

INFORME DE COYUNTURA ECONÓMICA

ABRIL 2014

UNDA

UNIVERSIDAD
NACIONAL DE
AVELLANEDA

OBSERVATORIO DE POLÍTICAS PÚBLICAS
MODULO DE "POLÍTICAS ECONÓMICAS"



AUTORIDADES

RECTOR

Ing. Jorge Calzoni

SECRETARIA GENERAL

Mg. Patricia Domench

DIRECTOR DEL OBSERVATORIO DE POLITICAS PÚBLICAS

Lic. Eric Calcagno

COORDINADOR GENERAL DEL OBSERVATORIO DE POLÍTICAS PÚBLICAS

Dr. José Amiune

COORDINADOR DEL MÓDULO DE POLÍTICAS ECONÓMICAS

Lic. Santiago Fraschina

La presente es la primera publicación del Módulo de “Políticas Económicas” del Observatorio de Políticas Públicas de la Universidad Nacional de Avellaneda.

ABRIL DE 2014

Este documento fue elaborado por:

Lic. Pablo Ceballos y Lic. Jerónimo Rodríguez Use (coordinación y edición general), Lic. Sergio Chouza (Actividad Económica), Lic. Hernán Aruj (Sector Externo), Lic. Jerónimo Rodríguez Use (Finanzas Públicas), Lic. Breno Nunes Chas, Lic. Martín Novella y Lic. Esteban Ackerman (Monetario y Financiero), Lic. Noelia Torres (Mercado de trabajo), Ivan Weigandi (Precios), Luciana Sosa (Mercado de Capitales).



RESUMEN EJECUTIVO

Corrida cambiaria, correcciones y reestablecimiento de la tranquilidad financiera.

El primer cuatrimestre del año para el país presentó una agenda signada por los temas económicos. Durante los meses de diciembre y enero, hubo una corrida cambiaria que generó incertidumbre en la población, y temor a que la profundización de la caída de las reservas del Banco Central impidiera al país asumir sus compromisos externos. Incluso, algunos medios de comunicación llegaron a mencionar la posibilidad de una entrega anticipada del Gobierno. Pero las medidas tomadas por el Gobierno lograron frenar la corrida cambiaria, reestablecer la tranquilidad en los mercados y en la ciudadanía en general.

▪ Nuevas autoridades económicas y primeras medidas

Tras las elecciones del 27 de Octubre de 2013, la Presidenta de la Nación designó un nuevo equipo económico, con Axel Kiciloff al frente del Ministerio de Economía y Juan Carlos Fábregas en el Banco Central. Las primeras medidas estuvieron orientadas hacia la aceleración del ritmo de devaluación, el restablecimiento de contactos con el Club de París a efectos de establecer una negociación formal por la deuda argentina pendiente de regularización, y el anuncio a fines de noviembre de 2013, del principio de acuerdo con Repsol por la indemnización por la expropiación de YPF. En otro orden, se reestableció la operatoria conocida en el mercado como “dólar MEP”, que permite adquirir o vender dólares mediante la operación de bonos o acciones que cotizan en el exterior. El Gobierno dio señales de avanzar hacia la convergencia entre el dólar blue y el oficial.

▪ Corrida cambiaria de verano

Distintos factores motivaron que los meses de diciembre y enero fueran complejos en materia cambiaria. Cuestiones estacionales hacen de estos meses los más difíciles. La mayor demanda de divisas para vacaciones en el exterior y el pago del aguinaldo de diciembre usualmente generan presión sobre el mercado oficial de cambios y sobre el mercado paralelo, en esos meses. Asimismo, es la época de menor liquidación de divisas agropecuarias por razones de temporada. Sin embargo, se presentaron dos elementos confluyentes que generaron mayor presión sobre el dólar. Por un lado, la menor liquidación de divisas del complejo agroexportador. Estimaciones privadas calcularon que un 20% de las cosechas de 2013 se encontraban acopiadas. Por otro lado, una fuerte operación liderada por bancos privados generó presión sobre todo tipo de activos dolarizados, principalmente los bonos soberanos en dólares. Esta



configuración de causas motivó un fuerte drenaje de las reservas del Banco Central, que en el mes de Enero de 2013 cayeron U\$S 2.338 millones.

▪ **Medidas cambiarias y monetarias.**

El 22 y el 24 de enero, el Banco Central no intervino ante la demanda de dólares motivada por la corrida descrita, lo que produjo un aumento del tipo de cambio entre esos días de \$6,91 a \$8,01. Días después, el Ministro de Economía anunció la modificación de la normativa para venta de dólares a personas físicas, autorizando la venta para atesoramiento, de acuerdo a la capacidad contributiva y con un límite de U\$S2.000 mensuales. Por otro lado, el Banco Central modificó las tasas de referencia en las licitaciones de LEBACS a 90 días. Mientras las licitaciones del 15 de enero se fijaron en 17,82%, las del 5 de febrero fueron de 28,52%. Esto generó una importante absorción de circulante. Según datos del Banco Central, la expansión anual de la Base Monetaria de febrero de 2014 fue del 18,9%, mientras que el mismo indicador del año anterior, ascendió a 40,7%. En resumen, el aumento del valor del dólar oficial al rango de los \$8, la autorización a particulares para adquirir moneda extranjera para atesoramiento y el aumento de tasas de interés para absorber circulante, significaron un duro golpe al dólar paralelo. Eso implicó que se disipen los pronósticos más negativos sobre la capacidad del Gobierno para controlar la situación.

▪ **Restricciones al activo dolarizado de los Bancos**

El Banco Central dictó la Comunicación “A 5536” mediante la cual se limitó la tenencia de activos dolarizados de la Bancos, a un 30% de su patrimonio y a un máximo de 10% de contratos de futuros. Debe señalarse que los balances de los bancos arrojaron importantes ganancias en 2013. La participación de las ganancias de los bancos, como porcentaje del PBI, se elevó de 0,33% en 2005 a 1,08% en 2013. Durante el año pasado, obtuvieron \$29.129 millones de ganancias, y la posibilidad de dolarizar esa renta presionaba todavía más sobre el mercado de cambios, en una época estacional de menor liquidación de exportaciones y mayor demanda. Al día siguiente de la medida, el dólar paralelo, se ubicaba, según medios periodísticos, en torno a \$12,55, mientras que al cierre de este informe, un mes y medio después, había descendido a \$10,50.

▪ **Nuevo Índice de Precios al Consumidor del INDEC informa inflación acumulada del 1er. Trimestre del 10%, con tendencia decreciente.**

A principios del mes de febrero, el INDEC presentó al flamante nuevo Índice de Precios Nacional Urbano –IPCNu. Se trata de una respuesta a las persistentes críticas en torno al anterior indicador, el IPC-GBA y un avance en el sistema estadístico nacional, ya que es el primero que mide la evolución de los precios al consumidor en todo el país. La realización de una Encuesta Nacional de Gastos de Hogares en 2012 sirvió como base para actualizar los ponderadores de cada rubro. Además, contó con la participación de las Direcciones de Estadísticas de las Provincias, y de 13 Universidades Nacionales. El relevamiento de los datos, en el interior del país, se encuentra a cargo de los gobiernos provinciales, lo que dota de transparencia a la producción de las muestras. Además, contó con la revisión metodológica del FMI. El nuevo IPCNu cosechó elogios de economistas, académicos y dirigentes políticos. Al cierre de este Informe, se habían publicado los datos de inflación de enero, febrero y marzo, mostrando un acumulado del 10%. La tendencia mostró una desaceleración, que de continuar en los próximos meses, despejar una de las variables de preocupación de los actores económicos.



▪ **Liquidación irregular de agro-dólares**

Durante el mes de enero de 2014, la liquidación de divisas del complejo agroexportador, fue un 21% menor que en 2013, un 45% menor que en 2012 y un 29% menor al 2011, según datos de la Cámara empresaria que las agrupa (CIARA). Esta caída en la liquidación de exportaciones tuvo un duro impacto en el mercado de cambios. La aceleración del ritmo de devaluación y las gestiones de los funcionarios del Gobierno con las empresas exportadoras, logró revertir esta negativa tendencia. En el mes de febrero de este año, la liquidación de exportaciones casi se duplicó con relación a enero. Si se comparan los números de la liquidación de divisas de febrero con el mismo mes de años anteriores, surgen indicios de que podría haber existido intentos de algunos actores económicos, de poner tensión en el mercado de cambios. En resumen, si se totalizan los primeros tres meses de este año, la liquidación de divisas de agroexportadores fue un 10% superior al mismo período de 2013, lo que muestra que se regularizó el ritmo normal de operaciones.

▪ **Disminución de subsidios de agua y gas a usuarios residenciales**

El 28 de marzo, el Gobierno anunció modificaciones en el cuadro tarifario del gas y el agua. Esto permitirá reducir el costo fiscal de los subsidios económicos, y reorientar ese gasto hacia otras aplicaciones. Como en muchas otras ocasiones, las críticas de la oposición y de los formadores de opinión se centraron en la falta de oportunidad y de gradualidad. Debe señalarse que en 2003, el gasto promedio de los hogares en los servicios de gas y agua representaba el 5% de un Salario Mínimo Vital y Móvil, mientras que en 2003, fue del 0,5%, diez veces menor. Este enorme esfuerzo estatal, realizado durante una década, fue uno de los factores que permitió fomentar el crecimiento y la recuperación del poder adquisitivo del salario. En la actual coyuntura económica, las medidas tomadas reflejan prudencia y sustentabilidad fiscal a mediano y largo plazo.

▪ **Paritarias**

Al momento de redactar este Informe, se encontraban cerradas las paritarias de los trabajadores de la construcción (UOCRA), del orden del 30%, la del gremio de metalúrgicos (UOM) del 29%, entre otras. Números similares se registraron para los aumentos a los trabajadores docentes. Todavía queda un largo trecho por recorrer, ya que la mayoría de los gremios todavía se encuentran en proceso de negociación. El paro nacional realizado por Hugo Moyano y Luis Barrionuevo el pasado 10 de abril, se introduce en esa disputa. Por ahora, las negociaciones se desarrollan con normalidad y nada hace prever una conflictividad que el Gobierno no pueda administrar.

▪ **Crecimiento y pago del Cupón PBI**

El 27 de marzo, el INDEC anunció que el crecimiento del PBI del año 2013 ascendió a 3%. De confirmarse este dato en la estimación final, que se anunciará en septiembre de 2014, no se efectuaría el pago por Excedente del PBI, de aproximadamente U\$S 3.500 millones. Debe señalarse que este instrumento financiero fue objeto de numerosas presiones y operaciones. Por un lado, dirigentes de la oposición denunciaron que si se realizara el pago, presentarían una denuncia penal contra los funcionarios del Gobierno Nacional. Por otro lado, las expectativas de mercado se orientaban hacia que el pago se concretaría, por lo que se registró una fuerte caída tras el anuncio del INDEC. El TVPA bajó de U\$S 91 a U\$S 63 en solo un día. Al 11 de abril se encontraba en U\$S 65. Al día siguiente del anuncio oficial, el ex Secretario de Finanzas, Guillermo Nielsen, señaló que el pago debería realizarse, sujeto a una interpretación del prospecto de emisión. Y el FMI, informó recientemente, que



Argentina creció un 4,3% en 2013. Todo ello, contribuye a generar una situación de expectativa en el mercado financiero sobre la posibilidad de que el pago, finalmente, se efectivice, y ello se refleja en los precios de los papeles, que si bien sintieron el anuncio del INDEC, todavía se encuentran en valores similares a los de diciembre de 2013. La verdad se sabrá en septiembre cuando se anuncie el dato definitivo del crecimiento 2013.

Las medidas y acciones de gobierno enumeradas, contribuyeron a reestablecer un clima de tranquilidad económica. No obstante, algunos actores económicos continuarán intentando que la transición presidencial se realice en un clima de desorden económico y político. Por ello, buscarán generar incertidumbre en los momentos de menor liquidación de divisas, y fomentando incrementos de precios por encima de los incrementos de los costos.

Esta breve síntesis de los acontecimientos económicos del primer cuatrimestre el año, debe completarse con las acciones estratégicas realizadas en materia de gestión energética, por YPF.

▪ **Avances en la gestión de YPF**

En primer lugar, **la empresa de mayoría estatal logró colocar U\$S 1.000 millones, en la Bolsa de New York**, a una tasa del 8,75% anual. Fue la emisión más grande de una empresa argentina. Su estrategia de financiamiento, le ha permitido **adquirir los activos de la empresa Apache**, por US\$ 800 millones, lo que le permitirá aumentar un 15% la producción de gas, en 28 concesiones en la cuenca neuquina y 7 en la cuenca austral. Por otro lado, **se suscribió el acuerdo definitivo por la indemnización por la estatización de YPF**, el cual fue aprobado por la Junta de accionistas de Repsol y por el Congreso de la Nación, lo que cierra de manera no litigiosa el proceso de recuperación de la empresa, evita una demanda en el CIADI, y abre el panorama para realizar nuevos acuerdos de exploración y explotación en Vaca Muerta. En ese sentido, al cierre de este informe, YPF terminaba de acordar **un nuevo acuerdo con Chevron** para la inversión conjunta por US\$ 1.600 millones.

YPF ha logrado revertir la declinación de producción de gas y petróleo, y está demostrando que el Estado puede gerenciar de manera eficiente, en beneficio del interés público.



Actividad Económica

▪ Crecimiento del PBI 2013 del 3%

La evolución de la actividad económica para el año 2013 verificó un aumento del 3% respecto al año anterior según los datos preliminares publicados por el Instituto Nacional De Estadística y Censos (Indec). El último informe publicado a finales de marzo mostró que, **a nivel sectorial, el crecimiento fue mayormente traccionado por el complejo agrícola-ganadero (+10.6%), y los servicios de intermediación financiera (+21%)**. Es importante destacar el cambio de metodología de medición en algunas series económicas, entre ellas el PBI, lo cual implica la imposibilidad de comparaciones respecto de años anteriores. Esta circunstancia se irá saldando con la actualización periódica de los datos y/o el empalme de las series, mejorando la representatividad de las cifras a precios constantes. El dato definitivo de crecimiento de 2013 será anunciado en Septiembre.

3%

Fue el Crecimiento del PBI en 2013. El último dato publicado indicaba un crecimiento del 4,9%. Fue por el cambio del año base para el cálculo, de 1994 a 2004.

El **crecimiento del año 2013 continuó siendo tirado por el consumo** que, a precios corrientes al tercer cuatrimestre del año, mostró un aumento interanual cercano al 26,2% (7,8% a valores constantes de 1993). Más en detalle, las ventas en supermercados mostraron una mejora en el acumulado total anual, del orden del 26,7%, las ventas en shoppings se incrementaron un 21,1%, la cantidad de vehículos vendidos fue superior a las 960.000 unidades (+21.1% interanual) y la cantidad comerciada de motos superó las 710.000 unidades (+9.2%). También contribuyó el desempeño de la inversión pública, que aumentó un 7,7% a valores constantes, a pesar de que representa la porción más chica – menos del 20%- del consumo total.

▪ Aumento de 7,9% de la inversión privada

Por el lado de la inversión privada (bruta interna fija), a precios corrientes se alcanzó un aumento promedio del 7,9% a valores constantes de 1993, en los primeros tres trimestres del año, en comparación a 2012. En particular fue considerable la suba en la construcción (+4,6% anual)..

▪ Incremento moderado del comercio con el resto del mundo

El monto transado de exportaciones en dólares marca un aumento moderado para el total del 2013, cercano al 2,6%, destacándose la industria fabril agropecuaria como su principal impulsor y a las manufacturas industriales en segundo lugar, con un alza del 3,9%. Mientras tanto, las importaciones crecieron en torno al 8%, motorizadas por el excepcional aumento en compra de vehículos que presentó una suba del 31,8% y del rubro de combustibles que se incrementó cerca del 23,2%.

▪ Actividad económica interanual de Enero 2014 fue 1,2% mayor.

Entrando ya en la coyuntura más próxima, en el año 2014 los primeros datos sobre actividad económica marcan una evolución positiva del 1,2% en el mes de enero, en comparación a igual mes de 2013 y a los términos del indicador mensual de la



actividad económica (EMAE). Además, el índice dio cuenta de un leve descenso del 0,4% respecto a diciembre, y una vez después de filtrar el componente estacional. La moderación del crecimiento en el primer mes del año se debió a diversos factores, como el descenso en la actividad de construcción (sobre todo los emprendimientos del tipo privado), la caída en la producción automotriz y los menores saldos exportables obtenidos por parte del complejo agroindustrial, en el marco de una estrategia de cobertura por medio del acopio en miras a la especulación respecto del tipo de cambio futuro.

▪ **La industria decreció 0,6% en febrero.**

Pormenorizando en los últimos datos sobre la industria, se evidencia en el mes de febrero una merma en el resultado del estimador mensual industrial (EMI) del 0,5% y del 0,6% en términos desestacionalizados. Con esto, el primer bimestre del año acumuló un deslizamiento de 1,6% y del 1,8% en la medición sin estacionalidad. Este descenso encuentra una explicación en la menor fabricación de vehículos, que en los dos primeros meses se ubicaron levemente debajo de las 90.000 unidades, esto es, un 8,1% menor que en igual período de 2013.

Se registró un descenso en las exportaciones del 6,7% bimestral por la menor demanda de Brasil, como de las ventas a concesionarios locales, en el orden del 19,2%. En el orden local, la implementación del impuesto a los vehículos de alta gama, incrementó los costos y los precios finales.

Según la Cámara que agrupa a los Concesionarios, **en marzo la cantidad de patentamientos de unidades cero kilómetro se desplomó un 35%** respecto al año pasado, rondando las 50.000 unidades vendidas. En términos acumulados la baja es menor (-13%), ya que fue en el último mes dónde operó con mayor fuerza la suba de precios debido a la corrección cambiaria. Sin embargo la contracara de este fenómeno de caída en el consumo de unidades a estrenar se verificó en **la compra de vehículos usados, que presenta un notable crecimiento en lo que va del año**. La venta de autos usados superó en febrero (último dato disponible de la cámara de comercio automotor) las 136.000 unidades vendidas, lo cual significa un 10,5% de crecimiento respecto al mismo mes de 2013. En términos adicionales el primer bimestre cerró 260.268 unidades y un 8,8% de mejora.



Sector Externo

▪ **Intercambio Comercial: por menores exportaciones del sector primario cae el superávit comercial.**

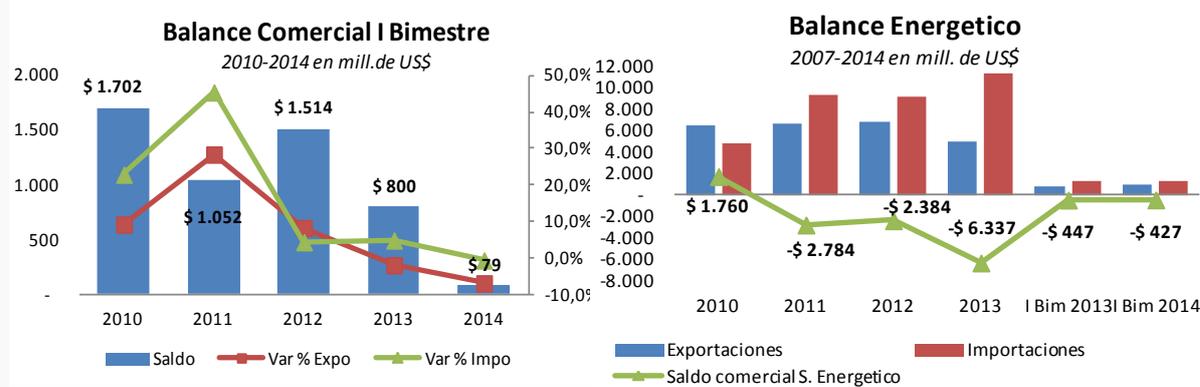
En el primer bimestre del año la balanza comercial fue superavitaria en 79 millones, un 90% inferior a la observada en el mismo periodo del año anterior. Este comportamiento se explica por una retroceso de las exportaciones (-7% i.a.) más pronunciado que el de las importaciones (-1% i.a.).

57%

Fue la caída interanual, en el primer bimestre de 2014, de las exportaciones de cereales.

El bajo desempeño de las **Exportaciones** responde, fundamentalmente, a la dinámica del rubro **Productos Primarios** con una reducción interanual del 38%, como consecuencia de las caídas conjuntas de cantidades y precios (-29% y -7% respectivamente). Dentro de los Primarios quienes disminuyeron más sustancialmente sus ventas al exterior son los cereales (-57%) que representan casi la mitad de las exportaciones del rubro. Estos datos podrían hacer pensar en una situación de crisis en el campo argentino. **Sin embargo, la cosecha esperada para el presente año, según la Bolsa de Cereales, se estima que marcará un record con más de 100 millones de toneladas.** Por otro lado, en el mercado de Chicago se observa un aumento en el valor de los futuros de los *commodities* por signos de firmeza en la demanda mundial (principalmente China). A su vez, el impacto de la devaluación de enero (22%) incrementó los márgenes de rentabilidad del sector que se encuentran en niveles históricamente elevados. En este sentido, podemos concluir que **las menores exportaciones de productos primarios responden más a una lógica especulativa en un contexto de puja sobre la cotización del dólar.**

En cuanto a las **importaciones**, se observa una **presión por parte de las compras al exterior de gas oíl y combustibles** cuyos valores aumentaron producto de la devaluación. En este sentido se espera una mejora en el balance energético a partir del Plan de Re direccionamiento de subsidios y Consumo responsable (ver sector publico). Es de destacar que **una reducción de un 1% en el consumo de gas permite un ahorro de divisas de US\$86.5 millones**, lo que equivale a 1.5 millones de AUH, 250 mil jubilaciones mínimas y 190 mil salarios mínimos vitales y móviles.





Producto	2012	2013	%
Productos primarios	2.732	1.704	-38%
ortaliz. y legum. s/elab	157	75	-52%
Frutas frescas	171	147	-14%
Cereales	1.856	790	-57%
Semills y frutos oleagin.	133	106	-20%
Resto	415	586	41%

- **Balanza de Pagos:** Al igual que el resto de los países de la región, se profundiza el déficit de cuenta corriente durante 2013. El pago de los servicios de la deuda y la decisión de no financiar la cuenta capital hacen que las reservas se reduzcan en cerca de US\$12.000 millones

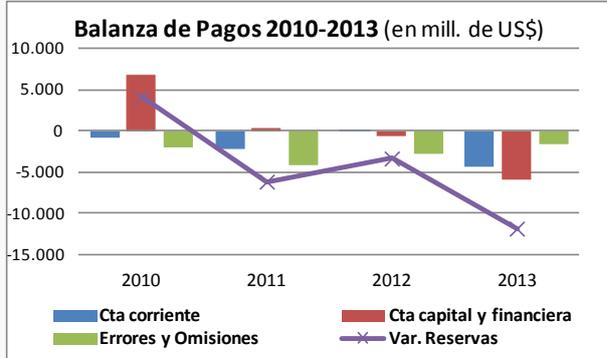
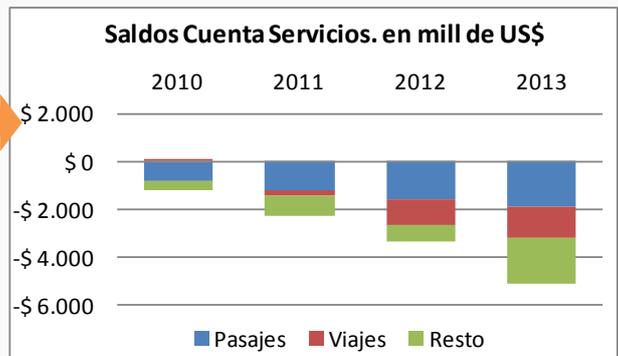
La Balanza de Pagos registra todas las transacciones del país con el resto del mundo. Se compone por la Cuenta corriente, donde se computan las operaciones vinculadas con la economía real (comercio de bienes y servicios, rentas entre residentes del país y el resto del mundo) y la Cuenta de Capital y Financiera, donde se registran las operaciones financieras.

La Argentina, durante el 2013 registro un **déficit de cuenta corriente de US\$4.330 millones** mientras que en 2012 el resultado había sido positivo por 48 millones. La caída responde, por un lado, al **menor superávit en la balanza de mercancías** (comercio exterior), que pasó de US\$ 15.372 millones en 2012 a US\$ 12.155 millones en 2013, y, por el otro, a la **profundización del déficit en la balanza de servicios**. Esta ultima refleja **los gastos en turismo** donde se registro un déficit de US\$3.366 millones, impulsado en gran medida por los gastos de tarjetas en el exterior. En respuesta al incremento del déficit por turismo, el gobierno aplico a principio de este año un recargo del 35% computable a cuenta de ganancias o bienes personales para la compra de bienes con tarjeta. Asimismo, se estableció un límite de 2 compras online (Resolución General 3589).

El deterioro de la cuenta corriente durante el último año atraviesa a todos los países de la región. **Según Datos de la CEPAL, Brasil, Chile Perú y México reflejaron resultados negativos. Se destaca el caso brasilero que con un déficit mayor a los US\$ 78.000 millones registró la mayor brecha desde 2001. A diferencia de Argentina, estos países financiaron sus desbalances a partir de la cuenta capital y financiera, es decir tomando deuda en el extranjero.** Ello hizo posible que la caída de reservas registrada fuera menor que la Argentina. Un caso contrario registra Venezuela, único país que registro un importante superávit de cuenta corriente, pero ante la salida de capitales via la cuenta financiera, la caída de reservas del país fue de US\$9 mil millones.



Concepto	2010	2011	2012	2013
Cta corriente	-777	-2.271	48	-4.330
Mercancías (7)	14.266	12.925	15.372	12.155
Servicios	-1.160	-2.247	-3.366	-5.103
Rentas	-13.479	-12.402	-11.503	-10.709
Transferencias ctes	-405	-547	-455	-673
Cta capital y financiera	6.893	357	-625	-5.867
Cuenta capital	89	62	48	32
Cuenta financiera	6.804	295	-673	-5.899
Errores y Omisiones	-1.958	-4.194	-2.727	-1.627
Var. Reservas	4.157	-6.108	-3.305	-11.824



Fuente: Elaboración propia en base a INDEC

Balanza de Pagos países seleccionados. En mill de US\$

Pais	Cuenta corriente	Cuenta Capital	Var Reservas
Argentina	-4.330	-5.867	-11.824
Brasil	-77.624	73.024	-4.600
Chile	-7.725	7.234	-491
Peru	-11.690	14.094	2.404
Mexico	-17.568	29.368	11.800
Venezuela	6.644	-15.236	-9.000

Fuente: CEPAL, Año 2013



Finanzas Públicas

▪ **Recaudación Tributaria: Gran desempeño recaudador durante el primer trimestre.**

Durante el primer trimestre del año, la recaudación tributaria exhibió un gran dinamismo, con un incremento del 33.9% respecto al mismo periodo del año anterior. Con \$250.190 millones (M) de pesos recaudados, se superó en un 5.8% la meta presupuestaria para dicho periodo (\$236.467 M). Este desempeño es explicado por la evolución de lo percibido por **Ganancias** (+38.9% i.a.), **IVA** (+38.4% i.a.), **Créditos y Débitos** (+36.4 i.a) y Derechos de **Seguridad Social** (+30% i.a). Estos cinco conceptos en su conjunto explican más del 90% del la variación interanual respecto del primer trimestre del año 2013.

\$1,5
Será lo que gastará por día, en el servicio de gas, el 55% de los hogares, que son los que tienen menor consumo.

▪ **Resultado Fiscal del Sector Público Nacional: Aumenta el déficit de las cuentas públicas para mantener las metas presupuestarias.**

El **Resultado primario** (antes del pago de intereses) para el primer bimestre del año fue deficitario en -\$4.828.6 M, mientras que El **Resultado Fiscal** fue de -\$10.813 M. Este resultado se explica por un mayor dinamismo del gasto primario que experimento un incremento interanual del 43%; mientras que los ingresos tuvieron una variación del 37%. El mantenimiento de la tasa de crecimiento del gasto responde al cumplimiento de la política presupuestaria de manera de apuntalar los programas orientados al crecimiento con inclusión social.

▪ **Gasto Público Primario: La ley de movilidad jubilatoria y las transferencias a personas (AUH, PROGRESAR) y empresas (subsidijs) explican la dinámica del gasto en el primer trimestre.**

Durante el primer bimestre, el gasto publico antes del pago de intereses alcanzo la suma de \$141.030 M, un 37% por encima de los valores registrados en el año anterior (\$98.477M). La dinámica de las erogaciones del sector, se explica principalmente por el incremento de las Prestaciones de la Seguridad Social, a partir de los aumentos previstos por la Ley de Movilidad Jubilatoria. Asimismo, también contribuyeron las transferencias corrientes a personas y Empresas (Subsidijs económicos) que aumentaron en el primer bimestre un 55% en relación al mismo periodo de 2013. Es de destacar la centralidad que obtuvo en el periodo analizado la inversión social (AUH, Asignaciones familiares, PROGRESAR, entre otros) con una variación interanual del 44.2%.

En cuanto al **gasto en capital**, se destaca el sostenido nivel de la Inversión real directa del propio Sector público nacional, así como las transferencias hacia las provincias, destinadas a la realización de obras públicas. Con un incremento interanual del 33.6% para el primer bimestre, las erogaciones destinadas a mejorar la infraestructura del interior del país se posiciona como un elemento central y prioritario de la Administración central.



▪ **Subsidios a los Servicios Públicos: Plan de Reasignación de Subsidios y Consumo responsables de agua y gas.**

La política de subsidios a los servicios públicos tiene sus inicios con la salida de la convertibilidad. Con el objetivo de asegurar la accesibilidad de los mismos al conjunto de población, se abandono el sistema de tarifas dolarizadas y, a partir de las transferencias del sector público, fue posible reducir sustancialmente el precio de los servicios públicos. A partir de esta política, se redujo la incidencia de los servicios en la estructura de gastos, tanto de los hogares así como de las industrias. En este sentido, podemos decir que la política de subsidios cumple una doble función: representa un de salario indirecto para los trabajadores y mejora la competitividad de la industria local, al reducir sus costos. **Si en los últimos años no hubiese existido la política de subsidios, entre 2003 y 2013 el país hubiera crecido en promedio 5,2% en lugar de 6,8% por año.**

A mediados de marzo, el Ministerio de Economía y Finanzas Públicas, presentó la **“Política de Reasignación de Subsidios y Consumo responsable de agua y gas”**. Se trata de una reducción escalonada de los subsidios a los servicios de gas y de agua. La misma se hará en 3 etapas (abril, junio y agosto) y en relación al consumo en el caso del gas, y a la zona de residencia –por barrios- en el del agua. Aquellos que consigan una reducción del consumo del 20% no se les aplicara la baja de subsidios, en tanto que si el consumo se reduce entre el 5% y el 20%, la quita será del 50%.

Impacto de la medida: Por el servicio de gas, para el 55% de los hogares afectados la medida corresponde a un incremento de entre \$0,66 a \$1,5 por día -importe menor a un pasaje de subte-. Y para el 45% restante, que son los hogares de mayor consumo, un incremento promedio de \$5 diarios. Para el servicio de agua, el 65% de los hogares afectados corresponde un incremento de entre \$1,2 a \$2 por día. Y para el 35% restante, uno promedio de \$2,6. lo que el Estado deja de gastar en subsidios será destinado específicamente a los programas PRO.GRE.SAR y Asignación Universal por Hijo, para continuar apuntalando el ingreso y específicamente el poder de compra de estos sectores.



Monetario y Financiero

El año 2013 estuvo signado por una sostenida disminución de las Reservas Internacionales.

La evolución de este componente del activo del Banco Central es de particular sensibilidad en la formación de expectativas de diversos agentes del sistema financiero sobre la evolución futura del tipo de cambio. Una reducción sostenida de las reservas es interpretada como una menor capacidad de intervención por parte de la Autoridad Monetaria sobre el mercado de cambios oficial. El resultado

28,6%

Fue el interés pagado por el Banco Central por las colocaciones de Lebacs de marzo y abril de 2014. Un año atrás, el interés pagado fue de 13%

de ello es que los diversos tipos de cambios llamados “financieros” (i.e, el tipo implícito del contado con liquidación, así como el tipo ilegal conocido como “blue”) comienzan a utilizarse como referencia del tipo de cambio oficial futuro. Esto, a su vez, tiene implicancias sobre el comportamiento de otros agentes. Por ejemplo, la expectativa de un alza del tipo de cambio puede inducir adelantos en las importaciones, o bien a incrementos en sus precios de venta internos con la intención de “cubrirse” frente al momento de arribo de la mercadería extranjera. Asimismo, diversos exportadores utilizarán la referencia de un cambio futuro más alto para postergar despachos y aprovechar las ganancias extraordinarias de una devaluación. En algunos casos, estos sectores exportadores se encuentran fuertemente concentrados y gozan de una elevada participación relativa en el total de divisas ingresadas, tal como ocurre con el complejo agro-exportador. El resultado de estos comportamientos será el agravamiento de la merma de reservas, a partir de una mayor salida de divisas y del retardo de su ingreso, todo lo cual deviene en un círculo vicioso que agrava las expectativas devaluatorias sobre el tipo de cambio futuro. De este modo, aún si el tipo de cambio oficial se eleva en proporción con el nivel de precios, manteniéndose constante en términos reales (y por ende satisfactorio para los fines de una balanza comercial superavitaria y del proceso industrializador que requiere de acceso económico a bienes tecnológicos importados), la amplitud del desacople del tipo de cambio financiero conducirá a una coyuntura crítica, donde están dadas todas las condiciones para una corrida hacia el dólar y una maxi-devaluación del peso.

Para evitar tal escenario, el Gobierno Nacional implementó un conjunto de medidas durante los meses de diciembre y de enero, destinadas a desactivar esas expectativas. En primera instancia, se incrementó el ritmo al cual la Autoridad Monetaria convalida el alza del tipo de cambio.

▪ **El tipo de cambio nominal peso-dólar tuvo una variación mensual del orden del 23% entre fines de enero con respecto a fines de diciembre.**

Dado que en esta coyuntura los grandes exportadores agropecuarios comenzaron a retener la liquidación de la cosecha previa, con el objetivo de acelerar el alza del tipo de cambio oficial hasta los niveles del tipo de cambio financiero, un 60% superior, la caída en las reservas durante enero se agravó.



En respuesta a ello, **se aceleró a finales de enero la devaluación del peso, pasando de \$4,98 el 30/01/2013 a \$8,02 el último día hábil del mes de enero. En total, la relación \$/USD tuvo una variación acumulada del 30% entre el trimestre noviembre-diciembre-enero último con respecto al mismo período del año anterior.**

En lo inmediato la convalidación del alza del tipo de cambio implicó diversas ventajas: en primer lugar, frenó la velocidad de la caída de reservas destinadas a sostener el nivel del tipo oficial; en segundo lugar, mejoró la tasa de ganancia de ciertos complejos exportadores marginales, en general de economías regionales, servicios de software y otros complejos tecnológicos; en tercer lugar, mejoró la competitividad de la industria local frente los productos importados; en cuarto lugar, la elevación del tipo de cambio para luego mantenerse fijo en un nivel ayudó a frenar las expectativas devaluatorias.

▪ **Se incrementó la magnitud de la absorción monetaria mediante letras del Banco Central, a través de un alza de las tasas de interés de las mismas.**

En efecto, las tasas de las LEBAC con plazos más cortos crecieron durante el mes, pasando a 25,5% para las letras subastadas a 70 días, y a 25,9% para las de 100 días de plazo. A su vez, la tasa adjudicada a la letra a 400 días alcanzó el 27,4%. Adicionalmente, el BCRA restableció, luego de 7 años, la subasta de letras en dólares, con tasas que van desde el 2,5% nominal anual (para los plazos más cortos) a 4% para la letra de vencimiento anual.

El objetivo explícito de estas medidas es incrementar el rendimiento de activos en moneda local, disminuyendo el diferencial de rendimientos con respecto a la moneda extranjera (el cual lógicamente se incrementa acompañando el movimiento alcista de la tasa de variación cambiaria), de manera tal que se descomprima la demanda de dólares en el mercado oficial pero, fundamentalmente, en los mercados financieros del dólar, en especial el ilegal o “blue”.

▪ **Se flexibilizó el acceso a divisas para tenencia, en la línea de las otras medidas mencionadas destinadas a descomprimir el mercado del dólar ilegal.**

▪ **El Banco Central emitió la comunicación “A” 5536, que redujo el porcentaje de activos en moneda extranjera que los bancos podían mantener en sus balances.**

De este modo, los bancos incrementaron la disponibilidad de divisas en el mercado local, descomprimiendo aún más la demanda de divisas en el paralelo.

En sumatoria, al convalidar parcialmente las expectativas de devaluación, encareciendo el acceso a la divisa oficial; al incrementar el rendimiento en moneda local, y al facilitar la disponibilidad de divisas legales para ahorro; el resultado fue una menor demanda en el mercado ilegal. Así, el alza del tipo de cambio “blue” se frenó rápidamente, para luego reducirse paulatinamente, al tiempo que se reducían los volúmenes operados.

La efectividad de todas estas medidas se vio reflejada en el giro en la evolución de los principales indicadores monetarios. Por un lado, **el stock de reservas frenó su tendencia decreciente y se estabilizó.** A pesar de haber tenido que cancelar obligaciones de deuda y financiado las costosas importaciones de energía, las



reservas dejaron de mermar e incluso recuperaron algunas posiciones. Al inicio del mes de febrero, el BCRA contaba con 27.795 millones de dólares, y el día lunes 17/02/14, con 27.753 millones de dólares.

Por otro lado, **las expectativas de devaluación se estabilizaron, convergiendo con la marcha del nivel de precios.** Esto se vio expresado en la ya mencionada caída del “blue” (que alcanzó picos de 13\$/U\$S y se redujo por debajo de los 11\$/U\$S), pero también en los otros tipos de cambio financieros, tales como el “contado con liquidación” y el “dólar MEP”, que también superaron los 11\$/U\$S y luego disminuyeron hasta aproximarse a los 10\$/U\$S. Lo mismo puede decirse del tipo de cambio futuro del mercado ROFEX que, luego de la comunicación “A” 5536, convergió abruptamente a valores cercanos al oficial para las posiciones más próximas. Y, por último, como resultado del cambio de expectativas, el **complejo agro-exportador aceleró las liquidaciones de cereales y oleaginosas, que alcanzaron en poco tiempo los 916 millones de dólares, duplicando las entradas de divisas en relación al mismo periodo del año anterior.** De esta manera, las empresas cerealeras cumplieron con el compromiso de ingresar divisas por dos mil millones de dólares en febrero.



Mercado de Trabajo

El mercado de trabajo durante el año 2013 ha tenido un comportamiento similar a los años anteriores, encontrándose en niveles cercanos al “pleno empleo”.

33%

Es el empleo no registrado en Argentina. El promedio de America Latina es del 47%

▪ **Se redujo el desempleo a 6,4%**

La tasa de desocupación (proporción de trabajadores desocupados y la PEA) se redujo 0,5 p.p., ya que en el cuarto trimestre del 2012 fue del 6,9% y pasó al 6,4% en el cuarto trimestre del 2013. Esta caída del indicador se debió a que hubo una merma cercana de 49 mil trabajadores desocupados (-6,1% interanual) y la PEA siguió un sendero inverso (+0,9%) lo que significó una adición de 103 mil personas al mercado de trabajo. Un punto a destacar es que este último valor (6,4%) es el más bajo a nivel histórico desde la década de 1990. No obstante, vale aclarar que la metodología realizada por el INDEC en el relevamiento de datos de la Encuesta Permanente de Hogares (EPH) en ambos períodos es distinta. Además, es el 29º trimestre seguido en el cual este indicador es de un solo dígito.

▪ **Disminuyó la cantidad de subocupados, al punto más bajo en 27 años.**

La tasa de subocupación horaria (total de subocupados en comparación con la Población Económicamente Activa) bajó del 1,2% entre el cuarto trimestre del 2013 con respecto al mismo período del año 2012, pasando del 9% al 7,8%. Esta reducción se debió a:

- la baja interanual de la cantidad de subocupados que fue del 12,8% (lo que significó que se redujo en más de 135 mil trabajadores no trabajan la cantidad de horas deseadas),
- la PEA se amplió a una tasa de 0,9% (103 mil personas más).

Unas de las razones de este comportamiento podría ser que una parte decidió abandonar el mercado de trabajo y haya habido una modificación dentro de este grupo: aquellos subocupados que trabajaban menos de 35 horas semanales y estaban en la búsqueda en forma activa de otra ocupación desistieron de hacerlo aunque siguen trabajando la misma cantidad de horas.

No obstante, tal como sucede con la tasa de desocupación, es el valor más bajo en los últimos 27 años. Hay que remontarse hasta los mediados de la década de los ochenta para observar valores inferiores al actual.

▪ **Salario Mínimo Vital y Móvil creció un 35% entre enero de 2012 y enero de 2013.**

En enero de 2013 el SMVM tenía un valor de 2670 pesos y en la actualidad (enero de 2014) un valor de 3600, lo que representa un aumento de aproximadamente un 35%.



Un dato no menor es que el SMVM argentino es el más alto de Latinoamérica, siendo de 425 dólares. Le siguen Chile (411 dólares), Uruguay (405 dólares) y Paraguay (395 dólares).

▪ **La jubilación mínima subió un 28% en 2013**

En línea con esto, el sector pasivo de la población tampoco ha sido descuidado. En el último año el haber mínimo jubilatorio mantuvo su tendencia ascendente pasando de 2165 pesos en marzo de 2013 a 2757 pesos en la actualidad (en porcentaje es un aumento de casi un 28%). Cabe aclarar que la movilidad jubilatoria se aplica automáticamente dos veces al año desde marzo de 2009 y comprende a todas las prestaciones a cargo del Sistema Integrado Previsional Argentino (SIPA).¹

▪ **El salario promedio creció un 26% en 2013**

Durante el último año, el salario medio se mantuvo también en alza pasando de \$6889 en el tercer trimestre de 2012 a \$8695 en marzo de 2013, lo que representó un aumento de más del 26%. Cabe aclarar, que el análisis se realiza teniendo en cuenta las remuneraciones en bruto, es decir sin deducir las contribuciones a la seguridad social.

▪ **El Gobierno Nacional presentó un Proyecto de Ley para facilitar la registración de empleados informales**

Una problemática a analizar en el mercado de trabajo es la del Empleo No Registrado (en adelante ENR). El ENR se define como el conjunto de asalariados a quienes no les realizan aportes al sistema de la seguridad social. El ENR constituye una problemática central para el mercado de trabajo argentino, ya que implica la carencia general de derechos y beneficios que prevé la normativa para los trabajadores en relación de dependencia. De este modo, el empleo no registrado se configura como una inserción laboral precaria que, en definitiva, no brinda las condiciones mínimas para que los trabajadores y sus familias puedan llevar una vida digna.

La tasa de ENR se define como el porcentaje de asalariados sin descuento jubilatorio en el total de los asalariados. Asimismo, la variación de la tasa de ENR es el resultado de la evolución de los asalariados registrados y no registrados. De modo que la tasa se reduce si los asalariados registrados crecen en mayor medida que los no registrados, mientras que se incrementa si ocurre lo contrario.

En el último año, la tasa de empleo no registrado tuvo un leve descenso. En el cuarto trimestre de 2012 era de 34,6% y actualmente (cuarto trimestre de 2013) es de 33,5%. Al ser un indicador que no tiene la misma dinámica que el resto los especialistas sobre el tema se encuentran trabajando en medidas de segmentación tanto de las unidades productivas como de la cadena de valor para reducir el núcleo duro del Empleo No Registrado

¹ Para más información véase <http://www.anses.gob.ar/jubilados-pensionados/movilidad-jubilatoria-337>



Precios

- **El Gobierno presentó el nuevo Índice de Precios al Consumidor Nacional Urbano (IPCNU) con el que se mide la inflación.**

Este nuevo índice es el primero que mide la evolución de los precios a nivel nacional.

Este índice reemplaza al ahora discontinuado IPC-GBA, que fue centro de debate político en torno a su capacidad para reflejar los incrementos de precios. En ese sentido, mientras el IPC-GBA arrojó en diciembre de 2013 un incremento mensual de 1,4%, el valor anunciado por el nuevo índice para enero de 2014 fue de 3,7%. Esta diferencia muestra las limitaciones del índice anterior, y la imperiosa necesidad existente en reemplazarlo por una nueva medición.

10%

Es la inflación acumulada en el primer trimestre de 2013, informada por el nuevo IPCNu

- **La tendencia muestra una desaceleración de la inflación.**

El IPCNu registró en enero una variación de 3,7%, en febrero de 3,42% y en marzo de 2,6%, siempre con relación al mes anterior.

- **Primera revisión trimestral del Programa “Precios Cuidados”**

El programa incorpora en Grandes Supermercados: 15 nuevas empresas proveedoras, 30 nuevos rubros, 108 nuevos productos (llegando a los 302) y nuevas opciones para celíacos. Los 108 nuevos productos registran una baja promedio del 10%, mientras la revisión de los 194 del primer trimestre permitió la suba promedio del 3,2%. Se incorporaron Cadenas Regionales para el abastecimiento de regiones específicas contando con: 36 nuevas empresas proveedoras 12 nuevos proveedores regionales, y con la suma de 98 productos, la canasta ahora cuenta con 176 productos. También se sumaron 6 mayoristas y distribuidoras incorporando 58 productos de 32 distintos rubros. En lo que respecta a comerciantes de proximidad se acordó la incorporación de más de 300 Supermercados de origen oriental adheridos en CABA y GBA y se alcanzó un acuerdo con Centros de Almaceneros y grupos de compra en todo el país como así la participación de Pymes y cooperativas regionales como proveedores.

La voluntad de adhesión al programa de los distintos actores en la comercialización demuestra la efectividad del mismo, registrando aumentos de hasta el 700% en la cantidad de ventas interanualmente de los productos que abarca. El cumplimiento del programa (monitoreado en el CABA y GBA) actualmente alcanza el 99% en los precios de los productos, un 90% en la señalización de los mismos y un 80% en el abastecimiento (número cercano al abastecimiento de cualquier producto en un Supermercado)

- **El Índice de Precios Internos al Por Mayor tuvo un aumento del 5,1% en el mes de enero de 2014 con respecto al mes anterior.**

Específicamente 5,8% en los Productos Primarios y 5,5% en los Productos Manufacturados y Energía Eléctrica. Los Productos Importados subieron 9,4%. En lo



que va del 2014 el índice acumulo una suba del 10,3%. Los productos agropecuarios acumulan una suba del 17,1% en lo que va del año, en línea con la suba del 7% que acumuló hasta marzo el precio de los cereales en el índice de la FAO. "El índice se ha visto influenciado, tal y como se esperaba, por las condiciones meteorológicas desfavorables en los Estados Unidos y Brasil y las tensiones geopolíticas en la región del Mar Negro" aseguro la FAO.

▪ **El Índice de Costo de la Construcción registró un aumento del 4% en enero con respecto al mes anterior**

Hubo alzas de 9,4% en el capítulo Materiales, concentrando mayores subas en Pinturas y afines, Pisos de alfombra, Electrobombas, Productos aislantes, Cables y conductores de media y baja tensión, Aparatos de control eléctrico, Griferías y llaves de paso y Artículos sanitarios de loza. Acumulo para el 2014 una suba del 5,7%.

▪ **El Índice de Precios de las Materias Primas (IPMP) en dólares estadounidenses aumentó 4% en febrero respecto al mes anterior.**

Las mayores subas fueron pellets de soja con un 4,4% (siendo el único ítem que tuvo una suba interanual), maíz con un 5,7%, trigo un 6,1%, aceite de soja un 4,2%, porotos de soja 4,2%, el oro un 4,4%, el petróleo crudo un 2,7% y la carne bovina con un 1,3%. Mientras tanto los precios del cobre, el aluminio primario y el acero cayeron -2,0%, -1,9% y -1,0% respectivamente. El índice acumula en 2014 una suba del 3% pero una caída del 7,8% con respecto al mismo mes del anterior año.

En los primeros días de abril la soja y el maíz experimentaron leves bajas luego de la publicación sobre la oferta y la demanda de cereales de la USDA (departamento de agricultura de Estados Unidos), mientras que el trigo registró alzas por cuestiones climáticas



Mercado de Capitales

- **Las acciones líderes registraron un alza de 8,4% en marzo**

Durante el mes de marzo de 2014, el Índice Merval registró una suba del 10,2% medida en pesos y un alza del 8,4% si se lo mide en dólares. De este modo, dicho índice acumula un incremento del 18,2% en pesos desde fin de 2013, y de uno de 3,7% en dólares. Este índice se compone de una cartera de activos pertenecientes a varias de las empresas más destacadas que operan en el mercado argentino, entre las que podemos mencionar a YPF, Edenor, Siderar, Petrobras, entre otras.

55%

Fue la caída del TVPA, Bono en dólares vinculado al crecimiento del PBI, entre el 26 y el 28 de Marzo.

- **Las medidas de reducción de subsidios de servicios públicos impulsaron el precio de las acciones de empresas energéticas.**

El mercado bursátil tuvo buen arranque en abril, dinamizado principalmente por el desempeño de las acciones bancarias y energéticas. La política de reducción de subsidios al agua y al gas que está llevando a cabo el Gobierno Nacional, con el objetivo central de lograr una mejora en la redistribución del ingreso, se tradujo en un impulso a las compras de las acciones energéticas.

- **Fuerte alza de los Bonos soberanos atados al CER**

Los bonos atados al CER, han experimentado desde febrero una importante alza debido a que los mismos se calculan en base al nuevo índice de Precios IPC Nu. El Discount en pesos subió un 45%, el Cuasi Par un 40%, el PR13 subió un 31%, el PRO 13 un 31%, el Par en pesos un 26% y el Bogar 2018 aumentó un 22 por ciento. En este aspecto, uno de los organismos públicos que mayores ganancias obtuvo por haber invertido en este tipo de bonos fue la Anses, ya que gran parte de la cartera de activos que conforman el Fondo de Garantía de Sustentabilidad, está conformada por este tipo de instrumentos.

Las inversiones contenidas en el FGS significan un 63% de bonos del gobierno nacional, entre estos los atados al CER, un 13% se invierte en Proyectos Productivos y de Infraestructura, un 8,3% son acciones y el restante 4% se encuentra en depósitos a plazo fijo.

- **Fuerte alza y caída de los Bonos vinculados al PBI**

Estos bonos tuvieron una fuerte alza en 2014, hasta el anuncio del INDEC del crecimiento de 2013 del 3%, cuando sufrieron caídas de entre el 22,8% (TVPY) y el 49,7% (TVPP). Este comportamiento tuvo que ver principalmente con el nuevo dato del PBI 2013, el cual significó un crecimiento del orden de un 3,02% para ese año, cifra que implica no pagar dividendos en 2014.

El porcentaje se obtuvo mediante la aplicación de un nuevo año de base para el cálculo (2004 en lugar de 1993). Como el crecimiento fue menor que el 3,22% mínimo que se requiere para realizar el pago de los cupones, el mercado reaccionó de una manera negativa, haciendo que se produzca la baja en las cotizaciones. Una reversión



de esta tendencia, se explicó a comienzos de abril, debido a que la Anses realizó una serie de adquisiciones a precio de remate de estos cupones, haciendo que se incrementara el precio de los mismos.

▪ **YPF realizó la emisión internacional de Obligaciones Negociables más grande de una empresa Argentina.**

YPF lanzó una emisión de u\$s1.000 millones en la Bolsa de New York, una tasa de interés fija de 8,75%, por un plazo de 10 años.

Los resultados confirman la confianza que tiene el inversor tanto local como internacional respecto a la gestión que se está llevando adelante en la petrolera, demostrada a través sólidos resultados financieros en los últimos dos años, como además por el importante crecimiento en la producción y el índice de reemplazo de reservas.

El financiamiento forma parte del "Programa Global de Emisión de Títulos de Deuda de Mediano Plazo de YPF", por un monto máximo de 5.000 millones de dólares. El mismo estará dirigido principalmente a solventar el ambicioso plan de inversiones que posee la compañía, buscando entre otras cosas, encarar el prometedor emprendimiento de Vaca Muerta.

Las ON Clase XXVIII están denominadas y suscriptas en dólares estadounidenses y los pagos serán realizados en esa moneda. El capital de las ON será amortizado en tres cuotas, la primera del 30 por ciento a los ocho años contados desde la emisión, la segunda del 30 por ciento a los nueve años y el restante 40 por ciento a la fecha de vencimiento. Los intereses serán pagaderos semestralmente por período vencido

