

# NOVECO

Informe Económico Semanal Nº 211

Martes, 03 de agosto de 2004.

- **EXPANSION DEL GASTO CON CUMPLIMIENTO DE LAS METAS FISCALES:** En junio el superávit primario fue de \$ 1.800,3 M., habiéndose acumulado un excedente fiscal de \$ 11.846,4 M. en el primer semestre del año. Según nuestras estimaciones, la meta anual de 2,5% del PBI se va a superar, a pesar de los aumentos de gastos adoptados en los últimos meses. Pág. Nº 2.

Variable	últ. lunes	var. sem.	
\$ - US\$ - minorista	3,0000	0,33%	▲
\$ - US\$ - ref. BCRA	2,9852	0,41%	▲
\$ - US\$ - a fin de mes	2,9970	0,74%	▲
\$ - US\$ - a fin de año	3,0600	0,33%	▲
\$ - US\$ - mayorista	2,9850	0,24%	▲
\$ - Euro	1,2023	-1,01%	▼
\$ - Real	3,0480	-0,81%	▼
Call \$ hasta 15d. n.a.	2,04%	0,37	▲
1º línea \$ 30d. n.a.	5,78%	-0,15	▼
Plazo fijo \$ 30 d n.a.	2,76%	0,56	▲
Merval	962,41	0,97%	▲
Bovespa	22.448,01	5,30%	▲
Dow Jones	10.179,16	2,18%	▲
Nasdaq	1.892,09	2,89%	▲
Riesgo país - ptos. bs.			
Argentina	5.036	-68,05	▼
Brasil	593	-34,48	▼
México	200	1,90	▲
Oro - US\$/oz.t.	391,85	0,77%	▲
Crudo - US\$/WTI	43,73	5,53%	▲
Soja - US\$/tn	163,00	-6,32%	▼
Maíz - US\$/tn	75,50	-0,66%	▼
Trigo - US\$/tn	102,00	-4,67%	▼
Novillo Liniers - \$/kg	2,020	-1,13%	▼
Global '08 US\$	28,25	-2,59%	▼
Boden '05 US\$	39,25	1,03%	▲
Boden '07 \$	91,00	-17,61%	▼
Boden '12 US\$	67,00	-1,47%	▼

- **¿MAYORES RETENCIONES A LAS PETROLERAS?:** En julio la recaudación tributaria llegó a 8.704,3 M., con una expansión interanual de 33,8%. Ganancias e IVA neto continuaron siendo los tractores de los ingresos fiscales. A su vez, los Derechos de exportación mostraron una suba importante en términos anuales, debido a la conjunción de varios factores.
- Por su parte, el gobierno nacional sigue totalmente decidido a elevar los Derechos de exportación del petróleo, del gas y/o de los derivados, para desalentar las exportaciones de gas frente a la crisis energética doméstica, y para evitar mayores incrementos de los precios internos de los combustibles, ante la continua suba del precio del petróleo a nivel internacional.
- En enero-julio los ingresos fiscales alcanzaron un nivel de \$ 57.723,3 M.. IVA y Ganancias explicaron 72% de la mejora tributaria, casi por partes iguales. Y explicaron 54,0% de la recaudación total. Pág. Nº 3.
- **SERVICIOS PUBLICOS – EVOLUCION DEL CONSUMO:** El consumo de servicios públicos acumuló una suba de 18,7% en el primer semestre de 2004 con relación al mismo período del año pasado. La cantidad de teléfonos celulares y las llamadas realizadas desde estos aparatos, fueron los más dinámicos en la comparación interanual. Pág. Nº 7.
- **RENEGOCIACIONES DE CONTRATOS CON PRIVATIZADAS - ¿HACIA DONDE VAN?:** Las empresas privatizadas lograron finalmente trabar la relación entre el Gobierno argentino y el FMI, al conseguir que el directorio del organismo pospusiera el tratamiento de la aprobación de la tercera revisión del acuerdo Stand-By firmado en septiembre de 2003. El grado de atraso de la negociación de los 60 contratos muestra la escasa probabilidad de que el gobierno logre cumplir con el cronograma marcado por la Ley de Emergencia Económica

## INFORMES Y SUSCRIPCIONES

(límite 31-12-04), más allá de haber incumplido con lo comprometido con el organismo internacional, por lo cual tuvo que pedir un "waiver". Ello tendrá un impacto negativo en la percepción que los inversores actuales y potenciales tienen sobre nuestro país, y en las posibilidades de crecimiento económico futuro. Pág. Nº 9.

- **FUERTE REDUCCION DEL SUPERAVIT COMERCIAL:** En junio el retroceso experimentado por el precio de la soja tuvo un impacto negativo considerable sobre el dinamismo de nuestras exportaciones. Los Productos Primarios fueron los más afectados por el retroceso de los precios de la soja. En cambio, las Manufacturas de Origen Industrial fueron beneficiadas por la recuperación de Brasil y las de Origen Agropecuario por el dinamismo de los residuos de la industria alimenticia, las carnes y los lácteos. La continuidad del proceso de recuperación económica que supuso la menor salida de capitales, siguió impulsando a las importaciones. En junio alcanzaron su decimotercer registro consecutivo con tasas de crecimiento interanual superiores a 50% y lograron superar los niveles previos a diciembre de 2001. La desaceleración de las exportaciones y el fuerte crecimiento de las importaciones se tradujo en una significativa reducción del superávit comercial. Pág. Nº 11.
  
- **EL EFECTO SOJA:** El dinamismo de las exportaciones se redujo en forma significativa como consecuencia del retroceso experimentado por la cotización de la soja y sus derivados. Más aún, si el mercado tiene razón, durante 2004 el superávit primario será US\$ 300 M. menor y las exportaciones US\$ 1.100 M. menores, a los que podrían haberse esperado con los precios del primer trimestre del presente año. Pág. Nº 14.

## COMO VENIMOS

### 1. EXPANSION DEL GASTO CON CUMPLIMIENTO DE LAS METAS FISCALES:

- En junio el superávit primario fue de \$ 1.800,3 M., habiéndose acumulado un excedente fiscal de \$ 11.846,4 M. en el primer semestre del año. Según nuestras estimaciones, la meta anual de 2,5% del PBI se va a superar, a pesar de los aumentos de gastos adoptados en los últimos meses.

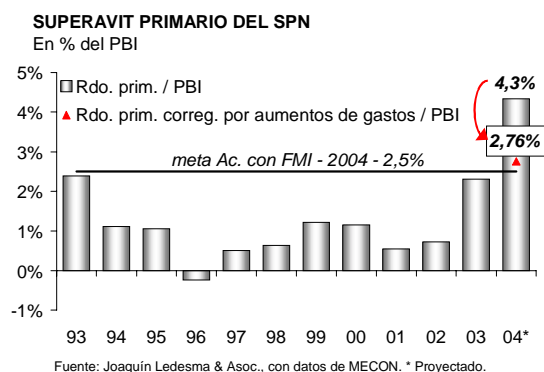
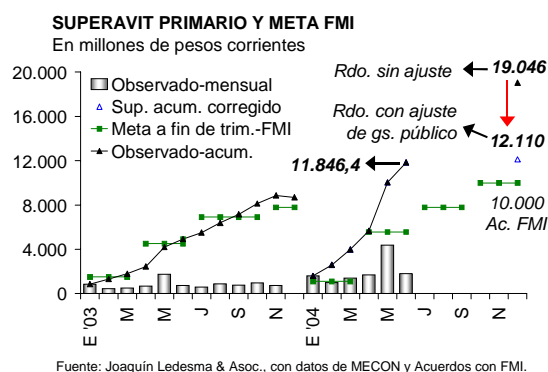
Con un superávit primario de \$ 1.800,3 M. en junio, el gobierno nacional ya acumuló un excedente fiscal de \$ 11.846,4 M. en el primer semestre del año. Descontados los pagos de intereses sobre el stock de deuda pública en situación performing, que bajaron a \$ 2.803,8 M. en el primer semestre del año (-20,1% con relación al primer semestre del año pasado), el gobierno nacional acumuló un superávit financiero total de \$ 9.042,6 M..

Si bien la proyección de las cuentas fiscales hace prever un resultado primario de alrededor de \$ 19.000 M. para todo el ejercicio 2004, hay que tener presente que los dos mega-ajustes presupuestarios que adoptó el gobierno nacional en los últimos 90 días absorberán una gran porción de este excedente esperado.

De esta forma, en 2004 el gobierno nacional mostraría un superávit primario de \$ 12.110 M., descontadas las ampliaciones de gastos. Con este resultado, y teniendo en cuenta nuestras proyecciones de crecimiento económico (+6,5% en términos reales) y de precios combinados (+9,7%) para el año en curso, el superávit primario se ubicaría en 2,76% del PBI nominal, cifra que igualmente superaría a la meta de 2,5% acordada en septiembre del año pasado con el FMI (por su parte, las provincias deben alcanzar un resultado de 0,5% del PBI).

En el corto plazo, la utilización del superávit fiscal para financiar nuevas partidas presupuestarias constituye una decisión política basada en dos hechos: 1. Los recursos crecen más rápido que los gastos totales, con lo cual existe financiamiento genuino; 2. El gobierno nacional quiere evitar mostrar un superávit fiscal muy abultado frente a los acreedores externos y al FMI, en tanto quiere mantener su imagen pública frente a los beneficiarios del gasto público (empleados públicos, jubilados, garrafa social, crisis energética, etc.).

Pero el problema de esta decisión está en el mediano plazo, porque el subsidio a la garrafa social puede suspenderse ante una situación fiscal más ajustada y muy probablemente la crisis energética sea transitoria, pero las recomposiciones salariales y de las jubilaciones y pensiones son permanentes e independientes de la situación fiscal futura. En Argentina el recorte nominal de los salarios en caso de resultar necesario, como el que rigió entre



julio de 2001 y diciembre de 2002, es inconstitucional. Además, a partir del año próximo el perfil de vencimientos de capital e intereses de la deuda pública en situación performing, comenzará a tener más peso sobre el balance fiscal que en los últimos años, y también se espera una menor tasa de crecimiento económico para 2005.

En este contexto, y ante la evidente imposibilidad de acordar una nueva Ley de coparticipación de impuestos entre la Nación y las provincias, constituiría un avance importante la aprobación del Proyecto de Ley de Responsabilidad Fiscal. Si bien su cumplimiento no estará asegurado, porque las experiencias pasadas así lo demuestran, constituye un incentivo para limitar el comportamiento procíclico del gasto público y dar mayor certidumbre sobre la situación fiscal del estado nacional y de los provinciales.

En el primer semestre del año los ingresos totales del SPN (sin considerar las transferencias por coparticipación a las provincias) crecieron 39,9% interanual (43,3% anual en junio), aportando recursos extra por \$ 11.751,1 M.. Por su parte, el gasto primario total subió 19,8% entre los períodos analizados, generando erogaciones extra por \$ 4.836,0 M.. La diferencia explicó el aumento del superávit primario.

Los mayores incrementos de erogaciones se registraron en: \$ 1.604,6 M. en prestaciones de la seguridad social (no sólo por la mejora de las jubilaciones-pensiones mínimas, sino también por el adelantamiento del cronograma de pagos que está aplicando la Anses) (18,3%), \$ 327,7 M. en remuneraciones (8,0%), \$ 682,5 M. en transferencias especiales a las provincias (160,6%), \$ 283,3 M. a las universidades (34,2%), \$ 306,8 M. en ejecución de inversión real directa (99,4%) y \$ 404,3 M. en inversión financiera. A la inversa, como indicamos más arriba, los pagos de intereses de la deuda pública bajaron \$ 703,5 M., hasta quedar en \$ 2.803,8 M..

RESULTADO DEL SECTOR PUBLICO NACIONAL										
Ejecución Base Caja - En millones de pesos corrientes										
CONCEPTO		2004	2004	2004	Var. anual			2003	2004	Var.
		Abr.	May.	Jun.	A '04	M '04	J '04	6 m	6 m	
1	Ingresos totales	6.120,8	9.441,6	7.518,7	28,4%	53,8%	43,3%	29.415,3	41.166,4	39,9%
1.1.	Ingresos tributarios	5.590,1	9.020,4	7.079,9	29,6%	59,4%	43,0%	26.911,6	37.366,2	38,8%
2.	Gastos totales	4.791,3	5.617,3	6.005,5	10,2%	7,3%	21,2%	27.991,3	32.123,8	14,8%
2.1	Gasto primario total	4.442,1	5.063,5	5.718,4	8,3%	15,1%	26,8%	24.484,0	29.320,0	19,8%
2.1.1	Gasto corriente	3.934,3	4.516,4	5.304,8	2,1%	13,1%	27,8%	22.784,1	26.604,5	16,8%
2.1.2	Gasto de capital	507,8	547,1	413,6	102,1%	34,4%	15,1%	1.699,9	2.715,5	59,7%
2.2	Intereses deuda pública	349,2	553,8	287,1	43,8%	-33,7%	-35,1%	3.507,3	2.803,8	-20,1%
3.	Resultado primario (1 - 2.1)	1.678,7	4.378,1	1.800,3	153,2%	151,4%	143,9%	4.931,3	11.846,4	140,2%
4.	Resultado financiero (1 - 2)	1.329,5	3.824,3	1.513,2	216,4%	322,1%	412,1%	1.424,0	9.042,6	535,0%

Fuente: Joaquín Ledesma & Asoc., con datos de la Secretaría de Hacienda, Mecon.  
Nota: los ingresos y los gastos se presentan netos de las transferencias por coparticipación federal de impuestos.

## 2. ¿MAYORES RETENCIONES A LAS PETROLERAS?:

- En julio la recaudación tributaria llegó a 8.704,3 M., con una expansión interanual de 33,8%. Ganancias e IVA neto continuaron siendo los tractores de los ingresos fiscales. A su vez, los Derechos de exportación mostraron una suba importante en términos anuales, debido a la conjunción de varios factores.
- Por su parte, el gobierno nacional sigue totalmente decidido a elevar los Derechos de exportación del petróleo, del gas y/o de los derivados, para desalentar las exportaciones de gas frente a la crisis energética doméstica, y para evitar mayores

**incrementos de los precios internos de los combustibles, ante la continua suba del precio del petróleo a nivel internacional.**

En el último mes se recaudaron impuestos por \$ 8.704,3 M.. Con relación a junio descendieron 8,1%, debido a la estacionalidad que tiene la liquidación de saldos de Ganancias, en tanto los ingresos totales mostraron una expansión de 33,8% en términos anuales, aportando ingresos extras por \$ 2.196,8 M..

En julio Ganancias e IVA repitieron la performance de meses anteriores, confirmándose como los tractores de la recaudación tributaria a lo largo del año. En conjunto explicaron casi dos tercios de la mejora interanual en la recaudación: \$ 1.407,2 M.. El IVA neto de devoluciones y reintegros explicó 43,3 puntos porcentuales y Ganancias hizo lo propio en 20,7 pp..

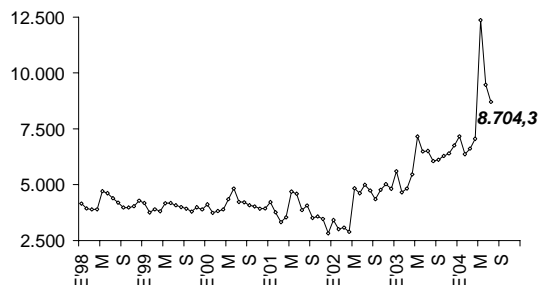
Ganancias registró una expansión de 38,4% anual, llegando a recaudar \$ 1.638,8 M.. Tuvieron un fuerte impacto los anticipos del impuesto pagados por firmas con cierre de balance en diciembre del año pasado, y los aportes de los contribuyentes que abonaron el saldo de la declaración jurada de ingresos 2003 en cuotas.

En el caso del IVA, las importaciones fueron las más dinámicas, ya que aportaron \$ 469,1 M. más a la recaudación (+65,2% anual). Por su parte, IVA DGI mostró un crecimiento de \$ 256,6 M., debido a la recuperación del consumo interno. En tanto que las devoluciones de impuestos permitieron un ahorro interanual de \$ 261,7 M., debido a que el gobierno nacional terminó de cancelar los montos adeudados que mantenía con los exportadores.

En julio también se destacó la recuperación de los Derechos de exportación. Por este concepto ingresaron \$ 990,1 M. y resultaron 10,7% superiores a los de igual mes de 2003. Hubo confluencia de factores explicativos, tal como detallamos a continuación:

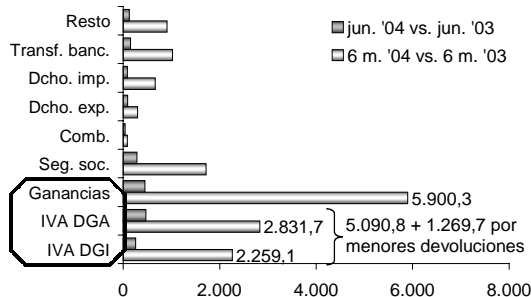
1. Efecto tipo de cambio. Entre julio de 2003 y julio de 2004 el peso argentino registró una depreciación de 5,3% con relación al dólar (llegó a un promedio de \$ 2,97 en julio) y de 13,7% con relación al euro (\$ 3,6439), habiéndose mantenido constante con el real brasileño (\$ 0,98);
2. Si bien está descendiendo el precio de la soja desde los niveles récord registrados en marzo y abril pasados (ya perdió 24,4% en los últimos tres meses), en la comparación interanual todavía se mantuvo 9,1% arriba de julio del año pasado, impactando de forma positiva;
3. En julio impactó completamente la suba de las retenciones sobre determinados productos como el gas natural licuado, el gas en estado gaseoso y

**RECAUDACION TRIBUTARIA NACIONAL**  
En millones de pesos



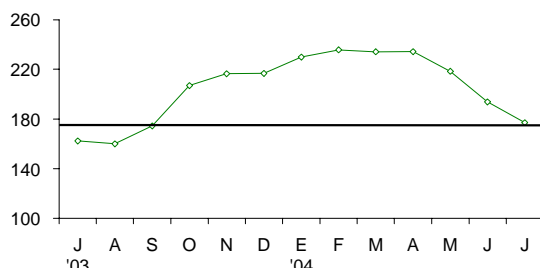
Fuente: Joaquín Ledesma & Asoc., con datos de AFIP.

**¿CUALES TRACCIONAN LA RECAUDACION TOTAL?**  
En millones de pesos



Fuente: Joaquín Ledesma & Asoc., con datos de AFIP.

**PRECIO DE LA SOJA EN EL MERCADO A TERMINO BS. AS.**  
Julio '03 - julio '04 - En US\$ por tonelada



Fuente: Joaquín Ledesma & Asoc., con datos del INDEC.

otros gases, cuyo objetivo es desalentar las ventas externas de estos productos ante la crisis energética doméstica. Además, ya se anunció que se aplicarán retenciones extras a las exportaciones de petróleo y de sus derivados, en la medida que el precio del barril WTI se mantenga por encima de US\$ 42 (y en la actualidad está cotizando en torno a US\$ 44 por barril), como forma de evitar las presiones alcistas sobre los precios internos de las naftas y del gas oil;

4. El precio del barril de petróleo también incidió positivamente, ya que en los últimos doce meses subió 32,7%.

Con estos resultados, en julio el gobierno nacional ingresó a sus arcas \$ 6.332,1 M., incluyendo los impuestos y las contribuciones a la Seguridad Social, es decir 31,4% más que en julio de 2003. Ello habría permitido alcanzar un superávit primario de alrededor de \$ 1.200 M. en el mes pasado, aunque habrá que ver cuál es el impacto de los aumentos de gastos que decretó recientemente el gobierno nacional.

Por su parte, las provincias también se están beneficiando de que la mejora en la recaudación esté explicada por impuestos coparticipables (Ganancias e IVA). En julio recibieron \$ 1.927,2 M., lo que significó una mejora de 40,5% interanual.

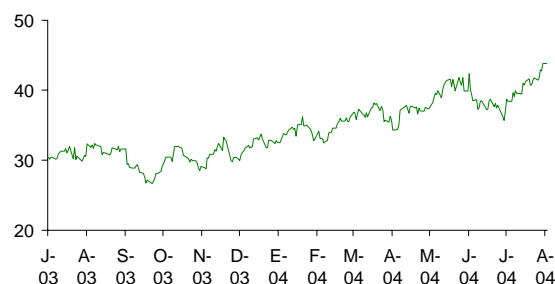
➤ **En enero-julio los ingresos fiscales alcanzaron un nivel de \$ 57.723,3 M.. IVA y Ganancias explicaron 72% de la mejora tributaria, casi por partes iguales. Y explicaron 54,0% de la recaudación total en el período.**

En los primeros siete meses del año ingresaron \$ 57.723,3 M., registrándose un aumento de 41,9% con respecto a enero-julio de 2003.

En el período analizado los ingresos por IVA neto fueron los más dinámicos, con una expansión interanual de \$ 6.345,7 M., incluyendo un ahorro de \$ 1.269,7 M. por menores devoluciones a los exportadores. El IVA DGA (por importaciones) fue el que más aportó: \$ 2.831,7 M.. Tal como indicamos en NOVECO anteriores, el aumento del consumo interno (volúmenes y precios) y de las importaciones, son los factores que incrementaron los ingresos por IVA. De esta manera, volvió a representar 28,8% de los ingresos tributarios totales (ver cuadro adjunto).

Por su parte, Ganancias generó recursos por \$ 14.539,0 M.. En comparación con enero-julio del año pasado aportó \$ 5.900,3 M. más, explicando 34,6% del crecimiento de la recaudación total.

**PRECIO INTERNACIONAL DEL PETROLEO**  
01-07-03 a 02-08-04 - US\$ por barril WTI



Fuente: Joaquín Ledesma & Asoc., con datos del mercado

IMPORTANCIA DE LOS TRIBUTOS				
Período	IVA	Ganancias	IVA + Gan.	Dcho. exp.
	% de la recaudación total			
90s	37,8%	15,0%	52,7%	0,0%
00s	28,8%	20,1%	48,9%	8,5%
7 m. '02	29,2%	16,8%	46,0%	7,8%
7 m. '03	25,3%	21,2%	46,5%	13,8%
7 m. '04	28,8%	25,2%	54,0%	10,3%

Fuente: Joaquín Ledesma & Asoc., con datos de AFIP.  
Nota: '90s: 1991-2000; '00s: 2001-2003.

RECAUDACION TRIBUTARIA					
Concepto	Julio '04			7 m. '04	
	Millones de pesos	Var. nominal		Millones de pesos	Var. nom. 7 m. '03
		Junio '04	Julio '03		
<b>TOTAL</b>	<b>8.704,3</b>	<b>-8,1%</b>	<b>33,8%</b>	<b>57.723,3</b>	<b>41,9%</b>
I.V.A. DGI	1.717,8	-2,8%	17,6%	11.608,1	24,2%
I.V.A. DGA	1.188,7	-3,2%	65,2%	6.998,3	68,0%
Devoluciones	88,3	-7,2%	-74,8%	1.173,2	-52,0%
Reintegros	155,0	29,2%	29,3%	805,0	1,9%
I.V.A. neto 1	2.663,2	-4,2%	55,7%	16.628,3	61,7%
Ganancias	1.638,8	-43,7%	38,4%	14.539,0	68,3%
Seguridad social 2	1.409,8	49,7%	25,4%	7.315,4	30,7%
Déb. y créd. e/ cta. cte	673,0	3,2%	29,8%	4.295,6	31,0%
Naftas	121,1	-4,9%	2,2%	945,8	-6,9%
Otros combustibles	122,0	-3,8%	18,1%	873,9	10,9%
Combustibles 3	412,9	-2,7%	10,6%	2.885,8	3,2%
Dchos. exportación	990,1	15,4%	10,7%	5.927,2	5,3%
Dchos. impo. + resto	283,5	0,5%	45,1%	1.761,5	60,7%
Comercio exterior 4	1.273,6	11,7%	16,8%	7.688,7	14,4%
Internos	232,4	0,3%	37,7%	1.624,4	41,2%
Bienes personales	101,5	-52,5%	-29,0%	1.233,9	18,4%
Gcia. mín. presunta	91,3	-8,8%	-19,9%	776,5	5,9%

Fuente: Joaquín Ledesma & Asoc., con datos de la AFIP.

1. IVA DGI + IVA DGA - Devoluciones - Reintegros.
2. Ap. pers. + Contrib. patr. + Fac. pago + Otros - Sist. capit. - Rezagos y otros.
3. Naftas + Otros combustibles + Tasa hídrica + Tasa vial + Recargo sobre consumo de Gas.
4. Dchos. de exportación + Dchos. de importación + Tasa de estadística + otros ingr. x com. exterior.

### 3. SERVICIOS PUBLICOS – EVOLUCION DEL CONSUMO:

- **El consumo de servicios públicos acumuló una suba de 18,7% en el primer semestre de 2004 con relación al mismo período del año pasado. La cantidad de teléfonos celulares y las llamadas realizadas desde estos aparatos, fueron los más dinámicos en la comparación interanual.**

En junio el consumo de servicios públicos, medido a través del Indicador Sintético de Servicios Públicos (ISSP), exhibió una suba de 0,9% desestacionalizada con relación al mes anterior, a pesar de la caída registrada en el consumo de servicios básicos. Por su parte, en comparación con junio de 2004 el índice mostró un incremento de 18,9%.

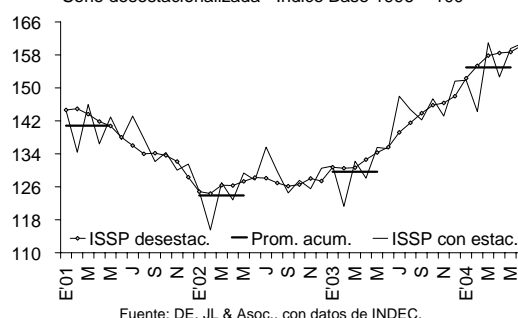
Los servicios de telefonía mostraron un avance de 4,0% en relación con el mes anterior, acumulando el mayor incremento en relación con junio de 2003 y entre los acumulados de enero-junio de 2003 y 2004. Cabe destacar que en la comparación interanual, tanto en junio como en el primer semestre, se registró un importante incremento en las llamadas por celular, acompañado de un aumento de la cantidad de líneas en servicio; y en el caso de las llamadas realizadas desde líneas fijas, las que más crecieron fueron las llamadas internacionales, seguidas por las interurbanas y las urbanas, con un leve incremento de la cantidad de líneas instaladas.

El transporte de carga, a pesar de la caída registrada en relación con el mes anterior (-6,2%), acumuló un importante incremento en el primer semestre de 2004 en relación con la primera mitad de 2003. El incremento del consumo de servicios de transporte de carga fue impulsado por el transporte de carga aéreo internacional y el transporte de carga en ferrocarriles. El transporte aéreo de cabotaje registró una importante contracción.

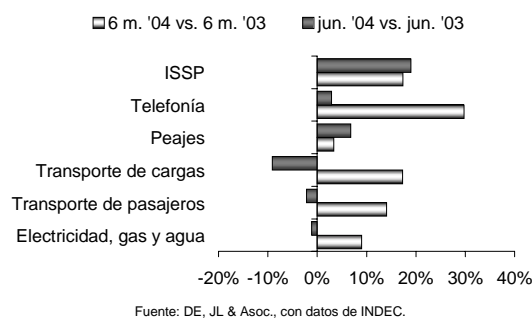
En el caso del transporte de pasajeros, la aeronavegación internacional y de cabotaje, y el transporte en colectivos y en ferrocarriles, aumentaron su flujo de pasajeros transportados en relación al mismo período del año pasado y en relación con junio de 2003, mientras que la cantidad de pasajeros transportados se contrajo en relación con el mes anterior, salvo en el caso del servicio de subterráneos y metro.

Los servicios básicos registraron un aumento de la producción de 9,0% en el primer semestre de 2004 en comparación con el mismo período de 2003. Cabe destacar que crecieron la generación de agua corriente (7,3%), de energía eléctrica (+7,0%) y de gas (+0,3%). En relación con el mes anterior se registró una retracción de la provisión de agua (-5,0%) y energía eléctrica (-2,2%), mientras que la producción de gas natural aumentó

**INDICADOR SINTETICO DE SERVICIOS PUBLICOS**  
Serie desestacionalizada - Indice Base 1996 = 100

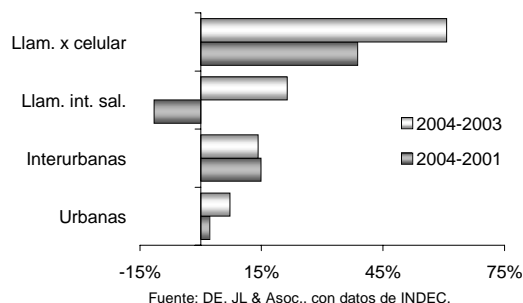


**CONSUMO DE SERVICIOS PUBLICOS POR SECTORES**



**SERVICIOS TELEFONICOS**

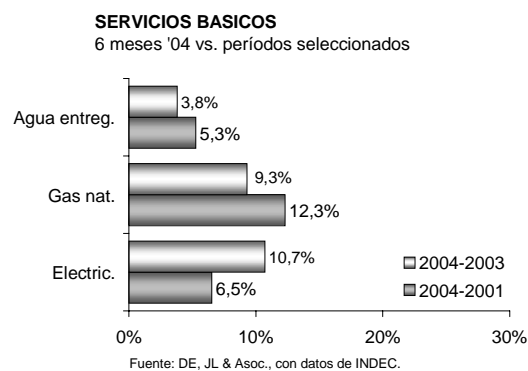
6 meses '04 vs. períodos seleccionados





(1,1%), haciendo que el indicador de servicios básicos, que refleja el comportamiento conjunto de estos servicios, cayera 1,1% en relación con el mes anterior en términos desestacionalizados (reflejando la crisis energética). Cabe destacar que el clima benigno y el abultado desembolso de fondos públicos permitieron afrontar el desabastecimiento energético con moderada incidencia sobre la producción, en comparación con lo esperado.

Por último, la utilización de autopistas concesionadas por peaje fue el servicio público que registró el incremento más moderado en relación con el primer semestre del año pasado, tanto en el caso de las rutas nacionales, como de los accesos a la Capital Federal y la provincia de Buenos Aires. La comparación desestacionalizada contra el mes anterior registró el mayor incremento sectorial.



#### 4. RENEGOCIACIONES DE CONTRATOS CON PRIVATIZADAS - ¿HACIA DONDE VAN?:

- **Las empresas privatizadas lograron finalmente trabar la relación entre el Gobierno argentino y el FMI, al conseguir que el directorio del organismo pospusiera el tratamiento de la aprobación de la tercera revisión del acuerdo Stand-By firmado en septiembre de 2003. El grado de atraso de la negociación de los 60 contratos muestra la escasa probabilidad de que el gobierno logre cumplir con el cronograma marcado por la Ley de Emergencia Económica (límite 31-12-04), más allá de haber incumplido con lo comprometido con el organismo internacional, por lo cual tuvo que pedir un “waiver”. Ello tendrá un impacto negativo en la percepción que los inversores actuales y potenciales tienen sobre nuestro país, y en las posibilidades de crecimiento económico futuro.**

La renegociación de contratos debe seguir una serie de procedimientos que aún no se han completado en ninguno de los casos. Una vez que las empresas y el gobierno presentan la propuesta, esta debe atravesar el tratamiento de una audiencia pública, la Procuración del Tesoro, la Sindicatura General de la Nación, una Comisión bicameral del Congreso y las dos Cámaras del Congreso, para ser finalmente ratificada por el Presidente a través de un decreto.

Hasta ahora, sólo se ha firmado un acta acuerdo con Aguas Argentinas (la Comisión Bicameral que fue creada para revisar las renegociaciones de contratos entre el gobierno y las empresas privatizadas se expedirá sobre el acta con una mayoría de dictámenes en contra, aunque el acuerdo seguirá el curso administrativo y ya se convocó una audiencia pública para el 01-09) y 4 actas de entendimiento con Telefónica, Telecom, Ferrosur y Ferroexpreso. El resto de las empresas, cuyos contratos tienen fecha de tratamiento en audiencia pública, aún no han firmado un acta acuerdo con el gobierno. Las negociaciones que más avanzaron, es decir donde se logró un acuerdo marco, se concretaron con las empresas concesionarias de peajes de la Ciudad de Buenos Aires (involucrando un incremento escalonado de la tarifa hasta 2007) y con las empresas que controlan las terminales portuarias de Buenos Aires.

Tal como adelantáramos en **NOVECO** anteriores, la propuesta oficial a las empresas transportistas de gas y electricidad no fue aceptada, y aún no se ha presentado una contrapropuesta. La distancia que separa la propuesta oficial de lo que están dispuestas a aceptar las empresas adelanta el conflicto que caracterizará a estas negociaciones. Cabe recordar que las empresas que están a cargo de estos servicios, tienen poder de lobby sobre sus respectivos gobiernos y, consecuentemente, sobre el directorio del FMI.

A nivel de los ferrocarriles, el impacto social del ajuste de la tarifa del pasaje en transporte ferrocarril, constituye otra muestra del grado de conflictividad que tendrá la renegociación con las empresas concesionarias. A ello hay que agregar la opinión negativa de los usuarios sobre los prestadores de estos servicios, a lo cual el gobierno le prestará atención para tener un mayor poder frente a las concesionarias.

En este contexto, la estrategia del gobierno de posponer el tratamiento de las cuestiones pendientes se está agotando. El hecho de que el atraso en la redefinición de los términos contractuales con las empresas privatizadas haya provocado el atraso del tratamiento de la revisión del cumplimiento de metas por parte del directorio del FMI, es un claro ejemplo del límite de este camino. Cabe aclarar que habiéndose atrasado el tratamiento de la revisión de metas, el inicio de las vacaciones postergará para septiembre el tratamiento de la última revisión del acuerdo y la redefinición de metas para los próximos dos años.

Además, también se atrasa la presentación de la propuesta oficial mejorada para la renegociación de la deuda pública en default, porque la falta de apoyo del FMI dificulta aún más el lejano consenso entre el gobierno y los acreedores tanto locales como extranjeros. Ello a pesar de que el ministerio de Economía ha confirmado que continuará con las negociaciones con los acreedores.

Por último, hay que tener presente que el diferimiento de las negociaciones con los concesionarios de servicios públicos, fue posible por haberse contraído fuertemente la actividad económica hasta el primer trimestre de 2002, lo cual redujo la demanda de servicios públicos, al tiempo que la recuperación posterior que llega hasta el presente se sustentó en la utilización de la capacidad instalada a lo largo de la década anterior. Consecuentemente, en la medida que la capacidad instalada alcance un techo, la falta de definiciones sobre la estructura de los contratos de concesión, los planes de inversión y los precios de los servicios a prestar, constituirá un limitante cada vez más poderoso sobre las posibilidades de crecimiento futuro de la economía argentina.

Resulta crucial que la ecuación económica de cada una de las actividades asegure la rentabilidad de la inversión en el sector, para que las inversiones necesarias se lleven a cabo y la provisión del servicio sea sostenible en el tiempo, permitiendo el correcto desarrollo de la actividad económica.

Adicionalmente, como las renegociaciones de contrato exponen al gobierno nacional, la forma con la cual encara las conversaciones es observada muy de cerca por inversores de otras áreas económicas y por potenciales inversores, ya que les permite observar cuáles son las dificultades que podrían tener en el futuro, ante un cambio de las reglas de juego, una vez que ya hayan hundido capital en nuestro país.

## 5. FUERTE REDUCCION DEL SUPERAVIT COMERCIAL:

- **En junio el retroceso experimentado por el precio de la soja tuvo un impacto negativo considerable sobre el dinamismo de nuestras exportaciones.**

Luego del máximo histórico alcanzado en mayo pasado, los valores exportados por nuestro país redujeron significativamente su tasa de crecimiento interanual en junio de 2004 (1% anual con respecto a junio de 2003). El menor dinamismo fue consecuencia directa del retroceso experimentado por la cotización de la soja y sus subproductos (ver sección siguiente).

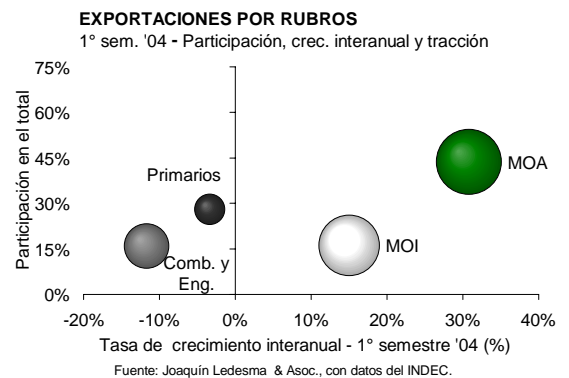
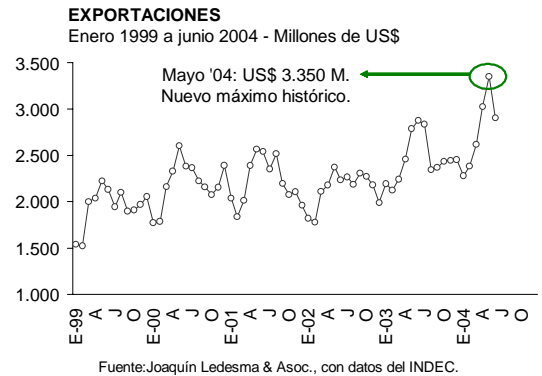
En lo que va de 2004, las exportaciones registraron un crecimiento interanual de 13% en valor. Sin embargo, el mencionado aumento fue resultado de movimientos positivos en los precios, ya que la variación de las cantidades fue nula. Por lo tanto, y como era de esperar, la mayor parte del incremento de las ventas al exterior reflejó una situación coyuntural, y no fue el resultado de una estrategia de desarrollo exportador.

Como situación coyuntural, su sustentabilidad en el tiempo no depende del esfuerzo o de las decisiones que tomemos los argentinos. Más aún, el crecimiento de los precios de los productos de exportación comenzó a desvanecerse, y en los últimos meses se revirtió, como resultado de los cambios operados (esperados) en el contexto internacional.

Por eso, si se quiere sostener el crecimiento de las exportaciones en el mediano plazo, será clave la recuperación del mercado brasileño, la reapertura de mercados para la industria cárnica, la obtención de nuevos mercados y una mayor penetración en los que ya existe presencia de productos nacionales, ya sea por medio de estrategias de posicionamiento de la marca país o por medio de acuerdos comerciales bilaterales tendientes a reducir los aranceles que gravan a nuestras exportaciones.

Asimismo, la eliminación y/o reducción de las retenciones a las exportaciones también operarían en ese sentido, pues desincentivan la producción de los bienes transables gravados (al reducir su rentabilidad).

Es necesario potenciar la orientación exportadora de la Argentina en el corto plazo, porque el gobierno debe asegurarse una considerable oferta de dólares para hacer frente a los pagos que supondrán los vencimientos de la deuda externa que no está en default en 2005 (dado que aún no se registran avances significativos en la renegociación de la deuda, y, por lo tanto, la posibilidad de refinanciar vencimientos (roll-over) será difícil de alcanzar). Y también en el largo plazo, porque una economía con mayor orientación exportadora supondría la superación de



la restricción externa (dólares necesarios para importar los bienes de capital e intermedios necesarios para expandir la producción) que tantas veces interrumpió en forma abrupta nuestros procesos de crecimiento, sin necesidad de recurrir a los mercados internacionales de capitales en forma desmedida o tener que ver a la inversión extranjera directa como la única opción posible.

➤ **Los Productos Primarios fueron los más afectados por el retroceso de los precios de la soja. En cambio, las Manufacturas de Origen Industrial fueron beneficiadas por la recuperación de Brasil y las de Origen Agropecuario por el dinamismo de los residuos de la industria alimenticia, las carnes y los lácteos.**

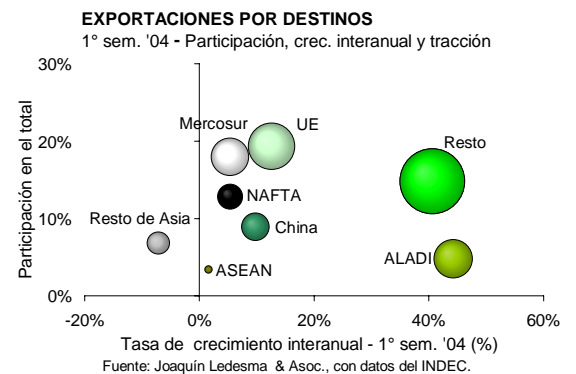
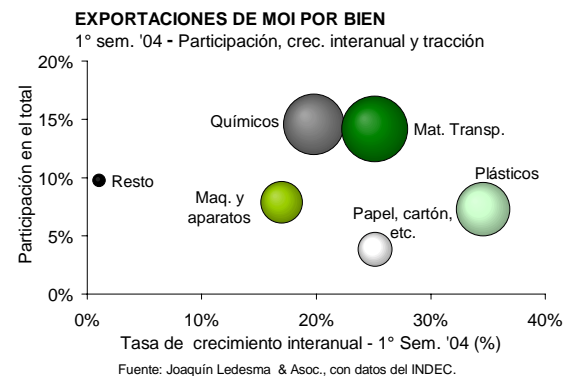
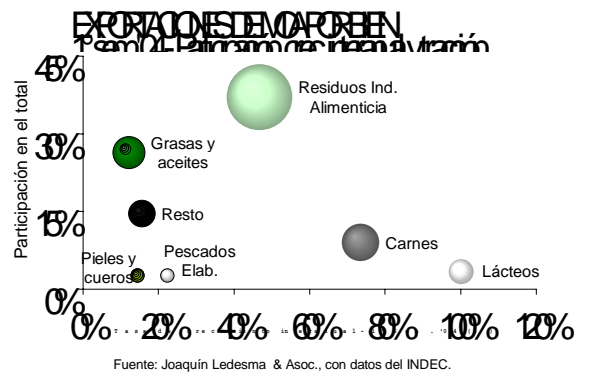
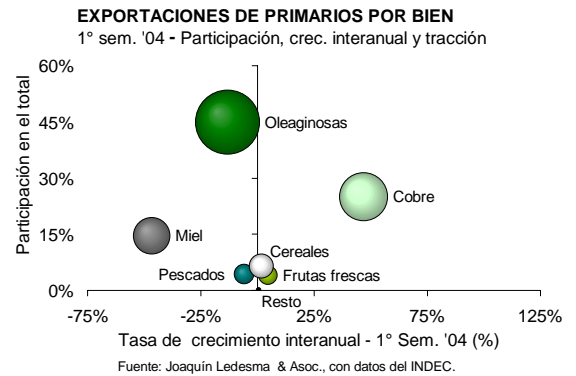
Comenzando el análisis de las exportaciones por rubros, los valores exportados de Productos Primarios (PP) cayeron 11,7% con respecto a junio de 2003, afectados negativamente por el mal desempeño de las exportaciones de oleaginosas (soja), miel y pescados (-13%, -47% y -6%, respectivamente). Es más, el acumulado para los primeros seis meses del presente año fue 3% inferior al registrado durante el mismo período de 2003.

Sin embargo, tanto las Manufacturas de Origen Agropecuario (MOA) como las Manufacturas de Origen Industrial (MOI), continuaron creciendo (19% y 17% respecto de junio de 2003, respectivamente), con lo cual más que compensaron el efecto negativo que supuso el retroceso de los valores exportados de los Productos Primarios.

Las MOA se vieron beneficiadas por el dinamismo de las exportaciones de residuos de la industria alimenticia y por la recuperación de las exportaciones lácteas y cárnicas. Esos efectos positivos lograron más que compensar la contracción experimentada por los valores vendidos al exterior de grasas y aceites (soja).

En lo que va de 2004 los valores exportados de MOA acumularon un crecimiento interanual de 31%. El dato fue positivo, pero hay que tomar en cuenta que más de tres cuartas partes de ese aumento fue resultado de incrementos en los precios.

En el caso de las exportaciones MOI las cosas fueron muy distintas. El crecimiento reflejó, en su mayor parte, la recuperación de la demanda brasileña (principal mercado de exportación para el material de transporte terrestre y otros productos MOI) y el buen desempeño de las exportaciones del complejo químico y plástico. En particular, en lo que va de 2004 los valores exportados de MOI alcanzaron US\$ 4.143 M., 14% más que durante el mismo período de 2003. Es más, en este caso la mayor parte del incremento fue explicado por el incremento de



las cantidades exportadas y no por un simple efecto precio positivo.

Finalizando el análisis de las exportaciones, las ventas al exterior de combustibles y energía también lograron crecer respecto de junio de 2003 (+4%).

➤ **La continuidad del proceso de recuperación económica que supuso la menor salida de capitales, siguió impulsando a las importaciones. En junio alcanzaron su decimotercer registro consecutivo con tasas de crecimiento interanual superiores a 50% y lograron superar los niveles previos a diciembre de 2001.**

En junio pasado los valores importados se incrementaron 77% respecto del mismo mes del año pasado, impulsados por el crecimiento de las cantidades importadas. En consecuencia, registraron su decimotercero mes consecutivo con tasas de crecimiento superiores a 50%.

En una perspectiva de más largo plazo, las importaciones también mostraron un dinamismo significativo, ya que los valores importados durante el primer semestre de 2004 fueron 72% superiores a los correspondientes al mismo período de 2003.

Un análisis más pormenorizado de nuestras compras al exterior mostró que:

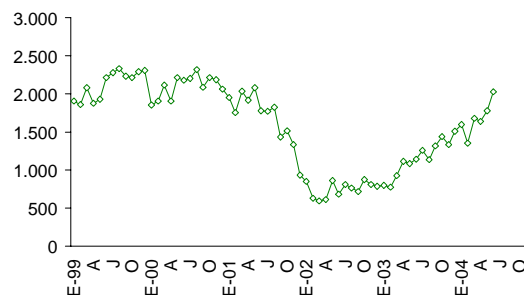
1. El rubro de importación más dinámico en lo que va de 2004 fue bienes de capital, cuyos valores importados se incrementaron 152% respecto del mismo período de 2003, como resultado de un incremento de las cantidades de 157%;
2. El proveedor más importante fue el MERCOSUR, que aportó 36,7% de los valores importados durante el primer semestre de 2004 y cuyas ventas a la Argentina se incrementaron 75% respecto de los seis primeros meses de 2003.

➤ **La desaceleración de las exportaciones y el fuerte crecimiento de las importaciones se tradujo en una significativa reducción del superávit comercial.**

En junio pasado, como resultado de la desaceleración de las exportaciones y el sostenido crecimiento de las importaciones, el saldo comercial se redujo en US\$ 855 M. respecto del mismo mes de 2003. En cuanto al acumulado de los primeros seis meses del

#### IMPORTACIONES

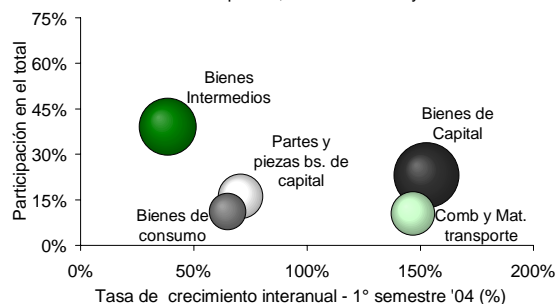
Enero 1999 a junio 2004 - Millones de US\$



Fuente: Joaquín Ledesma & Asoc., con datos del INDEC.

#### IMPORTACIONES POR RUBROS

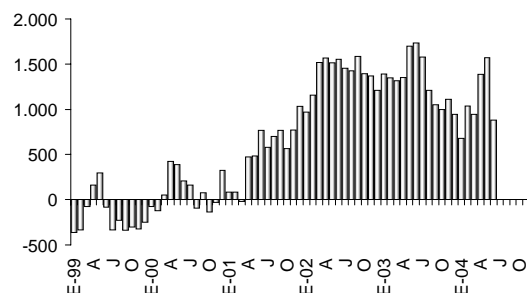
1º sem. '04 - Participación, crec. interanual y tracción



Fuente: Joaquín Ledesma & Asoc., con datos del INDEC.

#### SALDO COMERCIAL

Enero 1999 a junio 2004 - Millones de US\$



Fuente: Joaquín Ledesma & Asoc., con datos del INDEC.

presente año, el mismo fue de US\$ 6.500 M. (26% inferior al registrado durante el mismo período de 2003).

## 6. EL EFECTO SOJA:

- **El dinamismo de las exportaciones se redujo en forma significativa como consecuencia del retroceso experimentado por la cotización de la soja y sus derivados. Más aún, si el mercado tiene razón, durante 2004 el superávit primario será US\$ 300 M. menor y las exportaciones US\$ 1.100 M. menores, a los que podrían haberse esperado con los precios del primer trimestre del presente año.**

Como era de esperar, la performance de las exportaciones fue afectada negativamente por la caída del precio de la soja y sus derivados. En particular, durante junio pasado las exportaciones sólo lograron crecer 1% anual respecto del mismo mes del año pasado ante una caída interanual de 5,3% en los precios de la soja.

Resulta esclarecedor observar que durante todo 2003 la cotización en US\$/tn. de la soja había acumulado un incremento de 31% en el Mercado Abierto Electrónico (MAE), mientras que los valores exportados acumularon un alza de 18,5% con respecto a diciembre de 2002. En cambio, durante los primeros 6 meses de 2004 la mencionada cotización retrocedió 10,6% respecto de diciembre de 2003 y los valores exportados en términos desestacionalizados cayeron 0,9%.

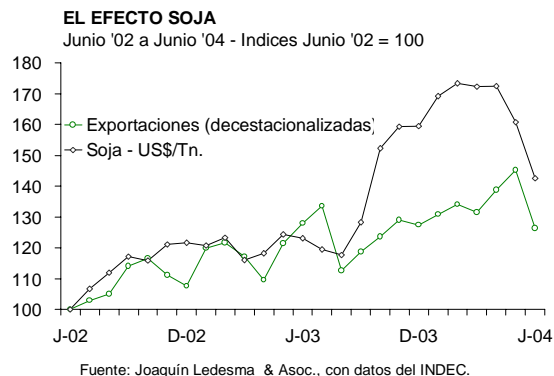
Las cosas podrían haber sido peores, ya que el impacto negativo podría haber sido aún mayor. Sin embargo, el dinamismo de las exportaciones de residuos de la industria alimenticia y la recuperación de los envíos de Manufacturas de Origen Industrial a Brasil, permitieron que los valores exportados continuaran creciendo respecto de los registros correspondientes al año pasado.

La situación no deja de ser preocupante, ya que si bien el crecimiento interanual acumulado por los valores exportados durante el primer semestre de 2004 continuó siendo positivo (+13%), la totalidad del mismo fue resultado de los mayores precios de los productos de exportación (ya que el crecimiento de las cantidades exportadas fue nulo). Más aún, aproximadamente 40% del incremento registrado por las cantidades exportadas durante el período bajo consideración fue explicado por las ventas al exterior de soja y sus derivados.

Es decir, el dinamismo que mostraron las exportaciones argentinas desde mediados de 2002 fue en gran parte resultado del boom sojero. Es más, ese fenómeno se dio en el momento exacto, ya que permitió superar el impacto negativo que tuvo la crisis brasileña sobre nuestras exportaciones. Pero ahora, se verifica el efecto inverso. El menor valor de la soja redujo el dinamismo de las exportaciones.

En particular, durante 2003 las exportaciones de soja y sus derivados se incrementaron en US\$ 2.115 M., explicando más de la mitad del crecimiento de las exportaciones totales (58%). Durante ese mismo período el índice de precios de las exportaciones del complejo sojero registró un incremento de 14,8%. Es decir, que el incremento de la cotización de la soja y sus subproductos explicó más de tres cuartas partes del aumento experimentado por las exportaciones del complejo sojero (85,9%) y casi la mitad de la expansión registrada por las exportaciones argentinas (49,9%).

Por lo tanto, el boom sojero aportó al país US\$ 1.818 M. extra durante 2003, ayudándolo a superar la mayor crisis de la historia argentina. Además, no sólo incrementó las exportaciones, sino también aportó más de



---

un tercio del saldo comercial registrado durante el año pasado, colaborando con la estabilidad del dólar, y tuvo un efecto positivo considerable sobre la recaudación y el superávit primario del gobierno vía retenciones, impuesto a las ganancias y demás tributos que gravan la producción agrícola.

En términos agregados, el impulso que brindó al sector agrícola no tardó en difundirse a la industria metalmeccánica, a la química y al sector transportista. Pero en los meses que vendrán ya no contaremos con ese factor positivo, dado el aumento de la oferta de soja sudamericana y la cosecha récord que se espera para EE.UU..

Así como no hay tormenta que dure cien años, tampoco hay veranos que lo hagan. Lo más previsible era que el precio de la soja no pudiera mantenerse en los valores alcanzados hacia fines de 2003 en forma indefinida. Más aún, cuando se considera que gran parte del alza en las cotizaciones fue resultado de las pésimas cosechas obtenidas por EE.UU. (primer productor mundial) durante el año pasado. El campo tomó nota de ese detalle y utilizó las ganancias obtenidas para equiparse, es decir, incrementó su productividad. No parece tan claro que el gobierno nacional haya hecho lo mismo. Todo lo contrario, en los últimos seis meses, la actual administración decidió incrementar el gasto público corriente en \$ 9.300 M. (más de US\$ 3.100 M.), a costa de un fuerte superávit fiscal transitorio.

Siempre es difícil predecir, pero más aún cuando los principales factores que afectan a las variables son tan inciertos como el clima y/o el comportamiento de la demanda de importaciones de China. Si le damos la razón al mercado, los precios de la soja registrarían una baja significativa en los próximos seis meses, reduciéndose en US\$ 300 M. y en US\$ 1.100 M. las perspectivas de crecimiento que podrían haberse esperado con los precios de principios de 2004, para el superávit primario y las exportaciones, respectivamente.



## BANCO DE DATOS

INDICADORES MONETARIOS												
Pe- ríodo	Act. y pas. Monet.		Depósitos totales (privados + públicos)						Créditos totales (3)			
	Reser- vas (1, 4)	Base mon. (2)	Total		A la vista (5)		Plazo Fijo (6)		Total		Privado	
			pesos	dólares	pesos	dólares	pesos	dólares	pesos	dólares	pesos	dólares
	M. US\$	M. \$	M. \$	M. US\$	M. \$	M. US\$	M. \$	M. US\$	M. \$	M. US\$	M. \$	M. US\$
Prom.												
2001	20.394	13.351	28.906	50.538	16.534	7.452	12.077	42.432	22.576	53.390	20.435	36.680
2002	10.904	21.507	59.834	8.087	26.984	2.939	32.603	4.978	52.238	17.001	27.659	39.693
2003	11.897	36.447	77.400	1.344	33.014	533	44.074	798	59.678	1.617	27.424	1.336
Prom.												
Ene-04	14.501	46.993	88.266	2.000	44.288	740	43.539	1.230	51.412	1.592	26.805	1.304
Feb-04	15.009	46.895	89.840	2.064	46.186	767	43.206	1.267	51.035	1.612	26.786	1.326
Mar-04	13.538	44.575	89.356	2.106	46.932	831	41.976	1.239	51.788	1.564	27.316	1.277
Abr-04	15.304	46.211	91.562	2.398	49.293	987	41.866	1.375	53.091	1.514	28.017	1.196
May-04	16.251	47.069	93.098	2.836	51.090	1.276	41.591	1.528	54.265	1.481	28.668	1.187
Jun-04	17.249	48.004	95.625	3.266	52.929	1.636	42.292	1.599	54.865	1.514	29.664	1.217
25-06-04	17.530	48.478	97.318	3.407	54.050	1.771	42.802	1.609	55.321	1.585	30.144	1.285
28-06-04	17.550	48.534	97.602	3.439	54.645	1.802	42.526	1.611	55.510	1.577	30.295	1.278
29-06-04	17.556	48.682	97.225	3.450	54.293	1.819	42.496	1.606	55.566	1.585	30.321	1.286
30-06-04	17.443	48.778	97.583	3.498	54.593	1.852	42.558	1.622	55.748	1.601	30.537	1.290
01-07-04	17.478	48.448	96.970	3.501	54.086	1.863	42.428	1.613	55.908	1.610	30.746	1.297
02-07-04	17.513	48.084	96.842	3.511	53.846	1.880	42.542	1.607	55.881	1.603	30.706	1.291
05-07-04	17.513	47.708	95.934	3.530	53.244	1.883	42.223	1.623	56.165	1.602	30.973	1.289
06-07-04	17.732	47.417	95.998	3.546	53.238	1.893	42.314	1.629	55.795	1.595	30.649	1.288
07-07-04	17.879	46.651	95.791	3.552	53.230	1.911	42.101	1.617	55.449	1.590	30.393	1.287
08-07-04	17.913	46.088	95.913	3.572	53.075	1.929	42.376	1.621	55.244	1.593	30.308	1.292
09-07-04	17.913	46.088	95.913	3.572	53.075	1.929	42.376	1.621	55.244	1.593	30.308	1.292
12-07-04	17.995	46.009	96.226	3.591	53.370	1.944	42.402	1.621	55.247	1.598	30.341	1.295
13-07-04	18.007	45.743	96.508	3.590	53.537	1.947	42.523	1.616	55.232	1.600	30.269	1.295
14-07-04	18.079	45.677	95.986	3.600	53.007	1.966	42.503	1.608	55.246	1.585	30.255	1.283
15-07-04	18.089	45.365	95.866	3.602	52.744	1.962	42.646	1.614	55.338	1.582	30.208	1.282
16-07-04	18.009	45.321	96.009	3.629	52.814	1.984	42.723	1.618	55.484	1.580	30.335	1.274
19-07-04	18.017	45.664	96.503	3.637	53.352	1.982	42.681	1.628	55.472	1.585	30.292	1.277
20-07-04	18.023	46.094	96.802	3.655	53.275	1.981	42.869	1.646	55.306	1.607	30.273	1.289
21-07-04	18.013	46.482	98.232	3.660	54.283	1.986	43.222	1.648	55.605	1.605	30.288	1.288
22-07-04	18.040	46.871	98.509	3.708	54.621	2.023	43.128	1.657	55.687	1.598	30.322	1.284
23-07-04	18.038	46.801	98.569	3.706	54.698	2.023	43.111	1.655	55.724	1.599	30.364	1.285
26-07-04	18.081	47.062	99.011	3.707	55.258	2.027	42.996	1.653	55.908	1.594	30.464	1.283
27-07-04	18.049	47.070	99.492	3.714	55.665	2.041	43.067	1.646	56.060	1.651	30.622	1.335

Fuente: Depto. Económico, Joaquín Ledesma & Asoc., con datos del BCRA.

- Incluye oro, divisas, colocaciones a plazo y títulos públicos
- La política de encajes bancarios que entró en vigencia el 01-06-01 modificó la composición de la base monetaria y su nivel absoluto.
- Total sectores: corresponde al total de saldos vigentes al cierre de las operaciones diarias, por pasivos contraídos con titulares residentes en el país (incluso entidades financieras) y en el exterior. Sector Privado no financiero: corresponde al total de saldos vigentes al cierre de las operaciones diarias, por pasivos contraídos con titulares residentes en el país, pertenecientes al sector privado no financiero.
- En 2002 los montos están expresados en dólares, convertidos al tipo de cambio oficial (entre el 11-01-02 y el 11-02-02) y al tipo de cambio flotante publicado por el BCRA desde el 12-02-02.
- Depósitos a la vista incluye: cuentas corrientes, cuentas a la vista, cajas de ahorro.
- Depósitos a plazo fijo se incluye: saldos inmovilizados y otros depósitos.

INDICADORES BURSATILES Y DE COMMODITIES												
Pe- riodo	Merval Líder	Merval Arg.	New York Dow Jones	New York Nasdaq	San Pablo Bovespa	Frankfurt Dax	Petró- leo WTI	Granos				Ganado vacuno INML
								Trigo	Maiz	Soja	Girasol	
								US\$ / tn				
Prom.												
2001	366,7	356,2	10.210,2	2.034,0	14.041,7	5.802,9	25,90	122,0	84,4	169,5	188,7	0,772
2002	398,3	360,5	9.232,1	1.542,8	11.491,8	4.179,3	26,08	145,8	98,7	198,0	233,3	1,527
2003	732,8	688,1	8.949,7	1.638,8	14.365,8	3.155,2	31,14	157,7	102,7	238,4	246,8	1,905
Prom.												
Feb-04	1.121,6	1.063,3	10.602,8	2.048,6	21.906,4	4.064,3	34,53	151,0	115,0	318,0	275,0	1,987
Mar-04	1.223,1	1.164,2	10.323,7	1.979,5	21.918,3	3.921,4	36,74	155,0	111,0	326,0	271,0	1,960
Abr-04	1.152,9	1.097,2	10.427,2	2.022,9	21.728,7	4.039,5	36,74	163,0	123,0	324,0	270,0	2,062
May-04	953,7	900,8	10.077,4	1.932,4	18.886,7	3.862,2	40,37	161,0	119,0	299,0	268,0	2,021
Jun-04	928,5	870,9	10.365,3	1.998,9	20.205,7	3.974,2	38,04	147,0	115,0	268,0	264,0	1,966
Jul-04	974,4	911,6	9.106,4	1.754,0	18.876,5	3.487,6	39,30					1,997
08-06-04	933,0	875,6	10.432,5	2.023,5	20.283,7	4.019,0	37,28					1,921
09-06-04	904,2	848,1	10.368,4	1.990,6	19.864,7	3.997,8	37,54					1,942
10-06-04	885,0	828,0	10.410,1	1.999,9	19.864,7	4.021,6	38,45					1,926
11-06-04	885,4	829,1	10.410,1	1.999,9	19.834,5	4.014,6	38,45					1,912
14-06-04	855,0	799,3	10.334,7	1.970,0	19.487,7	3.948,7	37,59					1,962
15-06-04	886,7	830,0	10.380,4	1.995,6	20.047,5	3.987,3	37,19					1,967
16-06-04	909,3	851,9	10.379,6	1.998,2	20.459,8	4.003,2	37,27					1,918
17-06-04	909,7	851,7	10.377,5	1.938,7	20.334,6	3.985,5	38,43					1,918
18-06-04	951,2	891,6	10.416,1	1.986,6	20.333,6	3.999,7	38,72					1,909
21-06-04	951,2	891,6	10.371,5	1.974,4	20.293,0	3.989,3	37,63					1,909
22-06-04	955,0	896,4	10.395,1	1.994,2	20.199,2	3.928,4	38,11					1,988
23-06-04	960,9	902,0	10.479,6	2.021,0	20.836,1	3.945,1	37,44					2,030
24-06-04	938,7	881,3	10.443,8	2.015,6	20.708,3	4.007,1	37,80					2,030
25-06-04	931,8	873,3	10.371,8	2.025,5	20.750,2	4.013,4	37,42					2,098
28-06-04	922,6	865,4	10.357,1	2.019,8	20.350,9	4.069,4	36,24					2,025
29-06-04	933,5	876,6	10.413,4	2.034,9	20.800,8	4.069,7	35,66					2,009
30-06-04	945,5	886,4	10.435,5	2.047,8	21.148,9	4.052,7	37,05					2,018
01-07-04	951,2	891,5	10.334,2	2.015,6	21.348,7	4.035,0	38,74					2,108
02-07-04	967,7	906,6	10.282,8	2.006,7	21.568,4	3.998,8	38,39					2,019
05-07-04	979,9	919,0	10.282,8	2.006,7	21.670,3	3.995,7	38,39					1,998
06-07-04	969,9	909,2	10.219,3	1.963,4	21.188,1	3.944,9	39,65					2,003
07-07-04	970,0	908,6	10.240,3	1.966,1	21.171,2	3.930,6	39,08					1,951
08-07-04	985,5	923,3	10.171,3	1.935,2	21.167,3	3.934,3	39,92					1,951
09-07-04	985,5	923,3	10.213,2	1.946,3	20.887,4	3.924,5	39,56					1,951
12-07-04	986,5	924,0	10.238,2	1.936,9	21.532,2	3.893,2	39,50					1,993
13-07-04	950,6	889,6	10.247,6	1.931,7	21.676,6	3.903,9	39,44					2,023
14-07-04	972,4	908,9	10.208,8	1.914,9	21.672,7	3.898,8	40,97					2,034
15-07-04	962,5	900,7	10.163,2	1.912,7	22.064,7	3.847,2	40,77					2,058
16-07-04	961,6	899,0	10.139,8	1.883,2	22.447,1	3.845,9	41,25					1,973
19-07-04	953,7	891,6	10.094,1	1.883,8	22.102,4	3.812,6	41,64					1,988
20-07-04	989,3	926,1	10.261,1	1.916,2	22.346,9	3.837,2	40,75					1,932
21-07-04	981,9	918,8	10.046,1	1.874,4	21.810,3	3.877,5	40,73					1,920
22-07-04	979,2	916,6	10.050,3	1.889,1	21.730,3	3.801,1	41,46					1,920
23-07-04	975,4	913,1	9.962,2	1.849,1	21.591,1	3.797,3	41,76					1,981
26-07-04	953,1	891,5	9.961,9	1.839,0	21.317,7	3.752,6	41,44					2,043
27-07-04	939,9	878,3	10.085,1	1.869,1	21.737,0	3.814,1	41,84					2,044
28-07-04	949,2	887,2	10.117,1	1.858,3	22.168,3	3.807,2	42,90					2,153
29-07-04	954,9	893,0	10.129,2	1.881,1	22.227,8	3.889,7	42,75					2,153
30-07-04	966,1	903,4	10.139,7	1.887,4	22.336,9	3.895,6	43,80					2,046

Fuente: Depto. Económico, Joaquín Ledesma & Asoc., con datos del mercado, de la SAGPyA y del Mcdto. de Liniers.

INDICADORES FINANCIEROS Y TIPOS DE CAMBIO									
Pe- riodo	Ries- go país 1 pts.bás.	Tasas de interés				Tipos de cambio			
		Activas 2		Pasivas 3		Arg. Libre ven.	Brasil Real	UE Euro	Japón Yen
		\$	US\$	\$	US\$				
		% nominal anual				\$ / US\$	R / US\$	US\$ / Euro	Yen / US\$
Prom.									
2001	1.529	26,4%	17,6%	16,38%	9,89%	1,0056	2,3558	0,8965	121,52
2002	5.731	54,9%		40,87%	3,90%	3,1965	2,9308	0,9464	125,18
2003	5.554	19,1%		10,05%	0,82%	2,9679	3,0726	1,1324	115,89
Prom.									
Feb-04	5.672	9,50%		2,27%	0,53%	2,9475	2,9315	1,2633	106,71
Mar-04	5.665	7,86%		2,28%	0,53%	2,9185	2,9063	1,2267	108,50
Abr-04	4.679	6,67%		2,14%	0,52%	2,8498	2,9088	1,1993	107,74
May-04	4.884	6,33%		2,49%	0,51%	2,9347	3,1073	1,2014	112,07
Jun-04	5.026	6,04%		2,53%	0,33%	2,9745	3,1253	1,2145	109,42
Jul-04	5.129	5,95%		2,49%	0,29%	2,9633	3,0441	1,2311	108,70
14-06-04	5.050	6,27%		2,14%	0,28%	2,9800	3,1680	1,2053	111,05
15-06-04	5.117	6,27%		2,52%	0,32%	2,9700	3,1230	1,2162	109,50
16-06-04	4.991	6,07%		2,35%	0,30%	2,9700	3,1380	1,2013	110,08
17-06-04	4.865	6,02%		2,55%	0,42%	2,9700	3,1270	1,2049	109,61
18-06-04	5.026	6,02%		2,47%	0,24%	2,9670	3,1280	1,2118	108,65
21-06-04	5.026	6,02%		2,47%	0,24%	2,9670	3,1330	1,2116	108,92
22-06-04	5.035	6,14%		2,10%	0,27%	2,9800	3,1320	1,2113	109,23
23-06-04	5.037	6,17%		2,42%	0,29%	2,9700	3,1070	1,2089	108,51
24-06-04	5.037	6,12%		1,91%	0,34%	2,9600	3,0920	1,2179	107,12
25-06-04	5.061	5,91%		2,42%	0,30%	2,9700	3,1050	1,2141	107,77
28-06-04	5.089	5,91%		2,37%	0,39%	2,9700	3,1300	1,2185	107,93
29-06-04	5.133	6,16%		2,54%	0,44%	2,9800	3,1110	1,2084	108,24
30-06-04	5.133	6,16%		2,35%	0,24%	2,9700	3,0850	1,2188	108,85
01-07-04	5.172	5,88%		2,00%	0,35%	2,9700	3,0740	1,2161	108,35
02-07-04	5.172	5,88%		2,47%	0,24%	2,9600	3,0450	1,2323	108,34
05-07-04	5.172	5,91%		2,36%	0,30%	2,9600	3,0230	1,2288	109,09
06-07-04	5.172	6,11%		2,74%	0,26%	2,9530	3,0470	1,2248	109,47
07-07-04	5.096	5,93%		2,31%	0,23%	2,9600	3,0350	1,2371	108,67
08-07-04	5.125	5,97%		2,39%	0,26%	2,9700	3,0460	1,2395	108,76
09-07-04	4.994	5,97%		2,39%	0,26%	2,9700	3,0390	1,2392	108,20
12-07-04	5.026	5,97%		2,59%	0,47%	2,9700	3,0350	1,2412	108,23
13-07-04	5.026	5,97%		2,48%	0,30%	2,9700	3,0400	1,2333	108,65
14-07-04	4.919	5,97%		2,20%	0,23%	2,9600	3,0260	1,2385	109,16
15-07-04	4.919	6,17%		2,27%	0,24%	2,9600	3,0200	1,2358	109,78
16-07-04	4.927	5,97%		2,65%	0,25%	2,9600	2,9997	1,2442	108,77
19-07-04	4.976	6,22%		2,64%	0,27%	2,9600	2,9995	1,2441	108,28
20-07-04	5.002	6,06%		2,98%	0,39%	2,9600	3,0350	1,2377	110,10
21-07-04	5.051	6,00%		2,85%	0,29%	2,9700	3,0300	1,2262	109,84
22-07-04	5.051	5,93%		2,21%	0,21%	2,9700	3,0410	1,2258	109,75
23-07-04	5.072	5,93%		2,72%	0,32%	2,9800	3,0480	1,2129	110,06
26-07-04	5.104	5,93%		2,34%	0,26%	2,9900	3,0730	1,2146	109,98
27-07-04	5.104	5,93%		3,16%	0,31%	2,9900	3,0640	1,2060	110,93
28-07-04	4.910	6,04%		2,83%	0,42%	2,9900	3,0530	1,2053	111,68
29-07-04	4.962					2,9900	3,0360	1,2035	112,09
30-07-04	4.962					2,9900	3,0250	1,2004	111,49

Fuente: Depto. Económico, Joaquín Ledesma & Asoc., con datos del mercado y del BCRA.

1. Medido por el EMBI+ (Emerging Market Bond Index plus) de Argentina, que publica el Banco J. P. Morgan, y que considera la diferencia entre el promedio (ponderado) de los rendimientos de los bonos de un país frente al promedio de los bonos del gobierno.

2. Tasas para empresas de 1º línea, para préstamos a 30 días; 3. Hasta dic. '01: tasas para depósitos a plazo fijo de 30 a 59 días; desde ene '02: de 7 a 59 días.

INDICADORES DE ACTIVIDAD												
Pe- riodo	Producto Interno Bruto 1	Ind. Manuf. 2 base '97	Cons- truc. 2 base '97	Serv. públ. 2 base '96	Super- mer- cados	Recaud. Tribu- taria	Comercio Exterior Bienes			Precios		
							Expor- taciones	Impor- taciones	Bza. Com.	IPC base '99	IPIM base '93	ICC base '93
2001	268.697	88,0	80,6	137,5	13.508	45.403,8	26.612	20.320	6.292	98,78	103,84	95,96
2002	312.580	78,7	57,8	126,7	15.102	50.475,7	25.709	8.991	16.718	124,34	182,80	121,46
2003	376.232	91,4	79,6	138,3	16.553	72.274,0	29.565	13.834	15.731	141,05	216,83	139,80
Ene '03		82,5	71,8	131,0	1.274	5.599,7	2.191	799	1.392	139,38	219,36	135,70
Feb	327.362	79,8	65,8	121,2	1.238	4.654,4	2.124	777	1.347	140,17	220,21	135,70
Mar		88,4	72,4	132,2	1.433	4.823,4	2.241	926	1.315	140,99	218,70	136,30
Abr		88,0	75,4	128,1	1.317	5.456,9	2.461	1.110	1.351	141,07	214,70	135,60
May	399.119	89,6	72,5	135,5	1.338	7.148,9	2.785	1.085	1.700	140,52	213,33	137,50
Jun		89,6	69,4	135,2	1.314	6.481,4	2.878	1.141	1.737	140,40	213,04	137,60
Jul		95,8	77,3	147,9	1.360	6.507,5	2.835	1.259	1.576	141,03	212,96	138,70
Ago	377.887	96,0	78,8	144,7	1.423	6.055,3	2.346	1.135	1.211	141,06	215,87	140,90
Sep		95,8	89,8	142,2	1.279	6.116,1	2.369	1.318	1.051	141,12	215,50	142,60
Oct		100,2	96,5	147,3	1.398	6.284,5	2.436	1.440	996	141,95	216,65	144,10
Nov	399.270	97,7	95,8	143,1	1.402	6.393,7	2.447	1.336	1.111	142,30	218,90	145,60
Dic		93,9	89,9	151,6	1.777	6.752,2	2.452	1.508	944	142,60	222,71	147,30
Ene '04		92,6	92,2	151,8	1.388	7.160,0	2.279	1.599	680	143,20	221,96	150,30
Feb	392.796	91,1	87,1	144,2	1.398	6.360,4	2.386	1.349	1.037	143,34	225,05	153,20
Mar		102,2	102,2	160,9	1.451	6.612,8	2.620	1.678	942	144,20	226,03	155,20
Abr		95,8	87,7	152,6	1.469	7.048,1	3.025	1.638	1.387	145,43	227,84	156,80
May		99,5	89,1	159,5	1.461	12.367,8	3.350	1.779	1.571	146,50	230,77	158,10
Jun		100,3	90,7	160,7	1.416	9.469,9	2.907	2.025	882	147,32	231,08	159,20
Jul						8.704,3						
Variación % respecto a igual período del año anterior												
'01-'00	-4,4%	-7,6%	-10,6%	-1,6%	-5,8%	-7,5%	0,8%	-19,5%		-1,1%	-2,3%	-1,1%
'02-'01	-10,9%	-10,5%	-28,3%	-7,9%	11,8%	11,2%	-3,4%	-55,8%		25,9%	76,0%	26,6%
'03-'02	8,7%	16,2%	37,8%	9,2%	9,6%	43,2%	15,0%	53,9%		13,4%	18,6%	15,1%
Ene '03		18,2%	38,1%	4,9%	23,1%	64,1%	20,5%	-6,1%		39,6%	105,8%	39,0%
Feb	5,4%	17,2%	40,6%	4,9%	20,6%	55,1%	19,2%	23,7%		36,1%	83,9%	31,7%
Mar		24,5%	30,7%	4,1%	14,3%	56,8%	6,2%	56,2%		31,7%	62,2%	26,9%
Abr		15,2%	40,9%	4,3%	14,6%	89,2%	12,9%	81,4%		19,4%	32,8%	18,5%
May	7,7%	13,3%	35,3%	4,8%	11,6%	48,1%	17,3%	25,9%		14,3%	17,5%	15,3%
Jun		15,9%	36,1%	6,0%	2,7%	40,4%	28,6%	67,1%		10,2%	8,1%	11,9%
Jul		16,8%	43,4%	9,1%	6,7%	30,5%	25,2%	55,2%		7,3%	3,3%	8,0%
Ago	10,2%	15,1%	29,4%	11,6%	6,9%	28,0%	7,2%	49,0%		4,9%	1,4%	7,7%
Sep		15,1%	45,3%	14,2%	1,1%	40,8%	2,7%	83,3%		3,5%	-1,3%	7,7%
Oct		17,3%	43,6%	15,5%	7,5%	31,9%	7,1%	64,4%		3,9%	-1,3%	8,3%
Nov	11,3%	14,3%	38,8%	14,0%	5,9%	27,3%	12,2%	65,1%		3,6%	0,8%	8,7%
Dic		12,6%	31,8%	16,2%	6,7%	40,3%	23,1%	92,1%		3,7%	2,1%	9,8%
Ene '04		12,2%	28,4%	15,9%	8,9%	27,9%	4,0%	100,1%		2,7%	1,2%	10,8%
Feb	11,2%	14,2%	32,4%	19,0%	12,9%	36,7%	12,3%	73,6%		2,3%	2,2%	12,9%
Mar		15,6%	41,2%	21,7%	1,3%	37,1%	16,9%	81,2%		2,3%	3,4%	13,9%
Abr		8,9%	16,3%	19,1%	11,5%	29,2%	22,9%	47,6%		3,1%	6,1%	15,6%
May		11,0%	22,9%	17,7%	9,2%	73,0%	20,3%	64,0%		4,3%	8,2%	15,0%
Jun		11,9%	30,7%	18,9%	7,7%	46,1%	1,0%	77,5%		4,9%	8,5%	15,7%
Jul						33,8%						

Fuente: Depto. Económico, Joaquín Ledesma & Asoc., con datos del Mecon y del INDEC.  
1. Los valores anuales y trimestrales son nominales; las variaciones reales; 2. Índices con estacionalidad.

## NOVECO

Registro de marca iniciado en el INPI, bajo actas Nº 2388851-02 y Nº 2389647-02.

Director responsable	<b>Lic. Pablo A. Lara</b>
Economista jefe	<b>Lic. Facundo Etchebehere</b>
Economistas	<b>Lic. Gabriel Caamaño Gomez</b>
	<b>Lic. Evelin C. Dorsch</b>
Analista	<b>Lic. Sabine Papendieck</b>

## ISO 9001: 2000

Como muestra del compromiso con la satisfacción de nuestros clientes, el

**Departamento Económico de Joaquín Ledesma & Asoc.**

ha implementado un

**sistema de gestión de la calidad compatible con la Norma ISO 9001: 2000.**

La certificación fue otorgada por **IRAM** (Instituto Argentino de Normalización).

**Nº de registro: RI 9000-747**

Otorgado: 18-02-2003 - Vencimiento: 18-02-2006

**Alcance de la certificación:**

- Consultoría Económica;
- Elaboración de informes macroeconómicos y sectoriales.



**NOTA IMPORTANTE I:** NOVECO es preparado y publicado por el **Depto. Económico de Joaquín Ledesma & Asoc.** únicamente a los fines informativos. La información y datos estadísticos contenidos en este informe o utilizados para su elaboración han sido obtenidos de fuentes públicas y privadas que consideramos confiables, pero no podemos garantizar que sean completos o exactos. Todas las informaciones y opiniones contenidas en este informe constituyen la opinión a la fecha del **Depto. Económico de Joaquín Ledesma & Asoc.**, la cual puede variar sin previo aviso. Se deberá tener especialmente en cuenta que el informe puede contener información, pronósticos y proyecciones sobre hechos futuros, que pueden no materializarse, razón por la cual se deberá tener presente el carácter no definitivo de las asunciones referidas a estos acontecimientos. El destinatario del presente informe deberá considerar que los rendimientos pasados respecto de inversiones aquí analizadas no implican o aseguran rendimientos futuros. El presente informe no ha sido efectuado teniendo en cuenta las necesidades particulares del destinatario, ni reemplaza el juicio independiente del mismo. No implica el asesoramiento por parte del **Depto. Económico de Joaquín Ledesma & Asoc.**, por lo que el destinatario deberá en todos los casos obtener el asesoramiento apropiado de los profesionales respecto de la conveniencia de invertir o tomar determinada acción, sobre la base de las opiniones o informaciones aquí vertidas. **Joaquín Ledesma & Asoc.**, su titular, sus asociados, profesionales y empleados, no asumen ninguna responsabilidad por la utilización de toda la información contenida en este informe.

**NOTA IMPORTANTE II:** Queda prohibida su reproducción total o parcial, por cualquier medio electrónico y/o mecánico, y su retransmisión por cualquier medio electrónico.