

NOVECO

Informe Económico Semanal Nº 212

Martes, 10 de agosto de 2004.

- **¿QUE BUSCA EL BANCO CENTRAL?:** Durante la última semana la cotización del dólar superó la barrera de los \$/US\$ 3, como resultado de la reducción experimentada por el monto liquidado por los exportadores y la decisión del BCRA de continuar interviniendo. También fue importante la decisión del Fondo de postergar el tratamiento del acuerdo y las declaraciones de funcionarios argentinos al respecto.

¿Qué busca el BCRA? La política cambiaria parece encaminada a revertir la apreciación que el peso experimentó respecto del real brasileño entre marzo y mediados de mayo de este año. En última instancia, la fluctuación del tipo de cambio es otra de las medidas que las autoridades económicas están utilizando para disminuir la competencia de los productos brasileños en el mercado local.

¿Cuáles eran los factores que habían determinado el diferencial cambiario entre el peso y el real durante los últimos meses? Brasil y Argentina enfrentaron durante el segundo trimestre del año coyunturas diferentes. En particular, Brasil enfrentó una significativa salida de capitales que se tradujo en una desaceleración del nivel de actividad y de la tasa de inflación, y en la depreciación del real. En cambio, Argentina continuó revirtiendo la salida de capitales e intentó evitar la apreciación nominal lo cual se tradujo en una aceleración de la inflación.

¿Es una buena idea seguir al real? La paridad cambiaria peso-real puede generar más dolores de cabeza que beneficios. Además, la paridad nominal no garantiza la paridad real, que es la que verdaderamente importa. Pág. Nº 2.

- **LA DINAMICA DEL STOCK DE CREDITO Y DE LOS DEPOSITOS:** Los adelantos en cuenta corriente financian a las empresas y el consumo se financia a través de las tarjetas de crédito y los créditos personales. El incremento de los depósitos en el sistema financiero está explicado por la acumulación del superávit fiscal del gobierno nacional. Pág. Nº 5.
- **PETROLEO IMPULSO LOS PRECIOS MAYORISTAS:** La desaceleración del consumo en el segundo trimestre se hizo sentir en los precios de los productos básicos. El petróleo siguió empujando los precios mayoristas. Las tasas anuales de precios alcanzaron a 4,9% en el caso de los precios minoristas y a 9,6% en el de los mayoristas. Perspectivas. Pág. Nº 8.

Variable	últ. lunes	var. sem.	
\$ - US\$ - minorista	3,0600	2,00%	↑
\$ - US\$ - ref. BCRA	3,0450	2,00%	↑
\$ - US\$ - a fin de mes	3,0500	1,77%	↑
\$ - US\$ - a fin de año	3,1700	3,59%	↑
\$ - US\$ - mayorista	2,9850	0,24%	↑
\$ - Euro	3,7549	4,10%	↑
\$ - Real	1,0059	2,20%	↑
Call \$ hasta 15d. n.a.	2,04%	-0,01	↓
1º línea \$ 30d. n.a.	5,79%	0,00	=
Plazo fijo \$ 30 d n.a.	2,86%	0,34	↑
Merval	963,81	0,15%	↑
Bovespa	21.260,91	-5,29%	↓
Dow Jones	9.814,66	-3,58%	↓
Nasdaq	1.774,64	-6,21%	↓
Riesgo país - ptos. bs.			
Argentina	5.176	139,32	↑
Brasil	595	2,61	↑
México	199	-0,67	↓
Oro - US\$/oz.t.	400,10	2,54%	↑
Crudo - US\$/WTI	43,87	0,32%	↑
Soja - US\$/tn	170,00	4,29%	↑
Maíz - US\$/tn	76,00	0,66%	↑
Trigo - US\$/tn	99,00	-2,94%	↓
Novillo Liniers - \$/kg	2,176	7,72%	↑
Global '08 US\$	28,00	-0,88%	↓
Boden '05 US\$	39,00	-0,64%	↓
Boden '07 \$	91,00	0,00%	=
Boden '12 US\$	67,75	1,12%	↑

INFORMES Y SUSCRIPCIONES

- **SUPERMERCADOS Y CENTROS DE COMPRA:** La caída de las ventas de los supermercados de junio reflejó la desaceleración del consumo, que se espera continúe en la segunda mitad del año. Las ventas en los centros de compras muestran un crecimiento acelerado, debido al influjo de turistas y a la reposición de equipamiento del hogar. Pág. Nº 10.
- **¿QUE HARA LA FED EN LOS PROXIMOS MESES?:** Finalmente, la FED decidió volver a incrementar la tasa de los fondos federales. Sin embargo, el interrogante continúa siendo cuál será la actitud de la FED en las próximas reuniones, dado que el proceso de crecimiento de la economía norteamericana no parece estar consolidado.

No existe consenso en el mercado acerca de cual será el ritmo que adoptará la FED para incrementar la mencionada tasa. Mientras tanto, el precio del petróleo continúa subiendo, se incrementa en forma significativa el nivel de incertidumbre y se deterioran las expectativas de crecimiento para los próximos trimestres.

El poco dinamismo que mostró la demanda laboral del sector no agrícola y la aceleración de la inflación ponen a la FED en una situación, al menos, incómoda. Pág. Nº 12.

- **BANCO DE DATOS:** Pág. Nº 15.

COMO VENIMOS

1. ¿QUE BUSCA EL BANCO CENTRAL?:

➤ Durante la última semana la cotización del dólar superó la barrera de los \$/US\$ 3, como resultado de la reducción experimentada por el monto liquidado por los exportadores y la decisión del BCRA de continuar interviniendo. También fue importante la decisión del Fondo de postergar el tratamiento del acuerdo y las declaraciones de funcionarios argentinos al respecto.

En un mercado cambiario de tan escaso volumen (se negocian en promedio US\$ 100 M. por día), la intervención de un jugador como el Banco Central es determinante.

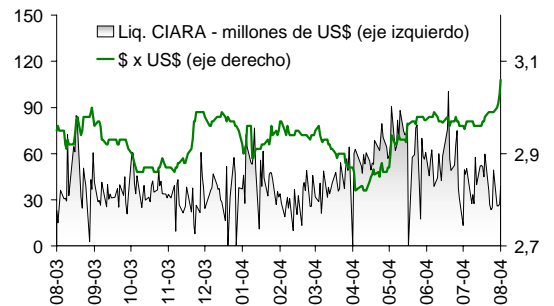
La repentina suba que registró la semana pasada el dólar en nuestro país, resulta apropiada para recordar que estamos en un mercado cambiario con tipo de cambio flexible, pero extremadamente regulado, a pesar de lo que la normativa parezca indicar.

En la actualidad el Banco Central tiene el poder suficiente para determinar la cotización del peso respecto del billete norteamericano. Y su capacidad se vio potenciada, debido a la retracción de las liquidaciones de divisas por parte de los exportadores. Aquí confluyeron varios factores: la finalización de las liquidaciones relacionadas con la venta al exterior de la cosecha gruesa (segundo trimestre del año), la pronunciada baja experimentada por el precio de la soja en los últimos meses y las expectativas de alza en la cotización del dólar que elevan la retención de las divisas hasta que el panorama se aclare. Durante la segunda quincena de julio se liquidaron en promedio US\$ 42 M. diarios (CIARA), mientras que durante la última semana ese guarismo descendió a un valor de US\$ 31 M. promedio por día.

Por su parte, el Banco Central mantuvo su intervención en el mismo nivel de semanas anteriores (US\$ 25 M. diarios), y como era de esperarse, hizo que el dólar operara en alza durante toda la semana. El lunes pasado el billete cerró a \$ 3 para la venta en casas de cambio, se incrementó otro centavo el martes, dos el miércoles y tres el jueves, alcanzando los \$ 3,06. Finalmente, el viernes el Banco Central no intervino, enviando una señal con respecto al techo de la cotización, pero el dólar mantuvo la inercia y llegó a \$ 3,08. Es decir, en una semana el valor en pesos del billete norteamericano se incrementó en 9 centavos (3,01% respecto del viernes anterior).

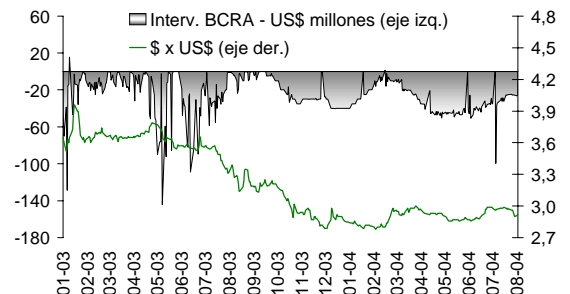
En la misma dirección que las compras del Central, operó el ruido político. Por un lado, se evidenció la decisión del FMI de posponer el tratamiento de la tercera

DOLAR Y LIQUIDACION DE DIVISAS



Fuente: DE, JL & Asoc, con datos de CIARA

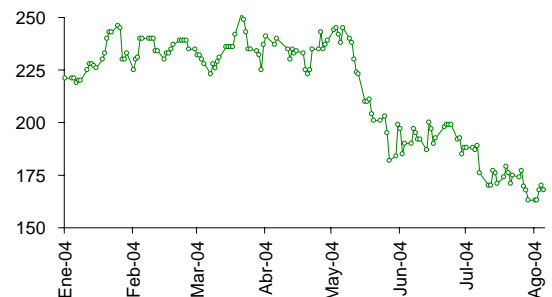
DOLAR E INTERVENCION DEL BCRA



Fuente: DE JL & Asoc, con datos del BCRA. -: compras netas; +: ventas netas.

PRECIO DE LA SOJA

02-01-04 a 06-08-04, en US\$ por tonelada



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

revisión del Acuerdo y, por el otro lado, hubo declaraciones de distintos funcionarios del gobierno al respecto, que generaron expectativas de fluctuación en la mencionada cotización. En consecuencia, la decisión del Central de colocar la cotización del dólar en un peldaño superior, fue acompañada por movimientos especulativos por parte de los operadores, aunque a ese factor sólo le correspondió un papel menor.

➤ **¿Qué busca el BCRA? La política cambiaria parece encaminada a revertir la apreciación que el peso experimentó respecto del real brasileño entre marzo y mediados de mayo de este año. En última instancia, la fluctuación del tipo de cambio es otra de las medidas que las autoridades económicas están utilizando para disminuir la competencia de los productos brasileños en el mercado local.**

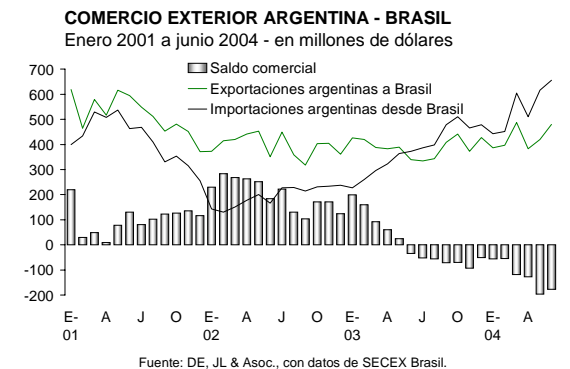
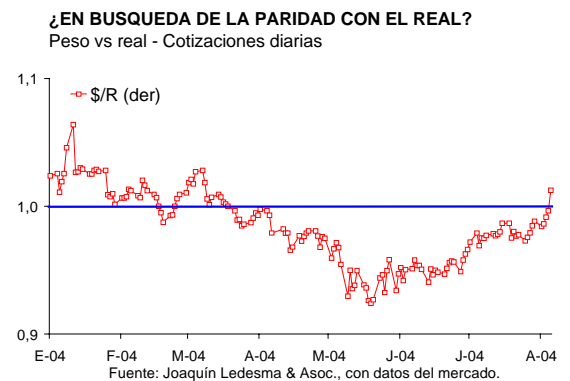
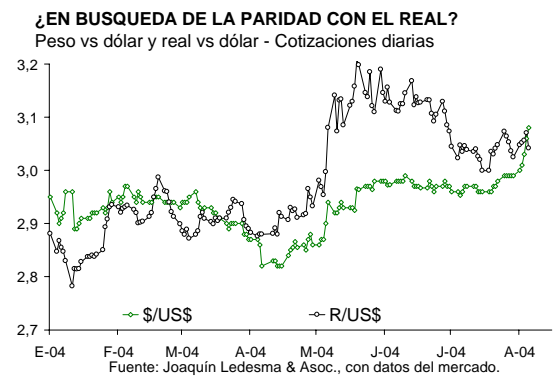
El 07-04-04 la cotización entre el peso y el dólar marcó su piso en lo que va de 2004 (\$ 2,82 por dólar), y entonces desde mediados de aquel mes el BCRA decidió tener un papel más activo en el mercado cambiario. En particular, su ritmo de intervención pasó de US\$ 31,5 M. diarios a US\$ 45,7 M. diarios, y la cotización del dólar subió un escalón (\$ 2,90 / \$ 2,95).

A principios de mayo, la brecha entre el real y el peso se incrementó aún más, como resultado de la fuerte depreciación que experimentó la moneda brasileña respecto del dólar. El 20-05-04 el diferencial entre el peso y el real alcanzó su máximo valor (el real cotizó 25 centavos por encima del peso). Entonces, el BCRA aprovechó la disminución registrada en el ritmo de liquidación de los exportadores y siguió interviniendo a razón de US\$ 45 M. diarios. Ello hizo que la cotización del dólar subiera otro escalón, ubicándose en la franja de \$ 2,96 / \$ 2,99.

La estabilidad del peso fue el denominador común durante junio y julio. Al mismo tiempo, el fin de la crisis brasileña determinó la apreciación del real, con lo cual la mencionada brecha comenzó a cerrarse. Sin embargo, a principios de julio el real volvió a estabilizarse por encima de las tres unidades por dólar y a fines de julio volvió a depreciarse.

¿Qué hizo el BCRA ante esa situación? Nuevamente aprovechó la declinación del ritmo de liquidación de los exportadores e impulsó la depreciación del peso. No sólo consiguió cerrar definitivamente la brecha, sino que la misma inercia permitió que el peso cotizara por encima del real por primera vez desde mediados de marzo de 2004.

¿Cuál es entonces el objetivo del BCRA? La autoridad monetaria parece tener un objetivo cambiario claro: no sólo no permitir la apreciación del peso respecto



del dólar, sino también revertir la apreciación que ya se registró con relación al real.

¿Por qué, desde el punto de vista del gobierno? En primer lugar, un dólar más alto beneficia a los sectores exportadores que ya deben soportar la carga de las retenciones, a la vez que incrementa la recaudación del gobierno nacional en concepto de derechos de exportación, tasas arancelarias e IVA a la importación.

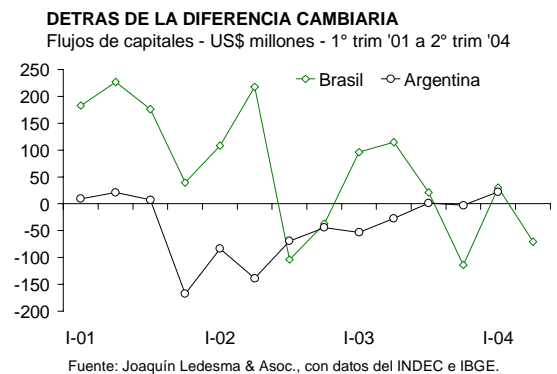
Asimismo, la reversión de la apreciación respecto del real fue y es el mayor reclamo de los sectores productores de bienes que enfrentan la competencia de los artículos provenientes del país vecino. Recuérdese, que Argentina tiene déficit comercial con Brasil desde mediados de 2003, hecho inédito en la historia del MERCOSUR. Es más, este último fue uno de los factores que potenció la actual crisis que atraviesa el bloque comercial.

¿Por qué, desde el punto de vista de una autoridad monetaria? Dados los pronósticos macroeconómicos que expuso el presidente del Banco Central en ocasión de presentar el Informe trimestral de inflación, a simple vista no hay razones económicas puras. En cambio, al acompañar los deseos del gobierno nacional, pone en duda su grado de independencia. ¿Tendrá esta actitud alguna relación con el hecho de que las autoridades del ente monetario están próximas a renovar sus mandatos?

➤ **¿Cuales eran los factores que habían determinado el diferencial cambiario entre el peso y el real durante los últimos meses? Brasil y Argentina enfrentaron durante el segundo trimestre del año coyunturas diferentes. En particular, Brasil enfrentó una significativa salida de capitales que se tradujo en una desaceleración del nivel de actividad y de la tasa de inflación, y en la depreciación del real. En cambio, Argentina continuó revertiendo la salida de capitales e intentó evitar la apreciación nominal lo cual se tradujo en una aceleración de la inflación.**

Existen hoy dos diferencias claves entre Argentina y Brasil. En primer lugar, gran parte de la deuda de nuestro Estado nacional está en default, y en consecuencia nuestro país tiene un acceso muy limitado al mercado internacional de capitales. En cambio, Brasil no tiene mayores restricciones.

En segundo lugar, Argentina está superando la crisis de confianza que estalló en diciembre de 2001 y, por lo tanto, la salida de capitales se ha ido revertiendo en forma constante desde mediados de 2002. Por el contrario, la confianza de los agentes económicos en la economía brasileña se vio deteriorada por el cambio en el



escenario internacional y por los enfrentamientos políticos internos durante el segundo trimestre de 2004.

En términos más técnicos, mientras que en Argentina el alza esperada de la tasa de interés internacional y la apreciación internacional del dólar no tuvieron efectos muy significativos, en Brasil ese elemento afectó la percepción de los agentes en relación con la sustentabilidad de la deuda pública. Más aún, la política potenció el impacto negativo. Como resultado, Brasil soportó durante el segundo trimestre de 2004 una salida neta de capitales de US\$ 3.000 M., hecho que se reflejó en el incremento del riesgo país y en la depreciación del real. En cambio, durante el mismo período Argentina continuó reduciendo la salida de capitales privados.

➤ **¿Es una buena idea seguir al real? La paridad cambiaria peso-real puede generar más dolores de cabeza que beneficios. Además, la paridad nominal no garantiza la paridad real, que es la que verdaderamente importa.**

Intentar seguir la cotización de una moneda cuyo país atraviesa una coyuntura muy distinta a la nuestra, puede generar más perjuicios que beneficios. El superávit comercial que Brasil registró con Argentina desde mediados de 2003, fue parte del superávit que la misma economía registró respecto del resto del mundo. Más aún, el real brasileño no se depreció sólo respecto del peso, sino que lo hizo respecto de todas las monedas.

Es decir, tanto el superávit comercial como la depreciación del real fueron los síntomas de la enfermedad que afectó a Brasil: crisis de confianza sufrida por nuestro principal socio comercial hacia fines de 2003 y en el segundo trimestre de 2004.

No parece errado intentar evitar los efectos negativos que nos puede acarrear una crisis en Brasil. Más aún, cuando la situación que lo afecta es coyuntural, pero las consecuencias negativas que puede implicar no. El punto es que la política cambiaria no es el instrumento más adecuado para alcanzar ese objetivo. Más aún, si se considera que la búsqueda de un objetivo cambiario equivale a abandonar, al menos por el momento, el objetivo inflacionario. En general, es casi imposible alcanzar dos objetivos con el mismo instrumento.

Además, es muy difícil saber cuál es el tipo de cambio real de equilibrio con Brasil, y además la depreciación nominal no asegura necesariamente que la depreciación real inicial se mantenga en el tiempo.

Por último, todo lo expuesto no implica que el BCRA deba dejar de intervenir en el mercado cambiario. Por el contrario, esta institución debe contribuir a suavizar y distribuir en el tiempo (administrar) la apreciación real que implica la reversión de la salida de capitales. Ese sí es un objetivo de política cambiaria, uno que está directamente relacionado con el objetivo inflacionario.

2. LA DINAMICA DEL STOCK DE CREDITO Y DE LOS DEPOSITOS:

En el mercado de dinero local, en la última semana se adjudicaron \$ 14 M. en LEBACs en pesos y \$ 68,3 M. en pesos indexados por CER. Los instrumentos adjudicados fueron Letras sin indexar a un año e indexadas a un año y medio y dos años. También se licitaron NOBACs indexadas (con vencimiento el 06-12-06) por \$ 24 M.. De esta forma, la autoridad monetaria aumentó el stock de letras en \$ 82,3 M., ya que en la última semana no se registraron vencimientos. El BCRA adjudicó 71% de las ofertas y las tasas efectivas se mantuvieron en el caso de los instrumentos indexados a dos años y registraron un leve ascenso en el resto de los casos. La tasa anual efectiva ponderada por los montos emitidos registró un leve incremento en relación a la licitación de la semana anterior.

El mercado bursátil no logra atraer compradores y los volúmenes negociados no logran quebrar la barrera de los mil puntos. El mercado está estancado y, las noticias del ámbito político, la desaceleración del segundo semestre, las negociaciones con el FMI, la reestructuración de la deuda, no despiertan optimismo.

➤ **Los adelantos en cuenta corriente financian a las empresas y el consumo se financia a través de las tarjetas de crédito y los créditos personales.**

En los primeros siete meses de 2004 el stock de créditos al sector privado registró un incremento de \$ 4.194 M. (+13,6%), manteniendo una tendencia ascendente desde febrero. El crecimiento de los activos de las entidades financieras fue impulsado por el comportamiento de los adelantos en cuenta corriente (+50,4%) que se convirtieron, a pesar de su elevado costo, en la principal fuente de financiamiento de las empresas que acuden al sistema financiero, y los préstamos personales que reforzaron la recuperación del consumo y los documentos a sola firma.

Cabe destacar que el principal componente de los créditos al sector privado, los créditos hipotecarios (que concentran un cuarto del stock de créditos al sector privado) registró una retracción de 3,9% (-\$ 360 M.) en el acumulado del año, a pesar del incremento registrado en julio (+\$ 66 M.). Este fue el primer incremento intermensual desde la crisis del sistema financiero de 2001.

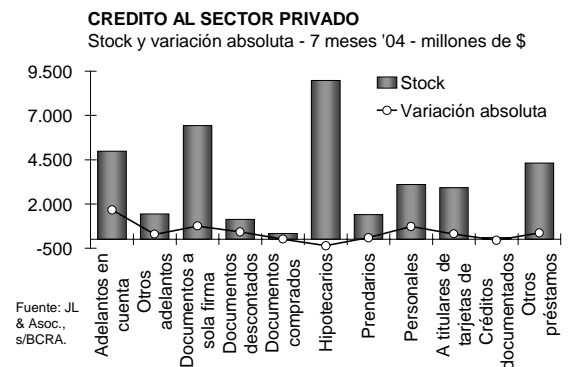
La insuficiencia del ingreso familiar para cubrir la cuota del crédito hipotecario, constituye el principal obstáculo para la recuperación de esta vía de financiamiento, a pesar de que las tasas nominales son iguales o menores a las vigentes durante la convertibilidad. Los 'fundamentals' que determinan el comportamiento del crédito hipotecario no han registrado cambios sustanciales, por eso no es posible adelantar un quiebre en la tendencia de este tipo de financiación.

Las empresas continúan financiándose con fondos propios o con aportes de las casas matrices. La cancelación y la reestructuración de deuda privada, han provocado la disminución del nivel de endeudamiento empresarial a partir de la devaluación. La nueva deuda, es decir la deuda contraída post-devaluación fue principalmente emitida en pesos. Ante la ausencia de un seguro de cambio de muy bajo costo, las empresas no asumen el riesgo de descalce entre la denominación de los ingresos y de las obligaciones.

El acceso al crédito en el caso de las PyMEs continúa siendo restringido, a pesar de que se registró una importante mejora en el costo de financiamiento de este tipo de industrias. La informalidad, las deudas impositivas acumuladas y la rigidez de las normas financieras para evaluar los riesgos de estos agentes, continúan siendo los factores que imposibilitan a la mayoría de estas empresas para ser sujetos de crédito. La vulnerabilidad de la pequeña y mediana empresa a las condiciones macroeconómicas no les permite, en la actualidad, acceder a un crédito e impide el reequipamiento. Por ello, mantienen la capacidad instalada atrasada en términos de tecnología, acotando la capacidad de crecimiento.

➤ **El incremento de los depósitos en el sistema financiero está explicado por la acumulación del superávit fiscal del gobierno nacional.**

En los primeros siete meses de 2004, los depósitos totales registraron un incremento de \$ 18.192 M., como consecuencia del incremento de los depósitos del sector



público (+\$ 15.684 M.) a raíz de la acumulación del superávit fiscal. En cambio, los depósitos del sector privado sólo crecieron \$ 2.449 M., producto del aumento registrado en junio en los saldos de las cajas de ahorro. Por el contrario, cabe destacar que desde que comenzó el año los depósitos a plazo fijo del sector privado registraron una retracción de \$ 2.700 M., debido a las tasas de interés negativas en términos reales que pagan los bancos.

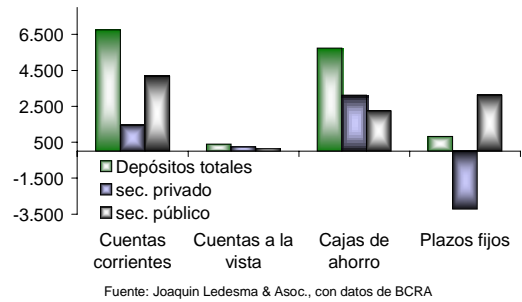
El aumento de los depósitos del sector público se concentró en cuentas corrientes, plazos fijos entre 30 y 60 días y en cajas de ahorro, estos últimos tanto en pesos como en dólares.

La intervención en el mercado cambiario a través del Banco de la Nación, que comenzó a utilizar el Banco Central desde fines del año pasado, pero que se profundizó a partir de abril de este año, provocó el incremento de los depósitos del sector público denominados en dólares en US\$ 1.179 M. en lo que va del año. Pero también puede adquirir dólares con encajes que mantiene en el Banco Central y que pueden estar constituidos en moneda extranjera, de forma tal que la compra total de dólares (con recursos genuinos) que habría hecho el Banco por cuenta y orden del Tesoro Nacional sería mayor todavía.

La operatoria del Banco Nación le permitió al Banco Central mantener elevada la demanda de dólares, sin tener que incrementar tanto la base monetaria y sin generar presión inflacionaria adicional. Igualmente, en los últimos días, en los que el BCRA dejó que el billete escalara por encima de los \$ 3, no hubo compras de divisas realizadas por el Banco de la Nación por cuenta y orden del Tesoro.

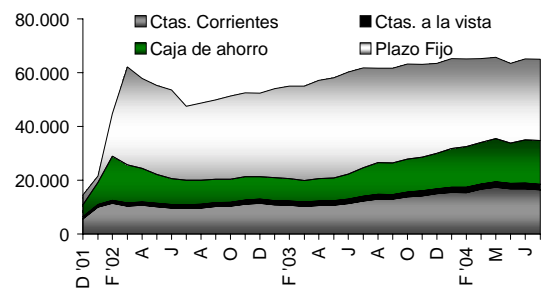
DEPOSITOS TOTALES

Variación absoluta - 7 meses '04 - millones de \$



COMPOSICION DE LOS DEPOSITOS PRIVADOS

Diciembre 2001 a julio 2004 - En millones de pesos



3. PETROLEO IMPULSO LOS PRECIOS MAYORISTAS:

➤ **La desaceleración del consumo en el segundo trimestre se hizo sentir en los precios de los productos básicos. El petróleo siguió empujando los precios mayoristas. Las tasas anuales de precios alcanzaron a 4,9% en el caso de los precios minoristas y a 9,6% en el de los mayoristas. Perspectivas.**

El índice de precios al consumidor registró en julio un incremento de 0,5% en relación al mes anterior, apenas un poco más de la mitad de lo que esperaba el consenso de analistas que releva el Banco Central. Con este guarismo, los precios minoristas acumularon una suba de 4,9% anual. En el caso de los precios mayoristas, estos registraron un incremento de 1% en relación con el mes anterior, acumulando un incremento de 5,5% desde diciembre de 2003 (9,6% anual).

A nivel mayorista, las principales subas se concentraron en los productos nacionales (+1%), especialmente en el caso de los productos primarios (+2,5%), como consecuencia del comportamiento de los precios del petróleo crudo y el gas, ya que los de los productos agropecuarios cayeron (-2,6%). Entre los productos manufacturados (+0,5%), por su parte, el principal incremento se registró en el caso de los productos de tabaco (+11%), mientras que la caída más importante se registró en el caso de los productos textiles. Cabe destacar que los alimentos y bebidas registraron una leve retracción de los precios (-0,1%).

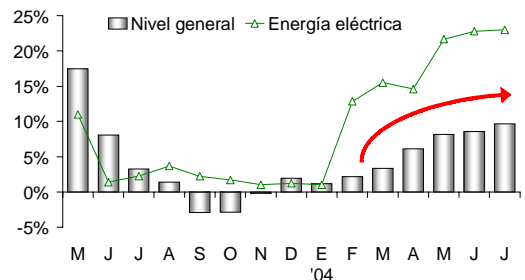
Entre los precios minoristas, en términos mensuales el movimiento estuvo determinado por factores estacionales. El principal incremento se registró en el rubro esparcimiento (por las vacaciones de invierno), que registró un incremento de 5,4%, mientras que la caída más importante se registró en el rubro de indumentaria como consecuencia de las liquidaciones de temporada.

Con relación a las perspectivas para el corto plazo, el consenso de los analistas considera que en julio el nivel general de los precios al consumidor retomará la dinámica alcista y subirá alrededor de 0,6% mensual, mientras que entre puntas del año la tasa de inflación minorista llegaría a 7,4%.

La desaceleración del consumo y de los precios en los últimos meses, todavía deja margen al Banco Central para incrementar la base monetaria sin generar presiones que lleven la tasa de inflación minorista a los dos dígitos anuales (lo cual constituye una barrera psicológica en la población).

A pesar del incremento de los precios desde el inicio del año, la demanda de saldos reales se mantiene

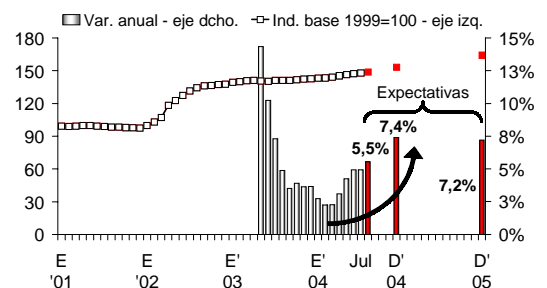
TASA DE INFLACION MAYORISTA
Variación anual



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

PRECIOS MINORISTAS

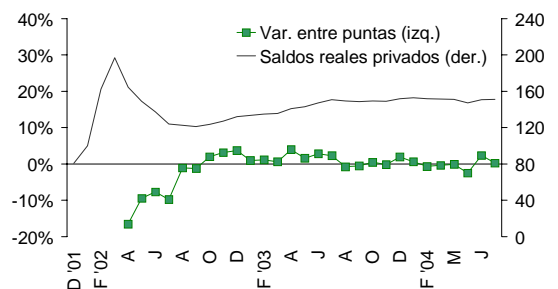
Enero 2001-julio 2004 y expectativas a 30 días, fin de '04 y de '05



Fuente: Joaquín Ledesma & Asoc., con datos de INDEC y REM-BCRA.

DEMANDA PRIVADA DE DINERO

Ind. base ene. '02 = 100, a fin de cada mes, y variación mensual



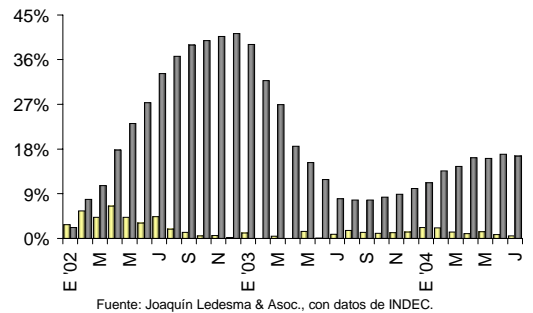
Fuente: Joaquín Ledesma & Asoc., con datos BCRA.

0,6% por debajo del nivel alcanzado en diciembre de 2003, debido a la recuperación de junio y julio, tras la caída de mayo. En los últimos meses creció el circulante en poder del público y los fondos en cuentas corrientes, si a costa de la retracción de los fondos a plazo fijo. Esto debe haber influido en el hecho de que el Banco Central continuara interviniendo fuertemente en el mercado de cambios sin tener necesidad de convalidar subas en las tasas de las LEBACs.

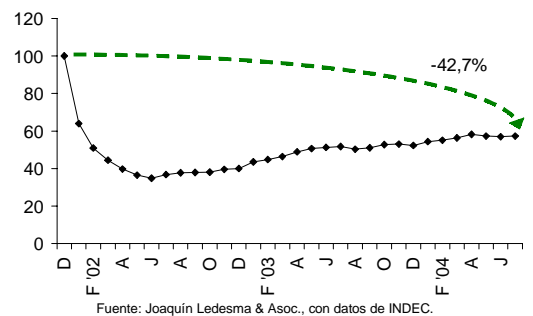
Por su parte, en julio el costo de la construcción creció 0,5% mensual, elevando el equivalente anual a 16,8%. La suba respondió al comportamiento del precio de los materiales y los gastos generales, ya que la mano de obra se abarató 0,1%. De esta manera, el índice que mide el costo de la construcción acumuló un alza de 9,5% en relación con diciembre del año pasado (16,6% anual).

El costo de la construcción por m2, registró un incremento de 0,2% en el caso de la vivienda unifamiliar y de 0,5% en el caso de la vivienda multifamiliar. En lo que va del año, la primera categoría registró un incremento de 10,8%, mientras que la segunda una suba de 10%. El incremento del costo de la construcción, presionado por la reactivación del nivel de actividad del sector aún no logró cerrar la brecha existente entre el costo de la construcción en dólares actual y el vigente al momento de la devaluación.

COSTO DE LA CONSTRUCCION EN PESOS
Variación mensual y anual



COSTO DE LA CONSTRUCCION EN DOLARES
Indice base dic. '01 = 100



PRECIOS MINORISTAS			
Nivel general y aperturas	julio '04 vs.		
	jun '04	jul '03	dic '03
SERVICIOS	1,3%	6,1%	5,0%
BIENES	-0,1%	4,2%	3,0%
BIENES Y SERVICIOS VARIOS	2,4%	10,4%	8,0%
ESPARCIMIENTO	5,4%	6,2%	6,3%
ALIMENTOS Y BEBIDAS	-0,3%	6,2%	3,4%
INDUMENTARIA	-1,8%	5,6%	3,5%
EDUCACION	0,4%	5,0%	3,9%
ATENCION MEDICA Y GASTOS PARA LA SALUD	0,1%	4,3%	4,0%
VIVIENDA	0,2%	4,2%	4,2%
EQUIPAMIENTO Y MANTENIMIENTO DEL HOGAR	0,2%	2,4%	3,0%
TRANSPORTE Y COMUNICACIONES	0,1%	1,7%	1,8%
Cigarrillos y accesorios	8,9%	34,7%	25,4%
Verduras	-5,2%	24,4%	11,3%
Turismo	12,9%	12,8%	10,6%
Bebidas e infusiones para consumir en el hogar	-0,2%	12,4%	5,9%
Alimentos y bebidas consumidos fuera del hogar	1,0%	11,7%	8,9%
Frutas	-0,9%	11,0%	-12,7%
Reparaciones y gastos comunes de la vivienda	0,3%	10,3%	9,6%
Otros servicios de esparcimiento	1,5%	9,0%	5,4%
Servicios diversos	0,4%	8,7%	9,4%
Aceites y grasas	-1,2%	8,4%	4,9%
Servicios para la salud	0,0%	7,7%	6,9%
Calzado	0,1%	7,6%	5,1%
Equipamiento del hogar	0,5%	7,5%	7,5%
Comidas listas para llevar	0,7%	6,8%	4,7%
Servicios educativos	0,5%	6,3%	5,3%
Ropa	-2,9%	5,2%	3,0%
NIVEL GENERAL	0,5%	4,9%	3,8%
Diarios, revistas y libros	1,4%	4,9%	4,4%
Carnes	0,5%	4,7%	3,0%
Accesorios y servicios para la indumentaria	-0,1%	3,2%	2,6%
Condimentos y otros productos alimenticios	0,2%	2,9%	1,9%
Servicios para el cuidado personal	0,1%	2,9%	1,5%
Transporte público de pasajeros	0,0%	2,9%	2,7%
Funcionamiento y mantenimiento de los vehículos	0,2%	2,7%	1,7%
Productos de panificación, cereales y pastas	-0,4%	2,6%	2,4%
Equipos, conexiones y ss. de audio, televisión y cd	-0,1%	1,6%	2,6%
Textos y útiles escolares	0,1%	1,0%	-0,4%
Productos medicinales y accesorios terapéuticos	0,3%	0,9%	1,1%
Alquiler de la vivienda	0,4%	0,8%	1,0%
Servicios básicos y combustibles para la vivienda	-0,2%	0,7%	1,3%
Comunicaciones	0,0%	0,1%	0,0%
Adquisición de vehículos	0,1%	-0,2%	2,4%
Artículos de tocador y belleza	-1,1%	-0,6%	-0,5%
Flores, plantas y atención de animales domésticos	8,2%	-0,9%	8,4%
Mantenimiento del hogar	-0,1%	-1,2%	-0,2%
Juguetes y artículos para deporte	-0,3%	-1,7%	0,6%
Azúcar, miel, dulces y cacao	-0,7%	-3,0%	-3,4%
Productos lácteos y huevos	-0,6%	-4,5%	0,6%

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

PRECIOS MAYORISTAS			
Nivel general y divisiones	julio '04 vs.		
	jun '04	jul '03	dic '03
Máquinas y aparatos eléctricos	-0,3%	29,3%	20,3%
Tabaco	11,5%	25,3%	25,3%
Petróleo crudo y gas	9,5%	24,9%	9,2%
Productos minerales no metalíferos	1,2%	24,5%	9,5%
Productos metálicos básicos	1,3%	24,1%	22,6%
Energía eléctrica	0,0%	23,0%	25,1%
Productos metálicos exc. máq. y eq.	1,6%	22,6%	20,2%
Madera y prod. de madera excepto muebles	0,8%	17,2%	15,8%
Impresiones y reproducción de grabaciones	0,0%	13,3%	1,5%
Prendas de materiales textiles	0,5%	12,4%	6,4%
Vehíc. automotores, carrocerías y repuestos	0,4%	12,4%	9,0%
Muebles y otros productos industriales	0,3%	12,1%	7,9%
Pesqueros	2,2%	11,5%	5,0%
Productos de minerales no metálicos	0,1%	10,3%	8,1%
Máquinas y equipos	0,2%	9,8%	9,2%
PRODUCTOS NACIONALES	1,0%	9,7%	4,9%
NIVEL GENERAL	1,0%	9,6%	4,8%
PRODUCTOS IMPORTADOS	-0,1%	8,8%	4,0%
Productos de caucho y plástico	0,4%	8,2%	7,5%
Productos textiles	-1,0%	7,5%	0,4%
Sustancias y productos químicos	0,8%	6,0%	4,8%
Agropecuarios	-2,5%	4,8%	-5,6%
Papel y productos de papel	-0,5%	4,4%	1,9%
Alimentos y bebidas	-0,1%	3,5%	1,5%
Otros medios de transporte	0,0%	3,2%	2,8%
Eq. para medicina e instrum. de medición	0,2%	3,0%	1,9%
Cuero, artículos de marroquinería y calzado	0,0%	2,9%	0,4%
Productos refinados del petróleo	0,3%	2,6%	2,4%
Equipos y aparatos de radio y televisión	0,1%	-1,1%	0,7%

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

4. SUPERMERCADOS Y CENTROS DE COMPRA:

- **La caída de las ventas de los supermercados en junio coincidió con la marcha de las expectativas.**

En junio las ventas de los supermercados registraron una retracción de la facturación de 3,1% en relación con el mes anterior, si bien resultó 7,7% superior a la registrada en el mismo mes del año anterior. Las cantidades vendidas se contrajeron 2,5% mensual en términos desestacionalizados, aunque fueron 6% superiores a las de junio de 2003.

La caída de las ventas en los supermercados, se enmarca en una caída más general en varios canales de distribución.

La facturación de los supermercados en el segundo trimestre del año registró un avance de 9,5% en relación al mismo período del año anterior. En relación con el trimestre anterior, la facturación registró un incremento de 2,6%, mientras que las cantidades solo se incrementaron 0,9% desestacionalizado. La variación desestacionalizada, mucho menor a la registrada en el trimestre anterior, permite evidenciar la desaceleración del consumo en el período.

En el primer semestre de 2003, la facturación de los supermercados fue 8,4% superior a la registrada en la primera mitad de 2003. Las cantidades mostraron un avance de 11,3% desestacionalizado en relación con el mismo período.

El crecimiento de las compras en supermercados durante el primer semestre estuvo impulsada por el rubro de electrodomésticos y artículos para el hogar, seguidos por bebidas y productos de almacén.

La desaceleración de las ventas en los supermercados respondería en gran medida al agotamiento de la financiación de la recuperación del consumo con ahorros. La mejora del ingreso real es gradual y las familias ajustan el consumo en función de las expectativas de sus ingresos.

Es importante considerar que el consumo privado constituye 65% del PIB, por lo que su comportamiento resulta fundamental en la marcha de la economía. La distribución del ingreso y de los beneficios de la recuperación de la economía, constituirán dos factores determinantes del comportamiento del consumo en la segunda mitad del año.

➤ **Las ventas en los centros de compras muestran un crecimiento acelerado, debido al influjo de turistas y a la reposición de equipamiento del hogar.**

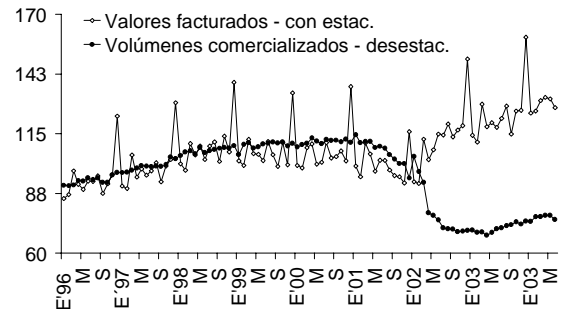
Los centros de compra, por su parte, registraron un incremento de la facturación de 5,6%, ubicándose 42,5% por encima de la facturación del mismo mes del año anterior y un aumento de las cantidades vendidas de 2,7%, registrando un crecimiento de 37,5% en relación con el mismo mes del año anterior.

Las compras de los segmentos más altos de la sociedad y el influjo de turistas a este tipo de comercios, constituye la fuente de recuperación de las ventas de este sector que se acercó a los volúmenes de venta del mismo mes de 2000.

En el segundo trimestre del año, la facturación de los centros de compra registró un incremento de 31,3% en relación al trimestre anterior, mientras las cantidades aumentaron 7,3%. En relación con el mismo trimestre del año pasado la facturación creció 41,2%, mientras que las cantidades crecieron 30,1%

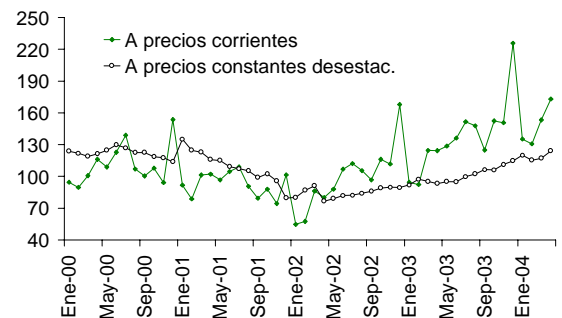
Las compras de los turistas y la reposición de equipamiento del hogar y el consumo suntuoso dieron un fuerte impulso a las ventas de los centros de compras en la primera mitad del año.

SUPER - FACTURACION Y VOLUMEN
Indices base 1997 = 100



Fuente: D. E., J.L & Asoc., con datos de INDEC.

VENTAS EN CENTROS DE COMPRAS
Indice base 1997 = 100



Fuente: D. E. J.L & Asoc., con datos de INDEC.

PANORAMA INTERNACIONAL

1. ¿QUE HARA LA FED EN LOS PROXIMOS MESES?:

- **Finalmente, la FED decidió volver a incrementar la tasa de los fondos federales. Sin embargo, el interrogante continúa siendo cuál será la actitud de la FED en las próximas reuniones, dado que el proceso de crecimiento de la economía norteamericana no parece estar consolidado.**

El Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal (FOMC, por sus siglas en inglés) se reunió hoy para decidir cuál era el nivel apropiado de la tasa de interés de los fondos federales (overnight, prestamos en el día).

Los miembros del comité decidieron fijar la mencionada tasa en 1,5% anual, incrementándola 25 puntos básicos respecto de su nivel previo (1,25% anual). Por lo tanto, la FED se mantuvo fiel a su decisión de llevar la política monetaria a un nivel neutral de manera gradual.

La aceleración experimentada por los precios y las expectativas de inflación de los agentes se ha convertido en la principal preocupación de la FED.

Por otro lado, el ente monetario parece creer que la desaceleración que experimentó el consumo durante el segundo trimestre estuvo relacionada con factores coyunturales (el alto nivel de incertidumbre que generó el alza del crudo y el cambio anunciado en la política monetaria). Asimismo, relacionó la aceleración de la inflación con la evolución de los precios internacionales del petróleo.

Sin embargo, volvió a señalar que las autoridades de la FED seguirán de cerca la evolución de los principales indicadores económicos.

- **No existe consenso en el mercado acerca de cual será el ritmo que adoptará la FED para incrementar la mencionada tasa. Mientras tanto, el precio del petróleo continúa subiendo, se incrementa en forma significativa el nivel de incertidumbre y se deterioran las expectativas de crecimiento para los próximos trimestres.**

Al mercado no le sorprendió la decisión de la FED, ya que la misma ya había sido descontada. Sin embargo, lo que no esperaban los analistas eran las malas noticias que trajeron consigo los últimos indicadores difundidos.

El nivel de actividad norteamericano se desaceleró durante el segundo trimestre de 2004. En particular, luego

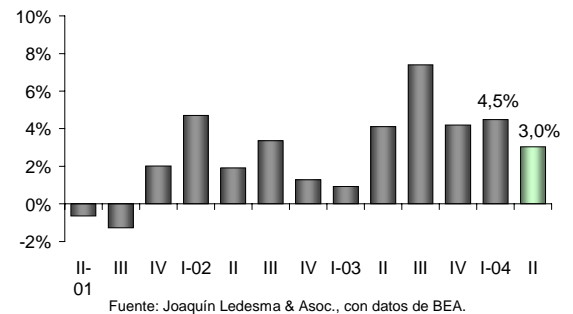
"The Federal Open Market Committee decided today to raise its target for the federal funds rate by 25 basis points to 1-1/2 percent".

"The Committee believes that, even after this action, the stance of monetary policy remains accommodative and, coupled with robust underlying growth in productivity, is providing ongoing support to economic activity. In recent months, output growth has moderated and the pace of improvement in labor market conditions has slowed. This softness likely owes importantly to the substantial rise in energy prices. The economy nevertheless appears poised to resume a stronger pace of expansion going forward. Inflation has been somewhat elevated this year, though a portion of the rise in prices seems to reflect transitory factors".

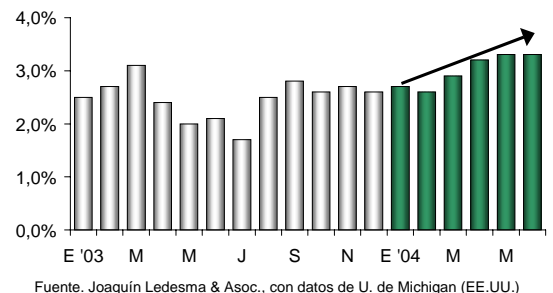
"The Committee perceives the upside and downside risks to the attainment of both sustainable growth and price stability for the next few quarters are roughly equal. With underlying inflation still expected to be relatively low, the Committee believes that policy accommodation can be removed at a pace that is likely to be measured. Nonetheless, the Committee will respond to changes in economic prospects as needed to fulfill its obligation to maintain price stability".

FOMC, 10 de agosto de 2004

¿SE DESACELERA LA ECONOMIA? - PIB EE.UU.
I trim '01 - II trim '04 - var. trimestral real anual



EXPECTATIVAS DE INFLACION EN EE.UU.
Enero '03 - junio '04 - Inflación esperada próximos 12 m.



de cuatro trimestres consecutivos con tasas de crecimiento superiores a 4% anual, durante el segundo trimestre de 2004 la economía norteamericana creció 3% anual.

La desaceleración repercutió sobre el mercado laboral, ya que la creación de empleos en el sector no agrícola disminuyó en forma continua desde mayo pasado, hasta el punto que en julio pasado se crearon sólo 32.000 puestos (valor 5 veces inferior al que se necesita en promedio para absorber el crecimiento de la oferta laboral).

El consumo privado redujo en forma significativa su ritmo de crecimiento, pasando de 4,1% anual a 1,0% anual. La desaceleración del consumo estuvo relacionada directamente con la incertidumbre generada por el cambio anunciado en la política económica y el deterioro que experimentó la confianza de los agentes en las condiciones económicas futuras, dados el alza del precio del petróleo y el menor dinamismo del mercado laboral. En cambio, la inversión creció a un ritmo superior al registrado durante el primer trimestre de 2004 (12,8% anual) y la productividad de la mano de obra mantuvo su ritmo de expansión (3,8% anual).

➤ **El poco dinamismo que mostró la demanda laboral del sector no agrícola y la aceleración de la inflación ponen a la FED en una situación, al menos, incómoda.**

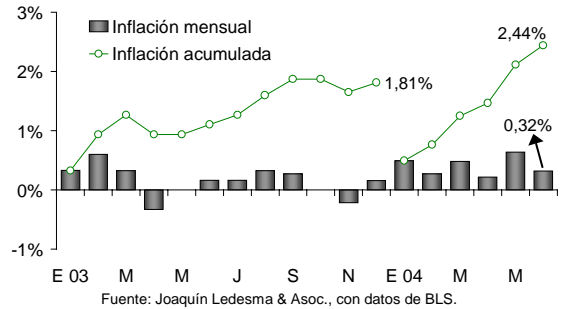
Por un lado, la FED tiene el doble objetivo de asegurar la estabilidad de precios y mantener en niveles bajos el desempleo.

Por otro lado, la teoría económica ha demostrado hace varios años que esos dos objetivos son incompatibles en el largo plazo. Es decir, una política monetaria de tasas bajas, que busca maximizar la creación de empleo, más tarde o más temprano, termina generando presiones inflacionarias.

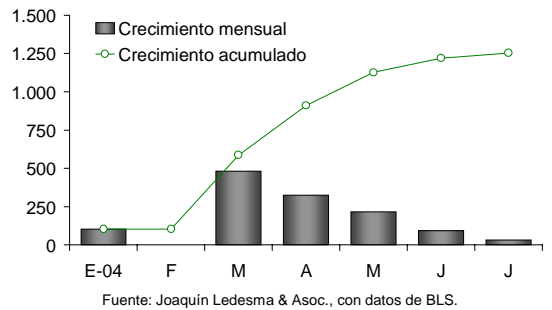
La cuestión entonces consiste en saber cuándo debe primar un objetivo sobre el otro. En términos más simples, cuando la recuperación logra consolidarse y ganar dinámica propia, la autoridad monetaria incrementa la tasa para contener las presiones inflacionarias que comienzan a surgir como resultado del crecimiento de la demanda interna.

Sin embargo, la situación hoy parece ser otra. La recuperación no evidenció aún signos de estar consolidada (más aún si se consideran los últimos shocks negativos: suba del petróleo y recrudecimiento del conflicto en Medio Oriente). Al mismo tiempo, el crecimiento del nivel de precios y las expectativas de inflación se están acelerando. En consecuencia, no queda

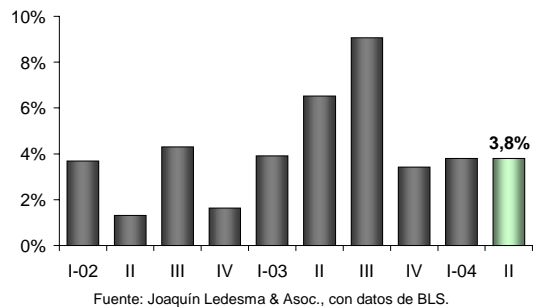
¿SE ACELERA LA INFLACION? - EE.UU.
Enero '03 - junio '04 - Var. mensual y acumulada del IPC



DISMINUYE CREACION DE EMPLEO NO AGRICOLA - EE.UU.
Enero '04 - julio '04 - Miles de personas - ajuste estacional



CADA VEZ MAS PRODUCTIVOS - EE.UU.
Prod. por hora trabajada - I'02 - I'04 - Var. trimestral anualizada



PRECIO INTERNACIONAL DEL PETROLEO
02/01/04 a 09/08/04 - WTI - US\$/Barril



claro qué objetivo debe priorizar la FED. Más aún, cuando esa decisión deberá ser tomada en el contexto de otras elecciones presidenciales muy reñidas.

Y en este contexto, el mercado no tiene en claro cuál será la actitud de la FED de acá a fin de año y, en consecuencia, a qué nivel finalizará la tasa de los fondos federales. En términos más prácticos, la pregunta que se hacen hoy los analistas es: ¿Volverá la FED a subir la tasa en septiembre o esperará a que finalice el proceso electoral (noviembre)? La respuesta no es la misma en todos los casos.

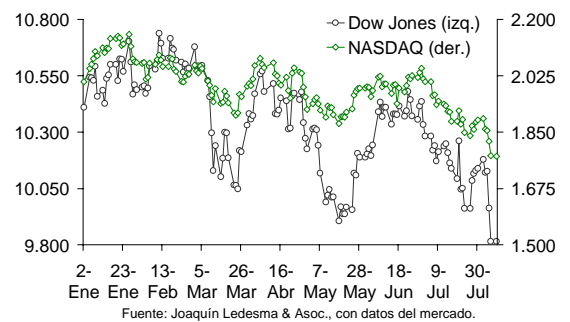
Por eso, la tasa de los bonos del Tesoro norteamericano a 10 años se redujo 19 puntos básicos durante los últimos días y el dólar se depreció 2,1% con relación al euro.

Para colmo de males, el precio del petróleo continuó incrementándose como resultado de los atentados en Irak y la suspensión de la producción en el sur de ese país. En particular, el precio del barril WTI ya superó los US\$ 45, marcando un nuevo máximo histórico (nominal).

No puede resultar extraño que las bolsas norteamericanas continúen retrocediendo. En particular, el Dow Jones acumuló una caída de 3,6% desde principios de agosto y el NASDAQ hizo lo propio en 6,2%.

INDICES BURSATILES EN EE.UU.

02-01-04 - 09-08-04



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.												
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
Jul-04	17.936	46.522	97.129	3.505	54.096	1.867	42.602	1.613	55.886	1.587	30.717	1.285
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	96.225	3.591	53.369	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	55.485	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	98.258	3.660	54.305	1.986	43.227	1.649	55.601	1.604	30.284	1.288
22-07-04	18.040	46.871	98.550	3.708	54.657	2.023	43.132	1.657	55.684	1.600	30.319	1.284
23-07-04	18.038	46.801	98.611	3.706	54.743	2.023	43.109	1.655	55.715	1.600	30.356	1.286
26-07-04	18.081	47.062	99.042	3.698	55.302	2.027	42.982	1.645	55.880	1.594	30.434	1.284
27-07-04	18.049	47.070	99.496	3.704	55.749	2.039	42.988	1.638	56.058	1.660	30.594	1.334
28-07-04	18.064	47.113	99.677	3.693	56.031	2.039	42.948	1.628	56.477	1.664	30.913	1.336
29-07-04	18.048	47.254	99.800	3.702	56.087	2.047	42.987	1.625	56.523	1.654	30.974	1.345
30-07-04	18.068	47.213	99.428	3.704	55.949	2.046	42.849	1.629	56.431	1.675	31.029	1.355
02-08-04	18.124	47.435	99.293	3.716	55.929	2.067	42.742	1.621	56.497	1.686	31.023	1.371
03-08-04	18.182	47.199	99.740	3.715	56.269	2.066	42.872	1.621	56.450	1.685	30.986	1.373

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 US\$ / b.	Granos				Ganado vacuno INML \$/ kg
								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
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
02-08-04	962,4	899,3	10.179,2	1.892,1	22.448,0	3.862,7	43,82					2,020
03-08-04	969,1	904,4	10.120,2	1.859,4	22.372,9	3.877,3	44,15					2,005
04-08-04	983,8	915,7	10.126,5	1.855,1	22.177,9	3.823,7	42,83					1,996
05-08-04	973,8	906,7	9.963,0	1.821,6	21.330,3	3.829,0	44,41					2,105
06-08-04	964,1	895,4	9.815,3	1.776,9	21.652,7	3.727,7	43,95					2,077

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

INDICADORES FINANCIEROS Y TIPOS DE CAMBIO									
Pe- ríodo	Ries- go país 1 pts.bás.	Tasas de interés				Tipos de cambio			
		Activas 2		Pasivas 3		Arg.	Brasil	UE	Japón
		\$	US\$	\$	US\$	Libre ven.	Real	Euro	Yen
		% 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
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	5,78%		3,24%	0,37%	2,9900	3,0360	1,2035	112,09
30-07-04	4.962	5,78%		2,71%	0,23%	2,9900	3,0250	1,2004	111,49
02-08-04	5.036	5,79%		2,32%	0,25%	3,0000	3,0480	1,2023	110,77
03-08-04	5.031	5,79%		3,04%	0,34%	3,0100	3,0520	1,2050	110,69
04-08-04	5.136					3,0300	3,0560	1,2050	111,11
05-08-04	5.094					3,0600	3,0710	1,2059	111,83
06-08-04	5.094					3,0800	3,0420	1,2279	110,30

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.	Cons- truc. 2	Serv. públ. 2	Super- mer- cados	Recaud. Tribu- taria	Comercio Exterior Bienes			Precios			
		Manuf. 2	base '97	base '97	base '96			Expor- taciones	Impor- taciones	Bza. Com.	IPC	IPIM	ICC
		M. \$	índice			M. \$	M. US\$			índice			
		base '97	base '97	base '96						base '99	base '93	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	139,85	
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	145,80	
Dic		93,9	89,9	151,6	1.777	6.752,2	2.452	1.508	944	142,60	222,71	147,70	
Ene '04		92,6	92,2	151,8	1.388	7.160,0	2.279	1.599	680	143,20	221,96	150,90	
Feb	392.796	91,1	87,1	144,2	1.398	6.360,4	2.386	1.349	1.037	143,34	225,05	154,10	
Mar		102,2	102,2	160,9	1.451	6.612,8	2.620	1.678	942	144,20	226,03	156,10	
Abr		95,8	87,7	152,6	1.469	7.048,1	3.025	1.638	1.387	145,43	227,84	157,60	
May		99,5	89,1	159,5	1.461	12.367,8	3.350	1.779	1.571	146,50	230,77	159,70	
Jun		100,3	90,7	160,7	1.416	9.469,9	2.907	2.025	882	147,32	231,29	160,90	
Jul						8.704,3				148,00	233,50	161,70	
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%	8,9%	
Dic		12,6%	31,8%	16,2%	6,7%	40,3%	23,1%	92,1%		3,7%	2,1%	10,1%	
Ene '04		12,2%	28,4%	15,9%	8,9%	27,9%	4,0%	100,1%		2,7%	1,2%	11,2%	
Feb	11,2%	14,2%	32,4%	19,0%	12,9%	36,7%	12,3%	73,6%		2,3%	2,2%	13,6%	
Mar		15,6%	41,2%	21,7%	1,3%	37,1%	16,9%	81,2%		2,3%	3,4%	14,5%	
Abr		8,9%	16,3%	19,1%	11,5%	29,2%	22,9%	47,6%		3,1%	6,1%	16,2%	
May		11,0%	22,9%	17,7%	9,2%	73,0%	20,3%	64,0%		4,3%	8,2%	16,1%	
Jun		11,9%	30,7%	18,9%	7,7%	46,1%	1,0%	77,5%		4,9%	8,6%	16,9%	
Jul						33,8%				4,9%	9,6%	16,6%	

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	Lic. Pablo A. Lara
Economista jefe	Lic. Facundo Etchebehere
Economistas	Lic. Gabriel Caamaño Gomez
	Lic. Evelin C. Dorsch
Analista	Lic. Sabine Papendieck

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.