

4418-F-3-271
nys Nº 112

SINTESIS DE LA ECONOMIA ARGENTINA

El gobierno alquiló calma cambiaria

NEWSLETTER DEL MES DE MAYO

Mayo 27, 2015

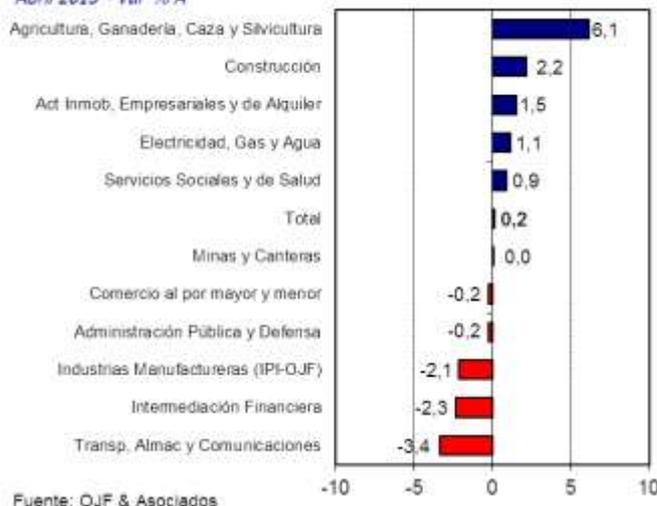
CONTENIDO

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>6</i>
ANÁLISIS ESPECIAL DEL MES	8
<i>SINTESIS: El gobierno alquiló calma cambiaria, pero lo difícil viene al final.....</i>	<i>8</i>
<i>Calma cambiaria pero sin crecimiento.....</i>	<i>8</i>
<i>Contexto Político: Mayor polarización pero pocas ideas.....</i>	<i>12</i>
<i>Escenarios y proyecciones 2015.....</i>	<i>13</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

SITUACIÓN ECONÓMICA
PRODUCCIÓN Y CONSUMO

En el mes de abril, el IGA-OJF dio señales de estancamiento, con una variación positiva de 0,2% interanual y 0,3% mensual. En el acumulado del año, el indicador registra una merma de 0,7% anual.

A pesar de ello, ciertos sectores continúan sin repuntar. La Industria (IPI-OJF) cayó 2,1% i.a., principalmente a causa del descenso en la producción de automotores (-23,9% i.a.). Transporte y Comunicaciones es otro sector en declive, al registrar una baja de 3,4% i.a. en el último mes y 3,6% anual en el año. Cabe mencionar que luego de promediar una baja de 12% en el primer trimestre, el sector de Intermediación Financiera registra una merma de 2,3% i.a. No obstante, esta caída de menor magnitud se ve explicada por la baja base de comparación del año previo.

ARGENTINA: ÍNDICE GENERAL DE ACTIVIDAD
Abril 2015 - Var % A


Por el contrario, la actividad continúa recibiendo los estímulos del agro, segmento que creció 6,1% i.a. en abril gracias al alza en la producción para la campaña actual. También la construcción reporta resultados positivos, con una suba de 2,2% i.a. en el último mes.

Las cifras correspondientes a los últimos meses reflejan una tendencia al amesetamiento de la economía. Si bien en el corto plazo no veríamos una mejora significativa de la actividad, en un contexto electoral tampoco esperaríamos que la economía vuelva a presentar fuertes caídas como las evidenciadas en 2014.

INFLACIÓN

En base a nuestras estimaciones, en abril el incremento en los precios minoristas fue de 1,9% mensual, en línea con los registros de marzo (2%). Asimismo, en términos interanuales, la suba fue de 31,2%.

En el cuarto mes del año, el mayor aumento se evidenció en el rubro Bienes Varios (5,5%), principalmente dada la suba del precio de los cigarrillos efectuada a mediados de marzo y el aumento de otros servicios de cuidado personal. Otro rubro que sufrió un pronunciado incremento fue Indumentaria, con una marca de 4,9% mensual.

En cuanto a los rubros de mayor incidencia en la suba del índice, el segmento Vivienda

ESTIMACIÓN INFLACIÓN DE ABRIL
Var. % mensual e incidencia

	Estimador Inflación	
	var % mensual	Incidencia
Bienes Varios	5,5%	0,25
Indumentaria	4,9%	0,24
Vivienda	4,2%	0,43
Alimentos y bebidas	2,0%	0,72
Equip. y Funcionamiento del Hogar	1,7%	0,14
Salud	0,5%	0,04
Transporte y comunicaciones	0,4%	0,06
Educación	0,4%	0,02
Esparcimiento	0,2%	0,02
Estimación inflación ABRIL	1,9%	1,9
INFLACIÓN ANUAL	31,2%	

Fuente: OJF & Asociados

SÍNTESIS DE LA ECONOMÍA ARGENTINA (27/5/2015)

registra un incremento de 4,2% como consecuencia del aumento del precio del gas de garrafa. Alimentos y Bebidas, por su parte, registra una variación de 2% ante subas en Condimentos y otros alimentos (5,2%), Carnes (4,3%) y Bebidas e Infusiones (2,2%).

Para los próximos meses, esperamos que la inflación mensual se mantenga alrededor de los niveles actuales, conduciendo a una desaceleración de la variación anual dada una base de comparación más alta. No obstante, en el último trimestre del año el aumento de los precios podría acelerarse nuevamente frente a una mayor devaluación del tipo de cambio, terminando 2015 con valores cercanos al 29% anual.

SITUACIÓN FISCAL

En el mes de abril, la recaudación tributaria alcanzó los \$ 112.659 M, incrementándose solamente 21,5% de manera interanual. En lo transcurrido del año, dicha variable reporta un alza de 28,9%, lo que equivale a una merma de 2,9% si descontamos los efectos de la inflación.

En particular, el magro desempeño de abril estuvo justificado por el rendimiento del IVA y los derechos de exportación. Por su lado, los primeros mencionados registraron una suba de 22,1% respecto a abril de 2014, dando cuenta del marco recesivo en el que se desenvuelve la economía.

Pese a ello, más llamativa es la dinámica de los impuestos ligados al comercio exterior, donde los ingresos por retenciones cayeron 36% interanual,

acumulando un retroceso de 22,1%. Ciertamente, esta trayectoria obedece a la caída de los precios internacionales de los bienes exportables (la cotización de la soja muestra un descenso anual del 32%), que no fuera acompañada por una devaluación compensatoria (desde abril de 2014, la paridad con el dólar se alteró 11%). Asimismo, vale resaltar que los derechos de importación retrocedieron 11,5% en el cuarto mes del año, y en términos reales se contraen 19% de forma acumulada.

Sin embargo, hay que llamar la atención a que el pobre dinamismo de los impuestos ligados al comercio exterior no es fenómeno reciente, dado que su peso relativo en los ingresos se encuentra en caída desde fines de 2008, intensificándose desde mediados de 2012. En definitiva, esto es un reflejo del atraso cambiario que padece la economía y lo bruscas que han sido las restricciones a las importaciones implementadas por las autoridades.

M&A E INVERSIONES MÁS IMPORTANTES

El grupo argentino Corporación América, liderado por el empresario Eduardo Eurnekian, compró la participación de la constructora brasileña Engevix en los aeropuertos de Brasilia, capital de Brasil, y Natal, en el estado de Rio Grande do Norte. Con esta adquisición, pasa a contar con 100% del aeropuerto de Natal y 51% del de Brasilia. Las dos terminales registraron un movimiento anual conjunto de 21,5 M de pasajeros.

PARTICIPACIÓN DE LOS IMPUESTOS AL COMERCIO EXTERIOR

Como % de la recaudación total



Fuente: OJF & Asociados en base a MECON

SÍNTESIS DE LA ECONOMÍA ARGENTINA (27/5/2015)

El BBVA Banco Francés firmó un contrato para quedarse con el 51% de las acciones de Volkswagen Credit Compañía Financiera, la empresa a través de la cual otorga créditos a su red de concesionarias y clientes. Se fijó como precio máximo por la compra de las acciones, la suma de \$53,04 M, la cual será abonada por el banco al cierre de la operación.

Globant, la compañía argentina de software, adquirió Clarice Technologies, una desarrolladora de software y servicios en el área de experiencia del usuario, móviles y IoT (Internet de las Cosas). La transacción involucró cerca de US\$ 10 M en efectivo más acciones de Globant, que se entregarán en forma escalonada. Fundada en 2008, Clarice tiene oficinas centrales y el grueso de sus clientes en California (Estados Unidos), aunque también posee sedes en Pune y Bangalore, en la India.

SECTOR EXTERNO

Durante el mes de abril, el superávit comercial alcanzó los US\$ 252 M y acumula de esta manera un total de US\$ 420 M en los primeros cuatro meses del año. Si bien este registro se encuentra 57% por debajo del resultado comercial correspondiente a los primeros cuatro meses de 2014, su retroceso se relaciona en gran parte con la caída de los precios internacionales de los commodities (de hecho la actual campaña presenta una cosecha estimada de soja de 60 M de tn).

Puntualmente, en el mes de abril las exportaciones totales descendieron 19,2% interanual hasta alcanzar los US\$ 5.231 M. Tal como se mencionó anteriormente, este movimiento se explica en gran parte por la baja en los precios internacionales de los commodities que afectaron con especial importancia a nuestras ventas externas de productos primarios y las manufacturas de origen agropecuario. Por el lado de las importaciones se verificó una disminución de 12% interanual que las colocó en US\$ 4.979 M. El factor más relevante a destacar ha sido el incremento en las cantidades importadas de bienes de capital y bienes intermedios, que a contramano del grueso de las importaciones, avanzaron ambos en 9% interanual.

En síntesis, los precios internacionales de nuestros productos de exportación se encuentran en niveles que, si bien son favorables, se han reducido fuertemente con respecto a los vigentes en los últimos años. En este contexto, que también atraviesa al resto de las economías emergentes, es de esperarse un superávit comercial que pese a continuar en terreno positivo será menos abultado respecto de años anteriores.

BOLSA Y FINANZAS

Gran parte de la suba en el mercado de capitales, producto de la perspectiva de cambio, pareciera que ya sucedió. A partir de ahora, los mercados necesitan conocer más acerca de los planes de los futuros candidatos para continuar subiendo. En efecto, en los últimos dos meses el riesgo país se estabilizó. Luego de alcanzar un mínimo de 560bp el 9 de marzo comenzó a subir suavemente y durante el mes de mayo se mantuvo en un promedio de 595bp. En otras palabras, el impulso que tuvo el mercado en los primeros meses del año mediante el argumento del cambio político que se avecina a finales de año, sea quien sea el nuevo presidente, llegó a un techo que ahora busca señales más certeras para continuar subiendo.

Más concretamente, en lo que va del mes de mayo el MerVal muestra una corrección de 3% medido en pesos. Esto sucede debido a que casi la totalidad de los sectores que componen el índice han corregido levemente sus valores. En particular, las principales acciones que disminuyeron de precio en lo que va del mes son Banco Patagonia (-11,2%), Molinos Río De La Plata (-9,2%), y Banco Francés (-7,9%). Por su parte, un factor relevante a destacar es el volumen negociado, ya que ha disminuido fuertemente (-37,7%) en lo

SÍNTESIS DE LA ECONOMÍA ARGENTINA (27/5/2015)

que va del mes, alcanzando un monto promedio de \$ 150,6 M diarios cuando en el cuarto mes de 2015 mostró un volumen de \$ 241,9 M.

Por lo tanto, la baja del volumen es una señal de incertidumbre en los mercados. Los inversores parecerían estar más cautos al momento de comprar ya que las cotizaciones se encuentran en máximos históricos y hasta no tener un panorama más claro sobre quien será el nuevo presidente y como abordará los problemas a resolver que deja este gobierno, la bolsa podría continuar en esta lateralización. Sin embargo, tampoco se observan ventas excesivas ya que los inversores no quieren desprenderse de sus tenencias porque saben que hay todavía valor por ganar en el mediano plazo entre las compañías argentinas, si el nuevo gobierno busca tener una economía más ordenada y normal.

Por lo tanto, en el corto plazo la situación actual podría continuar hasta que se despejen algunas cuestiones políticas que muestren el camino hacia dónde iría la economía local. Así, habrá que observar la agenda política de los próximos meses, en donde se definirán las gobernaciones de diferentes provincias y se realizarán las PASO nacional evidenciando un panorama más claro acerca del futuro del país.

MONEDA

En abril, el BCRA redujo fuertemente su esterilización mediante letras y notas con el objetivo de favorecer una mayor liquidez en la plaza de cara a las colocaciones de Bonac del Tesoro Nacional. Concretamente, mientras la autoridad monetaria retiró apenas \$ 3.315 M en sus licitaciones semanales y deshizo pases pasivos por \$ 25.124 M, el gobierno nacional obtuvo \$ 4.713,2 con la ampliación de la emisión de esos títulos públicos.

Por otro lado, favorecida por esta colocación, la interacción con el Tesoro permitió retirar \$ 4.592 M del mercado. Sin embargo, el resultado del mes se encontró especialmente signado por la interacción del BCRA con el sector privado, que llevó a una expansión monetaria de \$ 12.330 M principalmente debido a la compra de gran parte de las divisas que obtuvo YPF en su colocación de deuda de US\$ 1.500 M.

Considerando todas estas operaciones, la base monetaria se expandió \$ 28.738 M en abril alcanzando con este resultado los \$ 469.092 M, registro que representa un incremento interanual del 33,2%. De cara a los próximos meses, el BCRA continuaría actuando expansivamente, hecho que podría despertar el mercado cambiario, especialmente en la segunda mitad del año.

CONFIANZA DE LOS AGENTES ECONÓMICOS

En el mes de mayo, el Índice de Confianza del Consumidor (ICC) que realiza la Universidad Torcuato Di Tella ascendió 4,1% con respecto a abril. De esta forma, el indicador se elevó 44,4% en términos interanuales aunque gran parte de este resultado se relaciona con la baja base de comparación para el mismo mes de 2014. Por su parte, la totalidad de los subíndices que componen el indicador general exhibieron subas en la comparación mensual. Concretamente, el subíndice de Situación Personal ascendió 4,2% respecto de marzo, mientras que el indicador de Situación Macroeconómica creció 3,9% en igual período y el subíndice de Durables e Inmuebles aumentó 4,1% mensual.

Según la Encuesta de Expectativas de Inflación, también estimada por la Universidad Torcuato Di Tella, en mayo la mediana de los encuestados esperaba una inflación del 28% anual para los próximos doce meses, guarismo que representa un descenso de 2 puntos porcentuales en relación a la medición correspondiente al mes de marzo.

SÍNTESIS DE LA ECONOMÍA ARGENTINA (27/5/2015)

PERSPECTIVAS DE CORTO PLAZO

El “Plan Aguantar” del Gobierno produjo artificialmente una calma cambiaria que oculta los desbalances económicos argentinos que deberá enfrentar el próximo Gobierno. En este contexto, los candidatos prefieren ser algo opacos respecto de sus planes porque cualquier cometario puede ser usado en su contra.

Por ahora esta estrategia alcanza. Sin embargo, a medida que avance el año y se vaya acercando el cuarto trimestre eso puede ir cambiando. Por un lado, los mercados ya descontaron el hecho de que el próximo presidente será más moderado. El riesgo país dejó de bajar hace un mes e incluso tuvo una leve tendencia al alza en abril y mayo. A medida que se acerquen las elecciones, los mercados financieros (cambiario, bursátil y títulos públicos) estarán más atentos a los planes del próximo gobierno.

Un ejemplo de esto es la cuestión cambiaria. En el último mes, los depósitos de plazo fijo del sector privado crecieron 36,3%, esto es 3,6% por encima de la inflación. Este crecimiento en términos reales (descontando la inflación) es el más alto desde noviembre de 2013. La razón de esto es que con la estabilidad cambiaria (contado con liquidación), tanto los plazos fijos como las Lebacs resultan inversiones atractivas medidas en dólares. Sin duda esto cambiará en el cuarto trimestre cuando el sector privado desee dolarizar su cartera.

Al mismo tiempo, las necesidades financieras del Sector Público Nacional y Provincial serán las más grandes del año y lo mismo sucederá con la emisión monetaria y la necesidad de divisas. En este contexto, a fin de año podría haber una aceleración en el ritmo de devaluación o incluso alguna pequeña corrida contra el tipo de cambio paralelo o contra el dólar bolsa, pero creemos que hay una baja probabilidad de que un proceso de esas características desemboque en una crisis cambiaria. En el mes de agosto se realizarán las PASO, y así se dará inicio a un período fuertemente impregnado por las elecciones y los vaivenes de la política argentina. Sin embargo, también en esos días la economía comenzará a sufrir cada vez más la escasez de divisas.

SÍNTESIS DE LA ECONOMÍA ARGENTINA (27/5/2015)

VARIABLE	Unidad de Medida	Último Dato		Variaciones ¹		
		Mes	Nivel	Mensual	Anual	Acumulada
Producción y Empleo						
Indice General de Actividad (IGA OJF)	1993=100	abr 15	174,7	0,3% ²	0,2%	-0,7%
Indice de Producción Industrial (IPI OJF)	1993=100	abr 15	173,8	-0,2% ²	-2,1%	-1,4%
Indice de Inversión Bruta Interna (IBIM OJF)	2005=100	abr 15	153,8	-4,1% ²	1,7%	3,1%
Tasa de Desempleo (Desocupados / PEA)	% PEA	I 15	7,1	-0,6 ¹⁰	0,5 ¹	
Precios						
IPCNu	4T '13=100	abr 15	118,6	1,1%	15,8%	
Estimación de inflación	1999=100	abr 15	1.194	1,9%	31,2%	8,7%
Tipo de Cambio Nominal \$ / US\$ (Libre) ⁴	\$ / US\$	abr 15	8,9	0,9%	10,4%	3,6%
Tipo de Cambio Efectivo Real Trade Weighted *	2000=100	mar 15	103,7	-5,3%	-28,2%	-11,0%
PTE Arg/USA		abr 15	16,0	1,4%	31,6%	6,0%
Situación Fiscal						
Recaudación Tributaria	\$ M	abr 15	112.659	6,9%	21,5%	28,9%
Resultado Primario	\$ M	feb 15	-13.548	-12.091	-7.921	-10.177
Resultado Financiero	\$ M	feb 15	-16.393	-2.930	-8.631	-19.042
Deuda Pública	US\$ M	II 14	199.971		3.829	-3.024
Sector Externo						
Exportaciones de Bienes (FOB)	US\$ M	abr 15	5.231	3,9%	-19,2%	-16,7%
Importaciones de Bienes (CIF)	US\$ M	abr 15	4.979	-0,3%	-12,0%	-14,8%
Saldo Comercial	US\$ M	abr 15	252	210	-567	-555
Moneda y Bancos						
Reservas Internacionales BCRA	US\$ M	Al 15 may	33.866	7,8%	19,4%	-27,0% ³
Base Monetaria ⁵	\$ M	Al 15 may	470.377	1,5%	29,6%	111,0% ³
M2 (promedio mensual)	\$ M	Al 15 may	765.649	2,0%	34,9%	134,5% ³
Depósitos Privados	\$ M	Al 15 may	790.546	3,5%	33,7%	142,7% ³
Préstamos al Sector Privado no Financiero ⁶	\$ M	Al 15 may	639.858	2,4%	23,5%	121,2% ³
Tasa de Interés Adelantos en C.C., \$ (1-7 días)	%	Al 25 may	24,86	24,9	10,3	6,1
Tasa BADLAR Bancos Privados TNA	%	Al 25 may	20,19	20,2	-3,8	-0,2
Bolsa y Finanzas						
Riesgo País (Embi Plus)	Ptos. Básicos	Al 26 may	588	-8	-240	-131
Merval en dólares (ajustado por TC implícito)	Puntos	Al 26 may	920	-8,3%	32,5%	21,5%
Merval en pesos	Puntos	Al 26 may	10.838	-10,1%	40,5%	26,3%
Internacional						
Dólar	\$ / US\$	Al 26 may	8,98	0,8%	11,1%	5,0%
Dólar Implícito	\$ / US\$	Al 26 may	11,79	-2,0%	6,1%	4,0%
Dólar Blue	\$ / US\$	Al 26 may	12,72	0,2%	11,6%	-7,8%
Euro	US\$ / €	Al 26 may	1,08	-3,5%	-20,6%	-10,6%
Real	R\$ / US\$	Al 26 may	3,12	3,6%	39,3%	17,3%
Soja	US\$ / ton	Al 26 may	338,97	-4,7%	-38,2%	-9,5%
Trigo	US\$ / ton	Al 26 may	181,33	5,0%	-21,3%	-16,3%
Maíz	US\$ / ton	Al 26 may	139,76	-1,3%	-23,8%	-10,6%
Petróleo WTI	US\$ / bbl	Al 26 may	58,03	-1,9%	-43,5%	8,9%
Oro	US\$ / oz troy	Al 26 may	1.187,40	1,1%	-4,7%	0,6%
EE.UU. T Bond 10 años	%	Al 26 may	2,14	0,03	-0,34	-0,03
Índices de Confianza						
Confianza del Consumidor (Universidad Di Tella) ⁸	Índice	Mid abr15	52,9	0,5%	44,0%	
Confianza en el Gobierno (Universidad Di Tella)	Índice	Mid mar15	1,86	12,7%	21,6%	

* 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: EL GOBIERNO ALQUILÓ CALMA CAMBIARIA, PERO LO DIFÍCIL VIENE AL FINAL

El “Plan Aguantar” del Gobierno produjo artificialmente una calma cambiaria que oculta los desbalances económicos argentinos que deberá enfrentar el próximo Gobierno. En este contexto, los candidatos prefieren ser algo opacos respecto de sus planes futuros porque cualquier comentario puede ser usado en su contra.

Por ahora esta estrategia alcanza. Sin embargo, a medida que avance el año y se vaya acercando el cuarto trimestre eso puede ir cambiando. Por un lado los mercados ya descontaron el hecho de que el próximo Presidente será más moderado. El riesgo país dejó de bajar hace un mes e incluso tuvo una leve tendencia al alza en abril y mayo. A medida que se acerquen las elecciones, los mercados financieros (cambiario, bursátil y títulos públicos) estarán más atentos a los planes del próximo gobierno.

Un ejemplo de esto, es la cuestión cambiaria. En el último mes, los depósitos de plazo fijo del sector privado crecieron 36,3%, esto es 3,6% por encima de la inflación. Este crecimiento en términos reales (descontando la inflación) es el más alto desde noviembre de 2013. La razón, de esto, es que con la estabilidad cambiaria en el mercado cambiario (contado con liquidación), tanto los plazos fijos como las Lebacs resultan inversiones atractivas medidas en dólares. Sin duda esto cambiará en el cuarto trimestre, cuando el sector privado desee dolarizar su cartera.

Al mismo tiempo, las necesidades financieras del sector público Nacional y Provincial serán las más grandes del año y lo mismo sucederá con la emisión monetaria y la necesidad de divisas. En este contexto, a fin de año podría haber una aceleración en el ritmo de devaluación o incluso alguna pequeña corrida contra el tipo de cambio paralelo o contra el dólar bolsa, pero creemos que hay una baja probabilidad de que un proceso de esas características desemboque en una crisis cambiaria.

CALMA CAMBIARIA PERO SIN CRECIMIENTO

Con las últimas colocaciones de deuda, el gobierno logró financiar sus necesidades de divisas hasta octubre. Pero el último trimestre aún tiende a ser el más riesgoso del año. Con el atraso cambiario existente, las perspectivas devaluatorias se irán fortaleciendo a medida que se acerque el cambio de gobierno, a lo que se sumará un mayor interés por conocer cuáles serán las políticas y qué medidas tomarán los candidatos a partir de 2016 de llegar a ser electos.

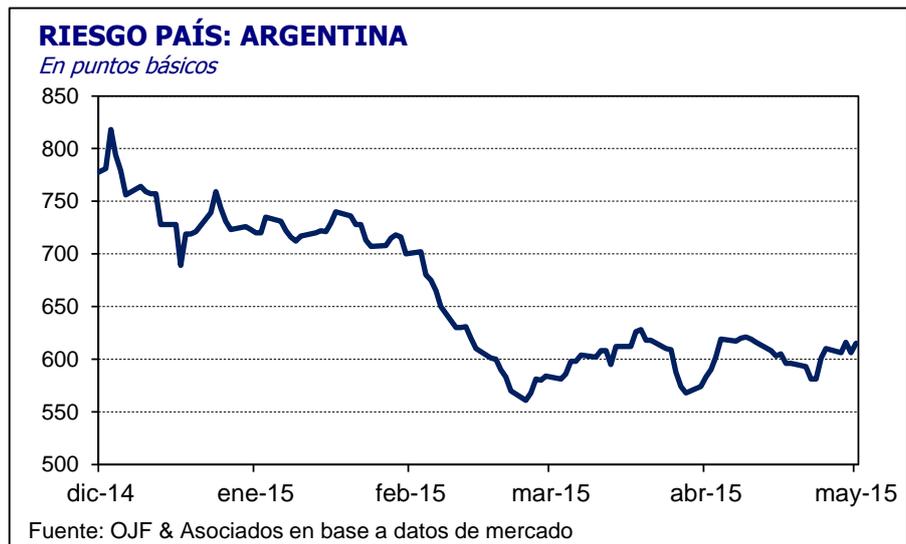
Este proceso puede tener impacto sobre las decisiones financieras de las compañías y de las personas. En primer lugar, las carteras podrían dolarizarse con mayor rapidez en el último trimestre; en segundo lugar, las fuertes necesidades financieras del Estado puede estimular la emisión monetaria y muchas provincias también tendrán que cubrir baches financieros en el último trimestre como Buenos Aires, Santa fe y Mendoza.

Por otra parte, gran parte de la suba en el mercado de capitales, producto de la perspectiva de cambio, ya se dio. A partir de ahora, los mercados querrán conocer un poco más de los planes de los futuros candidatos para continuar subiendo. En efecto, en los últimos dos meses el riesgo país se estabilizó. Luego de alcanzar un mínimo de 560bp el 9 de marzo comenzó a subir suavemente y durante el mes de marzo

SÍNTESIS DE LA ECONOMÍA ARGENTINA (27/5/2015)

se mantuvo en un promedio de 600bp. En otras palabras, el argumento que se venía usando hasta ahora, de que sea quien sea el próximo gobierno, será más moderado que el actual, ya no alcanza para hacer subir más a los mercados.

Aún así, es posible que haya espacio para que nuevas colocaciones de deuda o algún nuevo intento de canjear el Boden 2015 (vencimiento de US\$6.000 millones el 3 de octubre) alivien algo más las necesidades de divisas del año. En este contexto, a fin de año podría haber una aceleración en el ritmo de devaluación o incluso alguna pequeña corrida contra el tipo de cambio paralelo o contra el dólar bolsa, pero creemos que hay una baja probabilidad de que un proceso de esas características desemboque en una crisis cambiaria.

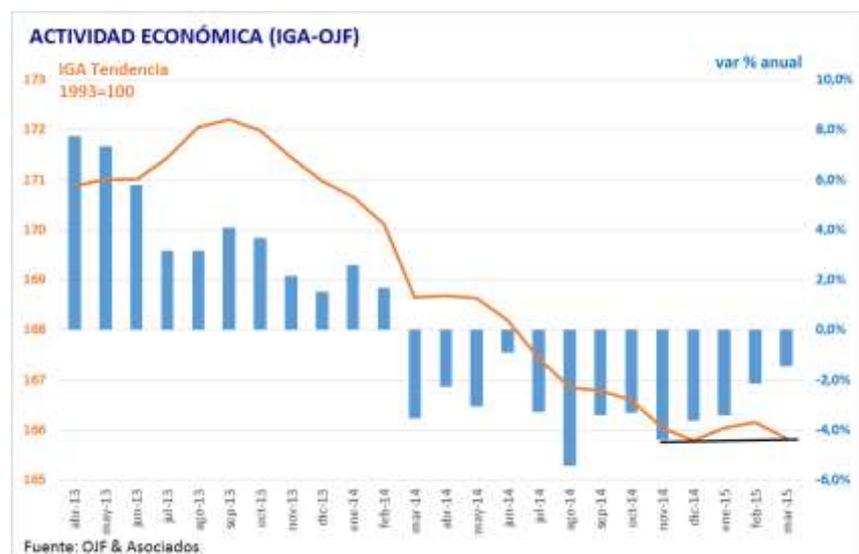


Actividad económica, empleo y salarios

La actividad económica lleva trece meses consecutivos de caída interanual, pero habría encontrado un piso y parece estar fluctuando alrededor de ese nivel. Con respecto al año pasado el PBI cayó 2,3%, presentando mermas en la mayoría de sus componentes.

Para el resto del año, creemos que la tendencia general será la de cierto estancamiento en la actividad económica, con algunas fluctuaciones y con un mayor riesgo de desaceleración hacia al final.

En un contexto en el que existen fuertes restricciones a las importaciones, que dañan el abastecimiento normal de insumos, en el que el tipo de cambio se atrasa e impacta sobre los exportadores y en el que el mercado laboral está débil tanto por el salario como por el crecimiento del empleo, no existen factores que puedan impulsar la actividad económica ni por el lado de la demanda ni de la oferta. Sin embargo, este año, la economía está muy



SÍNTESIS DE LA ECONOMÍA ARGENTINA (27/5/2015)

influenciada por la situación política y las elecciones.

Por ello para poder entender los meses venideros, debe analizarse dentro de este marco. Entre julio y septiembre se espera que el impulso de la obra pública aumente, beneficiando al rubro Construcción, que crecería 1,1% anual en el trimestre. Pese a esto, difícilmente se observe una reactivación en el rubro inmobiliario o la construcción del sector privado, por lo que el mencionado efecto tampoco se traduce en una gran expansión del rubro. Por su parte, el Sector Agropecuario, avanzaría 3,4% respecto al año anterior debido al aumento en el volumen de la cosecha de soja y la faena bovina. La industria manufacturera prolongaría su contracción, alcanzando en 2015 el nivel más bajo del último lustro. Debe mencionarse que, más allá del alivio transitorio que podrá observarse en el segundo trimestre del año, el faltante de divisas será un problema acuciante, especialmente en los últimos tres meses. Es por esto que difícilmente se flexibilicen significativamente los permisos de importación, repercutiendo marginalmente en la industria, el comercio y transporte.

PBI: MAYORES RUBROS

var % anual - sin ajuste estacional

	2013	2014	2015 e				2015 e
			1T	2T	3T	4T	
Bienes	3,0%	-1,2%	0,4%	0,8%	-1,2%	-2,9%	-0,7%
Sector Agropecuario	7,5%	3,4%	3,7%	7,6%	3,4%	-3,2%	4,4%
Industria	2,3%	-3,8%	-1,9%	-2,0%	-3,6%	-4,0%	-2,9%
Construcción	1,8%	-0,1%	1,6%	-0,3%	1,1%	-0,8%	0,3%
Servicios	3,9%	-2,6%	-2,9%	-2,9%	-1,7%	-2,7%	-2,6%
Comercio	3,2%	-4,4%	-2,8%	-3,0%	-1,0%	-2,1%	-2,2%
Intermediación Financiera	13,5%	-4,5%	-12,6%	-14,0%	-12,6%	-12,0%	-12,8%
Actividades inmobiliarias	0,0%	-0,8%	0,7%	-0,6%	0,3%	-2,0%	-0,4%
PBI	3,3%	-2,5%	-2,3%	-0,9%	-1,0%	-2,0%	-1,6%

Fuente: OJF & Asociados en base a estimaciones propias

En el último trimestre del año se espera una caída en la gran mayoría de los sectores de la economía. Aquellos factores de impulso económico propios de un período electoral están presentes de manera reducida (como el consumo público avanzando 1% en el año y la construcción 0,7%), dejando entrever que en los últimos tres meses del año los sectores estarán librados a su suerte actual. Nuevamente, es menester destacar que esto no necesariamente significa una pronunciada caída, pero sí da cuenta que la posibilidad de alejarse del estancamiento no será factible. Los sectores productores de Bienes, que promediarían una merma interanual de -2,9%, caerían debido al contexto de fuerte incertidumbre, posible depreciación del tipo de cambio y las expectativas inflacionarias en crecimiento por éste último efecto. Esto repercutiría, a su vez, en los sectores de Servicios, tales como Actividades Inmobiliarias y de Alquiler, y Comercio al por Menor, que junto con un estancamiento del salario real (0,3%) se traducirían en un ingreso disponible de los hogares que no crecería y, por consiguiente, tampoco lo haría el gasto.

Así, más allá de las fluctuaciones, en 2015 la actividad económica se ubicaría en el nivel más bajo de los últimos 5 años. De este modo, en el corto plazo difícilmente se observe un repunte de la misma, en particular considerando el pobre desempeño (a excepción del gasto público) de gran parte de los sectores.

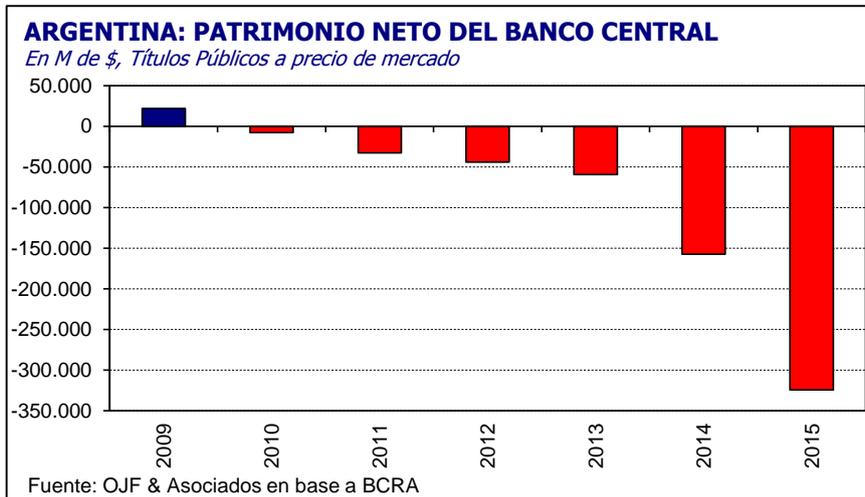
Deterioro fiscal del tesoro y Patrimonial del Banco Central

Entre otras dificultades, la nueva Administración se encontrará con el hecho de que las dos principales herramientas de política económica están deterioradas. Estos dos instrumentos son la política fiscal, administrada por el Ministerio de Economía y la política monetaria, administrada por el Banco Central. Pero por un lado nos encontramos con el mayor déficit fiscal desde la hiperinflación, y por el otro, un

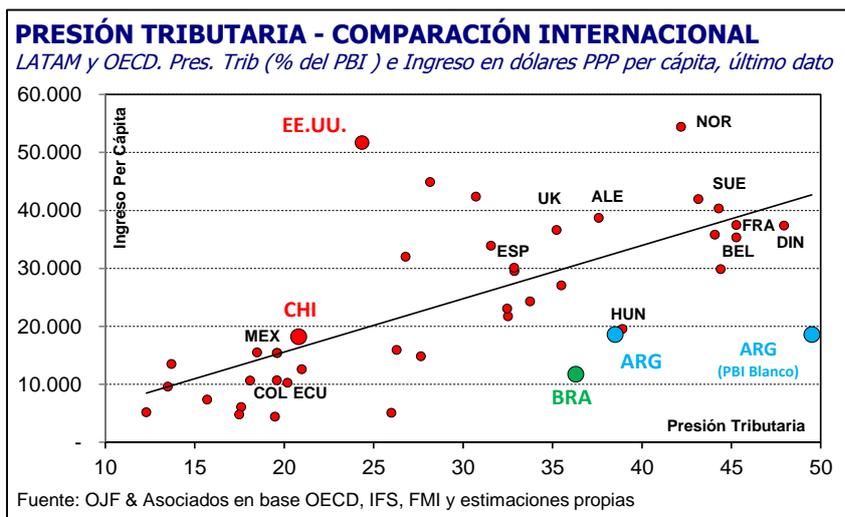
SÍNTESIS DE LA ECONOMÍA ARGENTINA (27/5/2015)

Banco Central que muestra un significativo deterioro patrimonial producto de la continua asistencia al tesoro y de políticas cambiarias y monetarias difíciles de sostener.

Por el lado del Sector Público encontramos que el déficit fiscal este año terminaría por encima del 6% del PBI que será financiado mayormente por el Banco Central y algunos bonos que está colocando el Gobierno. Por otra parte el fuerte uso que se hizo de la entidad monetaria para financiar al Estado Nacional, estaría dejando a esta institución con un Patrimonio Neto negativo cercano a los \$350.000 millones hacia fin de año, una vez que se valúan correctamente los títulos públicos en su cartera.



Históricamente, la solución para reducir el déficit fiscal es la de subir impuestos y bajar el gasto. Sin embargo, debido a la elevada presión tributaria subir impuestos no sería el mejor camino. En promedio, la presión tributaria de Argentina (Nación + Provincias + Municipios) es del orden el 39% del PBI, similar a la que tiene países con ingreso per cápita muy superior al argentino como es el caso de Alemania o Inglaterra. Sin embargo, si sólo se toma el PBI en blanco, la presión tributaria se eleva al 50% que es superior a la de países escandinavos.

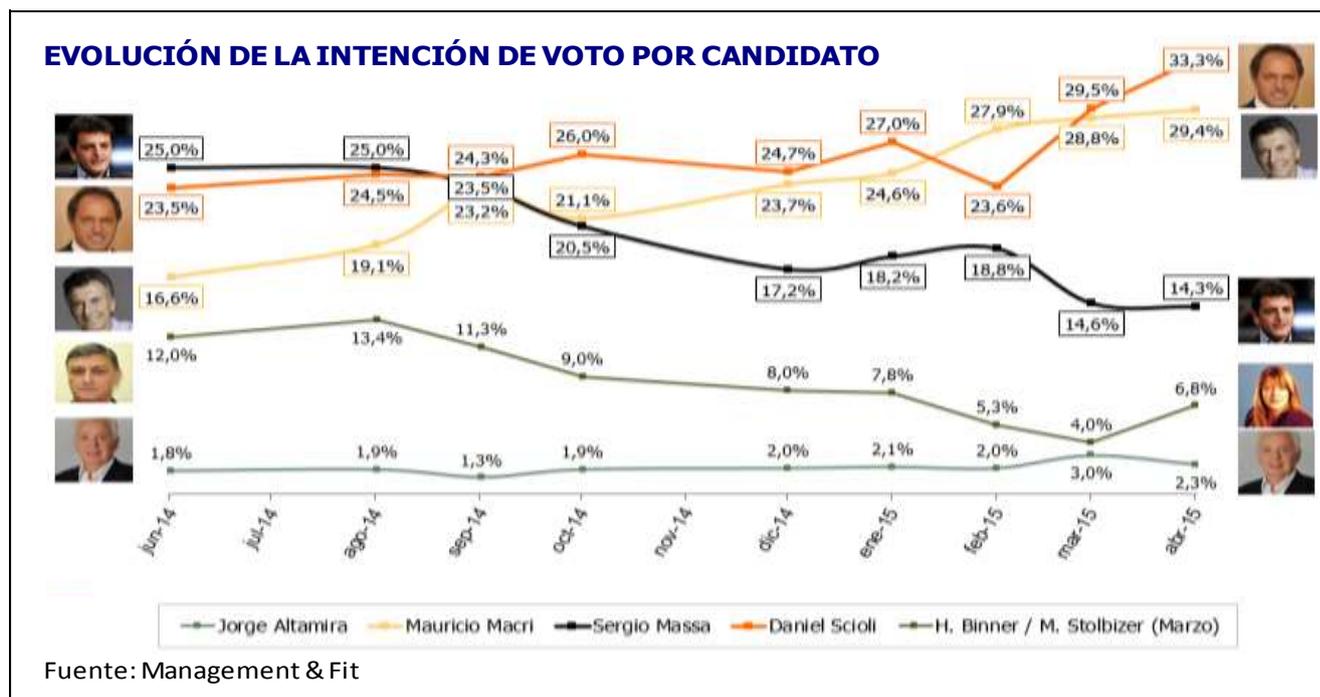


Del lado del gasto nos encontramos con que los subsidios alcanzan el 6% del PBI. A eso se le suma que la cantidad de empleados públicos ya alcanza al 27% de los ocupados totales, cuando históricamente rondaba el 20% y que hoy menos de 2 trabajadores activos por jubilado, cuando el óptimo debería ser de 4 trabajadores por jubilado. Algunos de estos gastos podrán atacarse con mayor rapidez pero otros sólo se podrán reducir paulatinamente.

SÍNTESIS DE LA ECONOMÍA ARGENTINA (27/5/2015)

CONTEXTO POLÍTICO: MAYOR POLARIZACIÓN PERO POCAS IDEAS

Si bien el escenario político está aún con muchos cambios porque se observan allí aún indefiniciones en lo que se refiere a candidaturas a gobernadores, lo que parece estar observándose es una mayor polarización entre Scioli y Macri. No obstante, aún faltan 3 meses para las PASO y algo más de 5 meses para las elecciones y Massa que hoy parecería estar en un tercer lugar puede recuperar terreno.



En el plano de lo que podrían hacer hacia adelante empiezan a aparecer algunas medidas y algunos comentarios pero aún muy vagos y poco específicos. Sin embargo, hemos podido armar una lista de las medidas y las políticas que se están discutiendo:

- **Atraso de tarifas de servicios públicos**
 - Ajuste Gradual:
 - Inflación baja gradualmente
 - Se modifica gradualmente la estructura de la canasta de consumo
 - Ajuste de Shock (menos probable)
 - Shock inflacionario primer año con recesión
 - Baja drástica de la inflación y recuperación veloz
- **Política cambiaria**
 - Gradual: dividiendo el mercado de cambios dentro de los primeros 12 meses
 - Shock: primeros 100 días
- **Giro de utilidades**
 - Apertura hacia adelante
 - Bono por utilidades atrasadas
- **Deuda y Holdouts**
 - Acuerdo con Holdouts al inicio

SÍNTESIS DE LA ECONOMÍA ARGENTINA (27/5/2015)

- Colocaciones de deuda para financiar al Tesoro
- Acuerdo con el FMI
- **Retenciones**
 - Eliminación de retenciones de bajo impacto fiscal
 - Baja Gradual de retenciones de mayor impacto fiscal (soja)

El ajuste gradual de tarifas parece estar defendido por los tres candidatos y por eso, creemos que es lo más probable. Por el lado de la política cambiaria, Macri ha dicho que eliminaría el cepo el primer día y Massa dijo que lo haría dentro de los primeros 100 días. Pero ambos escenarios son relativamente similares. Los equipos de Scioli, por el contrario, parecerían inclinarse por desdoblar el mercado y luego ir haciéndolos converger.

Un problema muy serio para el próximo Gobierno son las utilidades no giradas de las empresas que podría alcanzar hasta los US\$12.000 millones. Si se liberara el giro de utilidades esto podría dañar seriamente cualquier política cambiaria. Por eso una idea que manejan los asesores de Macri y de los otros candidatos es emitir un bono en dólares contra las utilidades pasadas, lo cual permitiría absorber pesos del mercado y evitar una fuga de divisas, al tiempo que se liberan las utilidades futuras.

En materia de deuda y Holdouts, es muy probable que cualquier candidato deba sentarse a negociar en los primeros días, porque dado el déficit fiscal, el deterioro patrimonial del BCRA y los vencimientos de deuda es muy probable que el próximo gobierno requiera de acceso a los mercados y también se discute si no es necesario llegar a un acuerdo con el FMI.

Sobre las retenciones, la opinión más clara es la del PRO que promueve la eliminación de las retenciones de menor impacto fiscal y todas restricciones a las exportaciones. Mientras que se piensa en una reducción gradual de 5 puntos por año para el caso de la soja. Por el lado de Massa, se propone la eliminación de las retenciones para las economías regionales e industria, pero poco se ha dicho del resto.

Naturalmente, muchas de estas ideas se han ido filtrando y difícilmente constituyan un plan. Sin embargo, antes de las elecciones difícilmente se conozca un plan completo. La combinación de un escenario electoral muy competitivo con una situación económica artificialmente calma, pero estructuralmente desbalanceada, obliga a los candidatos a ser poco transparentes respecto de sus planes a futuro, porque cualquier comenario puede ser usado en su contra.

ESCENARIOS Y PROYECCIONES 2015

En este escenario, la falta de divisas será un problema que durante gran parte del año se controlará con restricción de importaciones, el uso de swaps y un proceso de devaluación gradual. Sin embargo, a partir del tercer trimestre, las mayores dificultades para conseguir divisas pueden llevar a mayores restricciones a las importaciones y a una aceleración en el proceso de devaluación. En especial, teniendo en cuenta que la economía brasileña podría terminar el año en recesión.

Bajo estas condiciones, es de esperar que la inflación se vuelva a acelerar levemente durante el segundo semestre, al tiempo que la actividad económica vuelva a desacelerarse hacia fin de año. Por otra parte, creemos que recién en la segunda mitad del año es donde se diferenciarían los escenarios planteados para el 2015. Igualmente, creemos que lo más probable, es que el 2015 termine el año con una leve recesión y una inflación en el orden del 31,4%, sin llegar a un acuerdo con los Holdouts y pudiendo evitar una crisis cambiaria, gracias a la restricción de importaciones el uso del swap con el PBoC y con el uso de reservas, si es necesario.

SÍNTESIS DE LA ECONOMÍA ARGENTINA (27/5/2015)

Escenarios 2015

Escenario de política actual + acuerdo con Holdouts (5%): Este escenario era el que esperábamos durante el año pasado, pero el swap con China que obtuvo el BCRA, le dio aire al Gobierno para evitar un acuerdo con los acreedores. Los principales supuestos son:

- Precio de la soja entre US\$360 y US\$ 400 x tn
- Economía de Brasil estancada o levemente negativa
- FED sube tasas lentamente a menos de 1%
- Se acuerda con Holdouts un pago con bonos
- Se realizan los pagos frenados por Griesa
- Se liberan importaciones
- Colocación de deuda en el mercado internacional

Escenario de política actual sin acuerdo con Holdouts (75%): Este es el escenario que vemos más probable hoy y comparte los supuestos internacionales del escenario anterior, pero difiere en lo que se refiere a lo local por la falta de divisas. Las diferencias son las siguientes:

- Se utilizan los Swaps con China para ampliar reservas internacionales
- No se pagan los bonos frenados por Griesa
- Se refuerzan las trabas a las importaciones
- Otras medidas alternativas para obtener divisas

Escenario de Crisis cambiaria (20%): Este escenario supone que si no hay acuerdo con los holdouts un deterioro de las condiciones internacionales sumado a shocks de (des)confianza locales podrían llevar a una crisis cambiaria hacia fin de año. Los principales supuestos son:

- Sin arreglo con Holdouts
- Nueva caída del precio de la soja a US\$300 por tonelada
- Recesión más fuerte de lo esperado en Brasil
- FED sube la tasa de interés más de lo esperado (1,5%)

SÍNTESIS DE LA ECONOMÍA ARGENTINA (27/5/2015)
Resumen de proyecciones – principales indicadores
PROYECCIONES MACROECONÓMICAS 2015

	Unidad	2014	Escenarios para 2015		
			Arreglo con Holdouts	Sin arreglo con Holdouts	Crisis Cambiaria
Probabilidad			5%	75%	20%
Actividad Económica					
IGA-OJF	var % anual	-2,5%	-0,6%	-1,6%	-3,3%
Precios y Tipo de Cambio					
Inflación Minorista (dic/dic)	var % anual	39,4%	33,2%	28,9%	46,0%
Salario nominal (dic/dic)	var % anual	33,4%	33,8%	29,5%	34,8%
Salario Real (dic.)	var. % anual	-4,3%	0,4%	0,6%	-7,7%
Tipo de Cambio (dic)	\$/US\$ oficial	8,55	9,8	10,5	13,90
Sector Público					
<i>Sin utilidades del BCRA</i>					
Resultado Primario (SPNF)	mill. AR\$	-118.402	-217.484	-234.074	-248.299
	% del PIB	-3,0%	-4,1%	-4,5%	-4,8%
Resultado Fiscal (SPNF)	mill. AR\$	-189.560	-307.272	-320.951	-329.758
	% del PIB	-4,7%	-5,8%	-6,2%	-6,4%
Sector Externo					
Balance Comercial	mill. US\$	6.686	565	2.246	2.363
	% del PIB	1,4%	0,1%	0,4%	0,2%
Stock de Reservas (dic)	mill. US\$	31.443	24.416	25.399	15.354
Stock de Reservas sin Swaps	mill. US\$	29.129	21.863	19.285	4.354

Fuente: OJF & Asociados

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 (27/5/2015)

SPONSORS DE PROYECTOS DE LA FUNDACION

**PETROBRAS**BANCO COMAFI 

SÍNTESIS DE LA ECONOMÍA ARGENTINA (27/5/2015)

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 (27/5/2015)

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 (27/5/2015)

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

SÍNTESIS DE LA ECONOMÍA ARGENTINA (27/5/2015)

NyS Nº 261

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina, Octubre 2014

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

"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