

4192-F-3-252  
nys N° 104

# SINTESIS DE LA ECONOMIA ARGENTINA

## Alternativas y estrategias sobre los holdouts

NEWSLETTER DEL MES DE JULIO

Julio 25, 2014

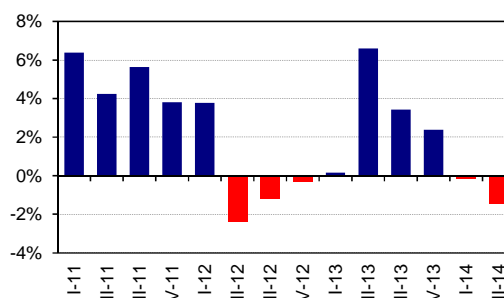
**CONTENIDO**

|   |           |
|---|-----------|
| <b>SITUACIÓN ECONÓMICA .....</b>  | <b>2</b>  |
| <i>Producción y Consumo .....</i>   | <i>2</i>  |
| <i>Inflación.....</i>   | <i>2</i>  |
| <i>Situación Fiscal.....</i>  | <i>3</i>  |
| <i>M&amp;A e inversiones más importantes .....</i>                                  | <i>3</i>  |
| <i>Sector Externo .....</i>   | <i>3</i>  |
| <i>Bolsa y Finanzas.....</i>  | <i>4</i>  |
| <i>Moneda .....</i>   | <i>4</i>  |
| <i>Confianza de los agentes económicos.....</i>                                     | <i>5</i>  |
| <i>Perspectivas de corto plazo .....</i>  | <i>5</i>  |
| <b>ANÁLISIS ESPECIAL DEL MES .....</b>  | <b>7</b>  |
| <i>SINTESIS: ¿default o no default? Esa es la cuestión... pero no la única.....</i> | <i>7</i>  |
| <i>Alternativas y estrategias sobre los holdouts.....</i>                           | <i>7</i>  |
| <b>SPONSORS DE PROYECTOS DE LA FUNDACION.....</b>                                   | <b>13</b> |
| <b>CATÁLOGO DE PUBLICACIONES DE LA FUNDACIÓN NORTE Y SUR .....</b>                  | <b>14</b> |
| <b>“BASES PARA EL LARGO PLAZO”: Orden de suscripción.....</b>                       | <b>18</b> |

**SITUACIÓN ECONÓMICA**
**PRODUCCIÓN Y CONSUMO**

De acuerdo al IGA-OJF, en el segundo trimestre del año la actividad económica finalizó con una caída de 1,5% respecto a igual periodo de 2013. Este resultado se explica por el retroceso de la industria, el comercio y el transporte, así como por la fuerte desaceleración de la intermediación financiera. No obstante, el desempeño del sector agropecuario amortiguó parcialmente la caída.

En el segundo trimestre del año, la suba de tasas de interés y reducción de los préstamos desaceleró la intermediación financiera, que experimentó una leve suba de 0,6% anual. A su vez, el fin de las cuotas sin interés como el encarecimiento del crédito, desfavorecieron al comercio y la industria, que evidenciaron caídas de 3,3% y 4,2% respecto a igual periodo de 2013. Asimismo, las menores importaciones por el nulo dinamismo industrial y las trabas en el comercio exterior, afectaron al transporte que se contrajo 4,1% anual. Finalmente, la cosecha agrícola permitió que el sector agropecuario se expanda 6% anual, favoreciendo en parte a la actividad económica.

**ÍNDICE GENERAL DE ACTIVIDAD (IGA-OJF)**
*Var % anual*


Fuente: OJF &amp; Asociados

Teniendo en cuenta que el ciclo de la cosecha llegaría a su fin en el tercer trimestre del año, el sector agropecuario experimentaría tasas de expansión más moderadas. Asimismo, la industria, el comercio y el transporte continuarían mostrando contracciones. De esta forma, esperamos que la actividad económica se mantenga en baja ya que no se podría compensar la caída de estos sectores.

**INFLACIÓN**

De acuerdo con nuestra estimación, en junio los precios evidenciaron una suba de 2,5% mensual. De esta manera, en nivel inflacionario refleja un aumento en forma interanual de 41,4%.

En el mes de junio fue relevante la aceleración en los valores de los productos del rubro Alimentos y Bebidas, los cuales mostraron una suba de 3,4% mensual, explicando prácticamente la mitad del incremento del resultado mensual. El rubro Verduras fue el que experimentó la mayor alza (22% mensual), originado por la estacionalidad del mismo.

Asimismo, entre otras subas de precios importantes se encontraron los Productos Lácteos (5%) y Alimentos consumidos fuera del hogar (3,5%).

Por su parte, otro de los rubros con mayor incidencia fue el de Vivienda que evidenció una suba de 6,1% respecto de mayo. Esto se debe principalmente al aumento en los Servicios Básicos (16,7%), asociado a la quita de subsidios en las tarifas de los servicios de gas y agua.

A pesar que la economía está estancada, no esperamos que la inflación mensual baje del 2% promedio. De hecho, el nivel de precios en julio se encontraría afectado por la suba en los precios del transporte, combustibles y el aumento en las tarifas de la medicina prepaga.

**ESTIMACIÓN INFLACIÓN DE JUNIO**
*Var. % mensual e incidencia*

|                                   | Estimador Inflación |            |
|-----------------------------------|---------------------|------------|
|                                   | var % mensual       | Incidencia |
| Vivienda                          | 6,1%                | 0,63       |
| Alimentos y bebidas               | 3,4%                | 1,19       |
| Indumentaria                      | 3,0%                | 0,15       |
| Equip. y Funcionamiento del Hogar | 2,1%                | 0,15       |
| Transporte y comunicaciones       | 1,8%                | 0,28       |
| Esparcimiento                     | 1,3%                | 0,12       |
| Educación                         | 0,5%                | 0,02       |
| Salud                             | 0,3%                | 0,02       |
| Bienes Varios                     | -0,9%               | -0,04      |
| <b>Estimación inflación JUNIO</b> | <b>2,5%</b>         | <b>2,5</b> |
| <b>INFLACIÓN ANUAL</b>            | <b>41,4%</b>        |            |

Fuente: OJF &amp; Asociados

## SITUACIÓN FISCAL

En mayo, el Sector Público No Financiero (SPNF) registró un resultado fiscal negativo de \$ 1.158 M, acumulando en el año un total de \$ 20.615 M. Si descontamos las utilidades giradas por el BCRA, el déficit global asciende hasta los \$ 38.025 M, siendo este número más del doble del contabilizado en igual periodo de 2013 (\$ 16.117 M).

En el quinto mes del año, el gasto primario evidenció un crecimiento de 39,5% interanual, y acumula en lo que va de 2014 una suba de 41,3% respecto a igual periodo del año pasado. El incremento del mes, estuvo impulsado nuevamente por las transferencias al sector privado, que mostraron un alza de 70% interanual y acumulan una suba de 63%. Para dimensionar el dinamismo de la partida, puede notarse que los subsidios a la energía devengados al cuarto mes del año (\$ 32.137,1 M) crecieron al ritmo de 107% anual.

En otros términos, si descontamos los efectos de la inflación, el gasto primario se expandió 1,9% anual en el primer cuatrimestre, pero las erogaciones por subsidios lo hicieron a un ritmo de 17,6%, siendo una de las partidas más dinámicas, junto con el gasto por intereses de la deuda (+19%). Esto contrasta con la evolución de los ingresos "genuinos", los cuales se contrajeron 1,4%.

Dicho esto, el ejecutivo tiene poco margen para instrumentar modificaciones impositivas que alivien la carga tributaria sobre impuestos distorsivos (ej. impuesto a las ganancias), dado que los componentes del gasto que impulsan al alza la partida son muy inflexibles a la baja.

## M&A E INVERSIONES MÁS IMPORTANTES

General Motors invertirá US\$ 270 M para construir una nueva fábrica de motores en el complejo automotor que tiene en la localidad de General Alvear, en las proximidades de Rosario.

La empresa autopartista Master Trim de Argentina, perteneciente a Toyota, invertirá más de US\$ 33 M en los próximos tres años, para aumentar su producción, nacionalizar piezas y sustituir importaciones por US\$ 24 M de dólares anuales.

El conglomerado mexicano Alfa, a través de la petroquímica Alpek, compró la planta BASF ubicada en la localidad de General Lagos, en Santa Fe, donde se produce poliestireno expansible.

La francesa Total se desprendió de sus acciones en la Transportadora de Gas del Norte, una de las dos redes troncales de gasoductos que conectan Argentina. Los compradores fueron sus socios en esa empresa, las petroleras Tecpetrol, del grupo Techint, y Compañía General de Combustibles, de Eurnekian.

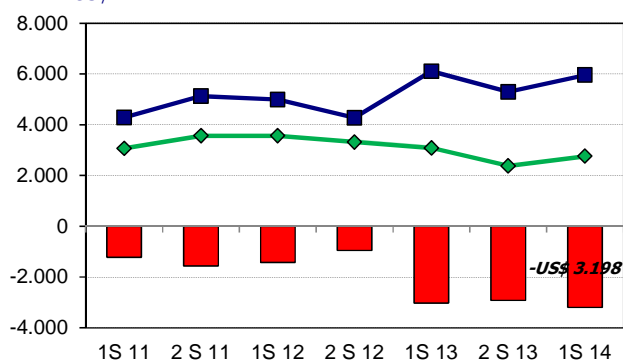
## SECTOR EXTERNO

En el mes de junio, el balance comercial arrojó un resultado positivo de US\$ 1.379 M, avanzando 13,5% respecto de igual mes del año pasado. Esto se debió principalmente a las mayores exportaciones de soja, que en mayo, por las intensas lluvias en las zonas productoras, retrasaron la recolección.

Las exportaciones retrocedieron 3% interanual, alcanzando los US\$ 7.387 M. Las ventas externas de cereales cedieron un 52% respecto a junio de 2013, aunque esto fue contrarrestado

### BALANCE DE DIVISAS ENERGÉTICO

En M US\$



Fuente: OJF & Asociados en base a INDEC

## SÍNTESIS DE LA ECONOMÍA ARGENTINA (25/07/2014)

parcialmente por las mayores exportaciones de semillas y frutos oleaginosos, que avanzaron 83% interanual. Por otro lado, las ventas al exterior de residuos y desperdicios de la industria alimentaria (mayormente harina y pellets de soja) avanzaron 37% anual, aportando US\$ 1.689 M.

Por su lado, las importaciones mostraron una merma de 6% interanual, alcanzando un total de US\$ 6.008 M. A excepción de las compras de bienes de capital, todos los rubros mostraron caídas interanuales. Pese a que las cantidades importadas de combustibles y energía cayeron 10%, el incremento de 10% en sus precios provocó una caída de apenas 2% interanual en valor. Así, la balanza energética acumula un déficit de US\$ 3.198 M, creciendo un 7,2% anual.

Para los próximos meses, comenzarán a observarse reducciones en el saldo comercial, hecho que suele estar asociado con la disminución de las exportaciones agropecuarias y los aumentos de las importaciones de energía. Esto acotará la oferta de dólares en el segundo semestre, lo que se verá reflejado en la evolución de las reservas internacionales.

### **BOLSA Y FINANZAS**

El índice Merval medido en pesos aumentó 3,4% en lo que va de julio. Además, el volumen operado duplicó su valor de mayo y se colocó en torno a un promedio diario de \$ 205 M. De esta manera, el mercado local exhibe una suba de 54,46% en el año medido en pesos y 23,4% en dólares. Dentro de la renta variable, los mayores rendimientos siguen asociados a empresas del sector bancario y al energético. La evolución de la renta fija refleja la incertidumbre del mercado respecto a la resolución del conflicto con los *holdouts*. Un resultado favorable podría generar subas importantes en las cotizaciones de los bonos soberanos de Argentina, especialmente para los títulos de largo plazo emitidos en dólares bajo legislación local.

Por su parte, las bolsas en Wall Street continúan evolucionando de forma favorable. En lo que va de julio, el índice S&P 500 avanzó 0,46% y alcanzó su máximo histórico con 1.948 puntos. Además, el Dow Jones mostró un alza de 0,93% y se colocó en 17.114 puntos. Por su lado, el Nasdaq Composite se mantuvo relativamente estable, con una leve baja de 0,07% que lo llevó a los 4.456 puntos. Dentro de las restantes bolsas mundiales, se destacó el rendimiento del Bovespa, que ganó 9,05% en el mes, el mayor retorno observado para los principales mercados internacionales.

### **MONEDA**

En el mes de junio, la base monetaria se expandió \$ 21.683 M, impulsando la tasa de variación interanual hasta el 20%. Este resultado es explicado principalmente por la fuerte asistencia por parte de la autoridad monetaria al fisco, que le demandó \$ 12.511 M. En lo que va de 2014, el BCRA le ha girado al ejecutivo \$ 24.831 M, lo que representa poco más del triple que lo cedido en igual período del año pasado.

Asimismo, el crecimiento de este agregado monetario se vió favorecido por la compra de divisas por parte del BCRA. Durante el sexto mes del año, las reservas internacionales crecieron poco menos de US\$ 750 M, y tuvieron como contrapartido una emisión de pesos de \$ 6.263 M. Además, en el mes de junio la política de absorción mediante títulos de deuda no ha rendido frutos. Si tenemos en cuenta las transferencias por países y los pagos de intereses por la deuda de corto plazo emitida en el pasado reciente, la operatoria del BCRA resultó expansiva por \$ 2.909 M.

Como perspectiva para el segundo semestre del año, debe considerarse que los factores principales que impulsan al alza la cantidad de dinero se verán magnificados. En primer lugar, la autoridad monetaria enfrentará fuertes vencimientos de capital e intereses por los títulos públicos colocados, y además deberá satisfacer la restricción presupuestaria de un tesoro con un déficit fiscal en aumento (las necesidades de financiamiento del SPNF rondaría los \$ 100.000 M en los últimos seis meses de 2014).

## SÍNTESIS DE LA ECONOMÍA ARGENTINA (25/07/2014)

### CONFIANZA DE LOS AGENTES ECONÓMICOS

En el mes de julio, el Índice de Confianza del Consumidor (ICC) de la UTDT mostró un crecimiento de 2% mensual. Sin embargo, en forma interanual continúa reflejando una tendencia a la baja, cayendo 10% respecto del séptimo mes de 2013.

En el desagregado por regiones, la expectativa de los consumidores en la Capital Federal se contrajo un 2,6% mensual, mientras que en el Gran Buenos Aires se mantuvo sin cambios respecto a junio. En cambio, en el interior del país la confianza de los mismos se mostró optimista al avanzar un 7,8% en relación al mes pasado.

### PERSPECTIVAS DE CORTO PLAZO

Si Argentina no logra un acuerdo con los holdouts, siguiendo los lineamientos que estableció la Justicia norteamericana, entraría en default en una semana. Esto es, que el Gobierno pague los bonos vencidos (pre-default) por un monto, que con intereses y punitivos, alcanzaría los US\$ 1.650 millones. Sin embargo, el Juez Griesa también abrió una instancia negociadora para acordar la forma de pago y resolver otras complejidades. Esto abre tres escenarios posibles, uno de acuerdo y dos que implican default.

Aún creemos que es más probable que se llegue a un acuerdo, porque a partir de mañana comenzarán las reuniones entre Argentina y los holdouts e incluso ha habido negociaciones con bancos que podrían actuar como intermediarios para reducir el bajo riesgo de la cláusula RUFO. Para la economía Argentina acordar con los Holdouts permitiría acceder al financiamiento internacional y, así, aliviar un poco la presión sobre el tipo de cambio y sobre las reservas.

Pero también existen dos escenarios de default, el “default controlado” y el “fresh start”. El primero es peligroso y hay bajas probabilidades de que salga bien. Se trata de mantener un default en el “limbo” con acuerdo de los acreedores que entraron en los canjes de 2005 y 2010 hasta enero del 2015, cuando se podría hacer una oferta a los holdouts sin arriesgarse a incumplir la cláusula RUFO. La segunda opción es entrar en default y reestructurar toda la deuda, incluso con cambio de jurisdicción y otras previsiones para evitar juicios como el actual. Sin embargo, esta alternativa tiene muchas dificultades de ejecución e incluso podría ser frenada por la justicia norteamericana.

En cualquier caso, un default sería malo para la economía y comenzaría con caída de la bolsa, baja de los bonos y suba de las tasas de interés y del dólar paralelo. Este proceso profundizaría aún más el escenario de recesión y alta inflación que experimenta la economía y que por ahora, está en un segundo plano.

**SÍNTESIS DE LA ECONOMÍA ARGENTINA (25/07/2014)**

| VARIABLE   | Unidad de Medida | Último Dato |          | Variaciones <sup>1</sup> |                    |                     |
|--|------------------|-------------|----------|--------------------------|--------------------|---------------------|
|  |                  | Mes         | Nivel    | Mensual                  | Anual              | Acumulada           |
| <b>Producción y Empleo</b>                                   |                  |             |          |                          |                    |                     |
| Índice General de Actividad (IGA OJF)                        | 1993=100         | jun 14      | 169,8    | 0,4% <sup>2</sup>        | -0,6%              | -0,9%               |
| Índice de Producción Industrial (IPI OJF)                    | 1993=100         | jun 14      | 167,4    | -0,8% <sup>2</sup>       | -2,5%              | -3,3%               |
| Índice de Inversión Bruta Interna (IBIM OJF)                 | 2005=100         | may 14      | 157,6    | 2,3% <sup>2</sup>        | -4,9%              | -2,2%               |
| Tasa de Desempleo (Desocupados / PEA)                        | % PEA            | I14         | 7,1      | -0,4 <sup>10</sup>       | -0,5 <sup>10</sup> |                     |
| <b>Precios</b>   |                  |             |          |                          |                    |                     |
| IPCNu  | 4T '13=100       | jun 14      | 106,5    | 1,3%                     |                    |                     |
| Estimación de inflación                                      | 1999=100         | jun 14      | 957      | 2,5%                     | 41,4%              | 21,3%               |
| Tipo de Cambio Nominal \$ / US\$ (Libre) <sup>4</sup>        | \$ / US\$        | jun 14      | 8,2      | 1,1%                     | 52,8%              | 28,5%               |
| Tipo de Cambio Efectivo Real Trade Weighted *                | 2000=100         | may 14      | 141,9    | 141,9                    | -1,86%             | 7,8%                |
| PTE Arg/USA  |                  | may 14      | 12,5     | 2,1%                     | 38,3%              | 15,9%               |
| <b>Situación Fiscal</b>                                      |                  |             |          |                          |                    |                     |
| Recaudación Tributaria                                       | \$ M             | jun 14      | 101.186  | -3,7%                    | 35,5%              | 35,0%               |
| Resultado Primario   | \$ M             | may 14      | 3.076    | 2.405                    | 1.409              | -2.082              |
| Resultado Financiero   | \$ M             | may 14      | -1.158   | 3.118                    | -498               | -11.204             |
| Deuda Pública  | US\$ M           | II 13       | 196.142  | 13.402                   | 13.402             | -1.321              |
| <b>Sector Externo</b>  |                  |             |          |                          |                    |                     |
| Exportaciones de Bienes (FOB)                                | US\$ M           | may 14      | 7.117    | 11,2%                    | -16,3%             | -11,8%              |
| Importaciones de Bienes (CIF)                                | US\$ M           | may 14      | 5.858    | 7,1%                     | -17,1%             | -7,9%               |
| Saldo Comercial  | US\$ M           | may 14      | 1.259    | 333                      | -179               | -1.626              |
| <b>Moneda y Bancos</b>                                       |                  |             |          |                          |                    |                     |
| Reservas Internacionales BCRA                                | US\$ M           | Al 11 jul   | 29.632   | 2,8%                     | -20,4%             | -36,1% <sup>3</sup> |
| Base Monetaria <sup>5</sup>                                  | \$ M             | Al 11 jul   | 390.326  | 4,8%                     | 20,2%              | 75,1% <sup>3</sup>  |
| M2 (promedio mensual)  | \$ M             | Al 11 jul   | 628.550  | 7,6%                     | 25,8%              | 92,5% <sup>3</sup>  |
| Depósitos Privados   | \$ M             | Al 11 jul   | 620.202  | 2,7%                     | 29,4%              | 90,4% <sup>3</sup>  |
| Préstamos al Sector Privado no Financiero <sup>6</sup>       | \$ M             | Al 11 jul   | 525.016  | 1,2%                     | 23,2%              | 81,5% <sup>3</sup>  |
| Tasa de Interés Adelantos en C.C., \$ (1-7 días)             | %                | Al 22 jul   | 22,19    | 22,2                     | 7,6                | 5,3                 |
| Tasa BADLAR Bancos Privados TNA                              | %                | Al 22 jul   | 21,88    | 21,9                     | 4,2                | 0,3                 |
| <b>Bolsa y Finanzas</b>                                      |                  |             |          |                          |                    |                     |
| Riesgo País (Embi Plus)                                      | Ptos. Básicos    | Al 22 jul   | 653      | -65                      | -455               | -155                |
| Merval en dólares (ajustado por TC implícito)                | Puntos           | Al 22 jul   | 840      | 9,8%                     | 111,3%             | 39,1%               |
| Merval en pesos  | Puntos           | Al 22 jul   | 8.332    | 5,6%                     | 148,1%             | 54,6%               |
| <b>Internacional</b>   |                  |             |          |                          |                    |                     |
| Dólar  | \$ / US\$        | Al 23 jul   | 8,17     | 0,4%                     | 48,4%              | 25,3%               |
| Dólar Implícito  | \$ / US\$        | Al 23 jul   | 9,92     | -3,8%                    | 17,5%              | 11,1%               |
| Dólar Blue   | \$ / US\$        | Al 23 jul   | 12,60    | 4,1%                     | 47,7%              | 26,0%               |
| Euro   | US\$ / €         | Al 22 jul   | 1,36     | -0,7%                    | 2,3%               | -1,1%               |
| Real   | R\$ / US\$       | Al 22 jul   | 2,22     | 0,4%                     | -2,7%              | -5,8%               |
| Soja   | US\$ / ton       | Al 22 jul   | 435,05   | -15,5%                   | -13,8%             | -9,8%               |
| Trigo  | US\$ / ton       | Al 22 jul   | 192,73   | -7,1%                    | -21,0%             | -13,3%              |
| Maíz   | US\$ / ton       | Al 22 jul   | 141,83   | -15,1%                   | -27,8%             | -14,6%              |
| Petróleo WTI   | US\$ / bbl       | Al 22 jul   | 104,42   | -0,9%                    | -0,6%              | 6,1%                |
| Oro  | US\$ / oz troy   | Al 22 jul   | 1.306,40 | -1,6%                    | -0,3%              | 8,6%                |
| EE.UU. T Bond 10 años  | %                | Al 22 jul   | 2,46     | -0,07                    | -0,11              | -0,57               |
| <b>Índices de Confianza</b>                                  |                  |             |          |                          |                    |                     |
| Confianza del Consumidor (Universidad Di Tella) <sup>8</sup> | Índice           | Mid jul14   | 42,8     | 2,0%                     | -10,0%             |                     |
| Confianza en el Gobierno (Universidad Di Tella)              | Índice           | Mid jun14   | 1,70     | 12,6%                    | -2,3%              |                     |

\* 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

## SÍNTESIS DE LA ECONOMÍA ARGENTINA (25/07/2014)

### ANÁLISIS ESPECIAL DEL MES

#### SINTESIS: ¿DEFAULT O NO DEFAULT? ESA ES LA CUESTIÓN... PERO NO LA ÚNICA

*Si no logra un acuerdo con los holdouts siguiendo los lineamientos que estableció la Justicia americana, Argentina entraría en default en una semana. Esto es, que el Gobierno pague los bonos vencidos (pre-default) por un monto, que con intereses y punitivos, alcanzaría los uS\$1.650 millones. Sin embargo, el Juez Griesa también abrió una instancia negociadora para acordar la forma de pago y resolver otras complejidades que tiene este fallo a través de un mediador (special master).*

*Según creemos esto abre tres escenarios posibles, uno de acuerdo y dos que implican default.*

*Aún creemos que es más probable que se llegue a un acuerdo, porque a partir de mañana comenzarán las reuniones entre Argentina y los holdouts e incluso ha habido negociaciones con bancos que podrían actuar como intermediarios para reducir el bajo riesgo de la cláusula RUFO. Para la economía Argentina acordar con los holdouts permitiría acceder al financiamiento internacional y, así, aliviar un poco la presión sobre el tipo de cambio y sobre las reservas.*

*Pero también existen dos escenarios de default. A estos escenarios los llamamos el “default controlado” y el “fresh start”.*

*El primero es peligroso y hay bajas probabilidades de que salga bien. Se trata de mantener un default en el “limbo” con acuerdo de los acreedores que entraron en los canjes de 2005 y 2010 hasta enero del 2015, cuando se podría hacer una oferta a los holdouts sin arriesgarse a incumplir la cláusula RUFO*

*La segunda opción es entrar en default y reestructurar toda la deuda, incluso con cambio de jurisdicción y otras previsiones para evitar juicios como el actual. Sin embargo, esta alternativa tiene muchas dificultades de ejecución e incluso podría ser frenada por la justicia norteamericana.*

*En cualquier caso, un default sería malo para la economía y comenzaría con caída de la bolsa, baja de los bonos y suba de las tasas de interés y del dólar paralelo. Este proceso profundizaría aún más el escenario de recesión y alta inflación que experimenta la economía y que por ahora, está en un segundo plano.*

#### ALTERNATIVAS Y ESTRATEGIAS SOBRE LOS HOLDOUTS

El tiempo corre y estamos a menos de una semana de que se produzca el “Event of Default”, todavía no hay una solución. Desde que la Corte Suprema de EE.UU. rechazó tomar el caso de Argentina y la Cámara de Apelaciones (Second Circuit) ya pasó más de un mes. Desde que Argentina depositó los fondos en el Bank of New York Mellon que no pudieron ser girados a los tenedores de deuda pasaron 23 días y ni siquiera se han reunido el Gobierno y los Holdouts (al menos no públicamente) para intentar llegar a un acuerdo, a pesar de que el Juez Griesa nombró un mediador y los empujó a reunirse. También es cierto que existieron reuniones entre funcionarios del Gobierno con bancos que podrían ser intermediarios y cerrar un acuerdo por esta vía.

La verdad es que las opciones para Argentina son muy pocas. En este contexto creemos que existen 3 escenarios posibles. Siendo lo más probable que se evite el default.

1. Acuerdo con Holdouts a través de un intermediario. Lo más probable.



## SÍNTESIS DE LA ECONOMÍA ARGENTINA (25/07/2014)

- El "default controlado", que implica, básicamente, intentar sostener el default en un "limbo" hasta enero cuando se podrá hacer una oferta a los holdouts
- Default con una reestructuración posterior, empezando todo de nuevo (el "Fresh Start"), que creemos es lo menos probable

### TÍTULOS Y BONOS DE LA REESTRUCTURACIÓN - DTO. 1735-04 Y 563-10

En millones de US\$. Datos a septiembre de 2013

|   | Valor original | Valor actualizado |
|---|----------------|-------------------|
| <b>Dólares - Ley NY</b>                   | <b>10.338</b>  | <b>11.868</b>     |
| PAR EN U\$S - DTO. 1735/04 - LEY NY       | 5.297          | 5.297             |
| PAR EN U\$S - DTO. 563/10 - LEY NY        | 97             | 97                |
| DISCOUNT EN U\$S - DTO. 1735/04 - LEY NY  | 3.048          | 4.221             |
| DISCOUNT EN U\$S - DTO. 563/10 - LEY NY   | 930            | 1.288             |
| GLOBAL 2017 USD - DTO. 563/10             | 966            | 966               |
| <b>Euros - Ley Inglesa</b>                | <b>14.432</b>  | <b>16.475</b>     |
| PAR EN EUROS - DTO. 1735/04               | 6.809          | 6.809             |
| PAR EN EUROS - DTO. 563/10                | 1.945          | 1.945             |
| DISCOUNT EN EUROS - DTO. 1735/04          | 3.061          | 4.163             |
| DISCOUNT EN EUROS - DTO. 563/10           | 2.616          | 3.557             |
| <b>YENES - Ley Japonesa</b>               | <b>304</b>     | <b>320</b>        |
| PAR EN YENES - DTO. 1735/04               | 212            | 212               |
| PAR EN YENES - DTO. 563/10                | 9              | 9                 |
| DISCOUNT EN YENES - DTO. 1735/04          | 58             | 69                |
| DISCOUNT EN YENES - DTO. 563/10           | 26             | 31                |
| <b>Total Ley Extranjera</b>               | <b>25.074</b>  | <b>28.663</b>     |
| <b>Ley ARG</b>                            | <b>5.084</b>   | <b>6.539</b>      |
| PAR EN U\$S - DTO. 1735/04 - LEY ARG      | 1.230          | 1.230             |
| PAR EN U\$S - DTO. 563/10 - LEY ARG       | 71             | 71                |
| DISCOUNT EN U\$S - DTO. 1735/04 - LEY ARG | 3.651          | 5.056             |
| DISCOUNT EN U\$S - DTO. 563/10 - LEY ARG  | 131            | 182               |
| <b>TOTAL</b>                              | <b>30.157</b>  | <b>35.202</b>     |

no se está pagando x orden de Griesa

Fuente: OJF & Asociados en base a MECON

### Un posible acuerdo y la cláusula RUF0

Creemos que aún la opción más probable sigue siendo la de alcanzar un acuerdo utilizando un banco intermediario que compre los derechos de los juicios y acepte bonos a cambio. Un banco de inversión americano de primera línea ha hecho una oferta a la Argentina que iría en este sentido. Más allá de las variantes que puede existir en esta estrategia, básicamente se trata de que un banco de inversión compre todos los derechos judiciales de los US\$4.600 millones (a valor original) ó

### DEUDA CON HOLDOUTS ACTUAL

US\$ Miles de Millones

|  | Valor Original | Valor Actualizado |               |
|--|----------------|-------------------|---------------|
|  |                | Sin Punitivos     | Con Punitivos |
| <b>Deuda Nominal</b>   | <b>6,6</b>     | <b>11,7</b>       | <b>16,8</b>   |
| <b>Holdouts Litigantes</b>                                       | <b>4,6</b>     | <b>8,5</b>        | <b>11,8</b>   |
| <b>Juicio Actual (Pari Passu) Elliot, NML y Aurelius</b>         | <b>0,7</b>     | <b>1,2</b>        | <b>1,7</b>    |
| <b>Resto Elliot fuera del pari passu Dart + Otros litigantes</b> | <b>3,9</b>     | <b>7,2</b>        | <b>10,1</b>   |
| <b>Otros (CIADI y otros)</b>                                     | <b>2,0</b>     | <b>3,2</b>        | <b>5,0</b>    |

Fuente: OJF & Asociados en base a Mecon, Estudio Cabanellas, Etchebarne, Kelly, Estudio Garrido y estimaciones propias

## SÍNTESIS DE LA ECONOMÍA ARGENTINA (25/07/2014)

US\$11.800 millones<sup>1</sup> a valor actualizado de aquellos que iniciaron juicio contra Argentina, a cambios de bonos cuyo valor de mercado equivalga a la compra de dichos derechos.

La particularidad es que si Argentina coloca un bono a dicho banco antes de esta compra de derechos judiciales o en enero del año que viene, se podría evitar la cláusula RUFO (Right Upon Future Offers) que tiene preocupado al Gobierno, al tiempo que incluso sea posible que bajo estas condiciones el ajuste sea menor del que reguló Griesa en el 2012. Si no se tienen en cuenta los intereses punitivos y otros gastos es posible que un intermediario logre reducir el monto a pagar a \$8.500 millones.

A pesar de existir esta opción, dentro del Gobierno existe alguna opinión de que aún este esquema podría violar la cláusula RUFO. Esta cláusula impide al Gobierno hacer una nueva oferta voluntaria a tenedores de bonos en default sin hacerla extensible a todos los que entraron a canjes anteriores. Esta cláusula se puso para estimular a los bonistas a entrar en el canje y asegurarles que si en el futuro había una mejor propuesta, los que entraron no serían perjudicados.

Específicamente dice:

*“Bajo los términos de los títulos Par, Discount y Cuasi Par, si luego de la expiración de esta oferta (canjes 2005 y 2010) hasta el 31 de diciembre de 2014, Argentina voluntariamente hiciera una oferta para comprar, canjear, o solicita consentimiento para modificar cualquiera de los activos elegibles (se refiere a los títulos en default) no establecidas en esta oferta, Argentina se compromete a tomar los pasos necesarios para que cada uno de los tenedores de Par, Discount o Cuasi Par tenga el derecho por un período no menor a 30 días desde el anuncio de dicha oferta a cambiar sus Par’s, Discount o Cuasi Par por la contraprestación en efectivo o en especie recibido con este tipo de compra o de canje, según el caso...”*

En principio, resulta muy difícil pensar que el cumplimiento de una orden judicial que fue apelada en dos oportunidades pueda ser interpretada como una oferta para “comprar, canjear...” dichos títulos. Por ello, creemos que la probabilidad de que algunos de los tenedores de la deuda restructurada inicie un juicio contra la Argentina por dicha cláusula y logre un dictamen a favor en dos instancias (porque obviamente sería apelable) es muy improbable. En especial, cuando al parecer la opinión de Griesa es que no hay lugar para activarla, por algo él mismo ha invitado a negociar a las partes y ha puesto a cargo a Daniel Pollak como “special master” o mediador en dicha negociación.

### El default controlado: una jugada peligrosa

Una opción de la que se ha hablado en los medios y que el propio Ministro de Economía ha planteado en reuniones con bancos locales y analistas es la del “Default controlado”, que como mencionamos antes se trata de mantener “en el aire” a los bonistas de los canjes y los holdouts hasta el 2015. Pero naturalmente, conlleva muchos riesgos y puede terminar ahogando a la Argentina en una ola de juicios mayor a la actual.

Para explicar esta opción es necesario previamente tener en claro que establece el prospecto de los canjes 2005 y 2010 ante un “evento de default”.

Si Argentina no acordara con Holdouts hay un plazo de 60 días, antes de que comiencen a dispararse las primeras consecuencias. En efecto, según este documento el atraso en el pago durante 30n días por parte de Argentina constituye un “evento de default”, si un 25% de los acreedores lo exigiera se “acelerarían” los bonos Discount que son los que entrarían en default el 30 de julio. Pero por la cláusula de Cross-default también sucedería lo mismo con los Par y con los Cuasi-Par, sin embargo éstos

---

<sup>1</sup> Ajuste de acuerdo al fallo de Griesa.

## SÍNTESIS DE LA ECONOMÍA ARGENTINA (25/07/2014)

últimos están mayormente en manos del Anses y por lo tanto resulta difícil que se demande el Cross-Default. La “aceleración” implica que los bonistas pueden exigir que se les devuelva todo el capital que resta pagar más los intereses acumulados.

Sin embargo, esta aceleración podría anularse si dentro de los 60 días el Gobierno remediara dicho evento de default. Incluso, es posible que el 50% de los acreedores decidan anular o rescindir la declaración de la aceleración en nombre de todos los tenedores, si Argentina deposita todo lo que debía en el Banco fideicomisario que es el Banco de Nueva York Mellon (BONY) y se resuelve cualquier otro evento de default.

Esta cláusula es la clave en los que se refiere al “Default Controlado” y es la razón por la cual, el Gobierno no permite que el BONY le devuelva los fondos que el Gobierno le transfirió para el pago del vencimiento del 30 de junio.

El “Default Controlado” entonces implicaría continuar haciendo los depósitos en el BONY a medida que venzan los títulos del canje y lograr que un 50% de los acreedores que entraron en los canjes del 2005 y 2010 le den un “waiver” (permiso) a la Argentina hasta fin de años, cuando vence la cláusula RUFO. Para lo cual, Argentina tiene que tener depositados los fondos en el BONY.

Esta opción tiene varios problemas. El más obvio es que podría no alcanzarse el piso de 50% de los bonistas de cada serie para lograr el waiver y, por lo tanto, la aceleración de los bonos desembocaría en una nueva serie de juicios contra Argentina por unos U\$30.000 millones adicionales (que son los bonos bajo ley extranjera del canje 2005 y 2010). Sin contar con otros condimentos que pueden complicar la operación como juicios contra el BONY, principalmente, pero también podrían estar afectadas las casas de clearing internacional.

Otro problema es que el prospecto, agrega que además del 50% se requiere el depósito y la solución de cualquier “otro evento de default”. Esto da espacio a interpretaciones.

La más obvia de todas es que si el dinero no puede llegar a los bonistas, en realidad, no se han solucionado todos los eventos de default. Esta interpretación, prácticamente impediría tomar este camino.

Sin embargo, dado que los eventos de default están explicados en el prospecto, se podría argumentar que Argentina hizo el depósito en el BONY y el hecho de que no lo llegue el dinero a los acreedores, no constituye ninguno de los otros eventos de default. Sin embargo, esta interpretación difícilmente pueda ser sostenida ante un juez. Pero como se trata de ganar tiempo, no es descabellada que el Gobierno la intente. En el fondo esta explicación está en la línea de razonamiento que hace Argentina cuando dice que en realidad pagó y por eso no está en default.

En síntesis, seguir este camino es un intento de posponer el problema hasta el 2015, pero transitando un camino muy peligroso, en el cuál existe un alto riesgo de que todo salga mal.

### *El “Fresh Start”: Default y una nueva reestructuración*

Esta opción es improbable y posiblemente sea difícil de ejecutar. Implicaría que tras los 60 días mencionados anteriormente y luego de establecida la aceleración Argentina ofrezca un nuevo canje de deuda de modo tal que el mecanismo de pago y demás aspectos relacionados queden fuera del alcance de los tribunales norteamericanos.

El principal problema con esta opción es que para realizar dicha reestructuración es necesario canjear los bonos bajo ley de Nueva York por otros nuevos y este proceso podría ser impedido por el Juez Griesa, sobre todo teniendo en cuenta que se necesita la colaboración del BONY y de otros bonos norteamericanos.

## SÍNTESIS DE LA ECONOMÍA ARGENTINA (25/07/2014)

---

A ello se le suma el riesgo de que los acreedores que tienen títulos con ley Nueva York pueden no querer canjearlos por otros títulos con otra ley, en especial, teniendo en cuenta que ha quedado bien claro que la ley americana le da prioridad al acreedor.

### Las perspectivas

Por lo pronto mañana hay una nueva reunión con el “special master” (mediador) nombrado por el juez, Daniel Pollack para intentar llegar a un acuerdo. Igualmente, existen varias opciones que se ha planteado el Gobierno en caso de default.

De entrar en default, las consecuencias no serán buenas. Inicialmente, los precios de los títulos públicos argentinos caerán y lo mismo sucederá con la bolsa, todo lo cual impulsaría la tasa de interés al alza y podría provocar una suba del dólar paralelo. Adicionalmente, se cortarían líneas de financiamiento para proyectos de inversión o del comercio internacional.

En este contexto, dependiendo de la reacción del BCRA, se profundizarían tendencias que ya se observan en la economía, como la recesión, la inflación y la pérdida de reservas.

En efecto, ya en la primera mitad del año la actividad económica cayó 0,9% según el IGA-OJF, el tipo de cambio se devaluó 25% y la inflación a junio llegó al 41,4% anual de acuerdo a OJF. Sin embargo, el segundo semestre presentará aún más desafíos. En primer lugar, los salarios que no pudieron ser ajustados a la inflación durante las paritarias y continuarán deteriorándose, las necesidades fiscales serán mucho mayores en la segunda mitad del año y por ello, la emisión monetaria también lo será. Por el contrario, en el segundo semestre suele haber menos dólares, porque se importa más energía y se exporta menos productos primarios. Así las presiones sobre el tipo de cambio, las reservas, la inflación y las tasas de interés serán mayores. En este contexto, no hay razones para esperar una recuperación económica en la segunda parte del año y menos si Argentina vuelve al default, lo que podría acelerar la demanda de divisas. Con el agravante de que la situación de cara al 2015 sería más compleja de lo previsto inicialmente.

## **AUTORIDADES**

### **Presidente**

Orlando J. Ferreres

### **Vicepresidente**

Francisco Gismondi

### **Vocales**

Ludovico A. Videla

Raúl Sanguinetti

Daniel Montamat

Néstor Arcuri

Carlos Mendive

Sebastián Marcilese

## **EQUIPO DE TRABAJO**

### **Directora de Investigaciones**

Marta N. Barros

### **Investigador Invitado**

Alberto O. Rodríguez

### **Investigadores**

Luciana Carcione

Carolina Monti

Ezequiel Brodschi

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

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

E-Mail: [info@fundacionnorteyur.org.ar](mailto:info@fundacionnorteyur.org.ar)

[www.fundacionnorteyur.org.ar](http://www.fundacionnorteyur.org.ar)

## SÍNTESIS DE LA ECONOMÍA ARGENTINA (25/07/2014)

## SPONSORS DE PROYECTOS DE LA FUNDACION



PETROBRAS

BANCO COMAFI 

GRIMOLDI

ROGGIO



IERAL



## SÍNTESIS DE LA ECONOMÍA ARGENTINA (25/07/2014)

### 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**

## SÍNTESIS DE LA ECONOMÍA ARGENTINA (25/07/2014)

---

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

**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



## SÍNTESIS DE LA ECONOMÍA ARGENTINA (25/07/2014)

---

### **NyS Nº 064 a 66**

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina. Septiembre a Noviembre 2010

### **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**

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina: Perspectivas del Mundo y Argentina. Agosto 2011

### **NyS Nº 074**

¿Es suficiente la Inversión para crecer a tasas chinas?. Septiembre 2011

### **NyS Nº 075**

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina: Los problemas de los desarrollados empiezan a golpear a los emergentes. Septiembre 2011

### **NyS Nº 076**

La Deuda Invisible. Noviembre 2011

### **NyS Nº 077**

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina: Perspectivas económicas postelectorales. Octubre 2011

### **NyS Nº 078**

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina: Un 2012 difícil a nivel mundial y local. Noviembre 2011

### **NyS Nº 079**

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina: Un 2012 con complicaciones internas y externas. Diciembre 2011

### **NyS Nº 080**

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina: La sábana se acorta y el frío lo empieza a sentir la gente. Marzo 2012

### **NyS Nº 081**

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina: La necesidad tiene cara de hereje. Abril 2012

## SÍNTESIS DE LA ECONOMÍA ARGENTINA (25/07/2014)

---

**NyS N° 082**

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina: La economía en el centro de la escena. Mayo 2012

**NyS N° 083**

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina: Se reducen las alternativas. Junio 2012

**NyS N° 084**

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina: Se reflejan las inconsistencias acumuladas. Julio 2012

**NyS N° 085**

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina: Todos priorizando el HOY. Agosto 2012

**NyS N° 086**

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina: En 2013: ¿se profundizará el “modelo” o las distorsiones?. Septiembre 2012

**NyS N° 087**

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina: ¿Se nos cayó el mundo encima o nos tropezamos?. Octubre 2012

**NyS N° 088**

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina: El camino hacia la recuperación está cubierto de riesgos. Noviembre 2012

**NyS N° 089**

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina: Perspectivas para el 2013: un año con altos y bajos. Diciembre 2012

**NyS N° 090**

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina: Mejoran las perspectivas a corto plazo. Marzo 2013

**NyS N° 091**

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina: La economía de las elecciones. Abril 2013

**NyS N° 092**

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina: Apuntalar la economía para las elecciones. Mayo 2013

**NyS N° 093**

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina: Al borde de la estanflación. Junio 2013

**NyS N° 094**

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina: Escenario internacional no tan bueno. Julio 2013

**NyS N° 095**

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina: Se reducen los márgenes de maniobra. Agosto 2013

**NyS N° 096**

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina: El dilema argentino para el 2014. Septiembre 2013

**“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:**

|                          |         |    |     |           |
|--------------------------|---------|----|-----|-----------|
| <input type="checkbox"/> | 6 meses | \$ | 100 | 2 números |
| <input type="checkbox"/> | 1 año   | \$ | 200 | 4 números |
| <input type="checkbox"/> | 2 años  | \$ | 400 | 8 números |

**Forma de Pago:**

|                          |   |
|--------------------------|---|
| <input type="checkbox"/> | Efectivo (en nuestras oficinas)                               |
| <input type="checkbox"/> | Cheque a la orden de Fundación Norte y Sur                    |
| <input type="checkbox"/> | 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

3 ✉ info@fundacionnorteysur.org.ar

Fecha: ...../...../.....