

4215-F-3-257
nys N° 106

SINTESIS DE LA ECONOMIA ARGENTINA

Contexto internacional más complicado
y una economía débil

NEWSLETTER DEL MES DE SEPTIEMBRE

Septiembre 22, 2014

CONTENIDO

SITUACIÓN ECONÓMICA	2
<i>Producción y Consumo</i>	<i>2</i>
<i>Inflación.....</i>	<i>2</i>
<i>Situación Fiscal</i>	<i>3</i>
<i>M&A e inversiones más importantes</i>	<i>3</i>
<i>Sector Externo</i>	<i>4</i>
<i>Bolsa y Finanzas.....</i>	<i>4</i>
<i>MONEDA.....</i>	<i>5</i>
<i>Confianza de los agentes económicos.....</i>	<i>5</i>
<i>Perspectivas de corto plazo</i>	<i>5</i>
ANÁLISIS ESPECIAL DEL MES	8
<i>SINTESIS: contexto internacional más complicado y una economía débil</i>	<i>8</i>
<i>Al borde de una suba de tasas en ee.uu.</i>	<i>8</i>
<i>latinoamerica: desaceleración y cambios políticos.....</i>	<i>10</i>
<i>Argentina: la falta de divisas y el exceso de pesos</i>	<i>11</i>
<i>Proyecciones 2014 y escenarios 2015</i>	<i>14</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

De acuerdo al IGA-OJF, en agosto la actividad económica cayó 4,5% interanual y retrocedió 1,6% mensual en la medición desestacionalizada. En el mes pasado, prácticamente todos los sectores mostraron caídas interanuales en su mayoría superiores al 2%

La industria cayó 6,1% respecto a agosto de 2013, lo que se explica principalmente por la crisis de la industria automotriz, que cedió 27% anual en agosto, la disminución en la producción de metálicas básicas y la caída de la producción de alimentos, bebidas y tabaco, que mostró en agosto su peor registro de este año.

Por su lado, el comercio alcanzó su peor registro del año con un retroceso de 7,5% interanual y acumula una caída de 3,5% anual. El comercio mayorista exhibió una contracción de 7,4% anual, marcada por los menores volúmenes importados y el estancamiento de las exportaciones de granos. Además, el comercio minorista mostró una merma de 7,5% anual en el último mes.

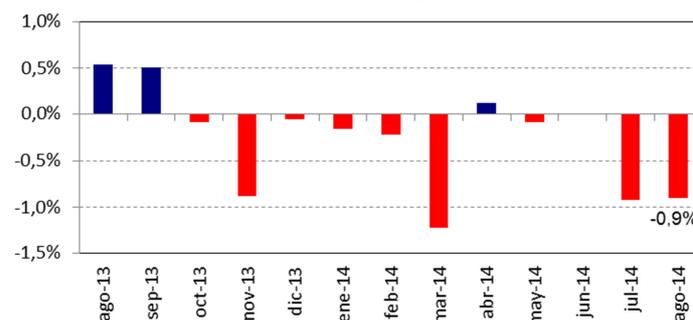
Para los próximos meses, consideramos que la escasez de divisas generada por un tipo de cambio excesivamente atrasado llevará a mayores restricciones a las importaciones, afectando con mayor intensidad al nivel general de actividad, que aceleraría su contracción en los próximos meses.

INFLACIÓN

De acuerdo a nuestras estimaciones, los precios minoristas registraron en agosto una suba mensual de 3%, alcanzando el mayor aumento desde marzo. En términos interanuales, la inflación alcanzó un 40,8%.

El rubro que más creció con respecto al mes pasado fue Vivienda (10,2%), reflejando la tercera y última quita de subsidios prevista para este año. Por su parte, los gastos en Salud crecieron a un ritmo mensual de 7,2%, empujados por subas en las cuotas de medicinas prepagas. En cuanto a los bienes varios, que avanzaron 4,6% con respecto al mes pasado, fue importante el aumento de 13% en el precio de los cigarrillos.

Asimismo, la suba de tarifas de 12% autorizada por la Secretaría de Transporte de la Nación para los vuelos de cabotaje influyó sobre el rubro Esparcimiento, que mostró una evolución de 2,6% con respecto a julio. Por último, cabe destacar el aumento mensual de 1,6% en Alimentos y Bebidas que, si

ÍNDICE GENERAL DE ACTIVIDAD
Var % mensual (índice desestacionalizado)


Fuente: OJF & Asociados

ESTIMACIÓN INFLACIÓN DE AGOSTO
Var. % mensual e incidencia

	Estimador Inflación	
	var % mensual	Incidencia
Esparcimiento	2,6%	0,23
Alimentos y bebidas	1,6%	0,58
Transporte y comunicaciones	0,3%	0,04
Bienes Varios	4,3%	0,18
Equip. y Funcionamiento del Hogar	2,5%	0,18
Indumentaria	0,7%	0,03
Vivienda	10,2%	1,09
Salud	7,2%	0,62
Educación	0,6%	0,03
Estimación inflación AGOSTO	3,0%	3,0
INFLACIÓN ANUAL	40,8%	

Fuente: OJF & Asociados

SÍNTESIS DE LA ECONOMÍA ARGENTINA (22/09/2014)

bien mostró un crecimiento menor que en los últimos meses, por su importancia relativa dentro del índice general permitió explicar 0,58 p.p. de la variación del mismo.

En este contexto, y ante las subas ya aprobadas para Septiembre y Octubre (Naftas, Taxis y Prepagas), esperamos que la inflación se mantenga por encima del 40% anual en lo que resta del año, a pesar del marco recesivo de la economía.

SITUACIÓN FISCAL

Descontando las utilidades transferidas por el BCRA, el déficit fiscal del mes de julio fue de \$ 9.482 M, mientras que el resultado primario fue negativo en \$ 7.538 M. En el acumulado al séptimo mes del año, el rojo presupuestario asciende hasta los \$ 76.251 M, lo que representa un incremento de 156% respecto al reportado en igual período del año pasado.

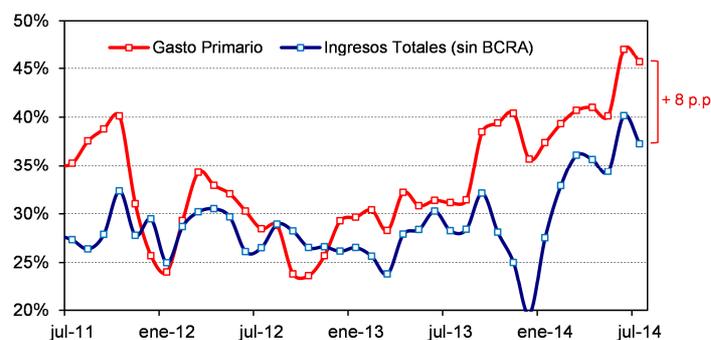
En julio, se registró una fuerte desaceleración del ritmo de crecimiento de los ingresos. En efecto, los recursos (siempre descontando giros del Banco Central) se expandieron 33,5% interanual de la mano de los ingresos de la seguridad social que solamente crecieron 24,8%, mientras que al cierre de los primeros seis meses del año lo hicieron al 38,4%.

Asimismo, el gasto primario creció 41% respecto de julio de 2013. En este sentido, es importante señalar una moderación en el ritmo de expansión en los gastos en subsidios, que subieron solamente 19,5% cuando al cierre del semestre lo hicieron al 70%. Sin embargo, este efecto fue parcialmente compensado por los gastos en salarios y seguridad social que vieron aumentado su dinamismo.

En lo que va de 2014, el gasto primario ha ascendido 43,7% mientras que los ingresos lo hicieron 5,3 p.p. por debajo, justificando el rápido deterioro de las finanzas públicas. A futuro, no hay mayores señales que esta tendencia pueda revertirse, y es posible que el déficit se ubique cerca de los \$ 200.000 M al cierre del año.

GASTO PÚBLICO VS INGRESOS DEL SPNF

En var % anual, m.m. 3 meses



Fuente: OJF & Asociados en base a MECON

M&A E INVERSIONES MÁS IMPORTANTES

Colonia Express, la empresa de transporte fluvial de pasajeros que une Uruguay con la Argentina, invertirá \$42 M en la construcción de su tercer buque, Argentina Express, y en la finalización de las obras en su terminal fluvial en la Costanera Norte, base de las operaciones en el puerto de Buenos Aires.

Walmart anunció una inversión de \$240 M para la construcción de tres tiendas Changomás en General Roca (Río Negro), Clorinda (Formosa) y Claypole (Provincia de Buenos Aires). El anuncio se suma a los \$62 M que desembolsará en la remodelación de sus tiendas de Bahía Blanca y Tablada.

Molinos Río de la Plata, del grupo Perez Companc, vendió su complejo arrocero instalado en la localidad de Romang, departamento San Javier, a Molino Arrocero del Litoral.

SÍNTESIS DE LA ECONOMÍA ARGENTINA (22/09/2014)

SECTOR EXTERNO

En el mes de agosto, el balance comercial arrojó un resultado positivo de US\$ 899 M, avanzando 145% respecto de igual mes del año pasado. Este resultado se debe a que las importaciones cayeron un poco menos del doble que las exportaciones. Así, el superávit comercial acumula en lo que va del año un saldo de \$ 5.386 M, cayendo 9% anual.

Las exportaciones retrocedieron 12% interanual, alcanzando los US\$ 6.599 M. Las ventas externas de manufacturas de origen industrial cayeron 13% interanual principalmente por las menores ventas de material de transporte terrestre. Asimismo, las manufacturas de origen agropecuario también evidenciaron una merma de 13% respecto de julio de 2013, mientras que los productos primarios disminuyeron 6% interanual.

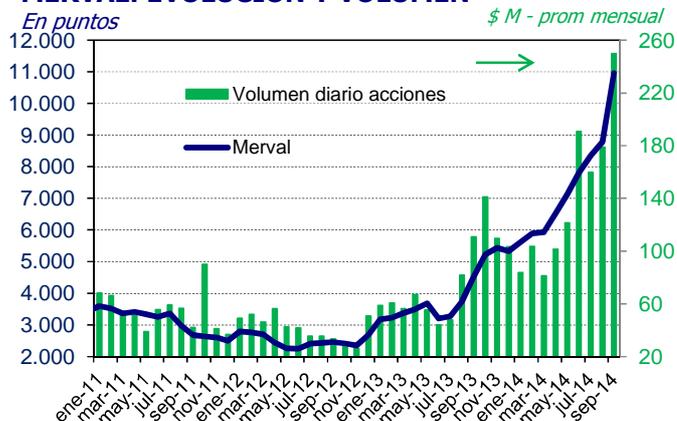
Por el lado de las importaciones, mostraron una caída de 20% en relación al octavo mes de 2013. Esto fue consecuencia de que prácticamente la mayoría de los rubros mostraron caídas. Las piezas y accesorios de capital experimentaron una fuerte contracción de 29% interanual, mientras que los bienes intermedios mostraron una merma de 4% interanual y los combustibles se redujeron 31% respecto a agosto del año pasado. Solamente los bienes de capital registraron un crecimiento interanual positivo, impulsado por la compra de vías férreas desde China y grupos electrógenos de Estados Unidos.

BOLSA Y FINANZAS

La FED en la reunión de Septiembre del FOMC (Comité de Mercado Abierto por sus siglas en inglés) recortó sus proyecciones para 2015 desde una expansión del 3,1% anual esperada en junio a un incremento del 2,8% anual. Asimismo, este año cerraría en 2,1% anual, luego de un magro primer trimestre y una posterior recuperación en el segundo. No obstante, se decidió continuar recortando la compra de bonos del Tesoro en US\$ 10 *billions* por séptima vez, resultando así en un volumen de inyección de US\$ 15 *billions* mensuales. Además, la tan esperada suba de tasas de interés deberá esperar “un tiempo considerable” luego de la finalización del tapering que se proyecta para noviembre. Asimismo, en lo que va de septiembre los principales índices muestran bajas, principalmente en el índice Nasdaq composite (-1,6%) llegando a los 4.509 puntos y el S&P (-1%) llegando a los 1.983 puntos. Por su parte, el índice Dow Jones disminuye 0,2% alcanzando los 17.056 puntos.

El mercado local en septiembre viene mostrando un alza de 23% medido en pesos y 9% medido en dólares debido a la fuerte suba del tipo de cambio implícito. Esto sucede debido a que la bolsa se ha convertido en un medio para lograr dolarizar los ahorros, con lo cual el volumen negociado aumentó 40% respecto de agosto, alcanzando un promedio de \$250 M diarios. Asimismo, muchos importadores han utilizado la bolsa para obtener dólares MEP a un tipo de cambio implícito de \$13/US\$ a principios de mes, debido a la dificultad para obtener dólares oficiales para importar. Hoy el dólar MEP tiene un tipo de cambio implícito de \$14,5/US\$ evidenciando una suba mayor al 10% en pocos días. Así, el MerVal muestra una suba en lo que va del año del 124% en pesos y 37% medido en dólares debido a la suba del tipo de cambio implícito.

MERVAL: EVOLUCIÓN Y VOLUMEN



SÍNTESIS DE LA ECONOMÍA ARGENTINA (22/09/2014)

MONEDA

En agosto, la base monetaria se incrementó \$ 17.504 M, ubicando la tasa de crecimiento de la misma en el 21,2% anual. La elevada asistencia al tesoro fue compensada en gran parte por la autoridad monetaria, que retiró de circulación un total de \$ 10.789 M.

Durante el mes pasado, el BCRA mantuvo las tasas de interés para sus colocaciones de Letras en torno a 26,8% anual para las colocaciones a 90 días. Pese a que enfrentaba vencimientos de capital e intereses por las colocaciones de Letras y Notas por un total de \$ 34.449 M, logró colocar \$ 36.801 M, alcanzando una absorción monetaria de \$ 2.302 M.

En los primeros ocho meses del año, la política de esterilización monetaria del BCRA permitió alcanzar una absorción monetaria de \$ 87.100 M. Sin embargo, la creciente colocación de Letras y Notas amplía los vencimientos futuros, generando una trayectoria insostenible para el stock de deuda interna del BCRA. Entre septiembre y diciembre, la entidad deberá enfrentar vencimientos de capital e intereses por \$ 181.262 M, guarismo que representa un incremento de 170,2% respecto de igual período del año pasado. Esto, sumado al hecho de que deberá cubrir las necesidades de financiamiento del tesoro por un monto superior a los \$ 100.000 M, plantean el interrogante respecto de la posibilidad de absorber esa cantidad de dinero sin elevar las tasas de interés. Si desea esterilizar la mayor parte de esa emisión monetaria deberá corregir la tasa de interés que paga por sus colocaciones de Letras y Notas, afectando negativamente el nivel de actividad.

CONFIANZA DE LOS AGENTES ECONÓMICOS

En el mes de septiembre, el Índice de Confianza del Consumidor (ICC) de la UTDT mostró un retroceso de 5,4% mensual. En forma interanual continúa reflejando una tendencia a la baja, cayendo 14,7% respecto del noveno mes de 2013.

Además, el ICC cayó en las tres regiones del país respecto al mes pasado, registrando bajas de 11,9% en Capital Federal, 4,2% en el interior del país, y 4,1% en la provincia de Buenos Aires.

PERSPECTIVAS DE CORTO PLAZO

El Gobierno se enfrenta con un dilema de escasez, bastante agudo. La economía no tiene capacidad de crecimiento por el lado de la oferta, porque la productividad y las inversiones en algunos rubros clave (por ejemplo, energía) has sido muy bajas. A esta restricción se le suma la escasez de dólares que en lugar de corregirse vía precio (tipo de cambio) se intentó corregir desde el 2012 mediante restricciones y regulaciones para evitar un aumento de la inflación. El resultado de esta política fue profundizar la baja capacidad de crecimiento y la falta de productividad con un aumento de las regulaciones.

Sin embargo, el cepo cambiario y las restricciones al comercio exterior no resolvieron el problema de la escasez de divisas porque todas estas medidas provocaron una caída en la oferta de dólares. En primer lugar, como no se bajó la inflación, se perdió competitividad en materia de exportaciones, y en segundo lugar, al no poder comprar dólares tampoco se vendieron en el mercado oficial.

En este contexto, la caída de la soja y el nuevo default son dos nuevas variables que reducen la entrada de divisas, pero ahora el contexto es peor que en 2012. La inflación es mayor, crecimiento es menor, las reservas son más bajas, vencimientos de deuda en 2015 son mayores, la soja es más barata y el déficit fiscal es creciente. Con lo cual, intentar aumentar las restricciones en el mercado de cambios sería muy recesivo y devaluar implicaría arriesgarse a un nuevo salto inflacionario.

En este contexto, lo mejor sería intentar conseguir divisas. Pero como es posible que no se consigan todas las necesarias, el gobierno haría una mezcla de las tres cosas (devaluar, restringir más el

SÍNTESIS DE LA ECONOMÍA ARGENTINA (22/09/2014)

comercio exterior y conseguir divisas). La mejor opción para conseguir fondos del exterior es negociar con Holdouts y colocar deuda. Sin embargo, el gobierno intentaría primero caminos alternativos mucho menos eficaces (swap de monedas con China o BID por ejemplo).

Aun alcanzando un acuerdo con los Holdouts en 2015, que permitiría al Gobierno Nacional junto con YPF, la Provincia de Buenos Aires y la Capital Federal, entre otros, colocar deuda para obtener divisas por unos US\$11.000 millones, sólo alcanzaría para evitar una recesión. En este sentido, problemas como la inflación y el exceso de regulaciones (incluso en el comercio exterior) no se modificarán, pero le darán al Gobierno mayor margen de maniobra en su último año para contener la inflación y evitar una recesión.

SÍNTESIS DE LA ECONOMÍA ARGENTINA (22/09/2014)

VARIABLE	Unidad de Medida	Último Dato		Variaciones ¹		
		Mes	Nivel	Mensual	Anual	Acumulada
Producción y Empleo						
Índice General de Actividad (IGA OJF)	1993=100	ago 14	170,4	-1,6% ²	-4,5%	-1,7%
Índice de Producción Industrial (IPI OJF)	1993=100	ago 14	177,9	-1,5% ²	-6,1%	-3,3%
Índice de Inversión Bruta Interna (IBIM OJF)	2005=100	ago 14	159,8	4,2% ²	-3,4%	-2,5%
Tasa de Desempleo (Desocupados / PEA)	% PEA	II14	7,5	0,4 ¹⁰	0,3 ¹	
Precios						
IPCNu	4T '13=100	ago 14	121,5	1,3%		
Estimación de inflación	1999=100	ago 14	1.013	3,0%	40,8%	28,4%
Tipo de Cambio Nominal \$ / US\$ (Libre) ⁴	\$ / US\$	ago 14	8,3	1,7%	48,8%	31,0%
Tipo de Cambio Efectivo Real Trade Weighted *	2000=100	ago 14	134,9	134,9	-1,79%	9,0%
PTE Arg/USA		ago 14	13,5	3,2%	38,4%	25,8%
Situación Fiscal						
Recaudación Tributaria	\$ M	ago 14	99.648	-6,9%	31,3%	34,2%
Resultado Primario	\$ M	jul 14	768	1.055	-36	-2.560
Resultado Financiero	\$ M	jul 14	-1.177	15.500	1.548	-21.953
Deuda Pública	US\$ M	IV 13	202.995	2.012	5.532	5.532
Sector Externo						
Exportaciones de Bienes (FOB)	US\$ M	ago 14	6.599	-1,8%	-11,7%	-10,2%
Importaciones de Bienes (CIF)	US\$ M	ago 14	5.700	-3,7%	-19,8%	-10,4%
Saldo Comercial	US\$ M	ago 14	899	96	533	-503
Moneda y Bancos						
Reservas Internacionales BCRA	US\$ M	Al 12 sep	28.393	-1,9%	-22,4%	-38,8% ³
Base Monetaria ⁵	\$ M	Al 12 sep	402.105	2,6%	19,5%	80,4% ³
M2 (promedio mensual)	\$ M	Al 12 sep	650.752	1,2%	24,6%	99,3% ³
Depósitos Privados	\$ M	Al 12 sep	632.383	1,8%	29,6%	94,1% ³
Préstamos al Sector Privado no Financiero ⁶	\$ M	Al 12 sep	541.406	1,3%	21,2%	87,1% ³
Tasa de Interés Adelantos en C.C., \$ (1-7 días)	%	Al 23 sep	19,84	19,8	5,2	3,1
Tasa BADLAR Bancos Privados TNA	%	Al 23 sep	21,88	21,9	4,7	0,3
Bolsa y Finanzas						
Riesgo País (Embi Plus)	Ptos. Básicos	Al 23 sep	685	-123	-332	-123
Merval en dólares (ajustado por TC implícito)	Puntos	Al 23 sep	829	9,3%	53,1%	37,2%
Merval en pesos	Puntos	Al 23 sep	12.058	22,8%	152,1%	123,7%
Internacional						
Dólar	\$ / US\$	Al 24 sep	8,42	0,2%	45,4%	29,2%
Dólar Implícito	\$ / US\$	Al 24 sep	14,55	12,4%	64,6%	63,0%
Dólar Blue	\$ / US\$	Al 24 sep	15,74	12,0%	73,0%	57,4%
Euro	US\$ / €	Al 24 sep	1,36	3,5%	0,6%	-1,1%
Real	R\$ / US\$	Al 24 sep	2,22	-0,9%	0,2%	-5,8%
Soja	US\$ / ton	Al 24 sep	344,20	-14,0%	-27,0%	-28,6%
Trigo	US\$ / ton	Al 24 sep	176,47	-12,7%	-29,2%	-20,7%
Maíz	US\$ / ton	Al 24 sep	129,72	-8,2%	-25,4%	-21,9%
Petróleo WTI	US\$ / bbl	Al 24 sep	92,80	-2,6%	-9,3%	-5,7%
Oro	US\$ / oz troy	Al 24 sep	1.218,10	-5,3%	-8,2%	1,3%
EE.UU. T Bond 10 años	%	Al 24 sep	2,56	0,22	-0,05	-0,47
Índices de Confianza						
Confianza del Consumidor (Universidad Di Tella) ⁸	Índice	Mid ago14	43,9	2,7%	-12,3%	
Confianza en el Gobierno (Universidad Di Tella)	Índice	Mid ago14	1,82	-2,7%	-2,7%	

* 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: CONTEXTO INTERNACIONAL MÁS COMPLICADO Y UNA ECONOMÍA DÉBIL

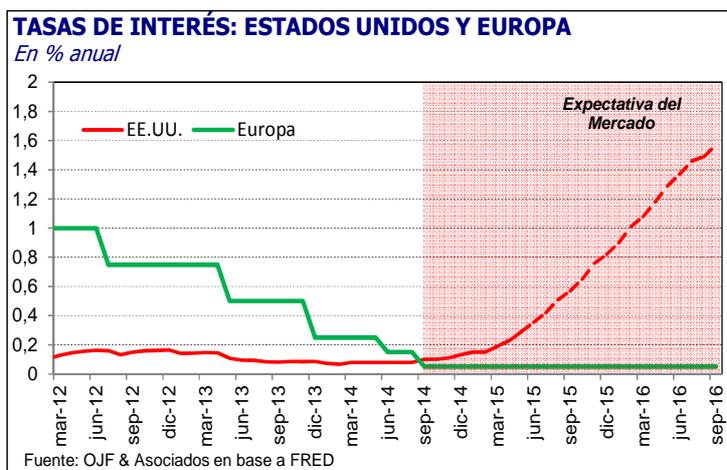
El contexto internacional para Argentina está empeorando en casi todos los aspectos. En primer lugar, la caída de la soja se profundiza y ya está cotizando a US\$360 por tonelada. Si bien es cierto que dicho precio refleja la cosecha de Estados Unidos, de haber algún rebote en el futuro, el precio será menor que en los últimos años. En segundo lugar, la economía de Brasil parece estar estancándose y los pronósticos de crecimiento para el 2014 apuntan a una expansión del PIB de medio punto. En este contexto, irrumpe Marina Silva como candidata a la presidencia con lineamientos económicos más pro-mercado y menos pro-Mercosur.

El resto de la región también muestra señales de desaceleración, con excepciones como México y Colombia. EE.UU. por su parte, continúa dando señales de ir "sacando el pie del acelerador" en materia monetaria. El "tapering" está llegando a su fin y en pocos meses posiblemente suceda lo mismo con la "tasa cero". Sin embargo, Europa que es un socio comercial importante para Argentina, seguirá con una política monetaria bien expansiva porque la recuperación económica es mucho más lenta. A esto se suma cierta desaceleración en China. Los tiempos en que esta economía crecía al 10% parecen haber quedado atrás y hoy debe esforzarse por crecer a 8% anual.

En este contexto, la economía Argentina se encuentra débil, ya que no genera divisas suficientes para sostener el nivel de actividad, mientras que la inflación se sostiene en crecientes niveles de emisión y déficit fiscal. Aún, si se logran obtener divisas suficientes para sostener la actividad, la inflación parece una batalla perdida para el Gobierno y las únicas respuestas que ha presentado son las leyes de abastecimiento y de defensa del consumidor que como otros intentos regulatorios, fracasarán en este aspecto

AL BORDE DE UNA SUBA DE TASAS EN EE.UU.

Por primera vez desde la caída de Lehman Brothers, la Reserva Federal EE.UU. comenzaría a subir las tasas de interés dentro de los próximos meses. Sin embargo, no pasaría lo mismo en Europa, donde todavía la economía necesita el "pulmotor". Con lo cual, es probable que la política monetaria de EE.UU. y Europa sea divergente en los próximos meses. Mientras EE.UU. comience a subir las tasas, Europa mantendría una política monetaria flexible y eso jugaría a favor del fortalecimiento del dólar. Por otra parte, las bajas tasas de interés actuales están llevando al valor de los activos (acciones, bonos, viviendas, etc.) a nuevos récords. Cuando la tasa comience a subir, muchas inversiones que hoy están en mercados emergentes o fondos que se invirtieron en commodities se enfocarán nuevamente en el mercado norteamericano. La gran duda, no es si la Fed va a decidir subir la tasa, sino cuándo lo hará.



SÍNTESIS DE LA ECONOMÍA ARGENTINA (22/09/2014)

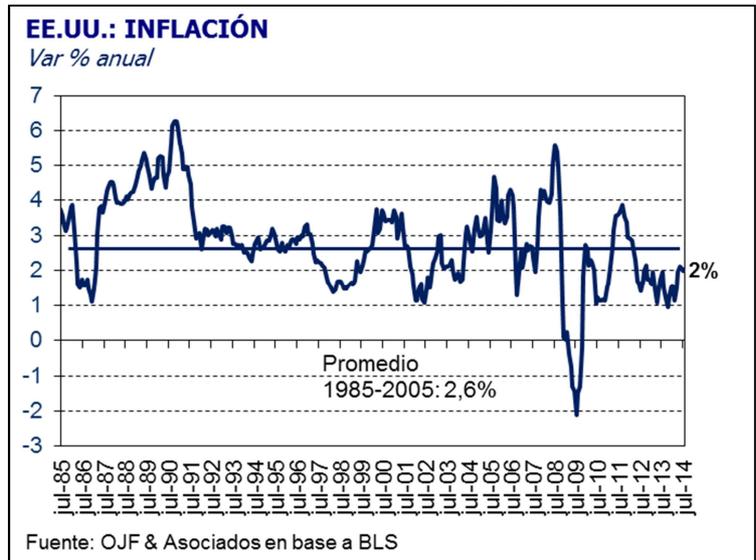
EE.UU.: Volviendo a la normalidad

Luego de la caída anualizada de 2,1% en los primeros tres meses del año, en el segundo trimestre la actividad económica norteamericana evidenció un crecimiento de 4% en relación al período previo, según las primeras estimaciones oficiales. Apoyándose en este escenario de mayor dinamismo, la FED ha decidido reducir en US\$ 10.000 M su plan de estímulos monetarios (tapering), bajando el volumen de inyección mensual a US\$ 25.000 M a partir de agosto, y es de esperar que antes de fin de año llegue a cero.

Otras variables económicas como el desempleo y la inflación también están retornando a niveles más normales. Así, el desempleo bajó a 6,1% en agosto, ya muy cerca de la cifra de 5,7% que fue el promedio entre 1985 y 2005. A su vez, la inflación está en torno al 2% anual, cerca ya del 2,6% promedio de los últimos 20 años y si bien no se espera una suba marcada para agosto porque los commodities vienen en baja, tampoco ya se teme una deflación.

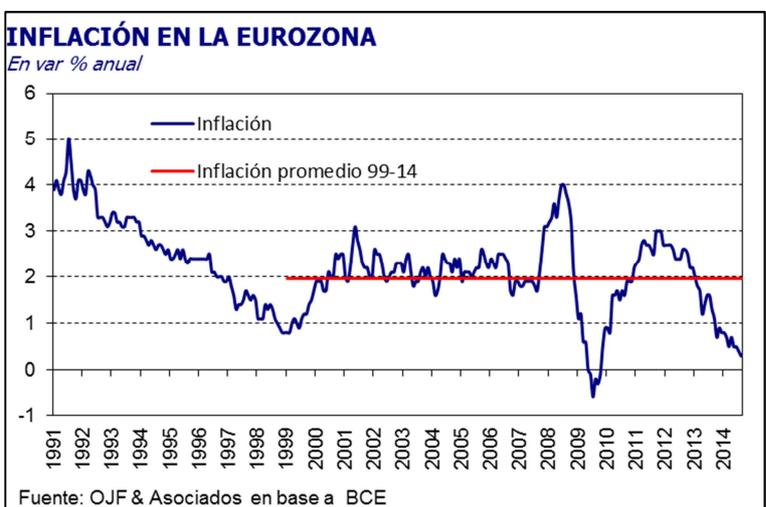
Los datos de la coyuntura norteamericana están mostrando una economía en recuperación. Si bien no es una mejoría firme y rápida, la situación ya no es tan mala como para mantener una política monetaria excepcionalmente expansiva como la actual, con tasas de interés de casi 0% y estímulos monetarios no convencionales como la compra de títulos.

Por esto es que esperamos que EE.UU. finalice el *tapering* en breve y comience un proceso de suba de tasas que no será veloz pero sí constantes. De hecho, para el mercado de futuros de Chicago la probabilidad de que este aumento de tasas se produzca antes de la mitad del próximo año es muy cercana al 100%.



Europa: Todavía necesita un pulmón monetario

A diferencia de EE.UU., la economía de la Eurozona todavía requiere una política monetaria muy expansiva. La inflación, por ejemplo, no está volviendo a la normalidad, sino que se está alejando y hoy está muy cerca de cero y la actividad económica se ha vuelto a estancar. Por eso, el Banco central Europeo ha reducido nuevamente las tasas de interés. En primer lugar, bajó la "tasa de referencia" del 0,15% anual a 0,05%, siendo este el mecanismo para proporcionar mayor liquidez al sistema. Además, se recortó a 0,30% la tasa marginal de préstamos para abaratar los créditos que puedan recibir



SÍNTESIS DE LA ECONOMÍA ARGENTINA (22/09/2014)

los bancos privados, reduciéndose 10 p.p. desde su nivel previo. Por último, se han recortado la tasa de facilidad de depósito al -0,20% (-10 p.b) para evitar que los bancos dejen sus tenencias de dinero en el Banco Central.

Según estimaciones preliminares, el PBI de la Eurozona evidenció un crecimiento nulo en el segundo trimestre en relación a los primeros tres meses del año, a causa del mal desempeño de las economías líderes del bloque, reflejando el impacto de las tensiones geopolíticas en la región.

En efecto, Alemania se contrajo 0,2% en términos trimestrales a causa de un magro desempeño de su comercio exterior (en donde se mostró un crecimiento de las exportaciones por debajo del alza de las importaciones) y una merma en los volúmenes de inversión concentrada en el sector de la construcción. Paralelamente, Francia no mostró crecimiento alguno por segundo trimestre consecutivo en un contexto de débil expansión del consumo y un sector externo que fue levemente contractivo.

El pobre desempeño del producto de la unión monetaria se combina con una inflación en baja (+0,3% anual en agosto, contra el dato de +0,5% en junio y +0,4% en julio), y a la luz de estos resultados, se entiende la reacción del Banco Central para llevar a cabo una política monetaria más expansiva.

Como consecuencia, la política monetaria europea tiende a ser más expansiva mientras que la de EE.UU. comenzará a normalizarse. Estos movimientos tenderán a fortalecer al dólar, y explican además la caída del euro de casi 10 centavos desde junio, cuando cotizaba a US\$ 1,39.

LATINOAMERICA: DESACELERACIÓN Y CAMBIOS POLÍTICOS

Estos dos años (2014 y 2015) son importantes para la región. En primer lugar, existe una desaceleración en casi todos los países de la región, con crecientes déficit fiscales, mayor inflación y una tendencia a la baja en el mercado de commodities que parece haber llegado para quedarse. Este contexto económico más complejo llegó en medio de un recambio político muy importante para la región. Entre el 2014 y el 2015 habrá elecciones presidenciales en Brasil, Bolivia, Uruguay, Guatemala y Argentina y todas con una fuerte expectativa de cambio político. En Colombia, cuya economía no muestra señales de deterioro y en el que el Presidente Santos iba por la reelección, se llegó a una segunda vuelta en la que ganó el oficialismo con el 50,95% de los votos.

Latinoamérica se desacelera

La economía latinoamericana se está desacelerando. De hecho, el FMI ha reducido las proyecciones de crecimiento para la región de 2,5% a 2% para 2014 y para el consenso de los economistas de la región, el crecimiento podría ser aún menor: 1,6%. Este proceso se da en conjunto con un incremento de la inflación en casi todos los países. En promedio, la inflación de la región pasaría de 8,5% a 12,1%, aunque estas cifras están “infladas” por la presencia de Argentina y Venezuela que hoy presentan inflaciones del orden del 40% y del 60%, respectivamente.

AMÉRICA LATINA					
	2011	2012	2013	2014p	2015p
Crecimiento Económico (var % anual)	4,3	2,8	2,7	1,6	2,7
Inflación (var % anual)	7,0	6,2	8,5	12,1	10,2
Resultado Fiscal (% del PIB)	-2,1	-2,8	-3,1	-3,7	-3,5
Cuenta Corriente (% del PIB)	-1,4	-1,8	-2,4	-2,3	-2,2

Fuente: OJF & asociados, FMI y Latin Focus

Esta desaceleración con inflación, que experimenta el subcontinente está acompañada por un deterioro de variables más estructurales como el resultado fiscal y déficit externo, lo que da muestras de economías menos sólidas. Aun así, esperamos cierta mejora en el 2015 liderada por México, en primer

SÍNTESIS DE LA ECONOMÍA ARGENTINA (22/09/2014)

lugar. El PIB de este país podría crecer hasta 3,8% impulsada por la recuperación de EE.UU. y en menor medida por cierto “rebote” de Brasil, aunque también se espera un mayor crecimiento en economías más pequeñas.

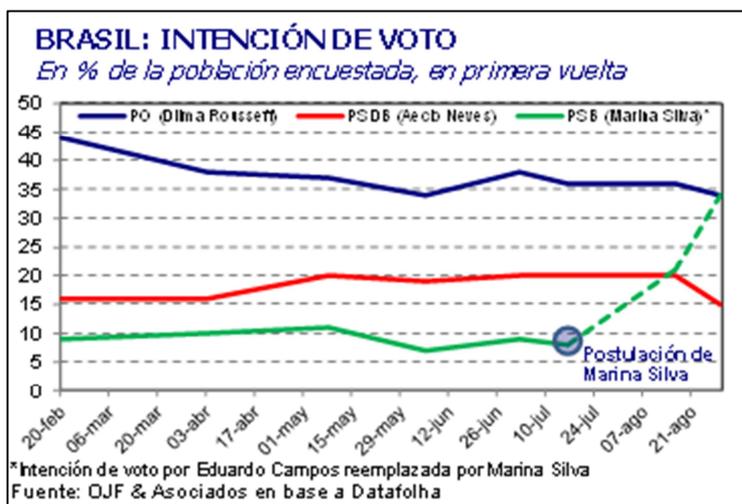
Brasil: ¿Vientos de Cambio?

Luego de la tragedia aérea que costó la vida de Eduardo Campos, el escenario electoral brasilero se modificó sustancialmente ya que Marina Silva, su compañera de fórmula por el PSB, aceptó reemplazarlo como candidato a la presidencia y hoy compite cabeza a cabeza con Dilma Rousseff por la presidencia.

Tras la tragedia, la intención de voto por el PSB en primera vuelta saltó de 8% a 21% luego de la postulación de Marina Silva y a 34% a finales de agosto, alcanzando a Dilma Rousseff. Además, en un escenario de segunda vuelta, contaría con el 50% del electorado, venciendo a la presidente, que conseguiría el 40% (10% aún no se decide).

El ascenso de Marina Silva llega en un momento en el cual los principales indicadores económicos dan cuenta del fracaso de la actual conducción. En un contexto macroeconómico negativo, el discurso del oficialismo evita mencionar la caída del PBI, el incumplimiento de las metas de inflación y superávit fiscal y las altas tasas de interés. La actual mandataria busca convencer a los votantes de que los logros alcanzados durante los años de expansión pueden revertirse si no vence en las elecciones de octubre.

Por el lado de la oposición, Marina Silva ha manifestado su deseo de reducir la intervención estatal y abogar por una mayor prudencia fiscal, abrir más la economía e ir alejándose del Mercosur, aunque todavía no ha dado mayores precisiones acerca de su plan de gobierno.



ARGENTINA: LA FALTA DE DIVISAS Y EL EXCESO DE PESOS

El dólar paralelo llegó y superó ampliamente los \$14,3 y el tipo de cambio implícito en operaciones financieras está en \$13,3, pero también se ha visto cierta aceleración en la suba del dólar oficial hacia finales de agosto, que luego se detuvo. Creemos que esta tendencia alcista es bastante sólida, siendo que las perspectivas apuntan a un escenario de falta de divisas y exceso de pesos.

En efecto, siendo que la cosecha gruesa ya pasó, la mayor parte de la liquidación de exportaciones se produjo en los meses de marzo a julio. A partir de agosto, se continuará liquidando a un ritmo menor, no sólo porque el volumen será más bajo sino también porque el precio de la soja está cayendo fuertemente. Por otra parte, a partir de septiembre las necesidades financieras del tesoro comienzan a ser mayores y también la emisión monetaria que se requiere para financiarlo.

En un contexto en el que la inflación ya absorbió la devaluación y la suba de tasas de enero, es muy posible que el Gobierno deba corregir nuevamente el tipo de cambio en los próximos meses.

SÍNTESIS DE LA ECONOMÍA ARGENTINA (22/09/2014)
Baja de exportaciones agrícolas barren con el superávit comercial

La caída en el precio de la soja a valores que a noviembre (próxima siembra) ya están en US\$362 por tonelada, lo que representa una caída de 33,7% respecto al precio de mayo (última cosecha). Este nuevo escenario está planteando un interrogante respecto de la viabilidad de la producción de soja en algunas regiones para la siguiente campaña. De cara al próximo año, el área sembrada mostraría un retroceso significativo. Esto, junto con un empeoramiento de los precios internacionales, llevaría a un derrumbe de las exportaciones, dificultando el ingreso de divisas en un complicado contexto de escasez de dólares, que sería profundizado por el default.

EXPORTACIONES DE PRINCIPALES CULTIVOS				
	Cantidad	Precio	Valor Exportado	Diferencia
	Miles de Tn	US\$ por tn	M de US\$	M de US\$
Soja (promedio pond: porotos, aceites y harinas)				
2013	43,510	568	24,700	-
2014e	46,859	482	22,601	-2,099
2015p	42,714	392	16,747	-5,853
Maíz				
2013	24,569	280	6,877	-
2014e	24,600	215	5,289	-1,588
2015p	23,705	141	3,342	-1,947
Trigo				
2013	2,265	399	905	-
2014e	700	370	259	-646
2015p	675	195	132	-127
TOTAL 2°S 2014 y 2015				-12,260

Fuente: OJF & Asociados en base a SeNaSa, MINAGRI y estimaciones propias

Frente a esto, la rentabilidad de la producción de soja se ha reducido fuertemente, especialmente en las regiones de menor productividad o mayor distancia al puerto. De cara a la próxima campaña, la caída del margen del negocio se ajustaría parcialmente a través de un abaratamiento de los arrendamientos y esquemas en los cuales el arrendador asuma mayores riesgos que en temporadas anteriores. Las principales zonas productoras afectadas por este contexto son las provincias de Santiago del Estero y Salta, y el sudoeste de la provincia de Buenos Aires, que en este momento presentan niveles de rentabilidad excesivamente bajos, que harían inviable la producción con la estructura de costos de la última cosecha.

Teniendo en cuenta estos factores, estimamos que el área sembrada de soja caería un 4,2% y alcanzaría las 19.500.000 hectáreas. Además, en un contexto de fuertes restricciones a las importaciones, el sector agropecuario se verá forzado a utilizar insumos de menor calidad, afectando negativamente el rendimiento medio de la tierra, que sería de 2,57 toneladas por hectárea. De esta manera, la producción total para la siguiente campaña sería de 50,1 millones de toneladas, valor que representa una disminución de 9,7% respecto de su resultado de este año. La misma realidad impactará sobre la producción de maíz, que estimamos alcanzaría las 27,6 millones de toneladas, disminuyendo 11,1% interanual. Por otro lado, la producción de trigo sería equivalente a 8,7 millones de toneladas, valor que representa una merma de 5,9% respecto de su valor de este año, y se destinaría mayormente a consumo interno.

En este esquema y con los precios actuales de los granos es de esperar que las exportaciones agrícolas caigan unos US\$12.260 millones en los 18 meses que van del 12's14 y el 2015. Esto implica que de no existir grandes cambios en las importaciones, la balanza comercial en 2015 sería deficitaria por primera vez desde 1999. Sin embargo, para que esto suceda será necesario obtener divisas por otras vías, porque las reservas no son suficientes para financiar un déficit comercial, el déficit de la balanza de servicios, los vencimientos de deuda (pública y privada) y la venta por dólar ahorro.

Se vienen los pesos

A la falta de dólares se contraponen la perspectiva de una creciente emisión monetaria. Hasta ahora, la fuerte política de esterilización ha mantenido la tasa de crecimiento de la cantidad de dinero en un ritmo

SÍNTESIS DE LA ECONOMÍA ARGENTINA (22/09/2014)

moderado, a pesar de los desbalances fiscales. Sin embargo, en lo que resta del año, las necesidades de financiamiento del tesoro se incrementarán considerablemente y deberán ser costeadas con mayor emisión. Además, el BCRA enfrentará elevados vencimientos por las letras colocadas, por lo que la cantidad de pesos en circulación en los últimos meses del año evidenciará un importante crecimiento.

Durante los primeros seis meses del año, el déficit fiscal alcanzó los \$ 66.768 M, incrementándose 174% respecto a igual período del año pasado, producto de una creciente brecha entre el ritmo de expansión del gasto y la dinámica de los ingresos. En efecto, el gasto acumuló una tasa de crecimiento interanual del 48%, mientras que los ingresos lo hicieron a una tasa 10 p.p. inferior.

La brecha entre erogaciones y recursos ha sido financiada con

emisión monetaria por parte del BCRA. En el primer semestre, el stock de adelantos transitorios se incrementó \$ 13.750 M, mientras que las utilidades cedidas alcanzaron los \$ 29.477 M, un 180% más que en igual período de 2013. Si descontamos los usos de estas transferencias para pagos de vencimientos en dólares y otras operaciones, puede observarse que la expansión de la base monetaria asociada a la financiación al tesoro fue de \$ 24.831 M, valor que representa una suba de 250% anual.

Dada la estacionalidad de las partidas presupuestarias, en el segundo semestre las necesidades de fondeo se incrementarían en \$ 155.000 M, lo que significaría una expansión de la base monetaria de hasta \$ 140.000 M, de los cuales \$ 100.000 M se efectivizarán en el último cuatrimestre.

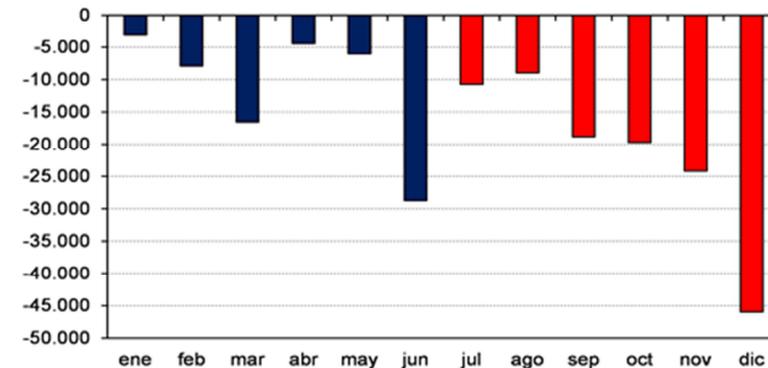
Si bien una suba de tasas es un instrumento de política que posee el Banco Central que le permite demorar una crisis de balanza de pagos, para mantener el crecimiento de la cantidad de dinero en una tasa razonable, el Banco Central deberá conservarla en niveles elevados. Así, podrá renovar buena parte de sus vencimientos por letras a costa de afectar la actividad.

Si bien esto es una posibilidad en el corto plazo, la política se volverá insostenible en el mediano si el tesoro no corrige sus desbalances, dado que el BCRA deberá hacer frente a un importante déficit cuasifiscal junto con mayores asistencias al fisco, elevando la tasa de expansión de la cantidad de dinero a futuro. En definitiva, en la medida en que no se alcance el equilibrio presupuestario, el BCRA no podrá controlar la cantidad de dinero, y en última instancia, la tasa de inflación y devaluación.

DÉFICIT FISCAL MENSUAL DE LA NACIÓN 2014

Millones de pesos

Déficit fiscal mensual excluyendo rentas de la propiedad, en \$ M



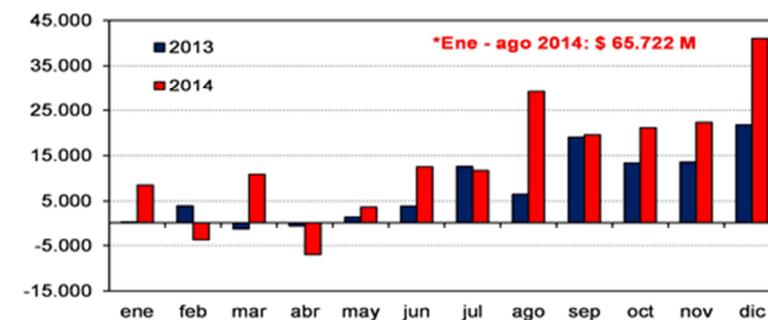
Fuente: OJF & Asociados en base a MECON y estimaciones propias

EXPANSIÓN DE BASE MONETARIA DESTINADA AL TESORO

Millones de pesos

EXPANSIÓN DE LA BASE MONETARIA - SECTOR PÚBLICO

Expansión de la base monetaria destinada al S.Público. En \$ M, mensual*



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

SÍNTESIS DE LA ECONOMÍA ARGENTINA (22/09/2014)

Qué esperar en 2014-2015

El Gobierno se enfrenta con un dilema de escasez, bastante agudo. La economía no tiene capacidad de crecimiento por el lado de la oferta, porque la productividad y las inversiones en algunos rubros clave (por ejemplo, energía) has sido muy bajas. A esta restricción se le suma la escasez de dólares que en lugar de corregirse vía precio (tipo de cambio) se intentó corregir desde el 2012 mediante restricciones y regulaciones para evitar un aumento de la inflación. El resultado de esta política fue profundizar la baja capacidad de crecimiento y la falta de productividad con un aumento de las regulaciones.

Sin embargo, el cepo cambiario y las restricciones al comercio exterior no resolvieron el problema de la escasez de divisas porque todas estas medidas provocaron una caída en la oferta de dólares. En primer lugar, como no se bajó la inflación, se perdió competitividad en materia de exportaciones, y en segundo lugar, al no poder comprar dólares tampoco se vendieron en el mercado oficial.

En este contexto, la caída de la soja y el nuevo default son dos nuevas variables que reducen la entrada de divisas, pero ahora el contexto es peor que en 2012. La inflación es mayor, crecimiento es menor, las reservas son más bajas, vencimientos de deuda en 2015 son mayores, la soja es más barata y el déficit fiscal es creciente. Con lo cual, intentar aumentar las restricciones en el mercado de cambios sería muy recesivo y devaluar implicaría arriesgarse a un nuevo salto inflacionario.

En este contexto, lo mejor sería intentar conseguir divisas. Pero como es posible que no se consigan todas las necesarias, el gobierno haría una mezcla de las tres cosas (devaluar, restringir más el comercio exterior y conseguir divisas). La mejor opción para conseguir fondos del exterior es negociar con Holdouts y colocar deuda. Sin embargo, el gobierno intentaría primero caminos alternativos mucho menos eficaces (swap de monedas con China o BID por ejemplo).

Aun alcanzando un acuerdo con los Holdouts en 2015, que permitiría al Gobierno Nacional junto con YPF, la Provincia de Buenos Aires y la Capital Federal, entre otros, colocar deuda para obtener divisas por unos US\$11.000 millones, sólo alcanzaría para evitar una recesión. En este sentido, problemas como la inflación y el exceso de regulaciones (incluso en el comercio exterior) no se modificarán, pero le darán al Gobierno mayor margen de maniobra en su último año para contener la inflación y evitar una recesión.

PROYECCIONES 2014 Y ESCENARIOS 2015

Bajo este contexto, hemos planteado tres nuevos escenarios para el 2015, cuyas diferencias claves se encuentran alrededor de un probable arreglo con los holdouts y el precio de la soja. Adicionalmente, existen otras variables como la suba de la tasa de interés y el crecimiento de Brasil y de la región que podrían mejorar el contexto. Los escenarios planteados de cara al 2015, son los siguientes:

- **Mejora Soja y Brasil (Optimista) 10%**
 - Recuperación de la Soja a US\$ 500 por tn
 - Tasa de la FED sube lentamente hasta 0,50%
 - PIB de Brasil crece 3%
 - Arreglo con Holdouts en Enero
 - El Gob. Nacional coloca deuda por US\$8.000 M
- **Política Actual + Financiamiento (Base) 55%**
 - Soja a US\$ 400 por Tn
 - Tasa de la Fed sube a 1%

SÍNTESIS DE LA ECONOMÍA ARGENTINA (22/09/2014)

- PIB de Brasil crece 1,7%
- Se coloca deuda por US\$12.000 M
- **Crisis Cambiaria (Pesimista) 35%**
 - Soja US\$ 350 por tn o menos
 - Tasa de la Fed sube rápidamente y supera el 1% a fin de año
 - PIB de Brasil crece 1,7%
 - No hay arreglo con Holdouts / se intenta cambio de jurisdicción
 - No hay colocación de deuda

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS 2014-2015

unidad	2013	2014 p			2015 p				
		Política Actual	Nuevos Ajustes	Prom. Pond.	Pesimista	Base	Optimista	Prom. Pond.	
Probabilidad		80%	20%		35%	55%	10%		
Actividad Económica									
IGA-OJF	var % anual	3.2%	-2.0%	-2.7%	-2.2%	-4.0%	0.4%	2.5%	-0.9%
Precios, Tipo de cambio y Tasas de int.									
Inflación Minorista (dic/dic)	var % anual	29.8%	41.4%	51.8%	43%	42.6%	39.0%	38.8%	40%
Salario prom. nominal (dic/dic)	var % anual	25.8%	32.4%	37.1%	33%	32.2%	35.6%	35.6%	34%
Salario Real (dic.)	var. % anual	0.5%	-6.4%	-9.6%	-7%	-7.3%	-2.4%	-2.3%	-4%
Tipo de Cambio (dic)	\$/US\$ oficial	6.35	9.55	11.21	9.88	16.64	13.3	13.07	14.46
Tasa Adelantos en cta. cte.	%TNA - dic	24.8%	37.9%	45.0%	39%	59.0%	36.0%	32.0%	44%
Sector Público									
<i>Sin utilidades del BCRA</i>									
Resultado Primario (SPNF)	mill. AR\$	-57,361	-131,263	-124,263	-129,863	-199,318	-205,860	-188,004	-201,785
	% del PIB	-2.0%	-3.3%	-2.8%	-3.2%	-3.6%	-3.7%	-3.3%	-3.6%
Resultado Fiscal (SPNF)	mill. AR\$	-99,359	-188,851	-178,972	-186,875	-280,778	-277,072	-257,298	-276,392
	% del PIB	-3.4%	-4.7%	-4.1%	-4.6%	-5.1%	-5.0%	-4.5%	-5.0%
Sector Externo									
Balance Comercial	mill. US\$	9,024	6,292	6,500	6,333	4,256	-2,352	5,186	715
	% del PIB	1.7%	1.3%	1.4%	1.3%	1.0%	-0.5%	1.0%	0.2%
Stock de Reservas (dic)	mill. US\$	30,599	23,316	24,000	23,453	13,297	16,554	22,726	16,031

AUTORIDADES

Presidente

Orlando J. Ferreres

Vicepresidente

Francisco Gismondi

Vocales

Ludovico A. Videla

Raúl Sanguinetti

Daniel Montamat

Néstor Arcuri

Sebastián Marcilese

EQUIPO DE TRABAJO

Directora de Investigaciones

Marta N. Barros

Investigador Invitado

Alberto O. Rodríguez

Investigadores

Luciana Carcione

Nicolás Alonzo

Erik Schachter

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 (22/09/2014)

SPONSORS DE PROYECTOS DE LA FUNDACION

**PETROBRAS**BANCO COMAFI 

GRIMOLDI

**ROGGIO**

IERAL



SÍNTESIS DE LA ECONOMÍA ARGENTINA (22/09/2014)

CATÁLOGO DE PUBLICACIONES DE LA FUNDACIÓN NORTE Y SUR

NyS N° 001

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

NyS N° 002

Asignaciones Familiares. 1996

NyS N° 003

China Continental: Perspectivas. 1997

NyS N° 004

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

NyS N° 005

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

NyS N° 006

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

NyS N° 007

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

NyS N° 008

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

NyS N° 009

Presupuesto 1999: Hipótesis alternativas de crecimiento económico. Septiembre 1998

NyS N° 010

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

NyS N° 011

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

NyS N° 012

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

NyS N° 013

PRESUPUESTO NACIONAL: Fines, Medios y Resultados. Abril 1999

NyS N° 014

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

NyS N° 015

Relaciones Laborales en el Sector Público Argentino. Octubre 1999.

NyS N° 016

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

NyS N° 017

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

NyS N° 018

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

NyS N° 019

SÍNTESIS DE LA ECONOMÍA ARGENTINA (22/09/2014)

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 (22/09/2014)

NyS N° 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 N° 067

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

NyS N° 068

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

NyS N° 069

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

NyS N° 070

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

NyS N° 071

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

NyS N° 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 N° 073

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

NyS N° 074

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

NyS N° 075

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

NyS N° 076

La Deuda Invisible. Noviembre 2011

NyS N° 077

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

NyS N° 078

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

NyS N° 079

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

NyS N° 080

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

NyS N° 081

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

SÍNTESIS DE LA ECONOMÍA ARGENTINA (22/09/2014)

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

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

3 ✉ info@fundacionnorteysur.org.ar