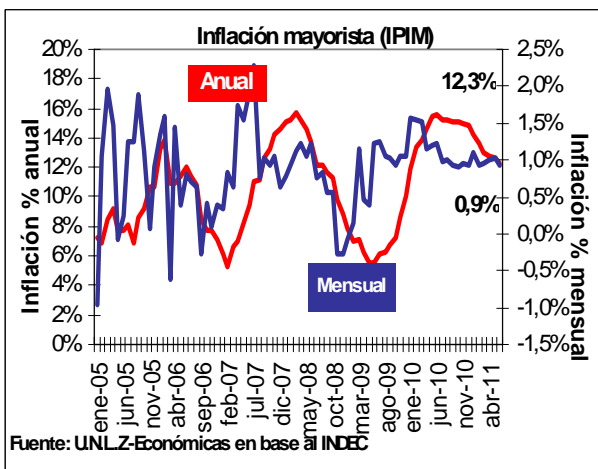
La CBT indica el ingreso que debe tener una persona familia para no caer en la pobreza. Para el mes pasado, el valor fue de \$1.314,16. En este, caso la variación mensual es de 0,5% y anual 12,8%.

Los comportamientos de estas canastas resultan poco creíbles. Lo mismo sucede con los datos que brindan las autoridades de pobreza e indigencia, dado que surgen de comparar los

ingresos de los individuos con los valores de las canastas.

Para los analistas del sector privado, la canasta básica alimentaria (CBA) creció 1,8% en términos mensuales en junio y acumula en el primer semestre un crecimiento de 9,1%. La canasta básica total (CBT) duplica a la estimada por el INDEC y alcanza los \$2.700.

El índice de precios mayoristas (IPIM) registró una variación mensual de 0,9% en el mes de junio y en términos anuales fue de 12,3%. En el acumulado del año lleva 6,1%.

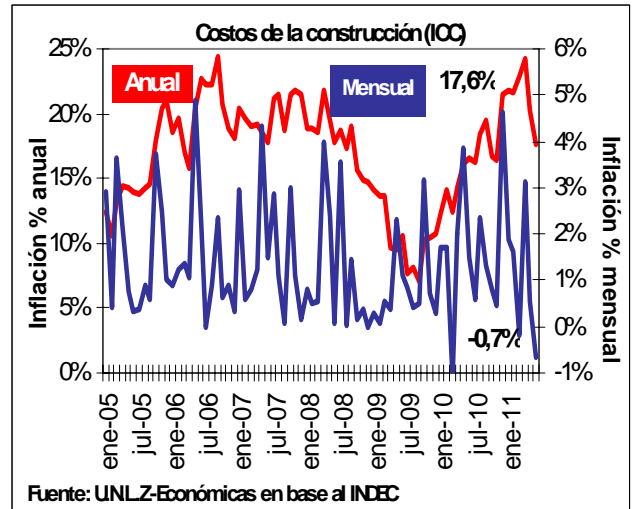


Productos nacionales subió 0,9% en términos mensuales, mientras que productos importados creció 0,7%. En términos anuales los incrementos fueron de 12,5% y 9,6% respectivamente.

El índice de costos de la construcción (ICC), registró durante el mes de junio una caída de 0,7%. Las variaciones en términos mensuales fueron las siguientes: gastos generales (-1,2%) y materiales (1%) y mano de obra (-2%). Para la comparación anual, el índice registra una variación de 16,7%. En cambio, los incrementos anuales son los siguientes: mano de obra 20,7%, gastos generales 23,3% y materiales 11,2%.

Según el INDEC los salarios en mayo crecieron 2,9%, cuatro veces más que la inflación (en ese mes fue de 0,7%). El incremento en el acumulado del año es del 9,5%. En términos

anuales la suba es de 27,7% y se encuentra en torno a la inflación real.

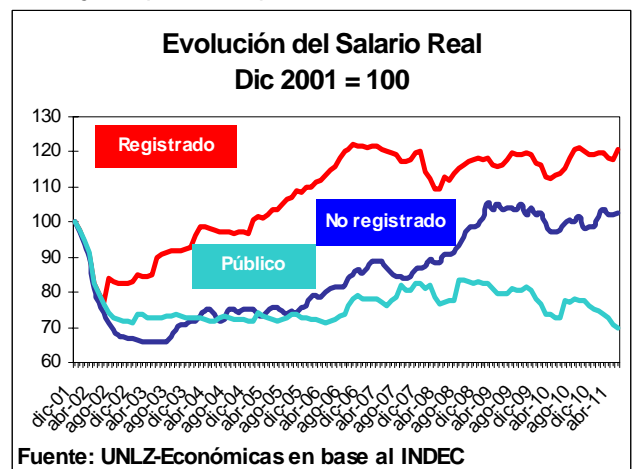


Durante el mes de mayo se registraron las siguientes variaciones salariales nominales: no registrados 2,2%, registrados 4% y las remuneraciones de los empleados públicos subieron 0,5%.

En la comparación anual, las variaciones son las siguientes: no registrados 29,5%, registrados 30,5% y sector público 18,7%.

En términos reales, los trabajadores registrados están por encima de los trabajadores no registrados y de los empleados públicos.

Con respecto a diciembre de 2001 en términos de poder adquisitivo, se observan las siguientes variaciones: registrados (20,6%), no registrados (2,5%) y empleados públicos (-30,1%).





## Externo

Los Recursos totales del sector público en mayo alcanzaron al suma de \$37.086 millones, lo que representa un incremento de 31,3% en términos anuales.

Durante este mes se destaca el crecimiento de 32,8% en seguridad social. Esta variación se debe a la suba de salarios nominales, que incrementan los aportes, tanto personales como patronales.

Los recursos tributarios crecieron 29,8% en términos anuales, básicamente por la suba del consumo y de los mayores precios.

Por otro lado, el Gasto primario creció 34,5%, alcanzando la suma de \$33.946 millones. De esta manera, se observa que se repite un mayor crecimiento de las erogaciones con respecto a los ingresos fiscales.

Las transferencias al sector privado ascienden a \$8.664 millones. Esto significa una variación de 35,4% con respecto al mismo mes del año pasado.

Seguridad social se incremento en 40,8% por las erogaciones en jubilaciones y transferencias (como la asignación universal por hijo).

En este contexto el superávit primario fue de \$3.140 millones, lo que representa un incremento de apenas 4,2% en términos anuales.

A su vez, se pagaron intereses por \$1.242 millones con un incremento de 181% con respecto al mismo mes del año pasado.

SECTOR PÚBLICO NACIONAL	MAYO		Variación	
	2011	2010	MS	%
<b>RECURSOS TOT. S/ PRIV.</b>	\$ 37.086	\$ 28.251	\$ 8.835	31,3%
Recursos tributarios	\$ 25.552	\$ 19.687	\$ 5.865	29,8%
Recursos Seguridad Social	\$ 10.141	\$ 7.637	\$ 2.505	32,8%
Otros recursos	\$ 1.392	\$ 927	\$ 465	50,1%
<b>GASTO PRIMARIO</b>	\$ 33.946	\$ 25.237	\$ 8.709	34,5%
Salarios	\$ 4.259	\$ 3.273	\$ 986	30,1%
Bienes y Servicios	\$ 1.643	\$ 1.195	\$ 448	37,5%
Seguridad Social	\$ 11.130	\$ 7.907	\$ 3.223	40,8%
Transferencias	\$ 11.006	\$ 8.224,1	\$ 2.782	33,8%
Al Sector privado	\$ 8.664	\$ 6.398	\$ 2.266	35,4%
A Provincias	\$ 1.018	\$ 956	\$ 62	6,5%
A Universidades Nacionales	\$ 1.324	\$ 870	\$ 454	52,2%
Otros conceptos	\$ 1.366	\$ 563	\$ 803	142,5%
Gastos de capital	\$ 4.516	\$ 3.915	\$ 600	15,3%
<b>RTADO PRIM. S/ PRIV.</b>	\$ 3.140	\$ 3.014	\$ 126	4,2%
<b>INTERESES</b>	\$ 1.242	\$ 442	\$ 800	181,1%
<b>RESULTADO FINANCIERO</b>	\$ 1.898	\$ 2.572	\$ -674	-26,2%

FUENTE: UNLZ, Económicas en base a datos del Mecón.

A partir de este dato el Resultado financiero fue de \$1.898 millones. Que representa un retroceso de 26% en términos anuales.

Los superávit, tanto primario como financiero de mayo están impulsados por la recaudación record del mes.

El gobierno recibió del BCRA y la ANSES en el mes de mayo \$195 millones. Sin ellos, el superávit primario hubiera sido de \$2.945 millones.

Si consideramos los primeros cinco meses del año, los Recursos tributarios se incrementaron 31,7%, alcanzando la suma de \$161.381 millones.

El impulso vino tanto de los recursos tributarios (crecieron 32,8% en términos anuales) como de los de seguridad social (33,8% con respecto a mayo del año pasado).

Por su parte, el Gasto primario se incrementó 32,6% en términos anuales, alcanzando la suma de \$151.422 millones.

Las mayores variaciones vinieron por el lado de las erogaciones en Seguridad social, con un crecimiento de 35,4% (\$51.682 millones) y de las transferencias al sector privado (\$37.248 millones), con una suba de 40,5%.

Estos conceptos explican el 65% del incremento total del Gasto primario.

Luego aparecen los incrementos en bienes y servicios (36%) y salarios (26,9%).

SECTOR PÚBLICO NACIONAL	CINCO MESES		Variación	
	2011	2010	MS	%
<b>RECURSOS TOT. S/ PRIV.</b>	\$ 161.381	\$ 122.550	\$ 38.831	31,7%
Recursos tributarios	\$ 99.604	\$ 75.016	\$ 24.587	32,8%
Recursos Seguridad Social	\$ 51.899	\$ 38.784	\$ 13.114	33,8%
Otros recursos	\$ 9.879	\$ 8.750	\$ 1.129	12,9%
<b>GASTO PRIMARIO</b>	\$ 151.422	\$ 114.191	\$ 37.231	32,6%
Salarios	\$ 21.367	\$ 16.835	\$ 4.532	26,9%
Bienes y Servicios	\$ 7.449	\$ 5.478	\$ 1.971	36,0%
Seguridad Social	\$ 51.682	\$ 38.177	\$ 13.505	35,4%
Transferencias	\$ 47.945	\$ 35.404	\$ 12.541	35,4%
Al Sector privado	\$ 37.248	\$ 26.511	\$ 10.737	40,5%
A Provincias	\$ 4.414	\$ 4.390	\$ 24	0,6%
A Universidades nacionales	\$ 5.918	\$ 4.359	\$ 1.558	35,7%
Otros conceptos	\$ 4.232	\$ 2.178	\$ 2.054	94,3%
Gastos de capital	\$ 18.602	\$ 15.899	\$ 2.703	17,0%
<b>RTADO PRIM. S/ PRIV.</b>	\$ 9.959	\$ 8.359	\$ 1.600	19,1%
<b>INTERESES</b>	\$ 8.821	\$ 7.882	\$ 939	11,9%
<b>RESULTADO FINANCIERO</b>	\$ 1.138	\$ 477	\$ 661	138,7%

FUENTE: UNLZ-Económicas en base a datos del Mecón.

De esta manera se alcanza un superávit primario de \$9.959 millones, lo que representa un incremento de 19,1% (\$1.600 millones) con respecto al mismo período anterior.

El Resultado financiero es de \$1.138 millones, lo que significa una fuerte suba de 138,7%.

El gobierno debería atenuar la expansión del gasto, lo cual tendría como efecto colateral positivo disminuir las presiones inflacionarias.

Lamentablemente consideramos que en un año electoral esto no será posible, por lo que consideramos que es una variable a seguir con mucha atención.

La Recaudación tributaria de junio fue de \$48.679 millones, lo que significa un fuerte incremento (30,5%).

Hubo un récord histórico de la recaudación por el impuesto a los débitos de cuenta corriente, más conocido como "impuesto al cheque", así como también de los derechos del comercio exterior.

El impuesto al cheque creció 45,1% en términos anuales y alcanzó los \$3.176 millones.

Los ingresos por derechos de exportación alcanzaron la suma de \$5.141 millones con un crecimiento de 21,7% con respecto al mismo mes del año pasado.

Los derechos a las importaciones crecieron 24,9% en términos anuales y alcanzaron los \$1.157 millones. El impulso vino básicamente por las mayores importaciones y en menor medida, por el mayor tipo de cambio nominal.

Los aportes personales se incrementaron en 36% y las contribuciones patronales lo hicieron en 41%. La causa radica en los mayores salarios nominales acordados por los diferentes gremios.

RECAUDACIÓN	MAYO		Variación	
	2011	2010	MS	%
<b>TOTAL RECURSOS TRIBUTARIOS</b>	<b>\$ 48.679</b>	<b>\$ 37.295</b>	<b>\$ 11.384</b>	<b>30,5%</b>
<b>IMPUESTOS</b>	<b>\$ 31.790</b>	<b>\$ 24.373</b>	<b>\$ 7.417</b>	<b>30,4%</b>
Ganancias	\$ 13.358	\$ 9.170	\$ 4.188	45,7%
Impuesto al valor agregado	\$ 12.272	\$ 9.938	\$ 2.334	23,5%
Creditos y debitos en cta cte	\$ 3.176	\$ 2.189	\$ 986	45,1%
Otros	\$ 2.984	\$ 3.076	\$ -92	-3,0%
<b>DERECHOS S/COM EXTERIOR</b>	<b>\$ 6.322</b>	<b>\$ 5.171</b>	<b>\$ 1.151</b>	<b>22,3%</b>
Derechos de importación	\$ 1.157	\$ 926	\$ 231	24,9%
Derechos de exportación	\$ 5.141	\$ 4.225	\$ 916	21,7%
Otros	\$ 24	\$ 20	\$ 4	20,3%
<b>AP. Y CONTRIB A LA SEG SOCIAL</b>	<b>\$ 10.567</b>	<b>\$ 7.751</b>	<b>\$ 2.816</b>	<b>36,3%</b>
Aportes personales	\$ 4.037	\$ 2.969	\$ 1.068	36,0%
Contribuciones Patronales	\$ 5.945	\$ 4.133	\$ 1.711	41,4%
Otros Ingresos	\$ 618	\$ 93	\$ 711	-
Rezagos, transitorios y otros	\$ -67	\$ 742	\$ 809	-

FUENTE: UNLZ-Económicas en base a datos del Mecon.

La recaudación tributaria del primer semestre del año ascendió a \$254.038 millones con una variación de 32,5% con respecto a igual periodo anterior.

El 80% se explica por el comportamiento del IVA, Ganancias y los aportes personales y las contribuciones patronales.

Esto significa que la recaudación está creciendo por los rubros que tienen alta correlación con la inflación.

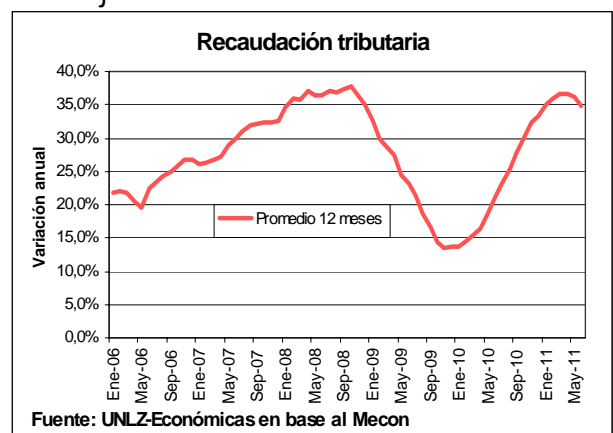
El impuesto a las ganancias creció 39% en términos anuales, mientras que el IVA se incrementó en 35% con respecto al mismo periodo del año anterior.

Los derechos a las exportaciones se ubicaron en \$24.926 millones. Que significa una variación de 20,3% superior al obtenido en el primer semestre del año pasado. Los aportes personales crecieron 36,2%, mientras que las contribuciones patronales lo hicieron en 40,5%.

RECAUDACIÓN	PRIMER SEMESTRE		Variación	
	2011	2010	MS	%
<b>TOTAL RECURSOS TRIBUTARIOS</b>	<b>\$ 254.038</b>	<b>\$ 191.681</b>	<b>\$ 62.357</b>	<b>32,5%</b>
<b>IMPUESTOS</b>	<b>\$ 159.846</b>	<b>\$ 120.064</b>	<b>\$ 39.782</b>	<b>33,1%</b>
Ganancias	\$ 54.043	\$ 38.850	\$ 15.193	39,1%
Impuesto al valor agregado	\$ 71.156	\$ 52.396	\$ 18.760	35,8%
Creditos y debitos en cta cte	\$ 16.533	\$ 12.067	\$ 4.466	37,0%
Otros	\$ 18.114	\$ 16.352	\$ 1.762	10,8%
<b>DERECHOS S/COM EXTERIOR</b>	<b>\$ 31.575</b>	<b>\$ 25.498</b>	<b>\$ 6.077</b>	<b>23,8%</b>
Derechos de importación	\$ 6.511	\$ 4.668	\$ 1.843	39,5%
Derechos de exportación	\$ 24.926	\$ 20.724	\$ 4.202	20,3%
Otros	\$ 139	\$ 106	\$ 33	31,1%
<b>AP. Y CONTRIB A LA SEG SOCIAL</b>	<b>\$ 62.617</b>	<b>\$ 46.119</b>	<b>\$ 16.498</b>	<b>35,8%</b>
Aportes personales	\$ 23.582	\$ 17.308	\$ 6.274	36,2%
Contribuciones Patronales	\$ 35.028	\$ 24.925	\$ 10.103	40,5%
Otros Ingresos	\$ 4.674	\$ 4.330	\$ 345	8,0%
Rezagos, transitorios y otros	\$ 667	\$ 443	\$ 224	50,5%

FUENTE: UNLZ-Económicas en base a datos del Mecon.

Si observamos el comportamiento de la recaudación para los últimos doce meses mediante un promedio móvil, se aprecia una desaceleración por cuarto mes consecutivo en su tasa de crecimiento. Ubicándose en 34,9% en el mes de junio.



## Monetario

Durante el mes de junio lo más destacable es la fuerte expansión de las cajas de ahorro en pesos del sector privado y el incremento de los créditos con garantía real (Prendarios).

Los Depósitos totales (privados más públicos) alcanzaron la suma de \$412.569 millones en junio. De esta manera, registran un crecimiento mensual de 2,5% (\$5.959 millones) y en términos anuales de 43,4% (\$72.011 millones). Los Depósitos del sector privado en pesos, se expandieron \$4,771 millones (2,1%) con respecto al mes anterior.

FECHA	DEPOSITOS SECTOR PRIVADO (VARIACION ANUAL)					
	Total	En Pesos (M\$)	Cuenta Corriente	Caja Ahorro	Plazo Fijo	En Dólares (M.USD)
Jun-10	21,6%	22,4%	28,2%	18,5%	21,8%	13,7%
Jul-10	24,3%	25,2%	32,0%	24,2%	25,0%	13,3%
Ago-10	25,5%	28,3%	35,5%	26,9%	25,9%	12,4%
Sep-10	26,4%	30,0%	35,5%	29,5%	27,8%	10,1%
Oct-10	27,8%	31,1%	37,4%	31,5%	28,0%	11,5%
Nov-10	27,9%	30,3%	37,5%	30,6%	26,5%	13,5%
Dic-10	29,1%	31,1%	35,5%	34,2%	27,7%	15,4%
Ene-11	29,4%	31,3%	34,0%	33,4%	29,7%	16,2%
Feb-11	31,9%	34,1%	37,8%	35,4%	32,3%	17,9%
Mar-11	33,0%	35,1%	37,8%	37,8%	33,4%	19,1%
Abr-11	34,2%	36,4%	38,0%	38,1%	35,3%	19,5%
May-11	35,3%	37,6%	37,6%	40,4%	38,1%	20,5%
Jun-11	35,5%	37,8%	36,5%	42,4%	38,1%	21,1%

Fuente: UNLZ-Económicas en base al BCRA

El mayor crecimiento mensual, en pesos, por segundo mes consecutivo se encuentra en los depósitos en caja de ahorro. En este último caso, el incremento es de \$2.157 millones (3,8%), luego le siguen las operaciones en cuenta corriente por \$1.885 millones (2,8%) y por último, los depósitos a plazos fijos en \$490 millones (0,5%).

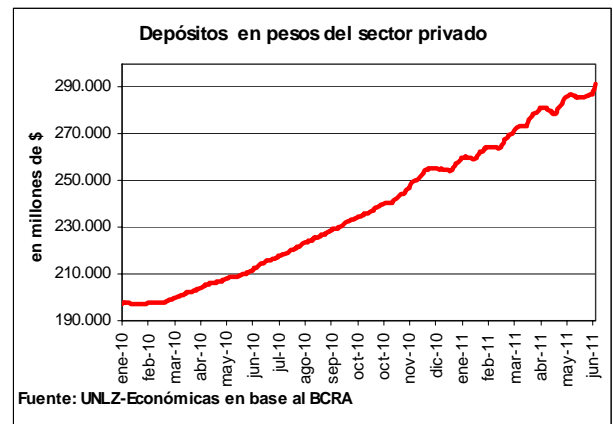
En la comparación anual, el incremento es de 37,8% (\$64.134 millones), con este dato se observa siete meses de aceleración en las tasas de crecimiento.

Las operaciones que más crecen son los Depósitos en caja de ahorro, con una expansión de 42,4% (\$17.406 millones). Estas operaciones son las más dinámicas por décimo primer mes consecutivo.

Luego aparecen los Depósitos a plazo fijo (38,1%) y en cuenta corriente (36,5%).

Los Depósitos totales del sector público, alcanzan la suma de \$125.563 millones. Este

concepto registran una caída mensual de 0,4% (\$517 millones) y un incremento en términos anuales de 27,1% (\$26.785 millones).



Los Créditos totales (privados más públicos) aumentaron en junio 2,5% (\$5.959 millones) con respecto al mes anterior, alcanzando la suma de \$247.930 millones.

Por su parte, los del sector privado en pesos se expandieron en 2,5% (\$4.609 millones). El valor total alcanza la suma de \$189.193 millones.

Entre las líneas que más crecen se encuentran las tarjetas de crédito (6,3%), adelantados (3,9%), prendarios (2,9%) y por último los personales (1,8%).

La variación anual de los créditos al sector privado en pesos fue de 41,4%. En este caso, la mayor variación se registró en los créditos prendarios (60,9%).

Luego aparecen los documentos (53,7%), tarjetas de crédito (48,7%), personales (41%), adelantos (33,3%) y por último los Hipotecarios (18,1%).

FECHA	PRESTAMOS AL SECTOR PRIVADO								
	Total \$	En Pesos (M\$)	Adelantos	Documentos	Hipotecarios	Prendarios	Personales	Tarjetas	En Dólares (M.USD)
Jun-10	16,7%	20,1%	10,4%	29,2%	2,0%	9,3%	18,4%	39,5%	-4,1%
Jul-10	19,2%	21,9%	9,6%	32,6%	2,5%	13,1%	20,7%	41,9%	1,6%
Ago-10	22,9%	24,3%	12,3%	36,8%	3,6%	15,8%	22,4%	44,0%	12,4%
Sep-10	26,3%	28,7%	13,7%	41,0%	6,9%	16,3%	24,9%	44,3%	20,8%
Oct-10	30,8%	33,7%	23,7%	44,5%	8,4%	24,5%	28,7%	44,6%	27,5%
Nov-10	34,0%	33,1%	25,4%	48,0%	10,4%	28,4%	28,8%	44,7%	34,0%
Dic-10	37,1%	35,7%	25,3%	51,4%	12,4%	33,4%	31,0%	48,9%	38,8%
Ene-11	39,8%	38,0%	29,7%	55,5%	15,2%	38,8%	33,3%	47,4%	41,3%
Feb-11	42,7%	40,4%	40,3%	58,3%	16,0%	45,4%	35,2%	49,2%	43,2%
Mar-11	45,7%	41,5%	40,9%	59,2%	16,2%	50,2%	36,5%	51,2%	48,4%
Abr-11	43,2%	40,9%	36,0%	55,0%	16,1%	54,3%	38,5%	46,9%	49,1%
May-11	43,6%	41,7%	34,4%	57,3%	17,6%	56,4%	40,2%	45,3%	47,3%
Jun-11	43,4%	41,4%	33,3%	53,7%	18,1%	60,9%	41,0%	48,7%	49,3%

Fuente: UNLZ-Económicas en base al BCRA

La base monetaria se incremento en 3,2% en términos mensuales (\$5.446 millones) alcanzando la suma de \$176.931 millones. Si

observamos el comportamiento mensual, el componente que más crece es circulante en bancos (9,1%) seguido de circulante en poder del público (3,6%). En cambio, se observa un retroceso en la cuenta corriente en el Banco Central (0,4%).

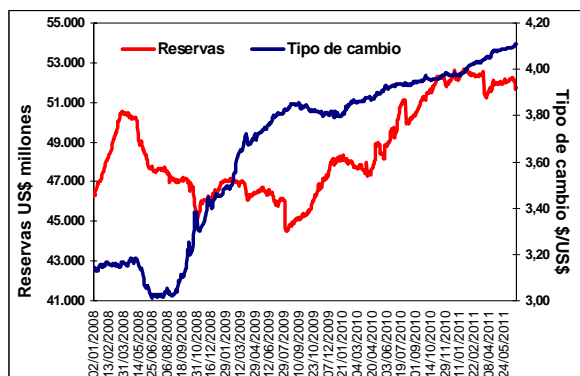
BASE MONETARIA (M\$)					
FECHA	Circulante Publico	Circulante Bancos	Cta Cte	Bcra	Total BM
Jun-10	22,3%	29,4%	19,7%		22,3%
Jul-10	24,6%	24,2%	32,4%		26,3%
Ago-10	27,4%	30,6%	32,1%		28,7%
Sep-10	29,4%	34,7%	29,2%		29,7%
Oct-10	31,3%	53,1%	28,5%		32,5%
Nov-10	32,6%	46,8%	28,2%		32,7%
Dic-10	31,2%	12,9%	40,8%		31,6%
Ene-11	32,6%	31,6%	38,4%		33,7%
Feb-11	34,2%	49,4%	37,4%		36,2%
Mar-11	36,3%	52,7%	32,3%		36,8%
Abr-11	38,8%	49,8%	36,8%		39,3%
May-11	38,4%	41,4%	39,1%		38,8%
Jun-11	38,8%	50,7%	37,6%		39,6%

Fuente: UNLZ-Económicas, en base al BCRA.

Si en cambio consideramos el comportamiento anual, la expansión es de 39,6%. En este caso cuenta corriente en el BCRA crece \$10.857 millones (37,6%), circulante en poder del público en \$33.725 millones (38,8%) y por último circulante en bancos \$5.598 millones (50,7%).

Las reservas en el mes de junio alcanzaron en promedio US\$52.080 millones con una suba mensual de 0,2% (US\$97 millones). En cambio, se registra una variación de 5,9% (US\$2.890 millones) con respecto a junio de 2010.

El tipo de cambio de referencia alcanzó en promedio durante junio \$4,10 por dólar y se depreció 0,3% en términos mensuales.



Fuente: UNLZ-Económicas en base al BCRA

En el caso de los agregados monetarios del sector privado en pesos (M1, M2 y M3)<sup>1</sup>, se observa la misma tendencia que en los componentes de la base monetaria y los depósitos y préstamos. Es decir, crecen por encima del 35% anual.

En términos mensuales, los tres agregados subieron: M1 (3,3%), M2 (3,4%) y M3 (2,6%). En cambio, con respecto al mismo mes del año anterior, las subas fueron las siguientes: M1 (38%), M2 (39%) y M3 (38,2%).

PERIODO	AGREGADOS MONETARIOS EN PESOS DEL SECTOR PRIVADO			
	VAR % NOMINAL ANUAL			
	Cir.	M1	M2	M3
Jun-10	22,3%	24,4%	23,0%	22,4%
Jul-10	24,6%	27,2%	26,4%	25,7%
Ago-10	27,4%	30,3%	29,5%	28,0%
Sep-10	29,4%	31,5%	31,0%	29,8%
Oct-10	31,3%	33,5%	33,0%	31,2%
Nov-10	32,6%	34,4%	33,5%	31,1%
Dic-10	31,2%	32,7%	33,1%	31,1%
Ene-11	32,6%	33,1%	33,1%	31,7%
Feb-11	34,2%	35,5%	35,5%	34,1%
Mar-11	36,3%	36,8%	37,0%	35,5%
Abr-11	38,8%	38,5%	38,4%	37,2%
May-11	38,4%	38,1%	38,6%	37,9%
Jun-11	38,8%	38,0%	39,0%	38,2%

Fuente: UNLZ-Económicas, en base al BCRA.

Al momento de elaborar el presente informe, el BCRA todavía no ha publicado el comportamiento mensual de las tasas. Por lo tanto, se comentará la última semana de junio y no todo el mes completo.

En la semana las tasas de interés de corto plazo se mantuvieron relativamente estables. En efecto, la tasa cobrada por adelantos en cuenta corriente a empresas, con acuerdo previo, de 1 a 7 días y por más de \$10 millones mantuvo su promedio semanal en 11,3%. Por su parte, los promedios semanales de la BADLAR de bancos privados y de la tasa de interés de las colocaciones a plazo por hasta \$100 mil para el total de entidades se ubicaron en 11,3% y 9,5% respectivamente.

<sup>1</sup> M1 = Circulante en poder del público + cta. corriente.  
M2 = M1 + caja de ahorro.  
M3 = M2 + depósitos a plazo fijo.

## Externo

Las exportaciones en el mes de mayo alcanzaron la suma record de US\$8.043 millones. Esto significa un crecimiento de 24% con respecto a igual mes del año anterior. La variación se debe principalmente a un incremento de precios (21%) y el resto por mayores cantidades.

EXPORTACIONES (millones de dólares)	MAYO				
	2010		2011		Var. %
<b>TOTAL</b>	<b>US\$ 6.502</b>	<b>100%</b>	<b>US\$ 8.043</b>	<b>100%</b>	
Productos Primarios	US\$ 2.042	31%	US\$ 2.237	29%	12%
MOA	US\$ 2.032	31%	US\$ 2.917	36%	44%
MOI	US\$ 1.879	29%	US\$ 2.460	31%	31%
Combustibles y Energía	US\$ 549	8%	US\$ 368	5%	-33%

Fuente: UNLZ- Económicas, en base a datos del INDEC.

Las importaciones se incrementaron en un 39%, alcanzando la suma de US\$ 6.363 millones. Este incremento se explica por un crecimiento de 28% de las cantidades y el resto por precio.

Una de las causas del aumento de las importaciones es la compra de gas y energía eléctrica para compensar la falta de oferta interna.

En consecuencia se produjo un superávit de balanza comercial de US\$1.680 millones. Este resultado, es un 13% inferior al del mismo mes del año anterior. Por otra parte, se encuentra por encima de los US\$1.655 millones que esperaba el mercado (REM-BCRA).

IMPORTACIONES (millones de dólares)	MAYO				
	2010		2011		Var. %
<b>TOTAL</b>	<b>US\$ 4.575</b>	<b>100%</b>	<b>US\$ 6.363</b>	<b>100%</b>	
Bienes de Capital	US\$ 828	18%	US\$ 1.160	18%	40%
Bienes Intermedios	US\$ 1.363	30%	US\$ 1.868	29%	37%
Comb. y lubricantes	US\$ 587	13%	US\$ 943	15%	61%
Piezas para bienes de cap.	US\$ 930	21%	US\$ 1.218	19%	27%
Bienes de consumo	US\$ 489	11%	US\$ 651	10%	33%
Automotores	US\$ 337	7%	US\$ 504	8%	50%
Resto	US\$ 12	0%	US\$ 19	0%	58%

Fuente: UNLZ- Económicas, en base a datos del INDEC.

Si consideramos el acumulado de los últimos doce meses, el superávit comercial es de US\$10.392 millones.

De esta manera durante los primeros cinco meses del año, las exportaciones alcanzaron la suma de US\$32.100 millones. Este valor es 25% superior al del mismo período del año anterior. La variación se explica por un aumento de los precios de 18% y el resto por cantidades.

Para el período bajo consideración, se observa que todos los rubros se incrementaron a excepción de Combustibles y energía.

Se destaca el incremento de 39% (28% por cantidad y el resto por precio) de las exportaciones de las Manufacturas de origen agropecuario (MOA). A su vez, este rubro incrementó en 4 puntos (de 31% a 35%) la participación sobre el total de las ventas externas.

Las Manufacturas de origen industrial (MOI) se incrementaron por mayores cantidades (14%) alcanzado una tasa de crecimiento de 21% con respecto al mismo periodo del año anterior.

Los productos primarios crecieron 28% con una variación de 29% en los precios cayendo las cantidades en 1%.

Por su parte, el descenso de las exportaciones de Combustibles y energía se explica por una disminución de las cantidades vendidas (29%) a pesar de la suba de los precios.

De esta manera, se observa que el crecimiento de las exportaciones se encuentra impulsado por los precios más que por mayores volúmenes vendidos al exterior.

EXPORTACIONES (millones de dólares)	CINCO MESES				
	2010		2011		Var. %
<b>TOTAL</b>	<b>US\$ 25.753</b>	<b>100%</b>	<b>US\$ 32.100</b>	<b>100%</b>	
Productos Primarios	US\$ 6.088	24%	US\$ 7.769	24%	28%
MOA	US\$ 7.993	31%	US\$ 11.115	35%	39%
MOI	US\$ 8.780	34%	US\$ 10.625	33%	21%
Combustibles y Energía	US\$ 2.891	11%	US\$ 2.591	8%	-10%

Fuente: UNLZ- Económicas, en base a datos del INDEC.

Las importaciones se incrementaron 38%, alcanzando la suma de US\$ 27.332 millones. En este caso se explica 27% por mayores cantidades compradas y el resto precios más elevados.

Por la incidencia relativa que tienen sobre el total se destacan las compras de Bienes intermedios, de Capital y Piezas para bienes de capital.

Las compras de Bienes intermedios se incrementaron 31%, destacándose las compras de fosfato diamónico, minerales de hierro, anticuerpo humano de afinidad específica,

cauchos naturales, ácido tereftálico y sus sales y urea con contenido de nitrógeno.

Por el lado de los Bienes de capital el incremento fue de 35%. En este caso sobresalen las compras de computadoras portátiles, vehículos y chasis con motor y cabina para transporte de mercancías, tractores de carretera para semirremolque y grupos electrógenos.

Por su parte, las importaciones de Piezas para bienes de capital se incrementaron 35% por las compras de circuitos impresos con componentes eléctricos para telefonía o telegrafía, cajas de cambio para vehículos automóviles, motores de émbolo, partes y accesorios de carrocerías para transporte de personas, mercancías o usos especiales, partes para aparatos receptores de radiotelefonía y televisión y partes de turbinas de gas.

Las compras de Bienes de consumo que crecieron 28% y en este caso se destacan las compras de motocicletas, medicamentos acondicionados para la venta al por menor, aparatos de televisión y calzado con suela y parte superior de caucho o plástico.

IMPORTACIONES (millones de dólares)	CINCO MESES				
	2010		2011		Var. %
<b>TOTAL</b>	<b>US\$ 19.743</b>	<b>100%</b>	<b>US\$ 27.332</b>	<b>100%</b>	
Bienes de Capital	US\$ 4.103	21%	US\$ 5.533	20%	35%
Bienes Intermedios	US\$ 6.346	32%	US\$ 8.343	31%	31%
Comb. y lubricantes	US\$ 1.390	7%	US\$ 2.885	11%	108%
Piezas para bienes de cap.	US\$ 3.899	20%	US\$ 5.248	19%	35%
Bienes de consumo	US\$ 2.382	12%	US\$ 3.051	11%	28%
Automotores	US\$ 1.557	8%	US\$ 2.202	8%	41%
Resto	US\$ 67	0%	US\$ 72	0%	7%

Fuente: UNLZ- Económicas, en base a datos del INDEC.

De esta manera, se alcanza un saldo positivo de US\$ 4.768 millones. Este valor es 21% inferior al registrado durante el mismo período del año pasado.

El principal destino de las exportaciones es la zona ASEAN y por primera vez, desplaza al MERCOSUR como principal bloque comercial. Esto hecho es consecuencia del conflicto que se mantiene con Brasil y que debido a las

restricciones impuestas por el gobierno redujeron el comercio bilateral.

Por el lado de las importaciones, los principales proveedores son el MERCOSUR, Asean compuesto por Corea, China y Japón y luego viene al Unión Europea.

El MERCOSUR y el NAFTA son las únicas zonas económicas que presentan déficit.

Por otra parte, se dieron a conocer los datos del Balanza de pagos del primer trimestre de 2011.

La cuenta corriente registró en el trimestre un déficit de U\$S 673 millones debido básicamente a ingresos netos de la cuenta bienes y servicios por U\$S 1.950 millones, egresos netos de la cuenta rentas de la inversión por U\$S 2.462 millones y transferencias corrientes por U\$S 149 millones.

La cuenta financiera presentó en el trimestre un egreso neto por U\$S 153 millones, siendo sus principales componentes los egresos netos del sector público no financiero por U\$S 225 millones y por ingresos netos del sector privado no financiero por U\$S 37 millones.

El efecto de las transacciones del balance de pagos, sobre las reservas internacionales del BCRA representó una disminución de U\$S 1.159 millones.

BALANZA DE PAGOS (millones de U\$S)	I Trim 10	I Trim 11	Total
<b>CUENTA CORRIENTE</b>	<b>-486</b>	<b>-673</b>	<b>1.159</b>
<b>Mercancías</b>	<b>2483</b>	<b>2460</b>	<b>-23</b>
Exportaciones	13044	17104	4.060
Importaciones	10561	14644	4.083
<b>Servicios</b>	<b>-366</b>	<b>-510</b>	<b>-144</b>
Exportaciones	3270	3533	263
Importaciones	3636	4043	407
<b>Rentas de la Inversión</b>	<b>-2528</b>	<b>-2462</b>	<b>66</b>
Utilidades y Dividendos	-1872	-1689	183
Intereses	-655	-773	-118
Transferencias corrientes	-61	-149	-88

Fuente: UNLZ- Económicas en base al INDEC

La deuda externa bruta total a fines de marzo de 2011 se estimó en U\$S 130.827 millones, con un aumento respecto del trimestre anterior de U\$S 2.227 millones. La deuda del sector público no financiero y BCRA aumentó en U\$S 1.226 millones, debido principalmente bonos y títulos públicos. La deuda del sector privado no financiero aumentó en U\$S 923 millones.

**MARCOS OCHOA (ECONOMISTA)**  
**Instituto de Investigaciones Económicas**