

4484-F-3-285
nys Nº 117

SINTESIS DE LA ECONOMIA ARGENTINA PENSAR EL LARGO PLAZO, UNA TAREA PENDIENTE

NEWSLETTER DEL MES DE OCTUBRE

Octubre 26, 2015

CONTENIDO

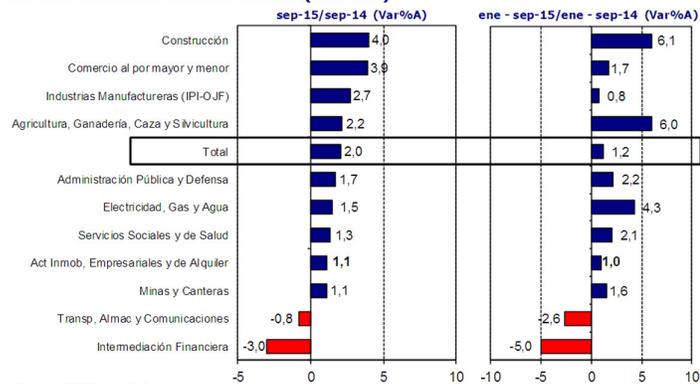
SITUACIÓN ECONÓMICA.....	2
<i>Producción y Consumo.....</i>	<i>2</i>
<i>Inflación.....</i>	<i>¡Error! Marcador no definido.</i>
<i>Situación Fiscal.....</i>	<i>¡Error! Marcador no definido.</i>
<i>M&A e inversiones más importantes.....</i>	<i>¡Error! Marcador no definido.</i>
<i>Sector Externo</i>	<i>¡Error! Marcador no definido.</i>
<i>Bolsa y Finanzas.....</i>	<i>¡Error! Marcador no definido.</i>
<i>Moneda.....</i>	<i>¡Error! Marcador no definido.</i>
<i>Confianza de los agentes económicos</i>	<i>¡Error! Marcador no definido.</i>
<i>Perspectivas de corto plazo.....</i>	<i>¡Error! Marcador no definido.</i>
ANÁLISIS ESPECIAL DEL MES	7
<i>SINTESIS: Que lo urgente no le gane a lo importante en materia económica</i>	<i>7</i>
<i>INTERNACIONAL: El foco en los países emergentes</i>	<i>7</i>
<i>ARGENTINA: Pensar en el largo plazo, una tarea pendiente</i>	<i>9</i>
<i>SÍNTESIS DE PROYECCIONES.....</i>	<i>12</i>
SPONSORS DE PROYECTOS DE LA FUNDACION	15
CATÁLOGO DE PUBLICACIONES DE LA FUNDACIÓN NORTE Y SUR	16
“BASES PARA EL LARGO PLAZO”: Orden de suscripción.....	20

SITUACIÓN ECONÓMICA
PRODUCCIÓN Y CONSUMO

De acuerdo al IGA-OJF, en septiembre la actividad económica subió 2% interanual, acumulando así un avance de 1,2% interanual. Sin embargo, en la medición desestacionalizada la suba no se sostiene, reflejando una baja de 0,3% respecto al mes pasado.

De esta manera, tal y como viene sucediendo desde marzo 2015, las subas registradas en la actividad responden a la baja base de comparación por el mal resultado de 2014, y no a una recuperación genuina de la actividad.

En el análisis sectorial, quienes están impulsando la actividad son los sectores productores de bienes, que mostraron un crecimiento del 2,8% interanual, liderado por la construcción, con una suba de 4% interanual. Por el lado de los productores de servicios, el único que mostró buen desempeño es el sector del comercio, con un alza del 3,9% i.a.

ÍNDICE GENERAL DE ACTIVIDAD (IGA-OJF)


El sector que no logra recuperarse es el financiero, que acumula un descenso de 5% anual y resultó una vez más el sector de peor desempeño de la economía. Así, no se prevé para lo que resta del año una recuperación de la actividad, sino que por el contrario estimamos que el desempeño de la misma en los próximos meses será negativo.

INFLACIÓN

En base a nuestras estimaciones, los precios minoristas registraron en septiembre una suba mensual de 1,9% y de 27,7% en términos interanuales. Así, se evidencia el menor guarismo anual desde noviembre del 2013, aunque se espera un repunte de la inflación en los últimos meses del año.

En particular, el rubro Equipamiento y Funcionamiento del hogar mostró un aumento de 8,9% debido principalmente al incremento salarial del personal doméstico (28%), el cual será realizado en dos tramos (21% en septiembre y 7% a partir de diciembre). Asimismo, el rubro Esparcimiento aumentó 3,8% debido a la suba en turismo (2%) y otros servicios de esparcimiento (2,5%). Por su parte, el segmento Bienes varios subió 2,8% por el incremento en los cigarrillos (8%). Además, es relevante destacar la leve suba del rubro Alimentos y

ESTIMACIÓN INFLACIÓN DE SEPTIEMBRE

Var. % mensual e incidencia

	Estimador Inflación	
	Var % mensual	Incidencia
Equip. y Funcionamiento del Hogar	8,9%	0,69
Esparcimiento	3,8%	0,33
Bienes Varios	2,8%	0,13
Indumentaria	2,7%	0,13
Vivienda	1,5%	0,16
Educación	0,9%	0,04
Alimentos y bebidas	0,8%	0,30
Transporte y comunicaciones	0,3%	0,05
Salud	0,1%	0,01
Estimación inflación SEPTIEMBRE	1,9%	1,9
INFLACIÓN ANUAL	27,7%	

Fuente: OJF & Asociados

SÍNTESIS DE LA ECONOMÍA ARGENTINA (26/10/2015)

Bebidas (0,8%) debido a incrementos más moderados en los principales productos luego del importante aumento del mes anterior (2,7%).

En este escenario observamos que la tasa de inflación mensual se acelerará en los próximos meses superando el 2%, debido a una depreciación más rápida del tipo de cambio. Por lo tanto, si bien podría desacelerarse levemente la tasa de inflación anual en octubre, esperamos para fin de año un leve repunte en la variación de precios que la ubicaría en torno al 29% anual.

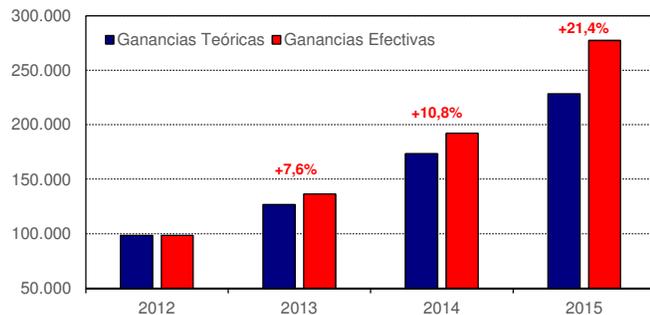
SITUACIÓN FISCAL

En septiembre, la recaudación tributaria creció 31,1% interanual al totalizar \$ 129.442 M, incrementándose de esta manera 32,1% en el acumulado de 2015 si se lo compara con igual período del año pasado.

En términos reales (esto es, descontando el efecto del aumento de precios), la variable en cuestión evidencia una suba de 1,1%, que se explica porque la merma de los ingresos por retenciones ante la falta de depreciación del tipo de cambio oficial fue compensada por las fuertes subas vía seguridad social e impuesto a las ganancias. Este último mencionado evidencia una suba acumulada de 44,2% anual en lo que va del año, siendo este resultado informativo sobre una distorsión muy relevante en la implementación del gravamen.

ARGENTINA: RECAUDACIÓN POR IMPUESTO A LAS GANANCIAS

En \$ M - Datos acumulados a septiembre de cada año



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

Para dar cuenta de esta última noción, puede calcularse cuanto hubiesen sido los ingresos del impuesto si el propio hubiese evolucionado en línea con la tasa de inflación y el crecimiento de la economía para aproximar una recaudación teórica que simule los ingresos que se hubieran efectivizado si las alícuotas se hubiesen actualizado. Como puede observarse en el gráfico adjunto, el dinero ingresado a las arcas del Estado durante el año en curso ha sido 21,4% superior de la referencia teórica (lo que representa casi \$ 50.000 M para el fisco), siendo esto evidencia clara de que la recaudación se sostiene al costo de generar un notable incremento en la presión impositiva de los asalariados.

M&A E INVERSIONES MÁS IMPORTANTES

La cervecera Belgo-Brasileña Anheuser-Busch InBev adquirió la británica SAB Miller por US\$ 104.000 M.

La compañía brasileña BRF, segunda en ingresos de Brasil y décima productora de alimentos del mundo, inició el proceso de adquisición de marcas de Molinos Río de la Plata, como Vieníssima, GoodMark y Delicia.

YPF capturó \$ 2.000 M mediante la emisión de ONs incluidas en el inciso k, que obliga a Fondos Comunes de Inversión y aseguradoras a invertir en activos de compañías productivas.

SECTOR EXTERNO

En el mes de septiembre, el balance comercial arrojó un superávit de US\$ 65 M, acumulando un resultado positivo de US\$ 1.551 M. Este último guarismo es 72,4% menor respecto del mismo período del 2014 y el

SÍNTESIS DE LA ECONOMÍA ARGENTINA (26/10/2015)

más bajo desde el año 2000. De esta forma, de continuar esta tendencia esperamos que el saldo comercial positivo tienda a desaparecer en los próximos meses, ya que incluso estimamos déficit para noviembre y diciembre, agravando la escasez de divisas en la economía.

En particular, en septiembre las exportaciones cayeron 6,7% interanual, mientras que las importaciones aumentaron 0,9%, generando que el saldo comercial disminuya fuertemente. Por el lado de las ventas al exterior, la contracción estuvo impulsada por los menores volúmenes exportados de las M.O.I. (-25%). Por el lado de las importaciones, aumentaron las compras en cantidades de todos los rubros, destacándose los bienes de capital (+20%), los bienes de consumo (+18) y las piezas y accesorios (+9%). En consecuencia, las exportaciones acumulan en el año una baja de 15,8% anual, mientras que las importaciones se contraen 9,6% anual.

ARGENTINA: TIPO DE CAMBIO IMPLÍCITO Y BLUE

En \$/US\$



De este modo, las perspectivas para lo que resta del año son preocupantes ya que el contexto internacional y local no incentiva a mejoras de las exportaciones, mientras se intenta contener a las importaciones. De esta forma, es de esperar que la tendencia de caída del saldo comercial se acentúe en el corto plazo, alcanzando un superávit de US\$ 1.243 M para fin de año.

BOLSA Y FINANZAS

La cotización del tipo de cambio blue es un termómetro de la economía. Si bien, en los últimos días ha superado los \$/US\$ 16 ante la incertidumbre generada por el escenario electoral, hay que destacar los factores fundamentales que están detrás. En particular, la gran cantidad de pesos que hay en la economía y la débil posición de divisas que afronta el BCRA. Esta situación es la que le otorga un piso al valor del dólar informal, por lo que tiene más probabilidades de subir en las próximas semanas que de bajar. No obstante, los resultados del domingo y especialmente los discursos de los candidatos, pueden afectar las decisiones de los agentes económicos para que esta dinámica se acelere o se calme.

En este contexto, la dinámica de pérdida de reservas diarias en torno a los US\$ 100 M evita una devaluación en el corto plazo, pero atenta contra el plan de gradualismo propuesto por los posibles presidentes ya que reduce el poder de acción del BCRA para defender el valor del peso. Por lo tanto, en principio, la depreciación del tipo de cambio deberá acelerarse y dependiendo de la dinámica de los próximos meses se analizará si con eso alcanzará o se deberá corregir de forma discreta como en enero del 2014.

MONEDA

En los primeros nueve días de octubre, la base monetaria ascendió \$ 15.632,3 M hasta alcanzar los \$ 545.766,6 M. De esta manera, este agregado monetario alcanzó un incremento de 34,6% en términos interanuales.

Entre los principales factores explicativos de esta suba, el BCRA emitió \$ 7.923,5 M para asistir al Tesoro Nacional, guarismo que representa una contracción de 33,6% en comparación con igual período de 2014.

SÍNTESIS DE LA ECONOMÍA ARGENTINA (26/10/2015)

Esta evolución responde en gran parte a que el fisco ha decidido financiarse en mayor medida mediante la colocación de bonos en el mercado local para reducir las presiones cambiarias. Esto se debe a que si el BCRA emite dinero para financiar al Tesoro la base monetaria aumenta, mientras que si el gobierno coloca deuda en el mercado local no solo evita que crezca la cantidad de dinero, sino que además retira liquidez al sector privado.

En otros movimientos, la autoridad monetaria inyectó \$ 19.848,4 M en el mercado mediante sus distintos instrumentos de esterilización mientras que las fuertes ventas de divisas en el mercado cambiario tuvieron como contrapartida un retiro de liquidez por \$ 12.139,6 M. De cara a lo que resta del año, las tensiones cambiarias irán en ascenso producto de que las mayores necesidades de financiamiento del fisco se concentran en los últimos dos meses del año, hecho que lleva a que estos sean los meses en los cuales más aumenta la liquidez en la plaza local.

CONFIANZA DE LOS AGENTES ECONÓMICOS

El Índice de Confianza en el Gobierno que elabora la Universidad Torcuato Di Tella reflejó para septiembre un valor de 1,78 en una escala que va de 0 a 5, lo que representa una caída 7% en comparación con el mes pasado. En la comparación interanual el índice aumentó un 4%.

Por su parte, el Índice de Confianza del Consumidor, elaborado por la misma universidad, cayó en septiembre 3,8% con respecto a agosto 2015, mientras que en la medición interanual subió 31,6%. Esta es la primera caída del índice desde noviembre de 2014.

PERSPECTIVAS DE CORTO PLAZO

Si bien es cierto que la conducción actual dejará una pesada herencia al gobierno entrante dada la multiplicidad de desequilibrios macroeconómicos que heredará, sus deberes no solo tendrán que limitarse a recuperar la competitividad cambiaria o sanear las cuentas públicas. Pese a que estas cuestiones son centrales para explicar el estancamiento actual de la economía y los demás problemas de la coyuntura, consolidar un proceso de crecimiento económico sustentable demandará que se trabaje profundamente sobre la dimensión institucional del fenómeno.

Esto último mencionado no es un asunto trivial, dado que el capital intangible (entendido este como la suma de capital humano, el intelectual y el social) es el aspecto central de la riqueza de las naciones puesto que el mismo genera efectos de retroalimentación que hacen que sea posible aprovechar el capital productivo y natural a disposición de manera eficiente. Actualmente, nuestro país se halla muy rezagado en el sentido más amplio de la competitividad y trabajar sobre sus fundamentos será central para conseguir volúmenes de inversión acordes.

En efecto, si bien la inversión medida en dólares ha crecido 55% desde 1998, la inversión reproductiva de iniciativa privada se ha contraído notablemente, por lo que recuperar su vigor será central para incrementar el PBI potencial, aumentar la productividad y, por extensión, los salarios.

Es importante notar que los incrementos en los salarios reales que se observaron en los últimos años dejan entrever una preferencia por compensar el desempeño laboral más allá del crecimiento del PBI por trabajador, siendo este un comportamiento funcional a una economía de demanda.

SÍNTESIS DE LA ECONOMÍA ARGENTINA (26/10/2015)

VARIABLE	Unidad de Medida	Último Dato		Variaciones ¹		
		Mes	Nivel	Mensual	Anual	Acumulada
Producción y Empleo						
Índice General de Actividad (IGA OJF)	1993=100	sep 15	174,2	-0,3% ²	2,0%	1,2%
Índice de Producción Industrial (IPI OJF)	1993=100	sep 15	179,6	-0,2% ²	2,7%	0,8%
Índice de Inversión Bruta Interna (IBIM OJF)	2005=100	sep 15	161,1	2,5% ²	4,5%	4,8%
Tasa de Desempleo (Desocupados / PEA)	% PEA	II 15	6,6	-0,5 ¹⁰	-0,9 ¹	
Precios						
IPCNu	4T '13=100	sep 15	125,5	1,2%	14,4%	
Estimación de inflación	1999=100	sep 15	1.324	1,9%	27,7%	20,5%
Tipo de Cambio Nominal \$ / US\$ (Libre) ⁴	\$ / US\$	sep 15	9,4	1,3%	11,5%	9,5%
Tipo de Cambio Efectivo Real Trade Weighted * PTE Arg/USA	2000=100	sep 15	92,6	-3,6%	-29,5%	-20,6%
		abr 15	16,0	1,1%	31,3%	5,8%
Situación Fiscal						
Recaudación Tributaria	\$ M	sep 15	129.442	-2,3%	31,1%	32,1%
Resultado Primario	\$ M	jul 15	792		829	24
Resultado Financiero	\$ M	jul 15	-1.036		18.945	141
Deuda Pública	US\$ M	IV 14	223.186			20.193
Sector Externo						
Exportaciones de Bienes (FOB)	US\$ M	sep 15	5.611	1,2%	-6,1%	-15,8%
Importaciones de Bienes (CIF)	US\$ M	sep 15	5.547	0,9%	5,0%	-9,2%
Saldo Comercial	US\$ M	sep 15	64		14	-627
Moneda y Bancos						
Reservas Internacionales BCRA	US\$ M	Al 9 oct	27.758	-17,1%	0,1%	-40,1% ³
Base Monetaria ⁵	\$ M	Al 9 oct	545.767	0,6%	33,9%	144,8% ³
M2 (promedio mensual)	\$ M	Al 9 oct	891.238	1,9%	34,6%	173,0% ³
Depósitos Privados	\$ M	Al 9 oct	911.997	4,2%	38,3%	179,9% ³
Préstamos al Sector Privado no Financiero ⁶	\$ M	Al 9 oct	737.068	4,0%	31,6%	154,8% ³
Tasa de Interés Adelantos en C.C., \$ (1-7 días)	%	Al 22 oct	31,44		31,4	12,7
Tasa BADLAR Bancos Privados TNA	%	Al 22 oct	20,44		20,4	0,2
Bolsa y Finanzas						
Riesgo País (Embi Plus)	Ptos. Básicos	Al 22 oct	553	-36	-155	-166
Merval en dólares (ajustado por TC implícito)	Puntos	Al 22 oct	787	14,2%	-6,7%	4,0%
Merval en pesos	Puntos	Al 22 oct	11.132	13,4%	1,0%	29,8%
Internacional						
Dólar	\$ / US\$	Al 23 oct	9,52	1,1%	12,0%	11,3%
Dólar Implícito	\$ / US\$	Al 23 oct	14,14	-0,7%	8,3%	24,8%
Dólar Blue	\$ / US\$	Al 23 oct	16,05	0,4%	12,9%	16,3%
Euro	US\$ / €	Al 20 oct	1,13	1,5%	-9,5%	-6,3%
Real	R\$ / US\$	Al 20 oct	3,91	-1,7%	57,8%	46,7%
Soja	US\$ / ton	Al 23 oct	332,63	1,5%	-13,5%	-11,2%
Trigo	US\$ / ton	Al 23 oct	181,79	-3,5%	-7,1%	-16,1%
Maíz	US\$ / ton	Al 23 oct	149,90	-1,8%	1,1%	-4,1%
Petróleo WT1	US\$ / bbl	Al 23 oct	47,26	4,8%	-41,3%	-11,3%
Oro	US\$ / oz troy	Al 23 oct	1.182,80	6,0%	1,0%	0,2%
EE.UU. T Bond 10 años	%	Al 23 oct	2,03	0,0%	-0,30	-0,14
Índices de Confianza						
Confianza del Consumidor (Universidad Di Tella) ⁸	Índice	Mid sep15	54,6	-3,8%	31,6%	
Confianza en el Gobierno (Universidad Di Tella)	Índice	Mid sep15	1,78	-7,3%	4,1%	

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

1: Las variaciones que no son porcentuales son absolutas

2: Variación desestacionalizada

3: Variación versus diciembre 2011

4: Minorista casas de cambio (venta)

5: Circulación monetaria + encajes en \$

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

7: Excluye Transferencias a las Provincias

8: Relevamiento Total País

9: Variación respecto al trimestre anterior en puntos básicos

10: Medido en puntos porcentuales

CENTRO DE ESTUDIOS ECONOMICOS - Orlando J Ferreres & Asociados

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

ANÁLISIS ESPECIAL DEL MES**SINTESIS: QUE LO URGENTE NO LE GANE A LO IMPORTANTE EN MATERIA ECONÓMICA**

Si bien es cierto que la conducción actual dejará una pesada herencia al gobierno entrante dada la multiplicidad de desequilibrios macroeconómicos que heredará, sus deberes no solo tendrán que limitarse a recuperar la competitividad cambiaria o sanear las cuentas públicas. Pese a que estas cuestiones son centrales para explicar el estancamiento actual de la economía y los demás problemas de la coyuntura, consolidar un proceso de crecimiento económico sustentable demandará que se trabajen profundamente sobre la dimensión institucional del fenómeno.

Esto último mencionado no es un asunto trivial, dado que el capital intangible (entendido este como la suma de capital humano, el intelectual y el social) es el aspecto central de la riqueza de las naciones puesto que el mismo genera efectos de retroalimentación que hacen que sea posible aprovechar el capital productivo y natural a disposición de manera eficiente. Actualmente, nuestro país se halla muy rezagado en el sentido más amplio de la competitividad y trabajar sobre sus fundamentos será central para conseguir volúmenes de inversión acordes.

En efecto, si bien la inversión medida en dólares ha crecido 55% desde 1998, la inversión reproductiva de iniciativa privada se ha contraído notablemente, por lo que recuperar su vigor será central para incrementar el PBI potencial, aumentar la productividad y, por extensión, los salarios.

Es importante notar que los incrementos en los salarios reales que se observaron en los últimos años dejan entrever una preferencia por compensar el desempeño laboral más allá del crecimiento del PBI por trabajador, siendo este un comportamiento funcional a una economía de demanda.

INTERNACIONAL: EL FOCO EN LOS PAÍSES EMERGENTES

En el plano internacional, el foco de atención está puesto en los países emergentes, quienes en algún sentido vuelven a ser “los sospechosos de siempre”. Por su parte, si bien en el mundo desarrollado las proyecciones de crecimiento se han corregido levemente a la baja, los factores subyacentes que sustentan su expansión continúan siendo operativos.

En efecto, la caída del precio de la energía ofrece un “efecto ingreso” a los consumidores de estos países que favorece la expansión del consumo, mientras que las políticas monetarias acomodaticias del Banco de Japón y el Banco Central Europeo ayudan a fomentar el crecimiento de corto plazo. Aunque todavía hay riesgos vinculados a presiones deflacionarias, la consolidación fiscal de la Eurozona y la depreciación de la moneda están contribuyendo a potenciar el crecimiento en la unión monetaria, mientras que en Japón, los factores determinantes son el aumento de la remuneración real y el alza del precio de las acciones. En Estados Unidos, si bien el fortalecimiento del dólar opera como atenuante y el mercado laboral presenta algunas debilidades, los menores precios de la energía, la mejora de las hojas de balance y la recuperación del mercado inmobiliario se muestran como los pilares centrales del crecimiento.

Centrándonos en los números, en su informe de Perspectivas Económicas Globales (WEO) correspondiente al mes de octubre, el FMI revisó a la baja las proyecciones de crecimiento mundiales para 2015 y 2016 (-0,2 p.p. al 3,1% y 3,6% respectivamente). Pese a que este recorte ha sido marginal, resulta relevante que el mayor pesimismo se hizo extensivo a la totalidad de las regiones.

SÍNTESIS DE LA ECONOMÍA ARGENTINA (26/10/2015)
PROYECCIONES DE CRECIMIENTO MUNDIAL
Variación % anual del PBI real - Octubre 2015

	2015p	2016p	Var vs WEO Julio	
			2015	2016
Mundo	3,1	3,6	-0,2	-0,2
Economías Desarrolladas	2,0	2,2	-0,1	-0,2
<i>Estados Unidos</i>	<i>2,6</i>	<i>2,8</i>	<i>0,1</i>	<i>-0,2</i>
<i>Eurozona</i>	<i>1,5</i>	<i>1,6</i>	<i>0,0</i>	<i>-0,1</i>
<i>Japón</i>	<i>0,6</i>	<i>1,0</i>	<i>-0,2</i>	<i>-0,2</i>
<i>Reino Unido</i>	<i>2,5</i>	<i>2,2</i>	<i>0,1</i>	<i>0,0</i>
Economías Emergentes	4,0	4,5	-0,2	-0,2
Emergentes en Asia	6,5	6,4	-0,1	0,0
<i>China</i>	<i>6,8</i>	<i>6,3</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>
<i>India</i>	<i>7,3</i>	<i>7,5</i>	<i>-0,2</i>	<i>0,0</i>
América Latina	-0,3	0,8	-0,8	-0,9
Argentina (IGA-OJF)	0,4	-0,7	-	-
<i>Brasil</i>	<i>-3,0</i>	<i>-1,0</i>	<i>-1,5</i>	<i>-1,7</i>
<i>México</i>	<i>2,3</i>	<i>2,8</i>	<i>-0,1</i>	<i>-0,2</i>
Medio Oriente y África del Norte	2,3	3,8	-0,1	0,1
África Subsahariana	3,8	4,3	-0,6	-0,8

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

Vale remarcar que la institución sustenta sus correcciones tanto en factores de carácter general como en las particularidades del espectro de países. Respecto a los primeros, se destaca el escaso aumento de la productividad observada y la mayor volatilidad en los mercados financieros, siendo estos factores los que justifican principalmente el leve empeoramiento en las previsiones para los países desarrollados, quienes crecerían 2% en el año en curso.

Por el lado emergente, los propios manifestarán una menor tasa de crecimiento por quinto año consecutivo, expandiéndose 4% durante 2015. Si bien este grupo también está sujeto a una modesta evolución de la productividad, los resultados están influenciados sensiblemente por la desaceleración mayor a lo esperada de los exportadores de materias

primas y el menor flujo de capitales que recibieron durante los primeros tres trimestres. Asimismo, el peor desempeño del grupo está fuertemente condicionado por los resultados particulares de algunos países, siendo los exponentes más relevantes China y Brasil. Este último sufrió una corrección en sus previsiones de 1,5 p.p. para 2015 y 1,7 p.p. para 2016, en un escenario de bruscos ajustes macro y cuenta corriente deficitaria, mientras que la proyección de China para el corriente año significa el crecimiento más bajo de los últimos 24 años, consolidando la tendencia a la desaceleración.

Adicionalmente, según el Institute of International Finance (IIF), los mercados emergentes sufrirán, además, los embates de los movimientos de los flujos especulativos. Este año se espera que año la salida de capitales de los países emergentes superare al flujo de ingresos, generando un saldo negativo por primera vez desde 1988.

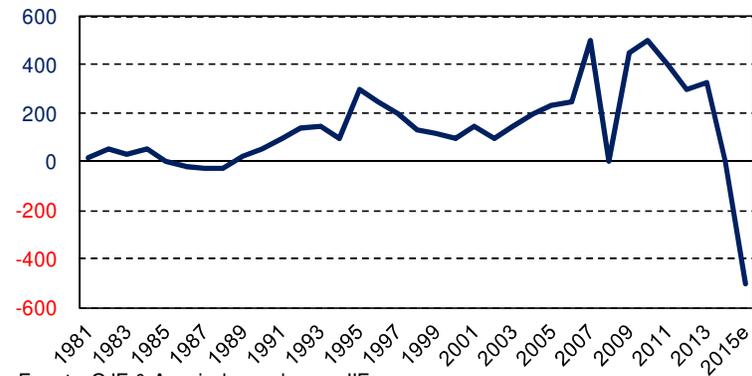
De acuerdo al informe, durante 2015 el flujo hacia los mercados emergentes sería de US\$ 548.000 M, disminuyendo casi 50% respecto al 2014. Por su parte, la salida de capitales se ubicaría en US\$ 1.089.000 M produciendo un flujo neto negativo de US\$ 541.000 M. En efecto, esta situación afectará significativamente a estos países ya que las inversiones disminuirán y el valor de sus monedas se verá presionado. Si bien las condiciones de cada país son diferentes debido a las conducciones de la política económica de las últimas décadas, la mayoría de los mismos deberán afrontar este escenario depreciando sus monedas y vendiendo parte de sus reservas internacionales acumuladas para suavizar el efecto en sus economías, hecho que ha sucedido en los últimos meses.

SÍNTESIS DE LA ECONOMÍA ARGENTINA (26/10/2015)

En este contexto, el panorama para los países emergentes es complejo en el mediano plazo, ya que la IIF espera que la salida de capitales continúe durante el 2016 (estima un flujo negativo de US\$ 300.000 M) junto con la suba de tasas de interés en EE.UU. Por lo tanto, los países que tengan su macroeconomía más ordenada tendrán mayor margen de acción ante esta dinámica compleja.

EMERGENTES: FLUJO NETO DE CAPITALES

En miles de MUS\$



Fuente: OJF & Asociados en base a IIF

En este sentido es importante

entender el escenario adverso que Argentina enfrenta en términos de crecimiento, fuga de divisas, y precios internacionales.

ARGENTINA: PENSAR EN EL LARGO PLAZO, UNA TAREA PENDIENTE

En general, las discusiones en torno al desempeño económico de Argentina suelen concentrarse en evaluaciones sobre la política macroeconómica y sus impactos en el crecimiento económico. Sin embargo, muchas veces se dejan de lado los aspectos centrales para estudiar el crecimiento económico de largo plazo, los cuales están vinculados a variables relativas a la dimensión institucional, en las que nuestro país no se halla bien posicionado. Indefectiblemente, estos asuntos tendrán que formar parte de la agenda de los próximos mandatarios, dado que el éxito de sus gestiones en materia económica no solo se limita a que resuelvan los problemas cambiarios o fiscales.

La importancia del capital intangible

Para dar cuenta de la importancia de esto último, puede destacarse la relevancia del capital intangible en la riqueza de las naciones. Este último se refiere particularmente al capital humano (medido como gasto en educación, salud, vivienda y salarios), al capital intelectual y al capital social (derivado del costo de hacer negocios, los conflictos sociales vinculados y los riesgos de la propiedad). Como puede notarse, el capital intangible se constituye como el factor más determinante de la riqueza de los países, incluso más importante aún que el capital natural o la inversión acumulada. Esto es así puesto que el mismo genera efectos de retroalimentación que hacen que sea posible aprovechar el capital productivo y natural a disposición de manera eficiente.

EL CAPITAL INTANGIBLE EN LA RIQUEZA POR REGIÓN

En US\$ miles de 2005 - per cápita*

	Inversión acum. neta de amort.	Capital Natural	Capital Intangible**	Total
EE.UU.	81,09	12,99	493,68	587,76
Reino Unido	71,22	6,78	425,10	503,09
Canadá	76,28	32,50	356,96	465,74
Italia	82,23	8,24	343,14	433,61
Australia	90,93	29,54	311,19	431,66
España	61,03	7,45	260,01	328,49
Argentina	10,82	10,27	50,38	71,46
Mundo	21,14	6,57	93,02	120,73

*: para sintetizar la exposición, no se incluyen Activos Externos

** : Incluye Capital Humano (de acuerdo a sus habilidades), Instituciones Formales e Informales (Gobernanza y Capital Social), y a nivel país (no mundial) capital financiero en el extranjero

Fuente: OJF & Asociados en base al Banco Mundial

SÍNTESIS DE LA ECONOMÍA ARGENTINA (26/10/2015)

Es importante notar que estos factores mencionados influyen en la competitividad del país, concepto de una interpretación mucho más amplia que aquella que se limita a la dinámica del tipo de cambio real. En efecto, de acuerdo al World Economic Forum, Argentina se encuentra en el puesto 106 de un total de 140 economías en el Ranking de Competitividad Mundial, marcando la debilidad manifiesta del país en un conjunto de variables que hacen a los cimientos de un proceso de crecimiento sustentable. De acuerdo al informe, nuestro país evidencia resultados decepcionantes en cuestiones ampliamente analizadas tales como un entorno macroeconómico desfavorable.

Competitividad e inversión

ARGENTINA: RANKING DE COMPETITIVIDAD

Posición sobre un total de 140 economías evaluadas - Score de 1-7

Categorías	Ranking	Score	Tendencia*
Req. Básicos (104 - 4,1)	<i>Instituciones</i>	135	2,9 →
	<i>Infraestructura</i>	87	3,6 →
	<i>Entorno Macroeconómico</i>	114	4,1 ↘
	<i>Salud y Educación Primaria</i>	68	5,8 ↘
Potenciadores de eficiencia (88 - 3,8)	<i>Educación Superior</i>	39	4,9 ↗
	<i>Eficiencia del Merc. de Bs.</i>	138	3,1 ↘
	<i>Eficiencia del Merc. Laboral</i>	139	3,1 ↘
	<i>Desarrollo del Merc. Financ.</i>	132	2,8 ↘
	<i>Preparación Tecnológica</i>	69	3,9 →
	<i>Tamaño de Mercado</i>	27	5 →
Innovación (99 - 3,4)	<i>Sofisticación de Negocios</i>	101	3,6 →
	<i>Innovación</i>	93	3,1 →
Ranking Global = 106			

*Tendencia respecto a informes anteriores

Fuente: OJF & Asociados en base a World Economic Forum

Sin embargo, resulta alarmante el desempeño de la calidad institucional de Argentina, a raíz del poco respeto por los derechos de propiedad, políticas y funcionarios públicos poco transparentes y falta de ética del sector privado, entre otras aristas. Por otro lado, llama la atención la falta de eficiencia en el mercado de bienes y el laboral; el primero está afectado por una política comercial intrusiva y la falta de facilidades para iniciar negocios, mientras que el segundo es condicionado por los impuestos que allí operan y la poca flexibilidad en la determinación del salario.

Estas cuestiones no son para nada triviales, puesto que los flujos de inversión, quienes son esenciales para generar un proceso de crecimiento estable, se corresponden con ellas. En otros términos, no solo la estabilidad macroeconómica es un determinante para lograr volúmenes de inversión elevados, sino que el respeto por los contratos (en sentido amplio) son centrales para reducir los riesgos.

INVERSIÓN

millones de dólares y var % anual

	1998	2008	2011	2014	2015f	Var % 2015/1998
	M US\$					
Inversión Bruta	59.595	73.296	89.368	85.797	92.308	55%
Construcción	35.532	47.414	59.633	59.713	66.093	86%
Equipo Durable	24.063	25.882	29.735	26.084	26.215	9%
Inversión Pública	4.166	8.618	17.511	17.077	19.100	359%
Inversión No Reproductiva	22.943	31.957	46.432	44.267	47.983	109%
<i>Construcción de viviendas</i>	18.232	24.122	34.136	34.684	38.389	111%
<i>Automóviles</i>	4.465	5.703	9.487	6.576	6.500	46%
<i>Importación Celulares</i>	204	2.063	2.722	2.915	3.000	1374%
<i>Importación Aires Acondicionados</i>	42	68	88	93	94	124%
Inversión Reproductiva S. Privado	32.487	32.722	25.425	24.452	25.224	-22%

* Estimado

Fuente: OJF & Asociados

SÍNTESIS DE LA ECONOMÍA ARGENTINA (26/10/2015)

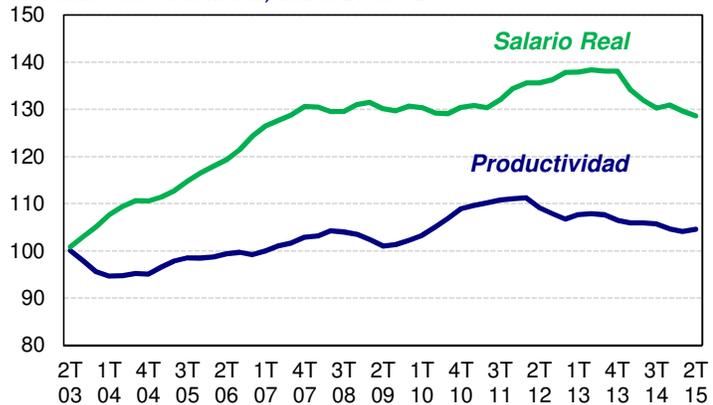
Dicho esto, podría hacerse una evaluación de los niveles de inversión locales. Hoy en día, estos se encuentran en un guarismo próximo al 20% del PBI y se ha incrementado 55% en dólares desde el momento previo a que el esquema de Convertibilidad entre en su fase recesiva. Pese a ello, estos guarismos debe ser relativizados, dado que la dinámica se ha sostenido gracias al accionar del Estado o se ha limitado a aquellas segmentos que no afectan mayormente al PBI potencial nacional. En efecto, la inversión pública creció 359% mientras que la no reproductiva lo hizo a un ritmo de 109% en el período considerado, pero en una dinámica opuesta la inversión reproductiva realiza por el sector privado ha caído 22%. Este última es fundamental para incrementar la productividad del trabajo, y en última instancia, para elevar los salarios de la población.

Productividad y salario real

En esta línea, no obstante, cabe detenerse brevemente en el desempeño de la productividad (entendiéndose como tal al PBI por ocupado de tiempo completo) y la evolución de los salarios, ajustados por el nivel de precios. En particular, es posible identificar dos procesos. Por un lado, una divergencia en la evolución de estos indicadores a principios de siglo, donde la productividad se estancó fuertemente y el salario real creció por encima del leve incremento del producto por empleado. Por el otro, a partir del 2011 la tendencia alcista de los salarios ajustados por inflación no

PRODUCTIVIDAD Y SALARIO REAL

Promedio móvil tres meses, índice 1T-03=100



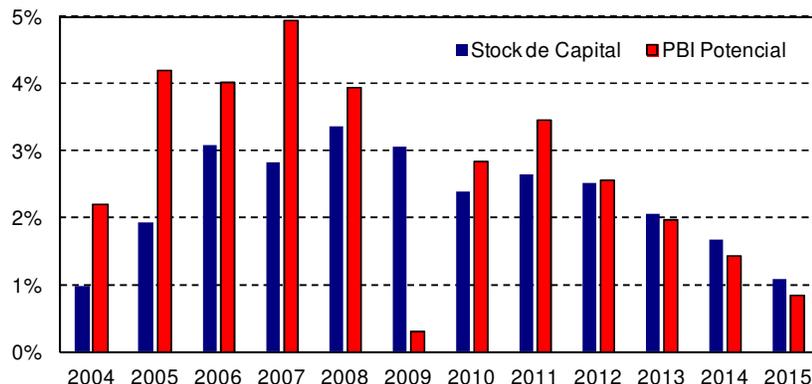
Fuente: OJF & Asociados en base a SIGyP, MECON y estimaciones propias

se condice con la propia de la productividad; mientras que de 2011 a 2014 los trabajadores vieron su remuneración real incrementada 1%, su productividad mermó 7%. De este modo, queda en evidencia no solo el pobre desempeño en términos de productividad a nivel agregado (donde en los últimos 5 años retrocedió 2%), sino que el leve crecimiento de los salarios reales (+1% en dicho período) deja entrever una preferencia por compensar el desempeño laboral más allá del crecimiento del PBI por trabajador, funcional a una economía de demanda, específicamente vinculada al consumo, como se observó en los últimos años.

Ciertamente, esta tendencia nos informa que el crecimiento del producto fue sostenido en base a políticas de estímulo de la demanda, pero poco se ha hecho para estimular la capacidad productiva del

ARGENTINA: STOCK DE CAPITAL Y PBI POTENCIAL

Variación % anual



Fuente: OJF & Asociados

SÍNTESIS DE LA ECONOMÍA ARGENTINA (26/10/2015)

país. En los números, esto ha sido consecuente con una caída del ritmo de expansión del PBI potencial; mientras que este entre 2003 y 2008 lo hacía a un promedio del 3,8% anual, en 2015 solo lo haría al 0,8%.

SÍNTESIS DE PROYECCIONES

Escenario Gradual

		Partiendo del Escenario más probable					
	unidad	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Actividad Económica							
IGA-OJF	var % anual	-2,5%	0,4%	-0,7%	2,5%	3,3%	5,1%
PBI en dólares	US\$ M oficiales	487.571	550.908	445.707	459.536	473.289	554.114
PIB per Capita	US\$ oficiales	11.620	12.982	10.386	10.588	10.783	12.484
Precios, Tipo de cambio y Tasas de interés							
Inflación Minorista (dic/dic)	var % anual	39,4%	28,9%	39,9%	21,7%	17,1%	6,7%
Salario promedio nominal (dic/dic)	var % anual	33,4%	28,6%	39,0%	23,5%	19,2%	9,1%
Salario Real Promedio (dic)	var. % anual	-5,4%	-0,3%	-0,7%	1,5%	1,8%	2,3%
Tipo de Cambio (dic)	\$/US\$ oficial	8,55	10,4	18,3	22,0	24,3	25,6
Tipo de Cambio (Prom.)	\$/US\$ oficial	8,13	9,2	15,7	20,1	23,9	24,6
Precio Gas Nat. boca de pozo prom	US\$/MBTU	3,4	3,2	4,0	5,5	6,5	7,5
Sector Público							
<i>Sin utilidades del BCRA</i>							
Resultado Primario (SPNF)	mill. AR\$	-118.402	-229.153	-153.123	-120.585	-36.323	171.311
	% del PIB	-3,0%	-4,5%	-2,2%	-1,3%	-0,3%	1,3%
Resultado Fiscal (SPNF)	mill. AR\$	-189.560	-316.031	-286.371	-286.144	-252.038	-188.695
	% del PIB	-4,7%	-6,2%	-4,1%	-3,1%	-2,2%	-1,4%
Sector Externo							
Balance Comercial	mill. US\$	6.686	1.811	5.797	10.830	12.252	12.147
	% del PIB	1,4%	0,3%	1,3%	2,4%	2,6%	2,2%
Stock de Reservas (dic)	mill. US\$	31.443	25.691	25.743	32.059	39.923	44.228

SÍNTESIS DE LA ECONOMÍA ARGENTINA (26/10/2015)
Escenario de Shock

unidad	2014	Partiendo del Escenario más probable					
		2015	2016	2017	2018	2019	
<u>Actividad Económica</u>							
IGA-OJF	<i>var % anual</i>	-2,5%	0,4%	-2,8%	7,6%	6,2%	4,8%
PBI en dólares	<i>US\$ M oficiales</i>	487.571	550.908	337.417	407.650	446.541	488.877
PIB per Capita	<i>US\$ oficiales</i>	11.620	12.982	7.862	9.393	10.174	11.014
<u>Precios, Tipo de cambio y Tasas de interés</u>							
Inflación Minorista (dic/dic)	<i>var % anual</i>	39,4%	28,9%	71,6%	7,8%	6,4%	5,0%
Salario promedio nominal (dic/dic)	<i>var % anual</i>	33,4%	28,6%	68,7%	11,6%	9,1%	7,3%
Salario Real Promedio (dic)	<i>var. % anual</i>	-5,4%	-0,3%	-1,7%	3,5%	2,6%	2,2%
Tipo de Cambio (dic)	<i>\$/US\$ oficial</i>	8,55	10,4	25,2	25,5	25,9	26,2
Tipo de Cambio (Prom.)	<i>\$/US\$ oficial</i>	8,13	9,2	24,9	25,3	25,6	26,1
Precio Gas Nat. boca de pozo prom	<i>US\$/MBTU</i>	3,4	3,2	7,0	7,5	7,5	7,5
<u>Sector Público</u>							
<i>Sin utilidades del BCRA</i>							
Resultado Primario (SPNF)	<i>mill. AR\$</i>	-118.402	-229.153	88.900	181.954	167.239	269.677
	<i>% del PIB</i>	-3,0%	-4,5%	1,1%	1,8%	1,5%	2,1%
Resultado Fiscal (SPNF)	<i>mill. AR\$</i>	-189.560	-316.031	-94.383	-2.215	-110.934	-62.026
	<i>% del PIB</i>	-4,7%	-6,2%	-1,1%	0,0%	-1,0%	-0,5%
<u>Sector Externo</u>							
Balance Comercial	<i>mill. US\$</i>	6.686	1.811	7.161	9.039	12.302	7.945
	<i>% del PIB</i>	1,4%	0,3%	2,1%	2,2%	2,8%	1,6%
Stock de Reservas (dic)	<i>mill. US\$</i>	31.443	25.336	20.328	27.001	36.719	46.301

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

SPONSORS DE PROYECTOS DE LA FUNDACION



CATÁLOGO DE PUBLICACIONES DE LA FUNDACIÓN NORTE Y SUR**NyS Nº 001**

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

NyS Nº 002

Asignaciones Familiares. 1996

NyS Nº 003

China Continental: Perspectivas. 1997

NyS Nº 004

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

NyS Nº 005

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

NyS Nº 006

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

NyS Nº 007

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

NyS Nº 008

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

NyS Nº 009

Presupuesto 1999: Hipótesis alternativas de crecimiento económico. Septiembre 1998

NyS Nº 010

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

NyS Nº 011

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

NyS Nº 012

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

NyS Nº 013

PRESUPUESTO NACIONAL: Fines, Medios y Resultados. Abril 1999

NyS Nº 014

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

NyS Nº 015

Relaciones Laborales en el Sector Público Argentino. Octubre 1999.

NyS Nº 016

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

NyS Nº 017

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

NyS Nº 018

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

NyS Nº 019

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

SÍNTESIS DE LA ECONOMÍA ARGENTINA (26/10/2015)

NyS Nº 020

Un sistema impositivo duradero para argentina. Febrero 2001

NyS Nº 021

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

NyS Nº 022

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

NyS Nº 023

Distribución del ingreso en la última década. Noviembre 2001

NyS Nº 024

ARGENTINA: Visión de País y Diagnóstico. Febrero 2002

NyS Nº 025

Subsidio por Desempleo y Fomento del Empleo. Noviembre 2002

NyS Nº 026

Escenarios de Renegociación de la Deuda Externa Argentina. Noviembre 2002

NyS Nº 027

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

NyS Nº 028

La política económica del Mercosur. Julio 2003

NyS Nº 029

Distribución del ingreso. Agosto 2004

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

Edición Fundación Norte y Sur – El Ateneo, Diciembre 2005

NyS Nº 030

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

NyS Nº 031 a 48

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

NyS Nº 049

Impuestos “sustentables” para la economía argentina. Julio 2009

NyS Nº 050

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina. Julio 2009

NyS Nº 051

Correspondencia Fiscal y Desequilibrios en Argentina. Agosto 2009

NyS Nº 052 a 62

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

NyS Nº 063

Sistema Jubilatorio y 82% móvil. Septiembre 2010

NyS Nº 064 a 66

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina. Septiembre a Noviembre 2010

SÍNTESIS DE LA ECONOMÍA ARGENTINA (26/10/2015)

Dos Siglos de Economía Argentina 1810 – 2010 – Edición Bicentenario

Edición Fundación Norte y Sur – El Ateneo, Noviembre 2010

NyS Nº 067

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

NyS Nº 068

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

NyS Nº 069

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

NyS Nº 070

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

NyS Nº 071

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

NyS Nº 072

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

Chaco, su historia en cifras

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

NyS Nº 073 / 095

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

Chaco, su historia en cifras, 2da. Edición

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

NyS Nº 096 / 104

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

(cambio de sistema de registro de publicaciones)

NyS Nº 253

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

NyS Nº 254

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

NyS Nº 255

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

NyS Nº 256

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

NyS Nº 257

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

NyS Nº 258

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

NyS Nº 261

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina, Octubre 2014

SÍNTESIS DE LA ECONOMÍA ARGENTINA (26/10/2015)

NyS Nº 262

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

NyS Nº 263

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina, Noviembre 2014

NyS Nº 265

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

NyS Nº 267

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina, Diciembre 2014

NyS Nº 268

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina, Febrero 2015

NyS Nº 270

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina, Marzo 2015

NyS Nº 271

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina, Mayo 2015

NyS Nº 272

Revista Bases para el Largo Plazo Nº 8, Mayo 2015

NyS Nº 273

Provincia de Mendoza: modelización, proyecciones y recomendaciones de medidas, Mayo 2015

NyS Nº 274

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina, Junio 2015

NyS Nº 276

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina, Julio 2015

NyS Nº 279

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina, Agosto 2015

NyS Nº 281

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina, Septiembre 2015

NyS Nº 283

Provincia de Entre Ríos: modelización, proyecciones y recomendaciones de medidas, Octubre 2015

NyS Nº 285

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina, Octubre 2015

“BASES PARA EL LARGO PLAZO”: ORDEN DE SUSCRIPCIÓN**BASES**
PARA EL LARGO PLAZO

Orden de Suscripción

Nombre y apellido: _____
Domicilio: _____
Localidad: _____ **Provincia:** _____ **C.P.:** _____
Teléfono: _____ **Correo electrónico:** _____
Empresa: _____ **Posición:** _____

Periodo de Suscripción: 2015 \$ 800**Forma de Pago:**

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

Enviar orden de suscripción a:

1 Reconquista 458, 8° piso
(1358) C.A.B.A. – Argentina

2 ☎ (+5411) 4394-3993

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

3 ✉ info@fundacionnorteysur.org.ar

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