

# ESPECULACIÓN FINANCIERA Y BROTES SECOS

NOVIEMBRE DE 2016  
Informe de  
 coyuntura N° 21



**DEUDA**



# Informe de coyuntura N° 21

Equipo de investigación de CIFRA:

Nicolás Arceo, Mariano Barrera, Mariana González y Pablo Manzanelli

Noviembre 2016

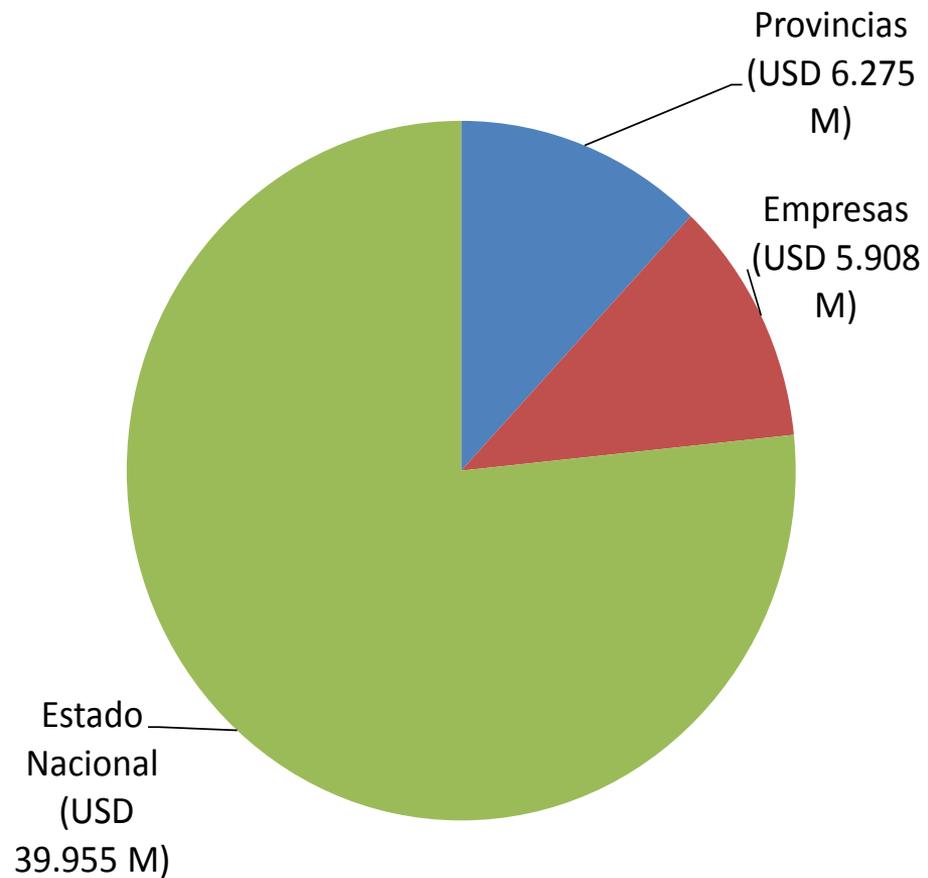
- ✓ Desde la asunción del gobierno macrista el régimen económico experimentó mutaciones significativas que se manifestaron en la desviación hacia la valorización financiera como eje del proceso de acumulación. Las nuevas colocaciones de deuda acumularon USD 52.000 millones en los primeros 10 meses del año si se contabilizan las emisiones de los gobiernos nacional y provinciales y la considerable deuda emitida por grandes corporaciones.
- ✓ La rentabilidad esperada de las opciones de inversión productiva resulta escasa como consecuencia de la recesión interna, la apertura comercial, la agudización de la apreciación cambiaria y las escasas o nulas políticas industriales. En paralelo, se presentan elevados rendimientos en dólares de las tasas de interés, especialmente de las Lebac, instrumento financiero que se está constituyendo en una verdadera bomba tiempo fiscal y cambiaria para la economía argentina por el elevado endeudamiento que implica para el Banco Central. En este escenario la inversión financiera desplaza a la productiva y no se logra mitigar la fuga de capitales.
- ✓ De allí que en lugar de una reactivación de la inversión, como esperaba el gobierno, la fuga de capitales al exterior trepó a USD 11.000 millones de dólares en los primeros nueve meses del año. Se trata de una magnitud similar a la que tuvieron las colocaciones de deuda del gobierno nacional si se descuentan las cancelaciones de vencimientos de ese período. Por consiguiente, la deuda pública nacional sirve para refinanciar vencimientos de deuda y cubrir el déficit fiscal, al tiempo que garantiza las divisas requeridas para la fuga de capitales al exterior.
- ✓ En ese marco, de modo similar a lo ocurrido durante el decenio de 1990, el déficit fiscal tiende a legitimar el acceso a un nuevo ciclo de endeudamiento. En este sentido, primero se amplió el déficit con cuestiones metodológicas y, luego, con variadas transferencias de ingresos -como es el caso de la quita de retenciones a las exportaciones, rebaja de impuesto a los bienes personales, la condonación de deuda a las eléctricas, la cancelación de la deuda con las obras sociales sindicales, etc.- que permiten viabilizar los objetivos de la política económica del gobierno.

- ✓ Bajo estas circunstancias, y a contramano de los brotes verdes que persistentemente plantean los erráticos pronósticos del gobierno, se asiste a una recesión económica (-2,3% interanual en los primeros 8 meses) que aun no da indicios sólidos de haber alcanzado su piso. Esta contracción del nivel de actividad se explica especialmente por el mal desempeño de la industria y la sensible caída de la construcción (-4,6% y -12,8% interanual en los primeros tres trimestres del año, respectivamente), las cuales profundizaron sus retracciones en septiembre. En el caso de la construcción esta caída es indisociable de la disminución del gasto real en obra pública.
- ✓ Por el lado de la demanda, además del bajo nivel de inversión, se advierte un significativo deterioro en los indicadores de consumo privado, que también se acentuaron en los últimos meses. Ello se encuentra asociado, por un lado, a la caída del salario real como consecuencia de la inflación más alta de las últimas dos décadas, y, por el otro, al aumento de la desocupación que tiene sus raíces en la caída del empleo privado en la industria y la construcción. Al respecto, cabe resaltar que, paradójicamente a los enunciados oficialistas en la materia, el único factor que morigeró la caída del empleo registrado total durante los primeros tres trimestres del año fue la expansión del empleo público que compensó la contracción del empleo privado. A ello debe adicionarse la caída del empleo no registrado, que es la principal variable de ajuste en períodos recesivos.
- ✓ El único componente del Producto Interno Bruto que experimentó un crecimiento en los primeros tres trimestre del año fue el saldo comercial, que acumuló USD 2.000 millones de superávit. Se trata de un fenómeno singular: en valores la reducción de las importaciones duplicó la caída de las exportaciones. Ambas reducciones se asocian a la caída de los precios externos en el marco de una contracción del 6% de las importaciones mundiales en el primer semestre, dado que medidas en cantidades se incrementaron en una proporción similar (excepto las importaciones de bienes de consumo que crecieron 18,8%). Se trata de un aspecto delicado de la política económica de Macri en un escenario internacional convulsionado ante los resultados de las elecciones presidenciales en Estados Unidos.

# Nuevo ciclo de endeudamiento externo

- ✓ El año 2016 marcó el inicio de un nuevo ciclo de endeudamiento externo, destinado a financiar la fuga de capitales y el déficit del sector público, tal como aconteció en la década del noventa. Cabe recordar que dicho proceso culminó en una de las peores crisis de la historia de la Argentina.
- ✓ En los primeros 10 meses del año, el ingreso de divisas, a través de la colocación de deuda externa, alcanzó USD 52.138 millones. De ese monto USD 39.955 millones fueron emitidos por el Gobierno nacional, USD 6.275 millones por las Provincias y USD 5.908 millones por grandes corporaciones, como es el caso de YPF, IRSA, Arcor, Cablevisión, Petrobras, Banco Hipotecario y Galicia, entre los principales.
- ✓ De este modo, la baja relación deuda externa con privados/PIB, producto de más de una década de la política de desendeudamiento, se encuentra en una acelerada reversión. En el cuarto trimestre de 2015 dicho ratio era del 10,3% para elevarse al 19,5% en el segundo trimestre de 2016. Por su parte, la deuda pública total, que alcanzaba el 33,9% del PIB, trepó al 45% en el segundo trimestre de 2016. Se trata de un vertiginoso incremento que registra límites en el corto plazo.

Colocaciones de deuda externa según tipo de emisor, enero-octubre 2016 (en millones de dólares)

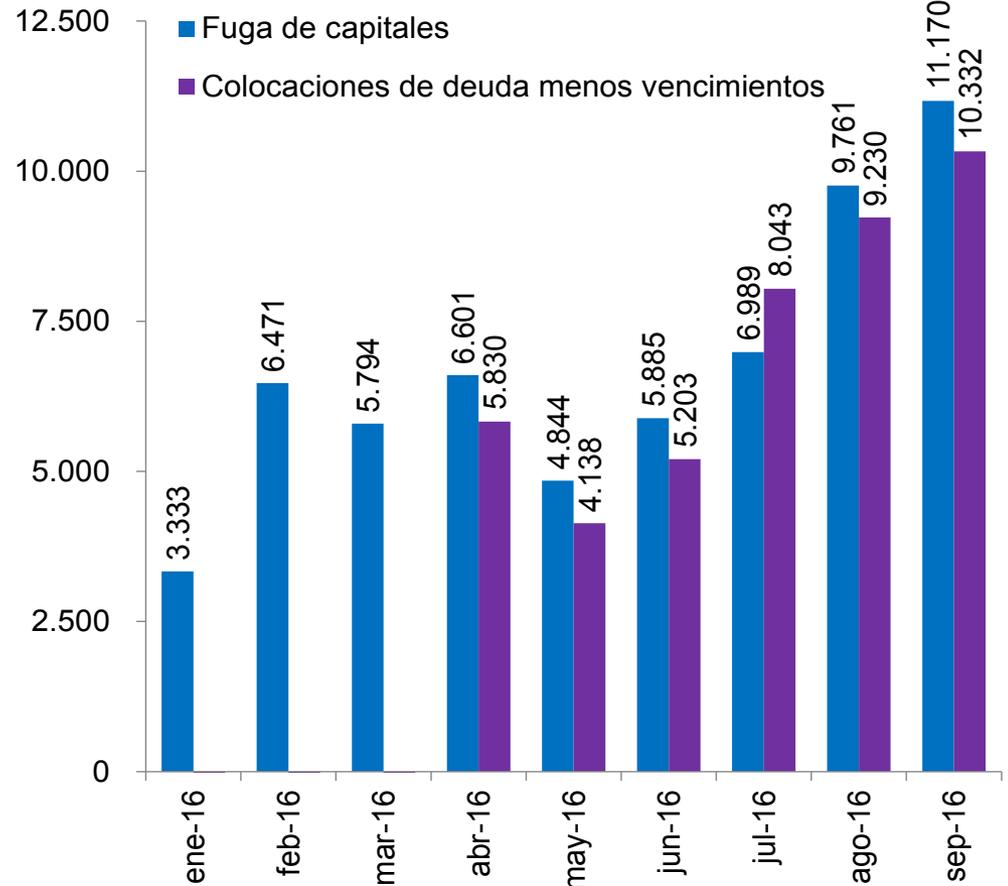


Fuente: elaboración propia en base al Boletín Oficial, IAMC, Infobae, el Cronista Comercial, Estudio Broda & Asoc y medios de prensa provinciales.

# Fuga de capitales al exterior

- ✓ Durante los primeros nueve meses del año la formación de activos externos del sector privado no financiero alcanzó USD 10.022 millones. Si a este indicador se le resta la variación de los depósitos en dólares se obtiene una aproximación a la fuga de capitales al exterior, la cual ascendió a USD 11.170 millones. Es el doble que lo registrado en el mismo período de 2015.
- ✓ La desregulación del mercado cambiario, las elevadas tasas de interés y las escasas oportunidades de inversión productiva condujeron, al igual que en la década del noventa, a que la fuga de capitales sea financiada a través del endeudamiento externo. A tal punto que la deuda pública nacional acumulada, descontado los vencimientos, alcanzó a USD 10.332 millones, un monto similar al stock de la fuga de capitales.
- ✓ Cabe señalar que la fuga de capitales sólo se morigeró cuando el Banco Central elevó sensiblemente las tasas de interés internas, intensificando la “bicicleta financiera” en el mercado local.

Stock acumulado de fuga de capitales y colocaciones de deuda del sector público nacional (excluye vencimientos), enero-septiembre 2016(\*) (en millones de dólares)



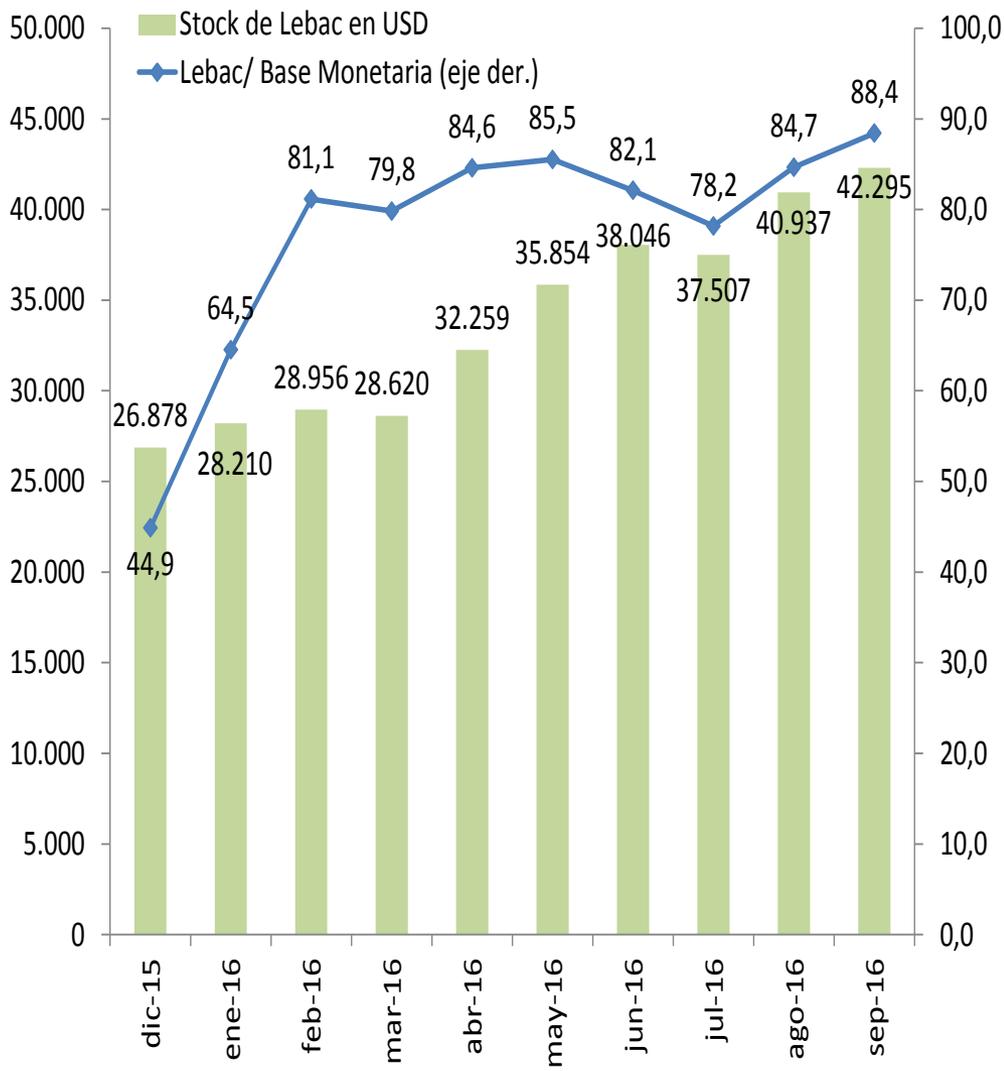
Nota: (\*) La fuga de capitales se estima en base a la formación de activos externos del sector privado no financiero y se restan la variación de los depósitos en dólares que contabiliza el BCRA en el balance cambiario. Respecto a la deuda se restaron los vencimientos en dólares a la deuda emitida en USD durante 2016, con la única excepción de la correspondiente al pago a los fondos buitres.

Fuente: elaboración propia en base a BCRA y Ministerio de Hacienda y Finanzas Públicas.

# Endeudamiento del BCRA y el papel de las Lebac

- ✓ La estrategia de mantener elevadas tasas de interés de las Lebac como mecanismo de esterilización de pesos y de contención (provisoria) de la demanda de dólares, generó una notable expansión de este tipo de endeudamiento en pesos que se adiciona a la deuda pública anterior.
- ✓ Desde la asunción de la alianza Cambiemos el stock de Lebac creció en dólares el 57% hasta septiembre, lo que implicó que en ese mes se alcance un stock acumulado de USD 42.295 millones. Se trata del activo financiero por excelencia que promovió el desplazamiento de la inversión en la economía real hacia la financiera. Sus altos rendimientos en dólares, que alcanzan el 23,7% en 2016, y el ancla cambiaria constituyeron un escenario propicio para la valorización financiera de capital.
- ✓ Se debe resaltar que ante un cambio de expectativas los inversores podrían abandonar las letras y adquirir dólares. En este contexto, para no provocar un drenaje de reservas, el Banco Central debería acceder a un nuevo endeudamiento. Se trata de una verdadera bomba de tiempo fiscal y cambiaria.

Stock de letras del BCRA (Lebac) y porcentaje respecto a la base monetaria, diciembre-octubre 2016 (en millones de dólares y porcentajes)



Fuente: elaboración propia en base al BCRA.

# Importante déficit a pesar del ajuste en la obra pública

- ✓ Lejos de corregir el déficit fiscal, que constituía uno de los principales problemas económicos según el gobierno nacional, en los primeros nueve meses del año se registró un importante incremento del mismo. Se trata de un aspecto que tiende a legitimar la estrategia de endeudamiento público.
- ✓ El déficit financiero se incrementó 32% en términos interanuales, empujado no sólo por el mayor ritmo de incremento de gastos que de ingresos sino también por el aumento en el monto de intereses de la deuda. Este déficit hubiera sido sustancialmente mayor de no ser por las rentas del BCRA y el Fondo de Garantía de Sustentabilidad.
- ✓ Hasta septiembre se advierte un bajo nivel de recaudación en el marco de una economía recesiva. Los ingresos primarios crecieron sólo 26% en términos nominales (menos que la inflación), especialmente por una baja recaudación impositiva. También el gasto primario creció por debajo del nivel de precios, especialmente por el freno de la inversión y la obra pública.

## Ingresos, gastos y resultado del sector público nacional, ene/sep. 2015 y 2016 (en millones de \$ y porcentajes)

Concepto	Ene/ Sep 2015	Ene/ Sep 2016	Var. %
<b>Ingresos Primarios</b>	<b>878.099</b>	<b>1.108.023</b>	<b>26%</b>
Impositivos	527.372	646.091	23%
Seguridad Social	304.823	406.299	33%
Resto	45.903	55.634	21%
<b>Gasto Primario</b>	<b>1.025.108</b>	<b>1.331.088</b>	<b>30%</b>
Remuneraciones	139.060	185.567	33%
Bienes y Servicios	49.641	51.047	3%
Seguridad Social	371.749	513.000	38%
Transferencias al Sector Privado	236.982	322.260	36%
Transferencias a Provincias y CABA	71.580	82.278	15%
Transferencias a Universidades	33.011	44.272	34%
Gasto de Capital (sin provincias)	72.758	79.841	10%
Resto (incluye déficit Emp. Públicas)	50.327	52.823	5%
<b>Resultado Primario Sin renta</b>	<b>-147.009</b>	<b>-223.064</b>	<b>52%</b>
Rentas BCRA	51.500	109.617	113%
Rentas FGS	36.193	56.098	55%
<b>Resultado Primario con Rentas</b>	<b>-59.316</b>	<b>-57.349</b>	<b>-3%</b>
Intereses de la deuda	80.235	126.611	58%
<b>Resultado Financiero</b>	<b>-139.551</b>	<b>-183.960</b>	<b>32%</b>

Fuente: elaboración propia en base a información del Ministerio de Hacienda y Finanzas Públicas.

- ✓ La reducción de la recaudación fiscal no fue homogénea. Por el contrario, las evidencias muestran un cambio en su composición.
- ✓ Por un lado, se experimentó un incremento del peso de los impuestos regresivos como el IVA y se redujo la participación de tributos progresivos, como es el caso de ganancias, que perdió 2,7 puntos porcentuales en la distribución.
- ✓ Los recursos aduaneros perdieron también incidencia pero con una fuerte alteración en su interior. A partir de la apertura comercial, el efecto de la devaluación y la eliminación o reducción de las retenciones, se incrementó la recaudación sobre las importaciones y se alcanzó una notable pérdida de participación de los derechos de exportación que en los primeros nueve meses del año descendió 1,5 puntos porcentuales en la estructura de la recaudación.

## Composición de la recaudación total del país, ene/sep. 2015 y 2016 (en porcentajes y puntos porcentuales)

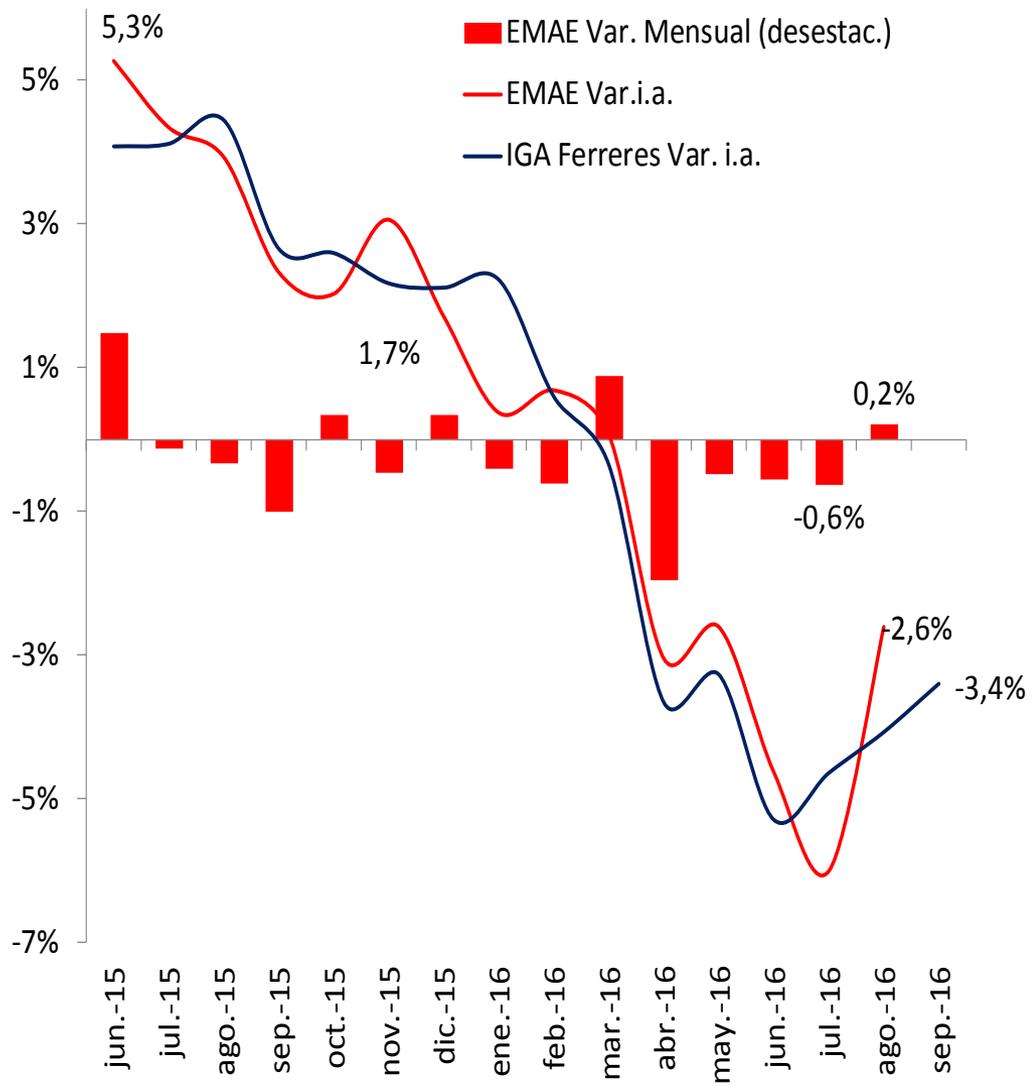
Concepto	Ene/Sep 2015	Ene/Sep 2016	Var. pp
<b>Total Recaudación</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>0,0</b>
<b>Impuestos</b>	<b>53,1</b>	<b>51,7</b>	<b>-1,3</b>
- IVA neto	27,2	28,7	1,5
- Ganancias	24,6	21,9	-2,7
- Bienes personales	1,3	1,1	-0,2
<b>Seguridad Social</b>	<b>26,3</b>	<b>27,4</b>	<b>1,1</b>
<b>Recursos Aduaneros</b>	<b>7,6</b>	<b>6,8</b>	<b>-0,8</b>
- Derechos de exportación	5,4	3,9	-1,5
- Derechos importación	2,3	2,9	0,6
<b>Resto</b>	<b>13,0</b>	<b>14,1</b>	<b>1,1</b>

Fuente: elaboración propia en base a información de la AFIP.

# Se extiende la recesión económica

- ✓ En el marco del nuevo régimen económico la economía real experimentó una significativa contracción en el nivel de actividad. En los primeros tres trimestres del año la caída en el nivel de actividad económica persiste sin advertirse el punto de inflexión. Pese a una leve recuperación en el mes de agosto en términos mensuales y desestacionalizados, las caídas interanuales siguen siendo significativas en agosto y septiembre.
- ✓ Las perspectivas no son alentadoras, dado que el consumo privado está negativamente condicionado por la caída en el poder adquisitivo de los salarios y la caída de la ocupación.
- ✓ A su vez, no se evidencia una mejora en las oportunidades de inversión en un mercado local en recesión, con apertura externa, apreciación cambiaria y pocas o nulas políticas productivas. En este contexto, el aumento del gasto público ante el escenario electoral del año que viene sólo podrá mitigar dichas tendencias en forma insuficiente.

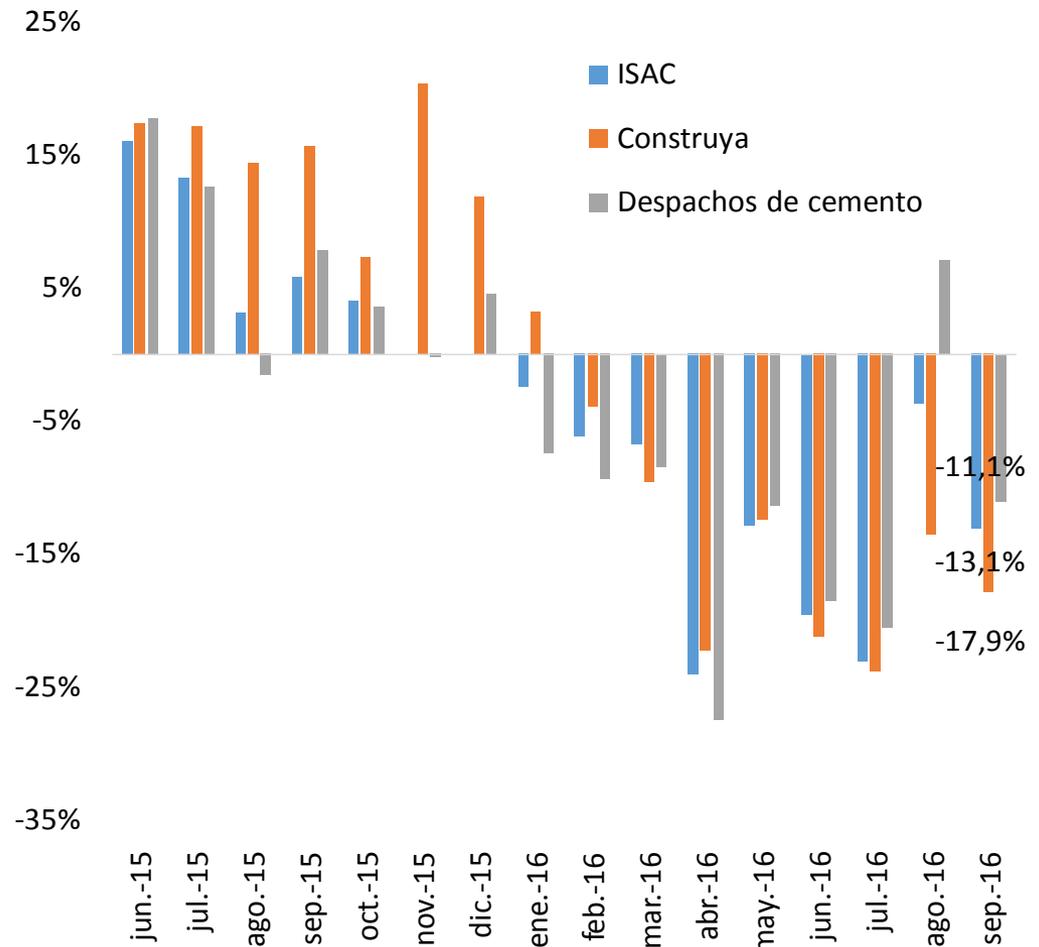
## Variación interanual de la actividad económica, jun/15-sept/16 (en porcentajes)



Fuente: elaboración propia en base a OJF e INDEC.

- ✓ La desaceleración en los niveles de contracción de los distintos indicadores vinculados a la construcción durante el mes de agosto hicieron suponer que se estaba ante una inminente fase de recuperación. Sin embargo, los datos de septiembre echaron por tierra la suposición del gabinete económico.
- ✓ El ISAC (Indicador Sintético de Actividad de Construcción) elaborado por el INDEC muestra una contracción del 13,1% en septiembre de 2016, respecto de los ya deprimidos niveles alcanzados en el segundo semestre de 2015.
- ✓ El despacho de cemento se redujo un 11,1% en septiembre de 2016, tras una transitoria recuperación de este indicador en el mes de agosto.
- ✓ En este sentido, también se comporta el índice Construya, que mide la actividad de las empresas líderes del sector. Este índice tuvo una contracción interanual de 17,9% en septiembre.

## Variación interanual del ISAC, del índice Construya y despacho de cemento, jun/15-sept/16 (en porcentajes)

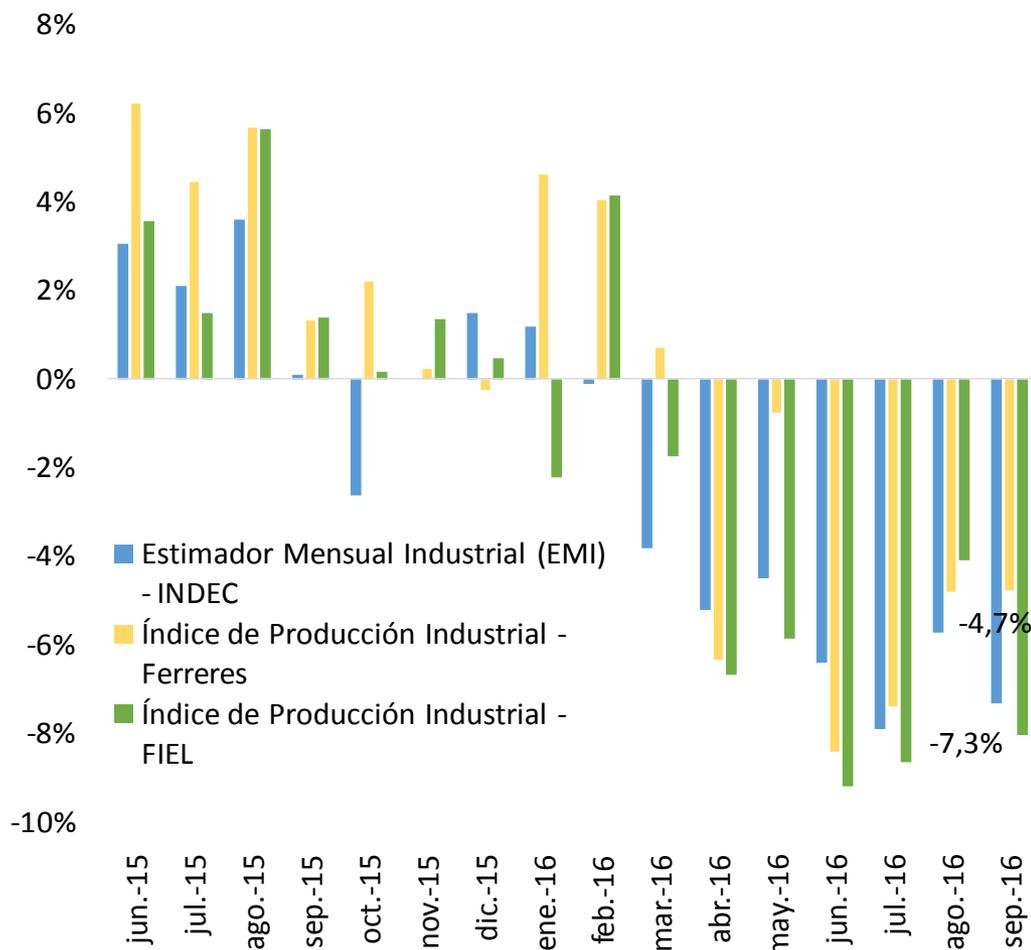


Fuente: elaboración propia en base a información de INDEC, Índice Construya y de la Cámara del Cemento.

# Caída de la actividad industrial

- ✓ En el primer bimestre del año el aumento de la actividad agroindustrial permitió una acotada recuperación de la industria en su conjunto, que rápidamente se desplomó.
- ✓ Es a partir del segundo trimestre que, en consonancia con la desaceleración de la agroindustria y la aguda contracción de las restantes ramas fabriles, se advierte una profunda retracción industrial. Esta caída no se vincula solo con la crisis brasilera sino también, y fundamentalmente, con los menores niveles de consumo y de inversión, así como con la apertura comercial que implica una mayor competencia de productos importados. Las expectativas son desfavorables tanto por la situación local como mundial, y que sólo puede ser mitigada por una posible -aunque no garantizada- recuperación de la economía brasileña.
- ✓ A septiembre de 2016, el EMI elaborado por el INDEC se contrajo 7,3% respecto a igual mes del año anterior, mientras que el índice de actividad industrial de Ferreres lo hizo en 4,7% y el de FIEL en 8,0%.

Variación interanual de la producción industrial según INDEC, FIEL y Ferreres, jun/15–sept/16 (en porcentajes)

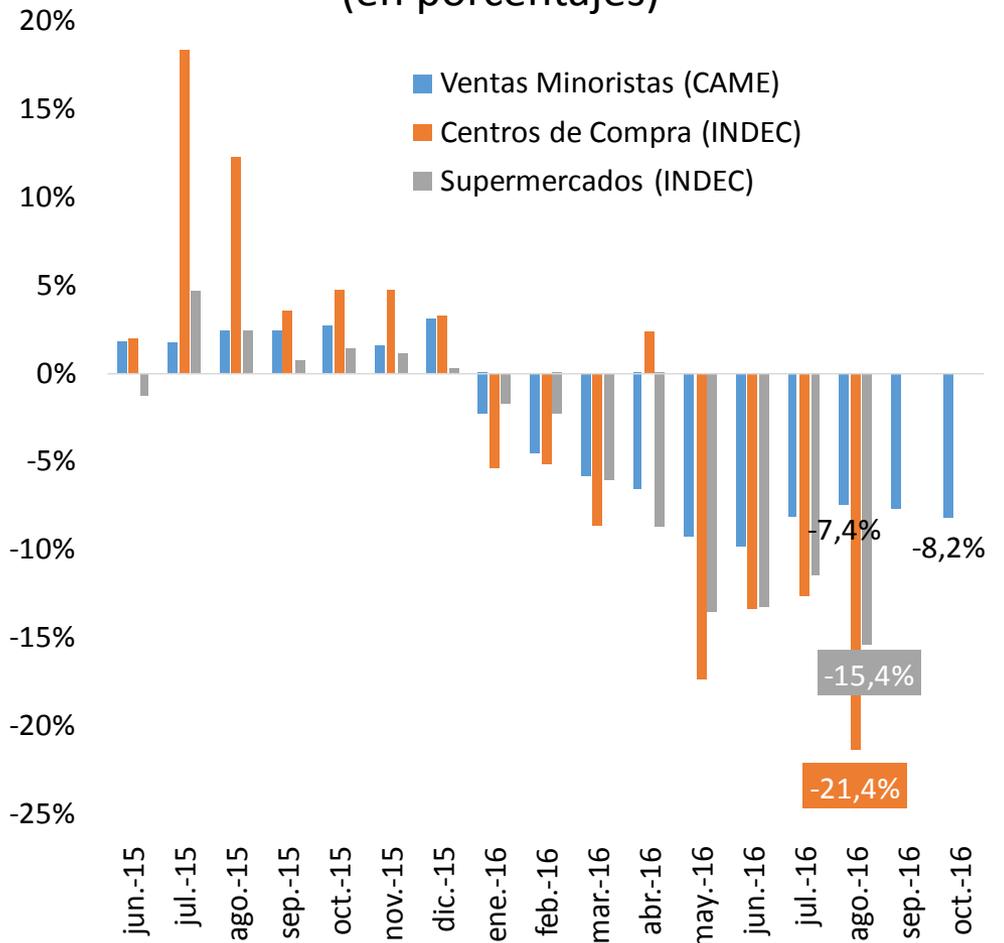


Fuente: elaboración propia en base a información de INDEC, OJF y FIEL.

# Continúa la caída del consumo

- ✓ Los distintos indicadores del nivel de consumo de la población no sólo presentan una tendencia negativa a lo largo de todo 2016, sino que además experimentaron una profundización desde el mes de mayo.
- ✓ Esta tendencia es consecuencia, principalmente, de la contracción de los salarios reales, que afectó sensiblemente la capacidad de consumo de la población. A ello se suma la caída en el empleo privado e informal.
- ✓ En el mes de octubre de 2016 las ventas minoristas registradas por CAME se redujeron 8,2%, cifra que indica que no se evidencia ninguna desaceleración en la caída de este indicador.
- ✓ Las ventas en supermercados relevados por el INDEC se contrajeron, en términos reales, 15,4% en agosto (último dato disponible), mientras que las ventas en centros de compras cayeron 21,4% en igual mes.

## Variación interanual de las ventas minoristas (CAME), y en centros de compra y supermercados (INDEC), jun-2015/oct-2016 (en porcentajes)

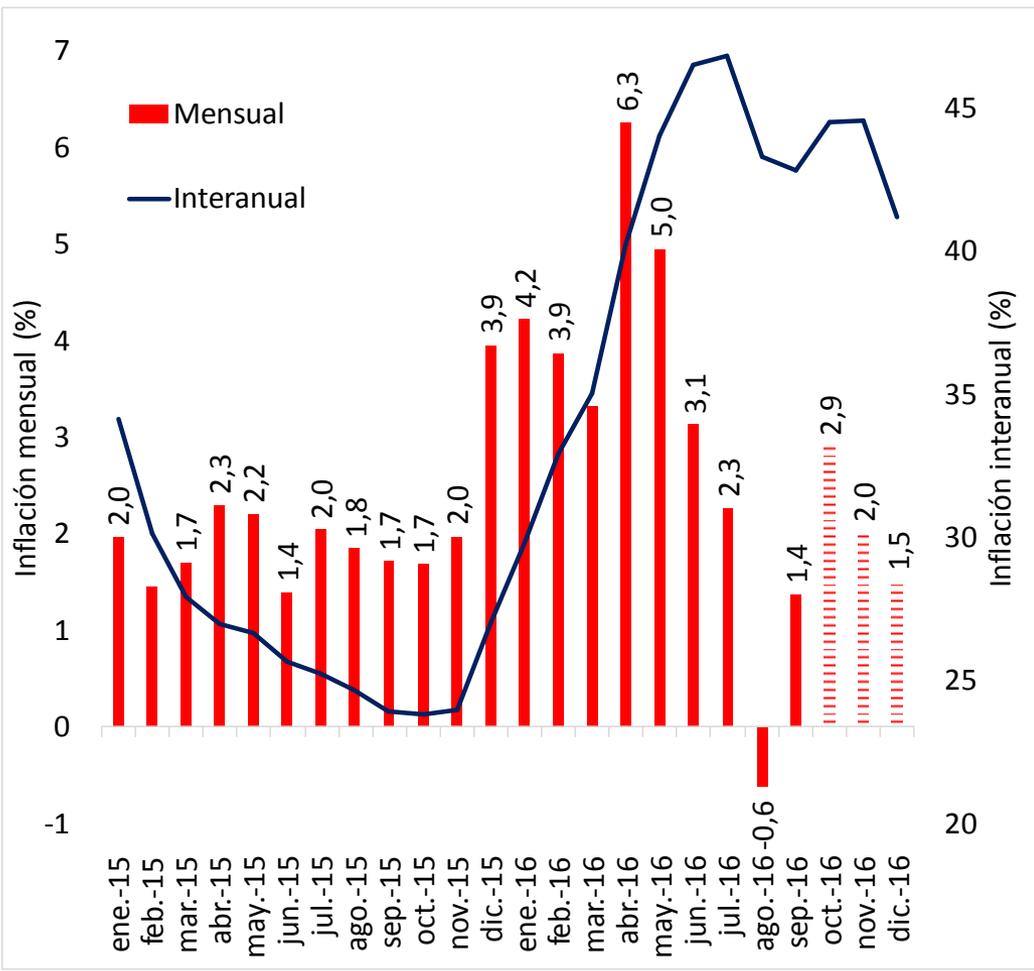


Nota: se deflactó por el IPC-9P hasta marzo de 2016, posteriormente se utilizó el IPC-CABA.  
 Fuente: elaboración propia en base a información de CAME, INDEC y Direcciones Provinciales de Estadística.

# La inflación no se detiene

- ✓ La caída en el consumo está estrechamente relacionada con la contracción que sufrieron los ingresos reales de los hogares como consecuencia del mayor ritmo de aumento de los precios.
- ✓ En efecto, la devaluación de la moneda, la quita o reducción de derechos de exportación y los posteriores incrementos en las tarifas de los servicios públicos llevaron la inflación a los niveles más elevados desde comienzos de la década del noventa.
- ✓ El aumento interanual del nivel de precios arroja 44,5% en octubre, alterando la tendencia a la desaceleración de los meses previos. En ese mes se volvió a sentir el efecto de la suba de tarifa de gas, que por haberse frenado con anterioridad impulsó una caída en el índice de precios en agosto.
- ✓ Aun si se desacelera el ritmo inflacionario hacia fin de año, el promedio anual quedará en torno a 41,2%. En efecto, se advierte cierta rigidez a la baja de la inflación fundamentalmente en los precios de los alimentos.

## Variación en el nivel general de precios según IPC 9 Provincias, ene/15–dic/16 (en porcentajes)

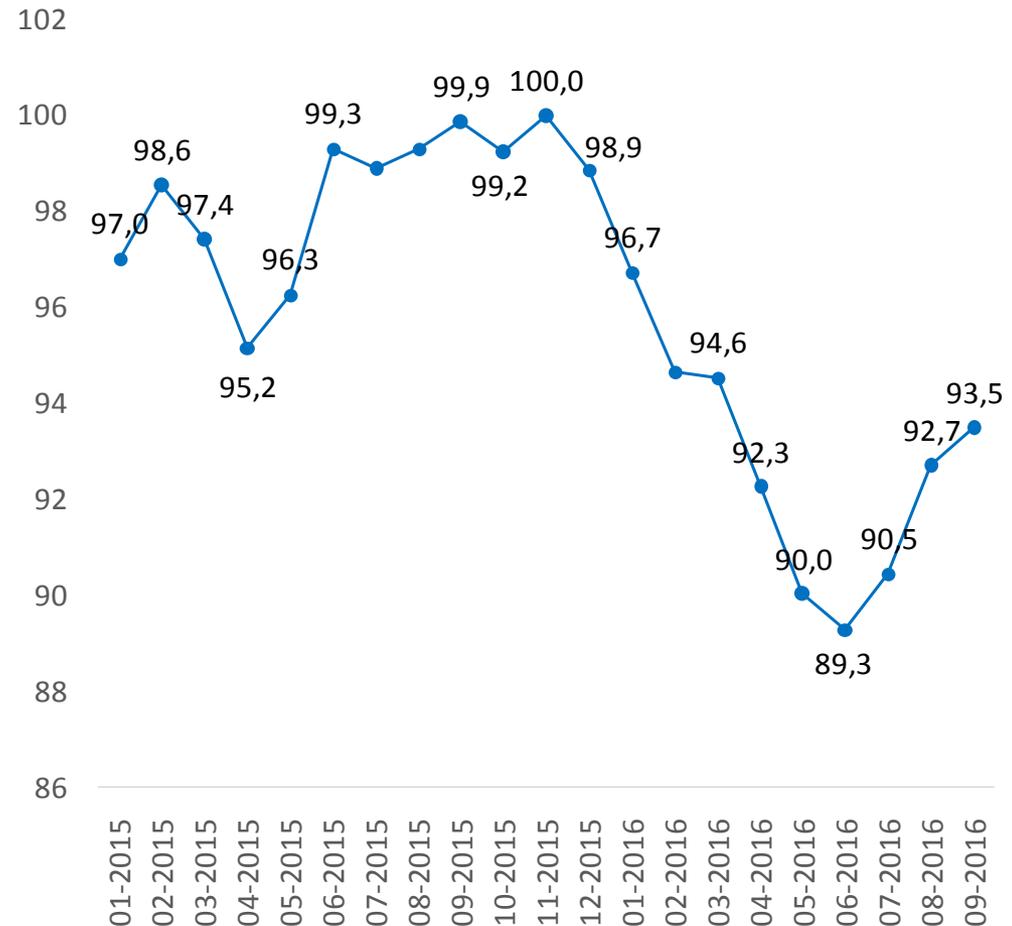


Nota: el Índice de Precios se proyectó para los meses de noviembre (+2,0%) y diciembre (+1,5%).  
Fuente: elaboración propia en base a información de Direcciones Provinciales de Estadística.

## Fuerte caída en los salarios reales

- ✓ A pesar de que ya tuvieron su efecto la mayor parte de los aumentos salariales definidos en paritarias, el salario real de los asalariados registrados del sector privado en septiembre registra una caída de 6,4% en términos interanuales.
- ✓ En otras palabras, las paritarias acordadas no permitieron compensar el efecto de la inflación sobre las remuneraciones y, por lo tanto, no pudo revertirse totalmente la disminución salarial que tuvo lugar durante el primer semestre del año.
- ✓ Probablemente la reducción salarial sea sustancialmente superior entre los trabajadores no registrados y del sector público razón por la cual la caída promedio del salario real será considerablemente mayor.
- ✓ Para el año, se espera que tenga lugar una pérdida de poder adquisitivo del salario en torno al 6%, que no alcanzaría en absoluto a ser revertida por el pago de un bono de \$ 2.000 en caso de que prosperase la iniciativa oficial avalada por la CGT. Para empatar la inflación se requiere de \$ 14.915.

Evolución del salario real de los trabajadores registrados del sector privado, ene/2015-sept/2016 (índice base nov/15 = 100)



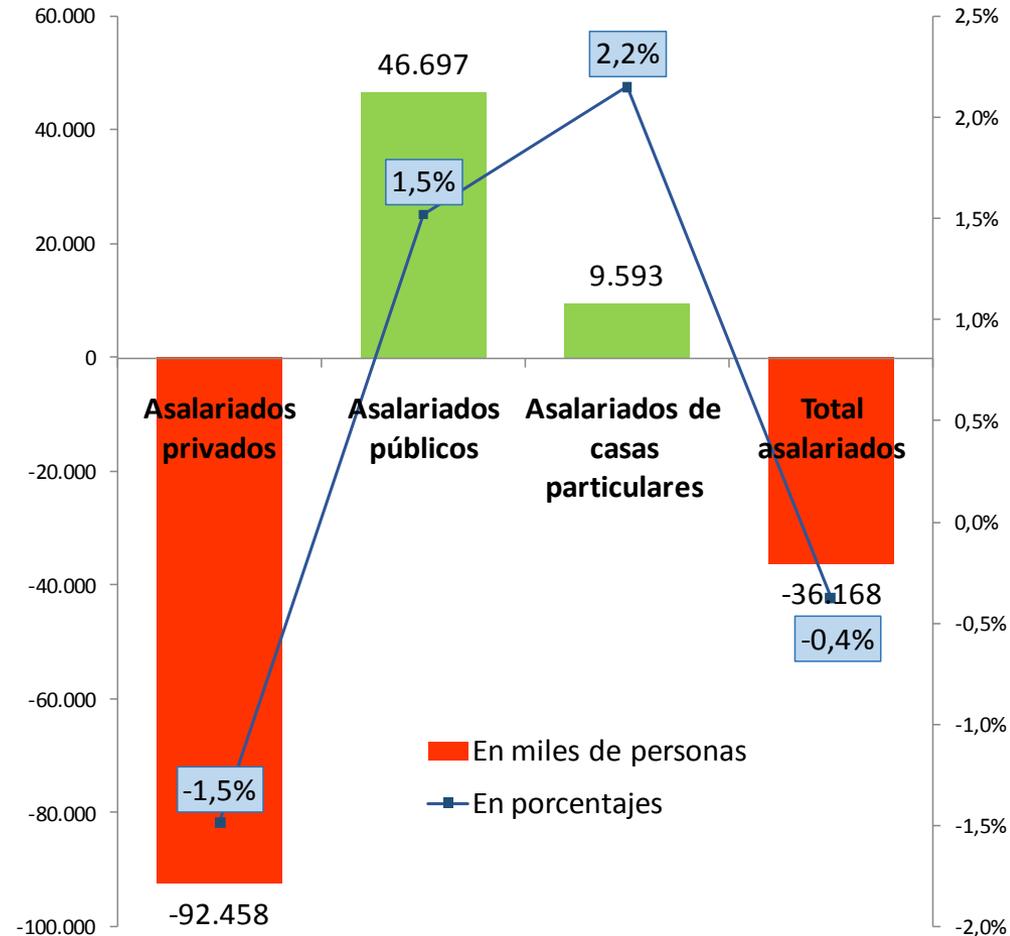
Nota: el salario nominal de septiembre de 2016 fue estimado a partir del promedio de las negociaciones paritarias (33,7% interanual).

Fuente: elaboración propia en base a información del Ministerio de Trabajo y Direcciones Provinciales de Estadística.

# Destrucción neta de empleo privado

- ✓ El empleo asalariado registrado tuvo una caída interanual de 0,4% en agosto, que representó una disminución de más de 36.000 puestos de trabajo asalariados.
- ✓ Esta caída es el resultado de la destrucción de puestos en el sector privado (92.458 puestos de trabajo) que fue parcialmente compensada por un aumento en el empleo público (46.697 puestos de trabajo).
- ✓ Aún cuando el número de asalariados registrados en el sector público tuvo una merma de alrededor de 47.000 puestos de trabajo entre noviembre de 2015 y marzo de 2016, fruto de los despidos llevados a cabo por el nuevo gobierno, volvió a expandirse retomando en agosto el nivel prevaleciente en noviembre de 2015.
- ✓ En un contexto de destrucción de puestos de trabajo en el sector privado registrado es de esperar que se haya producido una contracción aún mayor entre los asalariados no registrados. Este sector presenta, por lo general, una mayor volatilidad ante modificaciones en el nivel de actividad económica.

## Variación del empleo asalariado registrado entre agosto de 2015 y agosto de 2016 (en personas y tasa de variación porcentual)

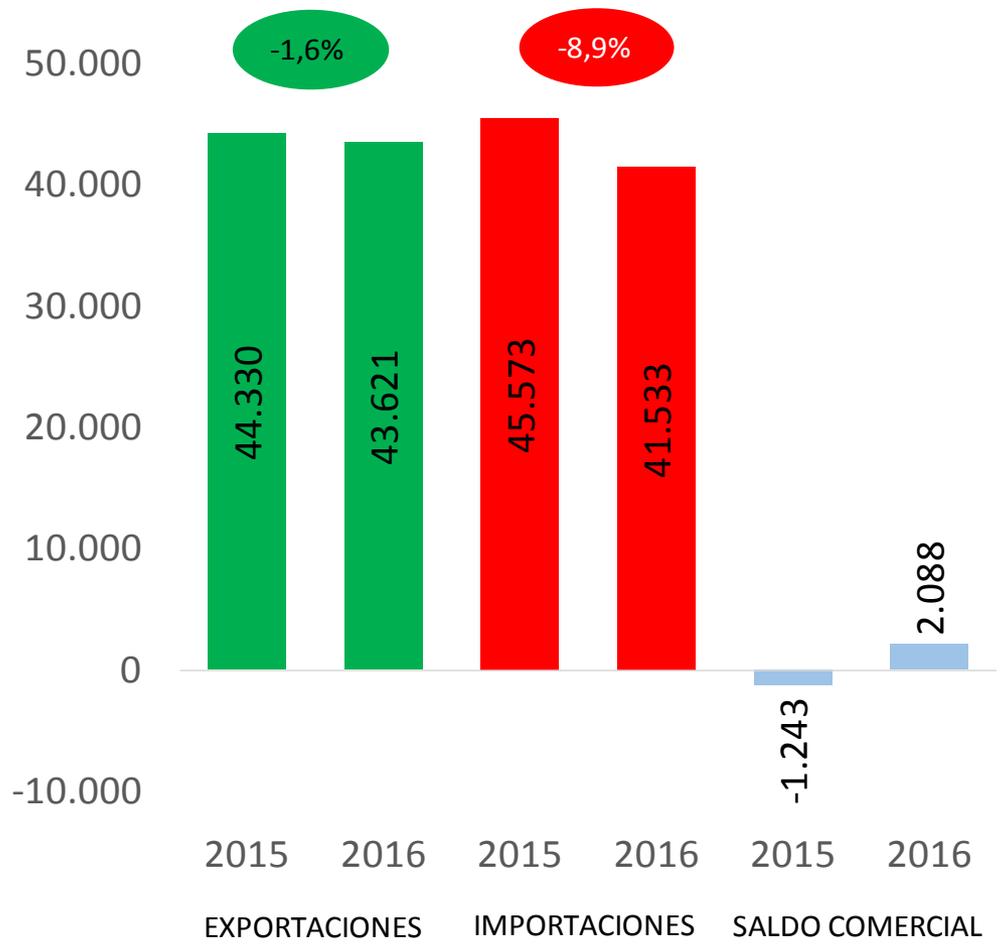


Fuente: elaboración propia en base a información del Ministerio de Trabajo.

# Reducción del comercio exterior

- ✓ En el marco de la apertura comercial y el bajo nivel de actividad, cabe apuntar que en los primeros nueve meses del año el valor de las exportaciones e importaciones se redujo respecto a 2015. Sin embargo, la tasa de contracción fue sensiblemente distinta entre ambas, permitiendo alcanzar una mejora en el saldo de la balanza comercial de USD 2.088 millones.
- ✓ La reducción de las exportaciones abarcó casi todos los productos con la excepción de la productos primarios que se expandieron un 13,9%. A la vez, que debe destacarse la aguda disminución que experimentaron las exportaciones energéticas (-22,3%).
- ✓ El descenso de las compras externas estuvo asociada a la contracción de los precios, como resultado de la caída del 6% de las importaciones mundiales en el primer semestre, ya que las cantidades importadas, por lo general, aumentaron. A pesar de la reducción de los precios los valores importados de bienes de consumo y vehículos se incrementaron.

Evolución de la balanza comercial, primeros 3 trimestres de 2015 y 2016 (en millones de dólares)

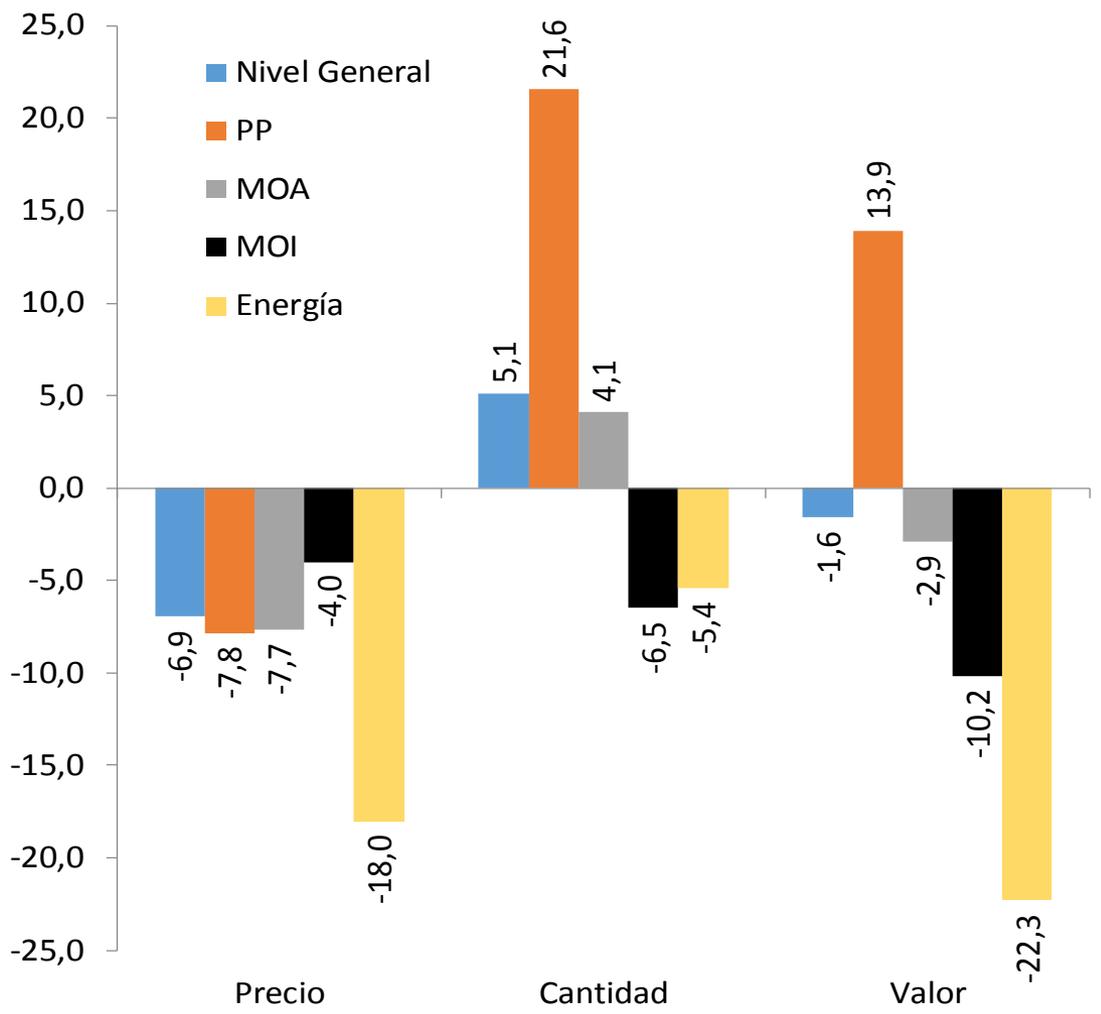


Fuente: elaboración propia en base a información del INDEC.

# Mejora de las exportaciones con caída de los precios internacionales

- ✓ En el marco de la crisis internacional se asistió una importante reducción en los precios de las exportaciones argentinas. Si bien se incrementaron las cantidades exportadas, las mismas a nivel general no pudieron compensar el deterioro en los precios.
- ✓ En aumento de las cantidades exportadas se circunscribió a productos primarios (+21,6%) y a las manufacturas de origen agropecuario (MOA, +4,1%). En el caso de los productos primarios, el aumento de las cantidades exportadas permitió compensar la reducción de los precios alcanzando un incremento del 13,9% en los valores exportados.
- ✓ En tanto, se verificó una nueva retracción en las cantidades exportadas de manufacturas de origen industrial y energéticas, los cuales descendieron el 6,4% y 5,4% en los primeros 9 meses del año, respectivamente.

Variación de los índices de precios, cantidad y valor de las exportaciones, primeros nueve meses de 2016 (porcentajes)

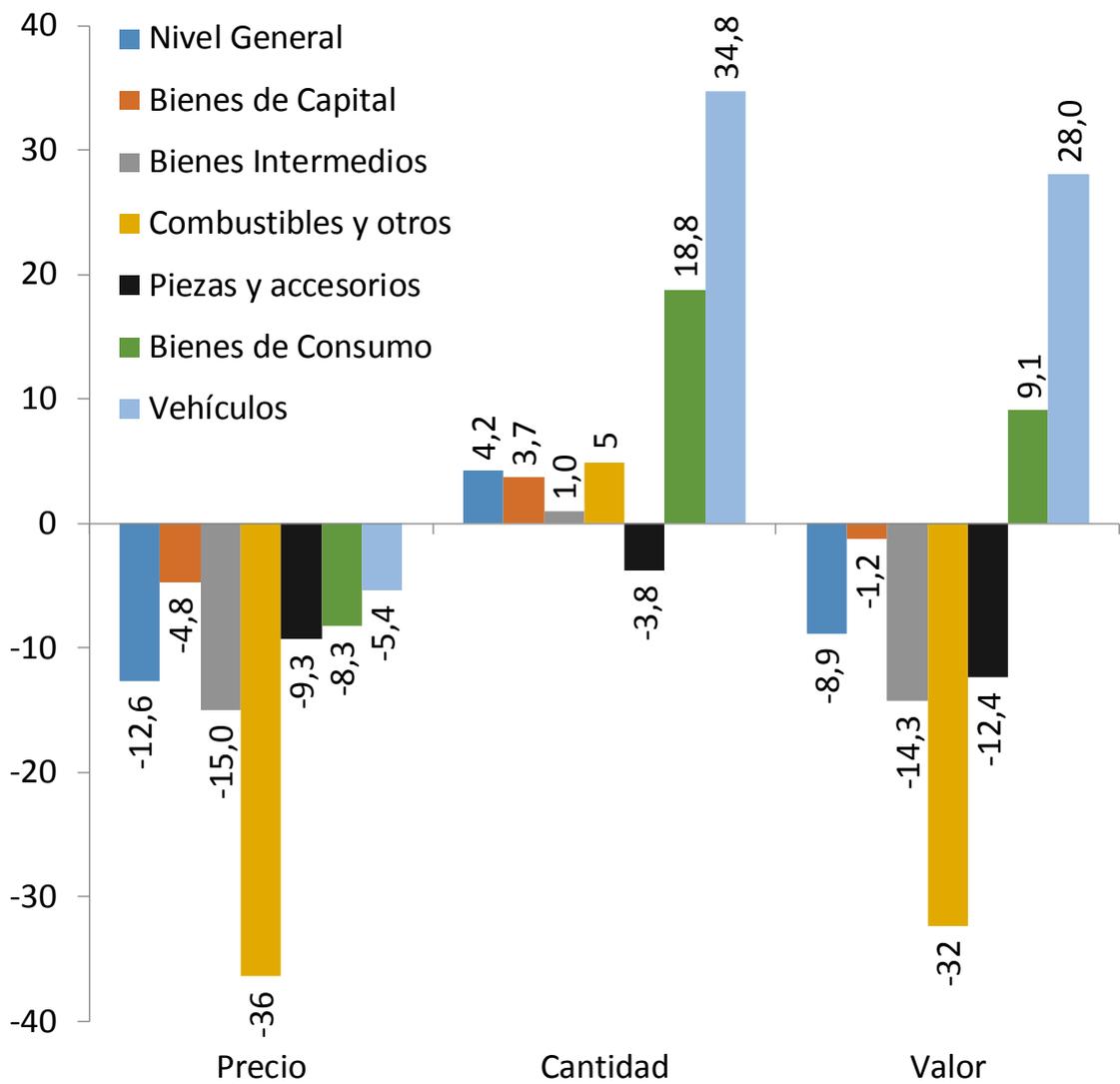


Fuente: elaboración propia en base a información del INDEC.

# Incremento general en las cantidades importadas

- ✓ La desagregación de las importaciones según uso económico reflejan una sensible disminución en los precios respecto a 2015 en todos los rubros.
- ✓ A pesar de la reducción de los precios, los sensibles incrementos en las cantidades importadas de bienes de consumo y vehículos, aún en una economía en recesión, determinaron un incremento en el valor importado.
- ✓ Más en general, salvo en el rubro piezas y accesorios (relacionado con el nivel de actividad industrial), se verificó un aumento en las cantidades importadas.
- ✓ Este crecimiento de las cantidades importadas pone en evidencia el progresivo desmantelamiento de la estructura productiva. La apertura externa de la economía argentina en un contexto de apreciación cambiaria y caída de precios externos le restan competencia a los productores locales y contribuyen al proceso de sustitución de producción local por importaciones.

Variación interanual de los índices de precios, cantidad y valor de las importaciones, primeros nueve meses de 2016 (en porcentajes)



Fuente: elaboración propia en base a información del INDEC.

Centro de Investigación y Formación de la República Argentina

---



**ISSN 2314-3975**

Publicación Trimestral

CIFRA - Piedras 1065 (C1070AAU), Capital Federal, Argentina