

4459-F-3-279
nys Nº 115

SINTESIS DE LA ECONOMIA ARGENTINA

2016: ¿Cómo enfrentar los desequilibrios?

NEWSLETTER DEL MES DE AGOSTO

Agosto 26, 2015

CONTENIDO

SITUACIÓN ECONÓMICA.....	2
<i>Producción y Consumo.....</i>	<i>2</i>
<i>Inflación.....</i>	<i>2</i>
<i>Situación Fiscal.....</i>	<i>3</i>
<i>M&A e inversiones más importantes.....</i>	<i>3</i>
<i>Sector Externo.....</i>	<i>4</i>
<i>Bolsa y Finanzas.....</i>	<i>4</i>
<i>Moneda.....</i>	<i>5</i>
<i>Confianza de los agentes económicos.....</i>	<i>5</i>
<i>Perspectivas de corto plazo.....</i>	<i>5</i>
ANÁLISIS ESPECIAL DEL MES	8
<i>SINTESIS: 2016: ¿Cómo enfrentar los desequilibrios?.....</i>	<i>8</i>
<i>Perspectivas de la economía Argentina</i>	<i>8</i>
<i>Resumen de proyecciones – principales indicadores</i>	<i>11</i>
SPONSORS DE PROYECTOS DE LA FUNDACION	17
CATÁLOGO DE PUBLICACIONES DE LA FUNDACIÓN NORTE Y SUR	18
“BASES PARA EL LARGO PLAZO”: Orden de suscripción	22

SÍNTESIS DE LA ECONOMÍA ARGENTINA (26/8/2015)

SITUACIÓN ECONÓMICA

PRODUCCIÓN Y CONSUMO

Durante el mes pasado, el IGA-OJF se elevó 0,4% con respecto a julio de 2014, acumulando de esta forma un aumento de 0,3% anual en el transcurso del año. Este resultado no fue del todo positivo, especialmente teniendo en cuenta que los datos desestacionalizados arrojaron una variación negativa de 1,6% mensual.

A pesar de que el PBI exhibe una variación positiva en lo transitado de 2015, deben remarcar que junto con una muy baja base de comparación se observaron algunos factores que operaron favorablemente para que el crecimiento no fuera aún más magro. En primer lugar, se destaca el impulso de la cosecha gruesa, cuya producción superó las expectativas de la mano de un clima extraordinariamente favorable y arrastró al sector agropecuario a un incremento de su producción del 6,5% en el año. A su vez, el otro sector que impulsa la actividad económica es la construcción, que si bien acumula un crecimiento de 5,1% anual entre enero y julio, gran parte de ese efecto se perderá luego de las elecciones.

De esta manera, la evolución de la actividad económica no resulta del todo satisfactoria, especialmente teniendo en cuenta que sus principales determinantes en el corto plazo son fenómenos transitorios. Adoptando una mirada más abarcativa, se destaca que más allá de algunas fluctuaciones la economía permanece estancada desde el año 2011. Mientras no se establezca el marco para un aumento de la inversión, las políticas de demanda solamente profundizarán la dinámica de estanflación actual.

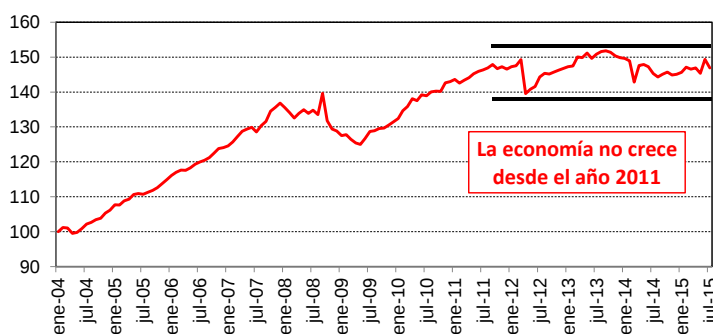
INFLACIÓN

En base a nuestras estimaciones, los precios minoristas registraron en julio una suba mensual de 2% y de 28,5% en términos interanuales. Así, se evidencia el menor guarismo anual desde noviembre del 2013, aunque se observa un repunte de la inflación mensual respecto de los últimos meses.

En particular, el rubro Alimentos y Bebidas mostró un aumento de 2,6%, acelerándose respecto del mes pasado y evidenciando la suba más elevada desde enero. Este incremento es consecuencia del alza en el segmento verduras (7,1%), carnes (4,6%), y bebidas no alcohólicas (3,3%). Asimismo, este rubro encabeza la suba mensual, explicando casi la mitad del

ARGENTINA: EVOLUCIÓN DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

Base ene-04=100, datos desestacionalizados



Fuente: OJF & Asociados

ESTIMACIÓN INFLACIÓN DE JULIO

Var. % mensual e incidencia

	Estimador Inflación	
	Var % mensual	Incidencia
Esparcimiento	3,8%	0,33
Alimentos y bebidas	2,6%	0,93
Vivienda	2,1%	0,23
Transporte y comunicaciones	1,8%	0,25
Indumentaria	1,5%	0,08
Equip. y Funcionamiento del Hogar	0,9%	0,07
Bienes Varios	0,8%	0,04
Educación	0,4%	0,02
Salud	0,2%	0,02
Estimación inflación JULIO	2,0%	2,0
INFLACIÓN ANUAL	28,5%	

Fuente: OJF & Asociados

SÍNTESIS DE LA ECONOMÍA ARGENTINA (26/8/2015)

incremento (0,93), ya que es el de mayor ponderación en el índice. Por su parte, es relevante destacar la suba del rubro Esparcimiento (3,8%) debido al aumento en turismo (5,8%) asociado al impacto de las vacaciones de invierno. También hubo aumentos en Vivienda (2,1%) por el incremento en las reparaciones y gastos comunes de la vivienda (3,5%).

Igualmente, esta aceleración en la tasa de inflación mensual no detiene de manera significativa la desaceleración de la variación interanual, ya que al compararse con los mismos meses del año anterior continúan siendo tasas bajas. Por lo tanto, esperamos que en los próximos meses la inflación mensual se encuentre en torno al 2% mientras que continúa desacelerándose levemente la tasa anual. Sin embargo, para fin de año estimamos un leve repunte en la variación de precios que la ubicaría en torno al 29% anual.

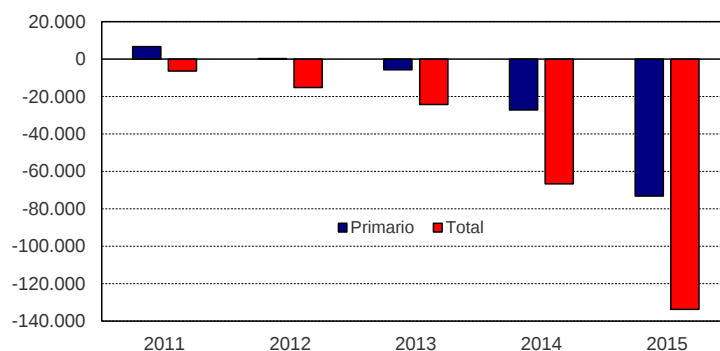
SITUACIÓN FISCAL

En el acumulado a junio, el déficit fiscal alcanzó los \$ 133.772 M (descontando las utilidades cedidas por el BCRA), cifra que refleja una suba de 100,4% con respecto al cierre del primer semestre de 2014. Por su parte, el resultado primario (realizando nuevamente las correcciones pertinentes) su ubicó en los \$ 73.230 M, incrementándose 168,5% respecto a los números del año precedente.

En términos del PBI, y considerando los resultados de los últimos doce meses, el déficit fiscal alcanzó el 5,8%, mientras que el resultado primario fue negativo en 3,7%. Estos valores marcan un empeoramiento notorio respecto de los guarismos del cierre del año pasado, cuando alcanzaban saldos negativos del 4,9% y 3%, respectivamente y se explican porque los ingresos se expandieron al 31,3% interanual, mientras que los gastos totales lo hicieron a un ritmo 9,1 p.p. superior, al reportar una tasa de crecimiento de 40,4% (por su parte, el gasto primario creció 39,3% en dicho período).

RESULTADO FISCAL DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO

Acumulado al 1S de cada año, descontando utilidades del BCRA - \$ M



Fuente: OJF & Asociados en base a MECON

En términos reales, los ingresos cayeron 0,3% bajo una dinámica donde el fuerte retroceso en la recaudación por impuestos (-3,6%) fue compensado por la mayor recolección vía Seguridad Social (+3,7%). Por su parte, transcurridos los primeros seis meses de 2015, el gasto primario mostró una suba real de 5,8% anual, incrementándose 2,3 p.p. si se lo compara con la evolución de 2014, mientras que el gasto público agregado evidenció una suba real de 6,8% anual, siendo esta la mayor alza desde 2010. Asimismo, la brecha entre la expansión de las erogaciones y los ingresos alcanzó los 7,1 p.p., constituyendo de esta forma al 2015 como el año en donde la política fiscal se comportó de manera más expansiva desde 2009, cuando la diferencia entre las dos categorías alcanzara los 14,8 p.p. finalizados los primeros seis meses del año.

M&A E INVERSIONES MÁS IMPORTANTES

La familia Sielecki vendió a **YPF** la mitad de su participación en **Grupo Inversor Petroquímico (GIP)**, con lo que ambos se quedaron con una participación del 46%; el 8% restante quedó en manos del grupo industrial brasileño Kelvin Corp, que ya estaba presente en el capital de la empresa. Asimismo, tanto YPF como GIP compraron cada una el 50% de **Petroken** a LyondellBasell. En los dos casos ambas compañías compartirán el control de las empresas.

SÍNTESIS DE LA ECONOMÍA ARGENTINA (26/8/2015)

El banco **Bradesco** llegó a un acuerdo para adquirir las operaciones del británico **HSBC** en Brasil por US\$5.200 M, operación que lo consolida como la segunda entidad bancaria del país y reforzará su presencia en los segmentos de renta alta.

Berkshire Hathaway anunció la compra por US\$37.200 M de **PCC**, proveedor líder del sector aeroespacial, en lo que será la mayor adquisición de su historia.

SECTOR EXTERNO

En el mes de julio, el balance comercial arrojó un superávit de US\$ 204 M, acumulando hasta el séptimo mes del año un resultado positivo de US\$ 1.437 M. Este último guarismo es 65% menor respecto del mismo período del 2014 y el más bajo desde el año 2000. Esto se debe a un deterioro en los términos de intercambio que cayeron 11,3% interanual en el segundo trimestre, alcanzando un nivel similar al del 2010. De esta forma, los precios de los productos que exportamos disminuyeron en mayor medida respecto de los bienes que importamos, afectando negativamente el saldo comercial.

En particular, en el acumulado hasta a julio las exportaciones cayeron 17,1% interanual, mientras que las importaciones se contrajeron 12%. En ambos casos el descenso se explica casi totalmente por el efecto de los precios, debido a que las cantidades comerciadas en su totalidad son similares a las del año anterior. En detalle, los mayores volúmenes vendidos de productos primarios (+18%) y M.O.A. (+7%) son compensadas por la caída en las M.O.I. (-16%) y los combustibles (-17%). Por el lado de las importaciones, el aumentó en las cantidades de bienes de capital (+6%), bienes intermedios (+11%) y bienes de consumo (+6%), son nivelados con la caída en piezas y accesorios de capital (-15%), vehículos automotores (-15%) y combustibles (-13%).

En definitiva, queda en evidencia que a pesar de que los resultados de los diferentes sectores son mixtos, en el acumulado el volumen se muestra sin alteraciones. Por lo tanto, el cambio de tendencia en los términos de intercambio no es favorable para el país y podría seguir deteriorando el saldo comercial.

BOLSA Y FINANZAS

En las últimas semanas la bolsa local mostró una volatilidad 25% superior que la que se evidenció en los meses anteriores. Esto sucedió debido a diversos factores internos y externos que generaron incertidumbre en los inversores impactando en los precios de los papeles locales.

Entre los factores internos hay que destacar el resultado de las P.A.S.O. donde el oficialismo obtuvo una importante ventaja, pero dejando la puerta abierta a un escenario de balotaje lo cual parecería ser bien visto por el mercado. Por el lado externo, la Corte de Apelaciones de Nueva York ordenó a Griesa revisar el fallo que incorpora a una nueva serie de acreedores pertenecientes al grupo de los denominados “me too” por un monto de hasta US\$ 5.400 M a pagar por el país, siendo esto favorable ya que podría disminuir el pago. Asimismo, la devaluación de China desconcertó a los mercados internacionales generando mayor incertidumbre que afectó al MerVal.

De esta forma, observamos un contexto internacional muy volátil ante los cambios de tendencia global (probable suba de tasas en EE.UU. y desaceleración económica en China) junto con una incertidumbre local excesiva frente al escenario electoral. Así, se generan movimientos bruscos de precios tanto al alza como a la baja en el mercado.

SÍNTESIS DE LA ECONOMÍA ARGENTINA (26/8/2015)

MONEDA

En las primeras dos semanas de agosto, la base monetaria se expandió \$ 12.491 M hasta alcanzar un total de \$ 532.662 M, guarismo que marca un alza de 35,9% en términos interanuales. Este dato resulta preocupante no sólo por el efecto que tendrá esta aceleración de la emisión sobre los precios, sino que también se produce en un contexto donde el BCRA se muestra claramente debilitado.

Por un lado, la autoridad monetaria debió emitir \$ 8.946 M para asistir al Tesoro Nacional en las primeras dos semanas de este mes. Si bien este dato marca un retroceso de 30,1% con respecto al mismo período del año pasado, debe recordarse que el fisco se vio forzado a salir nuevamente a financiarse en el mercado local, colocando nuevamente títulos atados al dólar oficial por más de \$ 10.600 M.

Además, el BCRA prácticamente no retiró pesos del mercado en sus licitaciones de letras y notas, decisión que muestra a las claras sus intenciones de crear liquidez para favorecer las colocaciones de deuda del Tesoro. Sin embargo, la entidad terminó inyectando \$ 12.065 M mediante sus distintos instrumentos de esterilización, movimiento que se debe mayormente a que desarmó pases pasivos.

Sin dudas, el dato saliente en el transcurso del mes ha sido la venta de divisas al sector privado, que en dos semanas de agosto acumula un total de \$ 8.519 M. En este sentido, la entidad vendió moneda extranjera por un valor promedio diario de \$ 1.175 M en la primera semana, mientras que luego de las elecciones primarias operó con un saldo vendedor medio de \$ 529 M.

Ciertamente, el ritmo de crecimiento de la cantidad de dinero plantea algunos interrogantes en materia cambiaria, en especial si el principal factor que opera contractivamente es la venta de divisas del BCRA. Puesto que los próximos meses serán los de mayor emisión, habrá que observar de cerca el margen de maniobra de la autoridad monetaria para controlar los efectos financieros de esta inyección de liquidez.

CONFIANZA DE LOS AGENTES ECONÓMICOS

El Índice de Confianza en el Gobierno que elabora la Universidad Torcuato Di Tella reflejó para julio un valor de 2,04 en una escala que va de 0 a 5, lo que representa una suba del 5% en comparación con el mes pasado. En la comparación interanual el índice aumentó un 9%.

Según la Encuesta de Expectativas de Inflación de la misma universidad, la inflación esperada a nivel nacional para los próximos doce meses bajó 3 p.p., ubicándose en 22% según la mediana de las respuestas. Es el nivel más bajo desde octubre 2009.

PERSPECTIVAS DE CORTO PLAZO

Hasta el 10 de diciembre se irá agudizando la percepción de que estamos sufriendo grandes desequilibrios macroeconómicos y que tendrán que corregirse para ese momento ya sea en forma gradual o de una sola vez. Esto se debe a que a partir de 2016, las decisiones económicas del nuevo gobierno estarán incitadas por las necesidades macroeconómicas, más que por el color político de quien sea el nuevo Gobierno.

En este contexto, el 2015 terminará con variables económicas y financieras extremadamente débiles: estancamiento económico con inflación en alza y fuerte apreciación cambiaria, el mayor déficit fiscal desde 1989, un déficit del BCRA de 1,5% del PIB y reservas en baja. A esto se le suma las restricciones al comercio exterior y una fuerte expectativa de devaluación que se refleja en la exitosa colocación del BONAD 17 y que más que un bono es un seguro cambiario.

SÍNTESIS DE LA ECONOMÍA ARGENTINA (26/8/2015)

En estas circunstancias, el gobierno está tratando de mantener estable la economía basándose en la perspectiva de que un próximo gobierno hará las modificaciones necesarias, lo cual es altamente probable. Dado que las excelentes oportunidades que presenta Argentina sólo se podrán aprovechar si se resuelven los desbalances que enfrenta la economía.

Creemos que básicamente hay dos caminos para abordar esto: en forma gradual o en forma de shock, siendo la primera la opción más probable.

SÍNTESIS DE LA ECONOMÍA ARGENTINA (26/8/2015)

VARIABLE	Unidad de Medida	Último Dato		Variaciones ¹		
		Mes	Nivel	Mensual	Anual	Acumulada
Producción y Empleo						
Índice General de Actividad (IGA OJF)	1993=100	jul 15	172,3	-1,6% ²	0,4%	0,3%
Índice de Producción Industrial (IPI OJF)	1993=100	jul 15	172,3	-0,2% ²	0,4%	-0,6%
Índice de Inversión Bruta Interna (IBIM OJF)	2005=100	jul 15	149,8	-0,4% ²	4,4%	4,0%
Tasa de Desempleo (Desocupados / PEA)	% PEA	II 15	6,6	-0,5 ¹⁰	-0,9 ¹	
Precios						
IPCNu	4T '13=100	jul 15	122,6	1,3%	14,8%	8,1%
Estimación de inflación	1999=100	jul 15	1.263	2,0%	28,5%	14,9%
Tipo de Cambio Nominal \$ / US\$ (Libre) ⁴	\$ / US\$	ago 15	9,2	0,7%	10,8%	7,7%
Situación Fiscal						
Recaudación Tributaria	\$ M	jul 15	145.999	3,7%	36,3%	32,1%
Resultado Primario	\$ M	jun 15	-37	-3.863	250	-48.797
Resultado Financiero	\$ M	jun 15	-19.982	-14.681	-3.305	-69.845
Deuda Pública	US\$ M	IV 14	223.186	-	20.193	20.193
Sector Externo						
Exportaciones de Bienes (FOB)	US\$ M	jul 15	5.894	-5,9%	-12,3%	-17,1%
Importaciones de Bienes (CIF)	US\$ M	jul 15	5.689	-2,1%	-3,7%	-12,0%
Saldo Comercial	US\$ M	jul 15	205	-251	-610	-2.704
Moneda y Bancos						
Reservas Internacionales BCRA	US\$ M	Al 14 ago	33.653	-0,6%	16,2%	-27,4% ³
Base Monetaria ⁵	\$ M	Al 14 ago	532.662	2,8%	35,6%	138,9% ³
M2 (promedio mensual)	\$ M	Al 14 ago	866.572	1,8%	34,9%	165,4% ³
Depósitos Privados	\$ M	Al 14 ago	860.201	2,2%	37,4%	164,0% ³
Préstamos al Sector Privado no Financiero ⁶	\$ M	Al 14 ago	689.726	2,0%	28,6%	138,4% ³
Tasa de Interés Adelantos en C.C., \$ (1-7 días)	%	Al 25 ago	25,22	8,1	10,6	7,9
Tasa BADLAR Bancos Privados TNA	%	Al 25 ago	20,81	0,9	0,1	0,4
Bolsa y Finanzas						
Riesgo País (Embi Plus)	Ptos. Básicos	Al 25 ago	608	-7	-200	-111
Merval en dólares (ajustado por TC implícito)	Puntos	Al 25 ago	698	-15,5%	-8,0%	-7,8%
Merval en pesos	Puntos	Al 25 ago	9.778	-11,9%	-0,4%	14,0%
Internacional						
Dólar	\$ / US\$	Al 26 ago	9,28	0,9%	10,4%	8,5%
Dólar Implícito	\$ / US\$	Al 26 ago	14,01	4,3%	8,2%	23,6%
Dólar Blue	\$ / US\$	Al 26 ago	15,92	6,5%	13,3%	15,4%
Euro	US\$ / €	Al 25 ago	1,08	-1,5%	-17,6%	-10,6%
Real	R\$ / US\$	Al 25 ago	3,12	-8,8%	39,4%	17,3%
Soja	US\$ / ton	Al 25 ago	328,59	-8,8%	-17,9%	-12,3%
Trigo	US\$ / ton	Al 25 ago	181,89	-0,9%	-10,0%	-16,1%
Maíz	US\$ / ton	Al 25 ago	143,89	-1,5%	1,8%	-7,9%
Petróleo WTI	US\$ / bbl	Al 25 ago	39,31	-16,6%	-58,7%	-26,2%
Oro	US\$ / oz troy	Al 25 ago	1.139,20	3,8%	-11,4%	-3,5%
EE.UU. T Bond 10 años	%	Al 25 ago	2,07	-0,11	-0,27	-0,10
Índices de Confianza						
Confianza del Consumidor (Universidad Di Tella) ⁸	Índice	Mid ago15	56,8	1,2%	29,4%	
Confianza en el Gobierno (Universidad Di Tella)	Índice	Mid jul15	2,04	5,2%	9,1%	

* Ajustado por principales precios de exportación e importación (estimación propia)

1: Las variaciones que no son porcentuales son absolutas

2: Variación desestacionalizada

3: Variación versus diciembre 2011

4: Minorista casas de cambio (venta)

5: Circulación monetaria + encajes en \$

6: Promedio mensual (préstamos en pesos + préstamos en dólares)

7: Excluye Transferencias a las Provincias

8: Relevamiento Total País

9: Variación respecto al trimestre anterior en puntos básicos

10: Medido en puntos porcentuales

CENTRO DE ESTUDIOS ECONOMICOS - Orlando J Ferreres & Asociados

Convenciones: M: millones m: miles var%A (anual): respecto a igual período del año anterior var%M (mensual): respecto al mes anterior var%T (trimestral): respecto al trimestre anterior var%Ac (acumulada): acumulado del período respecto al acumulado equivalente del año anterior

ANÁLISIS ESPECIAL DEL MES
SINTESIS: 2016: ¿CÓMO ENFRENTAR LOS DESEQUILIBRIOS?

Hasta el 10 de diciembre se irá agudizando la percepción de que estamos sufriendo grandes desequilibrios macroeconómicos y que tendrán que corregirse para ese momento ya sea en forma gradual o de una sola vez. Esto se debe a que a partir de 2016, las decisiones económicas del nuevo gobierno estarán incitadas por las necesidades macroeconómicas, más que por el color político de quien sea el nuevo Gobierno.

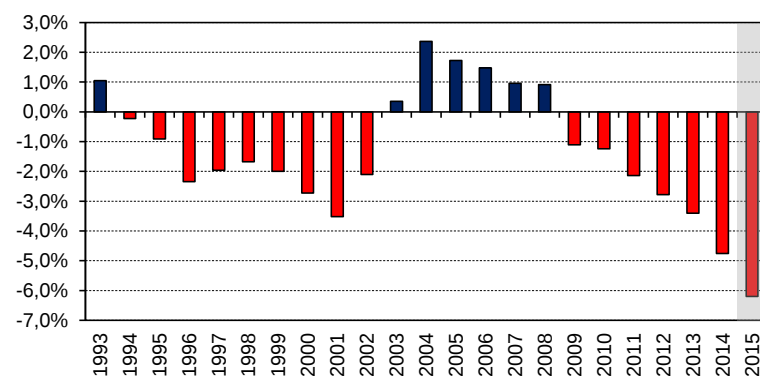
En este contexto, el 2015 terminará con variables económicas y financieras extremadamente débiles: estancamiento económico con inflación en alza y fuerte apreciación cambiaria, el mayor déficit fiscal desde 1989, un déficit del BCRA de 1,5% del PIB y reservas en baja. A esto se le suma las restricciones al comercio exterior y una fuerte expectativa de devaluación que se refleja en la exitosa colocación del BONAD 17 y que más que un bono es un seguro cambiario.

En estas circunstancias, el gobierno está tratando de mantener estable la economía basándose en la perspectiva de que un próximo gobierno hará las modificaciones necesarias, lo cual es altamente probable. Dado que las excelentes oportunidades que presenta Argentina sólo se podrán aprovechar si se resuelven los desbalances que enfrenta la economía.

Creemos que básicamente hay dos caminos para abordar esto: en forma gradual o en forma de shock, siendo la primera la opción más probable.

PERSPECTIVAS DE LA ECONOMÍA ARGENTINA
El último tramo del 2015

Antes de pensar en el 2016, hay que definir cuáles son los escenarios y las condiciones con las que terminará el 2015. El esquema económico actual no resulta sustentable. La economía no crece prácticamente desde el 2011 y tampoco lo hace el empleo formal privado. La industria argentina lleva aún más tiempo de estancamiento y las perspectivas de corto y mediano plazo no lucen optimistas debido a la apreciación del tipo de cambio y a la crisis que atraviesa Brasil, principal destino de exportaciones industriales. El déficit fiscal de la Nación será de 6,3% del PIB en 2015 y el déficit cuasifiscal del BCRA de 1,5%. En total, 7,8% del PIB sin contar provincias y municipios que han logrado mantener las cuentas en relativo orden con un déficit 0,5% del PIB. En total, 8,3% del PIB de déficit para un sector público consolidado que, además, presenta la mayor presión tributaria de la historia. La inflación este año terminará cerca de 29%, pero no hay que olvidar que hay una inflación reprimida importante, vinculada con el atraso cambiario, falta de ajuste en tarifas y restricciones a las exportaciones. Este contexto, ha agudizado la percepción que estamos

RESULTADO FISCAL DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO
Como % del PBI. Excluye utilidades del BCRA


Fuente: OJF & Asociados en base a MECON y estimaciones propias

SÍNTESIS DE LA ECONOMÍA ARGENTINA (26/8/2015)

sufriendo grandes desequilibrios macroeconómicos y que tendrán que corregirse ya sea en forma gradual o de una sola vez. En vistas de lo cual, se observa en el mercado financiero cierto accionar hacia la protección de los activos financieros.

El mercado de pesos

Ya se ha notado en las últimas semanas una reducción del saldo de los plazos fijos en pesos mayoristas en el sistema financiero, señal de que algunos agentes económicos desean cubrirse con una posición distinta en sus activos financieros. Si bien en la actualidad no hay posibilidad de una crisis bancaria clásica, la salida de depósitos es ciertamente preocupante. Una crisis bancaria clásica se da cuando los agentes económicos temen por el sistema financiero y prefieren mantener la liquidez. Esto es, sacan el dinero del banco y se quedan en efectivo. Este tipo de crisis no ha sido muy común en Argentina, porque generalmente el temor no pasa por el sistema financiero sino por la moneda. La otra crisis bancaria posible, es cuando los agentes económicos retiran los pesos de los bancos y compran dólares al Banco Central, provocando una crisis cambiaria y financiera, que es lo que suele pasar en Argentina. Sin embargo, en la actualidad esto no es posible porque el cepo cambiario restringe el volumen de pérdida de reservas.

Sin embargo, existe una tercera posibilidad que sucede cuando todos los agentes económicos intentan salir al mismo tiempo en un sistema cerrado: el incremento de la velocidad de rotación de los pesos y los depósitos. Si los agentes económicos quieren salirse de sus inversiones en pesos, sea cash o depósitos y deciden invertir en bonos denominados en dólares, sucede que los depósitos tal vez no caigan, porque el que retira los pesos del banco se los entrega a un tercero a cambio de un bono. Esa persona probablemente los guarde en el banco hasta que decida sacarlos para comprar un bono o un bien.

Pero si todos actúan de la misma manera los depósitos y los pesos rotarán más rápido, esto genera el efecto de que haya más dinero en la calle y presiona hacia arriba los precios, el tipo de cambio, paralelo o de contado con liquidación y el valor de otros activos como las acciones.

Los datos financieros nos presentan un panorama que va en esta línea. Los depósitos a plazo fijo mayorista vienen bajando, el tipo de cambio paralelo y el contado con liquidación subieron 20% y 14% desde mayo y el Merval en pesos subió 4% en ese mismo período. A su vez, las ventas del dólar ahorro tuvieron un récord de US\$ 681 millones en julio y en lo que va de agosto ya alcanzaron los US\$ 507 millones. Para calmar un poco la demanda del dólar ahorro, el BCRA le puso un piso a la tasa de interés que pagan los bancos por los depósitos a plazo fijo del segmento minorista. En este contexto, en el que los bancos tienen tasas máximas para los préstamos al consumo y tasas mínimas para los depósitos minoristas, todo el ajuste de la rentabilidad se produce en la tasa Badlar, que es la tasa de plazo fijo para los depósitos mayoristas. Así hoy se da la paradoja de que el banco paga menos al que deposita \$2 M que al que deposita \$10.000. El resultado, es que los depósitos minoristas siguen subiendo, pero eso le permite a los mayoristas salirse de los bancos y prestar al Tesoro en dólares o dollar-linked, que dicho sea de paso, este año ya emitió deuda por más de \$ 50.000 M.

SÍNTESIS DE LA ECONOMÍA ARGENTINA (26/8/2015)

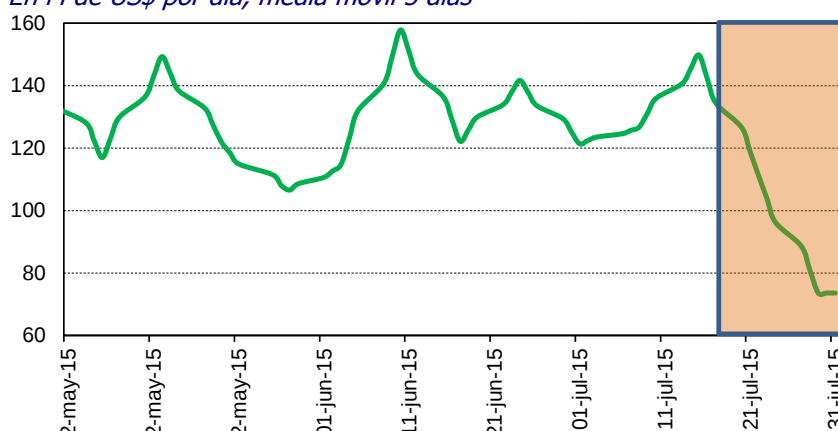
El mercado de dólares

El otro gran problema es la falta de dólares que enfrenta la economía en la última parte del año. Por un lado, tenemos el incremento en el déficit por turismo que este año será de casi US\$ 7.000 M. En segundo lugar, están los vencimientos de la deuda en dólares por US\$ 8.000 M en el último trimestre que posiblemente generen una baja de US\$ 4.000 M en las reservas. Finalmente, está la cuestión de la balanza comercial. Ya en julio las liquidaciones de exportaciones han bajado un 54% debido al fin de la liquidación de exportaciones sojeras, al tiempo que la devaluación y la recesión brasileña están dañando las exportaciones industriales.

Así, las exportaciones vienen cayendo catastróficamente en los últimos 3 años de US\$ 82.000 M en 2013 a US\$ 72.000 M en 2014 y este año se estimamos unos US\$ 58.000/60.000 M. De mantenerse estas condiciones, el Gobierno se verá forzado a restringir importaciones y dañar la actividad económica o entrar en déficit comercial en los dos últimos meses del año, por primera vez desde el año 2000.

ARGENTINA: LIQUIDACIÓN DE EXPORTACIONES

En M de US\$ por día, media móvil 5 días



Fuente: OJF & Asociados en base a CIARA-CEC

En este contexto de pocos dólares y de cierta demanda por los activos en pesos, el Gobierno deberá hacer una emisión récord de pesos en el último trimestre para financiar al tesoro, dado que el 50% del déficit se encuentra concentrado en los últimos 4 meses del año.

El objetivo del Gobierno y los riesgos para el 2015

Lo más probable es que el Gobierno llegue al 10 de diciembre con cierta volatilidad en las variables financieras (dólar, depósitos, tasa de interés), con reservas prácticamente exhaustas y maquilladas y un déficit fiscal elevado, pero sin una crisis financiera o cambiaria. La simple perspectiva de un cambio de gobierno que por convicción o necesidad oriente la economía hacia la solución de los problemas macroeconómicos, puede llevar a que haya mayor interés por títulos argentinos compensando el poco interés que hay por activos en pesos, manteniendo estable la situación financiera hasta fin de año.

Sin embargo, el riesgo del “Plan Aguant.Ar” del Gobierno, es que las variables económicas y financieras se desequilibren, que aumente la expectativa de devaluación y la rotación de los depósitos, provocando una crisis cambiaria/financiera. Lo cierto es que en el sistema financiero hay hoy unos \$ 770 mM de depósitos a la vista y a Plazo fijo de corto plazo. Este evento lo consideramos poco probable, aunque no imposible y le asignamos una probabilidad de 20%.

SÍNTESIS DE LA ECONOMÍA ARGENTINA (26/8/2015)

RESUMEN DE PROYECCIONES – PRINCIPALES INDICADORES

	Unidad	2014	Escenarios para 2015	
			Sin arreglo con Holdouts	Crisis Cambiaria
Probabilidad			80%	20%
<u>Actividad Económica</u>				
IGA-OJF	var % anual	-2,5%	0%	-1,2%
<u>Precios y Tipo de Cambio</u>				
Inflación Minorista (dic/dic)	var % anual	39,4%	28,9%	34,0%
Salario nominal (dic/dic)	var % anual	33,4%	28,6%	30,1%
Salario Real (dic.)	var. % anual	-4,3%	-0,8%	-2,9%
Tipo de Cambio (dic)	\$/US\$ oficial	8,55	10,4	12,15
<u>Sector Público</u>				
<i>Sin utilidades del BCRA</i>				
Resultado Primario (SPNF)	mill. AR\$ % del PIB	-118.402 -3,0%	-234.074 -4,6%	-248.299 -4,8%
Resultado Fiscal (SPNF)	mill. AR\$ % del PIB	-189.560 -4,7%	-320.951 -6,3%	-329.758 -6,5%
<u>Sector Externo</u>				
Balance Comercial	mill. US\$ % del PIB	6.686 1,4%	2.352 0,4%	3.044 0,3%
Stock de Reservas (dic)	mill. US\$	31.443	25.938	15.438

Fuente: OJF & Asociados

La economía en 2016

En estas condiciones creemos que hay tres escenarios posibles para el futuro.

Gradualismo.

A este escenario le asignamos una probabilidad de ocurrencia de 60% debido a que parece muy difícil arreglar todos los desajustes de una sola vez y que los candidatos son de personalidad moderada.

- El cepo se elimina gradualmente durante el 2016, para tener un mercado de divisas desregulado a fin de año
 - Se emite un bono en dólares contra los dividendos no girados
 - Se eliminan las DJAI gradualmente a lo largo de 2016 (por sector)
 - Se divide el mercado para el turismo y el dólar financiero
- Eliminación gradual de retenciones a las exportaciones
 - Se eliminan retenciones a la soja en un proceso de 5 años
 - Maíz se eliminan retenciones en 2 años
 - Trigo y economías regionales se eliminan retenciones
- Eliminación de ROE, Verde, Blanco y Rojo
- Se llega a un acuerdo con Holdouts
- Se comienza un proceso de suba de tarifas de gas y electricidad en 2016
 - El aumento del primer año es de 400% para gas y electricidad

SÍNTESIS DE LA ECONOMÍA ARGENTINA (26/8/2015)

- En el orden del 100% para transporte en GBA que se realiza en varios tramos a lo largo del año
- Todo el proceso de incremento de tarifas durará 4 años
- Se establece un nuevo marco regulatorio para la energía
- Se reduce gradualmente el ritmo de emisión monetaria para financiar al fisco

Como consecuencias de estas medidas, se dan los siguientes resultados:

- El tipo de cambio se devalúa 100% a fin de año pero un 50% en el promedio
- La inflación se acelera en 2016 por:
 - Impacto de la devaluación cambiaria
 - Aumento de tarifas
 - Eliminación de restricciones a la exportación
 - La menor emisión reduce la presión sobre la inflación pero eso se reflejará más en el último trimestre y en 2017
- El tipo de cambio real se deprecia por mayor devaluación que inflación
- La economía en 2016 crece muy poco debido a los ajustes, pero a partir de 2017 comienza a crecer a un ritmo de 3-4% anual
- El déficit fiscal se reduce en 2016 por menores subsidios y continúa reduciéndose gradualmente hasta 2019

Debidos a las continuas correcciones de las variables nominales, el aumento del nivel general de precios se mantendría alto durante todo el periodo, terminando el 2019 con una inflación anual aún de 2 dígitos. Esto presenta problemas políticos, pues la inflación desgasta a las autoridades en el cargo a lo largo de los años. El crecimiento económico sería moderado, pero positivo todos los años, con aumento pequeño del salario real cada año. El desempleo iría bajando gradualmente lo mismo que la tasa de pobreza. El balance comercial se iría recuperando, con aumento de las exportaciones y de las importaciones, pero en mayor medida de las primeras. Las reservas crecerían a cifras tranquilizadoras. El problema que presenta esta alternativa gradualista es que puede resultar insuficiente para generar confianza, y que, en consecuencia, se puede quedar a mitad de camino en los ajustes y que después el gobierno no pueda contar con ese cheque en blanco que suele otorgar la población al principio de los mandatos para que las autoridades tomen medidas contundentes.

En otras palabras, este gradualismo, para ser exitoso deberá ser bastante fuerte e incluso puede parecerse bastante a un shock para algunos que creen que todo está en orden.

Escenario de shock.

Probable en un 40 %.

Esta alternativa solo es posible aplicarla si se llega al momento de la entrega del poder en condiciones económicas y políticas de mucho stress, de mucha incertidumbre, con una inflación mensual muy fuerte, con dificultades financieras y con recesión. Condiciones muy semejantes a las que podrían suceder si el Gobierno pierde el control financiero en el último tramo de 2015.

En estas circunstancias se podrían corregir todas las variables macroeconómicas de una sola vez: tarifas, tipo de cambio, reunificación del mercado de divisas, mercado financiero libre, ajustes fiscales e impositivos, incremento de salarios y jubilaciones y demás medidas consistentes. Esto llevaría a una aceleración muy importante de la inflación en el primer año. Con una suba abrupta del tipo de cambio y una recesión más profunda, en el 2016. Sin embargo, en los años subsiguientes la economía se recupera rápidamente con tasas de crecimiento aceleradas y una inflación de un dígito.

SÍNTESIS DE LA ECONOMÍA ARGENTINA (26/8/2015)

Los riesgos de esta alternativa son altos, pues fallas en la proporciones de los ajustes o reacciones políticas adversas de peso en la población podrían hacer fracasar este tipo de planes, con consecuencias nefastas para la nueva gestión.

Este escenario supone las siguientes medidas:

- El cepo se elimina en el 1er trimestre de 2016.
 - Se emite un bono en dólares contra los dividendos no girados
 - Se eliminan las DJAI en los primeros 100 días
 - Se libera completamente el mercado cambiario
- Eliminación de retenciones
 - Se eliminan todas las retenciones excepto soja y petróleo
 - Soja y petróleo se eliminan en un plazo de 3 años
- Eliminación de ROE, verde, Blanco y Rojo
- Se llega a un acuerdo con Holdouts
- Se aumentan todas las tarifas de servicios públicos para eliminar los subsidios y generar rentabilidad
 - El aumento del primer años es de 2500% para gas y 2000% electricidad
 - Se suben las tarifas de transporte en el GBA en 2 años, con un incremento mayor en 2016
 - Todo el proceso de incremento de tarifas dura unos 18 meses
- Se establece un nuevo marco regulatorio para la energía
- Sólo se emite dinero para comprar divisas y recomponer reservas

Como consecuencias de estas medidas:

- El tipo de cambio se devalúa 150% en los primeros meses del 2016 y luego se estabiliza
- La inflación se acelera en 2016 y supera el 60% por:
 - Impacto de la devaluación cambiaria
 - Aumento de tarifas
 - Eliminación de restricciones a la exportación
 - La menor emisión reduce la presión sobre la inflación
 - A partir del 2017 la inflación baja dramáticamente a menos de un dígito
- El tipo de cambio real se deprecia por mayor devaluación que inflación
- La economía en 2016 entra en recesión debido a los ajustes, pero a partir de 2017 comienza a crecer a un ritmo de 7-8% anual
- El déficit fiscal se elimina en 2016.
 - Se instrumentan medidas de reducción de empleados públicos
 - Pueden aparecer aumentos en los programas sociales durante el primer año.

De ser un programa exitoso, consolida firmamento al nuevo Presidente en la conducción del país, y los resultados económicos que se esperan para el 2016 y después son muy alentadores, con crecimientos del 7/8 %"anual en el PIB y con inflación por debajo del 5% anual, con aumentos fuertes en el salario real de los trabajadores y caída de la tasa de pobreza y desempleo. La macroeconomía se mantendría equilibrada y el comercio internacional muy fluido, sin restricciones comerciales. Si funciona es el escenario ideal, aunque, como hemos señalado, tiene sus riesgos, como lo demuestra el fracaso del "Rodrigazo".

Continuismo.

Este escenario podría aplicarlo solo Daniel Scioli de ganar las elecciones. Se seguiría con el actual cepo y demás controles cambiarios, especialmente sobre las importaciones. No se permitiría el envío de

SÍNTESIS DE LA ECONOMÍA ARGENTINA (26/8/2015)

dividendos al exterior, no se arreglaría muy rápido con los holdouts, las tarifas se corregirían con la inflación, o algo menos que la misma, y en todo lo demás se seguirían los lineamientos actuales. Es difícil que esta alternativa pueda funcionar lo que le otorgamos casi ninguna probabilidad de aplicación.

Conclusión: Perspectivas 2016

Los escenarios "gradual" o de "shock" presentan atractivos para reordenar el problema macroeconómico argentino. Se debe preferir el que optimice la ocupación formal de la población, pero los dos tienen también sus riesgos, por insuficiente en el caso del gradualismo o rechazo de la población en el caso de shock de medidas muy duras. Sus ventajas están centradas en que es menos conmocionante el gradualismo y obtiene los mismo resultados que el shock, pero en más años. El shock, produce un cambio de tendencia inmediato, de ser exitoso, que le brinda un atractivo adicional. La aplicación de uno u otro programa dependerá de la efectiva situación de llegada al 10 de octubre de 2015. Si la situación es tranquila es muy probable la aplicación de un programa gradualista. En cambio si la macroeconomía se encuentra desarticulada, lo más conveniente es un shock que pueda reordenarla de inmediato.

Escenario Gradual

		2014	Partiendo del Escenario más probable				
unidad			2015	2016	2017	2018	2019
Actividad Económica							
IGA-OJF	var % anual	-2,5%	0%	0,6%	3,2%	3,6%	4,2%
PBI en dólares	US\$ M oficiales	487.571	545.851	413.945	385.511	435.971	477.959
PIB per Capita	US\$ oficiales	11.620	12.863	9.646	8.883	9.933	10.768
Precios, Tipo de cambio y Tasas de interés							
Inflación Minorista (dic/dic)	var % anual	39,4%	28,9%	37,4%	29,2%	16,9%	14,0%
Salario promedio nominal (dic/dic)	var % anual	33,4%	28,6%	38,3%	30,9%	19,0%	16,2%
Salario Real Promedio (dic)	var. % anual	-5,4%	-0,8%	0,7%	1,3%	1,9%	1,9%
Tipo de Cambio (dic)	\$/US\$ oficial	8,55	10,4	20,3	24,5	27,1	28,5
Tipo de Cambio (Prom.)	\$/US\$ oficial	8,13	9,3	15,9	23,2	25,8	28,4
Precio Gas Nat. boca de pozo prom	US\$/MBTU	3,4	3,5	5,5	6,0	7,0	7,5
Sector Público							
<i>Sin utilidades del BCRA</i>							
Resultado Primario (SPNF)	mill. AR\$	-118.402	-234.074	-257.389	-47.467	39.205	226.093
	% del PIB	-3,0%	-4,6%	-3,9%	-0,5%	0,3%	1,7%
Resultado Fiscal (SPNF)	mill. AR\$	-189.560	-320.951	-329.125	-194.946	-226.037	-124.116
	% del PIB	-4,7%	-6,3%	-5,0%	-2,2%	-2,0%	-0,9%
Sector Externo							
Balance Comercial	mill. US\$	6.686	2.352	5.963	13.000	13.221	14.213
	% del PIB	1,4%	0,4%	1,4%	3,4%	3,0%	3,0%
Stock de Reservas (dic)	mill. US\$	31.443	25.938	19.015	27.218	33.967	38.439

Escenario de Shock

SÍNTESIS DE LA ECONOMÍA ARGENTINA (26/8/2015)

		2014	Partiendo del Escenario más probable				
	unidad		2015	2016	2017	2018	2019
<u>Actividad Económica</u>							
IGA-OJF	var % anual	-2,5%	0%	-2,4%	8,1%	5,0%	4,7%
PBI en dólares	US\$ M oficiales	487.571	545.851	373.960	389.385	448.306	475.684
PIB per Capita	US\$ oficiales	11.620	12.863	8.714	8.972	10.214	10.717
<u>Precios, Tipo de cambio y Tasas de interés</u>							
Inflación Minorista (dic/dic)	var % anual	39,4%	28,9%	63,4%	5,7%	4,2%	3,2%
Salario promedio nominal (dic/dic)	var % anual	33,4%	28,6%	61,7%	9,3%	6,8%	5,6%
Salario Real Promedio (dic)	var. % anual	-5,4%	-0,8%	-1,0%	3,4%	2,5%	2,3%
Tipo de Cambio (dic)	\$/US\$ oficial	8,55	10,4	25,6	25,4	25,6	26,3
Tipo de Cambio (Prom.)	\$/US\$ oficial	8,13	9,3	25,4	26,1	24,7	26,5
Precio Gas Nat. boca de pozo prom	US\$/MBTU	3,4	3,5	7,0	7,5	7,5	7,5
<u>Sector Público</u>							
<i>Sin utilidades del BCRA</i>							
Resultado Primario (SPNF)	mill. AR\$	-118.402	-234.074	205.076	131.880	87.392	191.502
	% del PIB	-3,0%	-4,6%	2,2%	1,3%	0,8%	1,5%
Resultado Fiscal (SPNF)	mill. AR\$	-189.560	-320.951	108.206	-14.118	-157.406	-127.618
	% del PIB	-4,7%	-6,3%	1,1%	-0,1%	-1,4%	-1,0%
<u>Sector Externo</u>							
Balance Comercial	mill. US\$	6.686	2.352	14.017	14.950	7.363	9.730
	% del PIB	1,4%	0,4%	3,7%	3,8%	1,6%	2,0%
Stock de Reservas (dic)	mill. US\$	31.443	25.938	24.196	46.614	53.444	59.638

AUTORIDADES

Presidente

Orlando J. Ferreres

Vicepresidente

Francisco Gismondi

Vocales

Ludovico A. Videla

Raúl Sanguinetti

Daniel Montamat

Néstor Arcuri

Alberto Rodríguez

Fausto Spotorno

EQUIPO DE TRABAJO

Directora de Investigaciones

Marta N. Barros

Investigadores

Nicolás Alonzo

Erik Schachter

Adrián Yarde Buller

Reconquista 458, 8º piso - (1358) Buenos Aires - Argentina

Tel: (5411) 4394-3993 - Fax: (5411) 4393-3004

E-Mail: info@fundacionnorteysur.org.ar

www.fundacionnorteysur.org.ar

SÍNTESIS DE LA ECONOMÍA ARGENTINA (26/8/2015)

SPONSORS DE PROYECTOS DE LA FUNDACION



PETROBRAS

BANCO COMAFI 



SÍNTESIS DE LA ECONOMÍA ARGENTINA (26/8/2015)

CATÁLOGO DE PUBLICACIONES DE LA FUNDACIÓN NORTE Y SUR

NyS Nº 001

Municipalidad de la Ciudad de Buenos Aires: Programa. Julio 1995

NyS Nº 002

Asignaciones Familiares. 1996

NyS Nº 003

China Continental: Perspectivas. 1997

NyS Nº 004

Sector Público Argentino: Gasto, Endeudamiento, Intereses y Gastos Reservados. Enero 1998

NyS Nº 005

PRESUPUESTO NACIONAL: De La Formalidad Legislativa A La Realidad Fiscal. Marzo 1998

NyS Nº 006

PRESUPUESTO NACIONAL: Administración Financiera: Control, Excepciones y Nivel del Gasto. Abril 1998

NyS Nº 007

PRESTAMOS EXTERNOS: El Costo De Pedirlos y No Utilizarlos. Mayo 1998.

NyS Nº 008

Finanzas Públicas Provinciales y la Relación Nación - Provincias: Soluciones Parciales o un Acuerdo Integral. Julio 1998.

NyS Nº 009

Presupuesto 1999: Hipótesis alternativas de crecimiento económico. Septiembre 1998

NyS Nº 010

PRESUPUESTO NACIONAL: Evaluación de gestión: ¿Un instrumento eficiente? Octubre 1998

NyS Nº 011

PRESUPUESTO NACIONAL: Las partidas presupuestarias de la política comercial externa (I). Diciembre 1998

NyS Nº 012

PRESUPUESTO NACIONAL: Las partidas presupuestarias de la política comercial externa (II). Febrero 1999

NyS Nº 013

PRESUPUESTO NACIONAL: Fines, Medios y Resultados. Abril 1999

NyS Nº 014

El Programa de Asignaciones Familiares y la necesidad de su modernización. Septiembre 1999.

NyS Nº 015

Relaciones Laborales en el Sector Público Argentino. Octubre 1999.

NyS Nº 016

Presupuesto Nacional para el año 2000: Estimaciones de Recursos y Reducción de Gastos. Noviembre 1999.

NyS Nº 017

Provincias: los desequilibrios fiscales y la necesidad de un nuevo acuerdo. Diciembre 1999

NyS Nº 018

La urgencia del momento: medidas concretas para superar la crisis. Mayo 2000

NyS Nº 019

Presupuesto Consolidado: Distribución Federal de Gastos y Recursos Públicos. Julio 2000

SÍNTESIS DE LA ECONOMÍA ARGENTINA (26/8/2015)

NyS Nº 020

Un sistema impositivo duradero para argentina. Febrero 2001

NyS Nº 021

Argentina: Facturación por Sector Económico. Informe Metodológico. Mayo 2001

NyS Nº 022

SUECIA: La reducción del Gasto Público y la salida de la crisis 92-94. Agosto 2001

NyS Nº 023

Distribución del ingreso en la última década. Noviembre 2001

NyS Nº 024

ARGENTINA: Visión de País y Diagnóstico. Febrero 2002

NyS Nº 025

Subsidio por Desempleo y Fomento del Empleo. Noviembre 2002

NyS Nº 026

Escenarios de Renegociación de la Deuda Externa Argentina. Noviembre 2002

NyS Nº 027

Políticas de Estado para el desarrollo económico-social. Julio 2003

NyS Nº 028

La política económica del Mercosur. Julio 2003

NyS Nº 029

Distribución del ingreso. Agosto 2004

Dos Siglos de Economía Argentina 1810 – 2004 – Historia Argentina en Cifras

Edición Fundación Norte y Sur – El Ateneo, Diciembre 2005

NyS Nº 030

Políticas de Estado para el desarrollo económico-social. Junio 2007

NyS Nº 031 a 48

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina. Junio 2007 – Junio 2009

NyS Nº 049

Impuestos “sustentables” para la economía argentina. Julio 2009

NyS Nº 050

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina. Julio 2009

NyS Nº 051

Correspondencia Fiscal y Desequilibrios en Argentina. Agosto 2009

NyS Nº 052 a 62

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina. Agosto 2009 a Agosto 2010

NyS Nº 063

Sistema Jubilatorio y 82% móvil. Septiembre 2010

NyS Nº 064 a 66

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina. Septiembre a Noviembre 2010

SÍNTESIS DE LA ECONOMÍA ARGENTINA (26/8/2015)

Dos Siglos de Economía Argentina 1810 – 2010 – Edición Bicentenario

Edición Fundación Norte y Sur – El Ateneo, Noviembre 2010

NyS Nº 067

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina: Una mirada al futuro. Diciembre 2010

NyS Nº 068

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina: Soluciones que complican. Marzo 2011

NyS Nº 069

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina: Crecimiento económico con riesgos. Abril 2011

NyS Nº 070

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina: La economía en transición. Mayo 2011

NyS Nº 071

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina: La economía en transición. Junio 2011

NyS Nº 072

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina: Argentina ante los desequilibrios mundiales. Julio 2011

Chaco, su historia en cifras

CFI – Gobierno de la Pcia. del Chaco - Fundación Norte y Sur, Edición Librería de la Paz, Agosto 2011

NyS Nº 073 / 095

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina. Agosto 2011 a Agosto 2013

Chaco, su historia en cifras, 2da. Edición

CFI – Gobierno de la Pcia. del Chaco - Fundación Norte y Sur, Septiembre 2013

NyS Nº 096 / 104

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina. Septiembre 2013 a Julio 2014

(cambio de sistema de registro de publicaciones)

NyS Nº 253

Caracterización De La Provincia De Buenos Aires - 1. Perfil Socio-Económico, Julio 2014

NyS Nº 254

Caracterización De La Provincia De Buenos Aires - 2. Coparticipación, Agosto 2014

NyS Nº 255

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina: Soja, default y dólares, Agosto 2014

NyS Nº 256

Caracterización De La Provincia De Buenos Aires - 3. Situación Fiscal, Septiembre 2014

NyS Nº 257

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina: Contexto internacional más complicado y una economía débil, Septiembre 2014

NyS Nº 258

Municipio De San Isidro: Situación Fiscal Y Opciones De Financiamiento, Octubre 2014

NyS Nº 261

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina, Octubre 2014

SÍNTESIS DE LA ECONOMÍA ARGENTINA (26/8/2015)

NyS Nº 262

Caracterización De La Provincia De Buenos Aires - 4. Público Y Privado, Noviembre 2014

NyS Nº 263

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina, Noviembre 2014

NyS Nº 265

Caracterización De La Provincia De Buenos Aires - 5. Relación Con Municipios, Diciembre 2014

NyS Nº 267

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina, Diciembre 2014

NyS Nº 268

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina, Febrero 2015

NyS Nº 270

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina, Marzo 2015

NyS Nº 271

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina, Mayo 2015

NyS Nº 272

Revista Bases para el Largo Plazo N° 8, Mayo 2015

"BASES PARA EL LARGO PLAZO": ORDEN DE SUSCRIPCIÓN**BASES**
PARA EL LARGO PLAZO**Orden de Suscripción****Nombre y apellido:** _____**Domicilio:** _____**Localidad:** _____ **Provincia:** _____ **C.P.:** _____**Teléfono:** _____ **Correo electrónico:** _____**Empresa:** _____ **Posición:** _____**Periodo de Suscripción:**☐ 2015 \$ 800**Forma de Pago:**

- | | |
|--------------------------|---|
| ☐ | Efectivo (en nuestras oficinas) |
| ☐ | Cheque a la orden de Fundación Norte y Sur |
| ☐ | Depósito o Transferencia bancaria (solicitar datos bancarios) |

Enviar orden de suscripción a:**1** Reconquista 458, 8° piso
(1358) C.A.B.A. – Argentina**2** ☎ (+5411) 4394-3993**Fecha:**/...../.....**3** ✉ info@fundacionnorteysur.org.ar

Fundación Norte y Sur - Reconquista 458, 8° piso - (C1003ABJ) Bs As - Tel: (5411) 4394-3993 - E-Mail: info@fundacionnorteysur.org.ar