

NOVECO

Informe Económico Semanal Nº 213

Martes, 17 de agosto de 2004.

- **SEGUNDO SEMESTRE MENOS DINAMICO:** En los últimos meses los factores internacionales que afectan a nuestro país y el contexto político-económico doméstico se han vuelto menos favorables.

Por ello, esperamos que en la segunda mitad del año el ritmo de expansión de la economía argentina sea inferior al observado en los dos trimestres previos.

Tras haber crecido a un ritmo superior a 8,0% anual en términos reales en la primera parte de 2004, consideramos que en promedio en 2004 el PBI registrará un crecimiento de 6,5% real con respecto a 2003.

Escenario internacional. Pág. Nº 1

Escenario local. Pág. Nº 5.

EL ESCENARIO ESPERADO				
Variable	Unidad de medida	2003	2004	
			Actual	Esperado
Dólar	\$-US\$	2,97	3,03	3,02
PBI	Var. real	8,7%	8,6%	6,5%
PBI	\$ x hab.	10.168		11.770
PBI	US\$ x hab.	3.426		3.897
Precios *				
IPIM	Var. entre puntas	0,60%	9,6%	
IPC	Var. entre puntas	3,70%	4,9%	7,4%
ICC	Var. entre puntas	9,20%	16,6%	

Fuente: Joaquín Ledesma & Asoc.. * Actual: julio '04 vs. julio '03.

Variable	últ. lunes	var. sem.	
\$ - US\$ - minorista	3,0300	-0,98%	↓
\$ - US\$ - ref. BCRA	3,0112	-1,11%	↓
\$ - US\$ - a fin de mes	3,0400	-0,33%	↓
\$ - US\$ - a fin de año	3,1600	-0,32%	↓
\$ - US\$ - mayorista	3,0350	1,68%	↑
\$ - Euro	3,7448	-0,27%	↓
\$ - Real	1,0076	0,17%	↑
Call \$ hasta 15d. n.a.	2,04%	-0,04	↓
1º línea \$ 30d. n.a.	5,79%	-0,19	↓
Plazo fijo \$ 30 d n.a.	2,55%	0,20	↑
Merval	934,03	-3,09%	↓
Bovespa	21.763,76	2,37%	↑
Dow Jones	9.954,55	1,43%	↑
Nasdaq	1.782,84	0,46%	↑
Riesgo país - ptos. bs.			
Argentina	5.233	57,28	↑
Brasil	563	-32,43	↓
México	196	-2,68	↓
Oro - US\$/oz.t.	401,95	0,12%	↑
Crudo - US\$/WTI	45,84	4,49%	↑
Soja - US\$/tn	168,00	-1,18%	↓
Maíz - US\$/tn	73,00	-3,95%	↓
Trigo - US\$/tn	92,00	-7,07%	↓
Novillo Liniers - \$/kg	2,208	1,47%	↑
Global '08 US\$	28,75	3,60%	↑
Boden '05 US\$	39,40	1,55%	↑
Boden '07 \$	91,50	0,00%	=
Boden '12 US\$	68,75	1,63%	↑

INFORMES Y SUSCRIPCIONES

COMO VENIMOS

1. SEGUNDO SEMESTRE MENOS DINAMICO:

En los últimos meses los factores internacionales que afectan a nuestro país y el contexto político-económico doméstico se han vuelto menos favorables.

Por ello, esperamos que en la segunda mitad del año el ritmo de expansión de la economía argentina sea inferior al observado en los dos trimestres previos.

Tras haber crecido a un ritmo superior a 8,0% anual en términos reales en la primera parte de 2004, consideramos que en promedio en 2004 el PBI registrará un crecimiento de 6,5% real con respecto a 2003.

A nivel de tasa de inflación, el índice de precios de minoristas tendrá una variación de 7,4% entre puntas del año, en tanto el índice de precios mayoristas se ubicará por encima de 10%, también entre puntas.

En lo que resta de 2004, el escenario internacional estará caracterizado por los siguientes factores:

1. Menor crecimiento mundial;
2. Alza de la tasa de interés internacional;
3. Precios de los commodities en retroceso;
4. Precio del barril de petróleo: elevado y volátil;
5. Brasil;
6. Tasa de inflación internacional en subida.

1. **Menor crecimiento mundial.** La economía mundial continuará creciendo, pero a un ritmo menor que el observado en la primera parte del año.

Los analistas han comenzado a preocuparse por el mediano plazo, dado que existen ciertas características del ciclo expansivo actual, que como mínimo, deben ser tomadas en cuenta a la hora de preguntarse por su sustentabilidad.

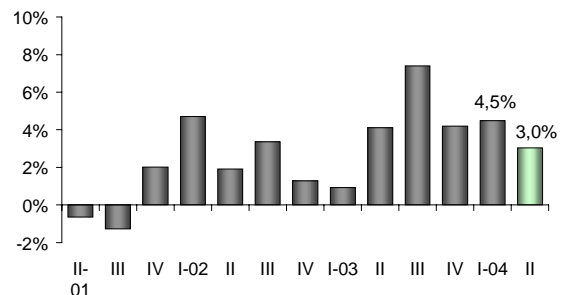
En particular, son cuatro las características que preocupan: a. El doble déficit en EE.UU.; b. La subvaluación de las monedas asiáticas y el papel actual de Asia (China y Japón) en el mundo; c. El comportamiento del mercado de petróleo; y d. El peligro de nuevos atentados.

En EE.UU. el nivel de actividad se desaceleró durante el segundo trimestre de 2004. En particular, luego de cuatro trimestres consecutivos con tasas de crecimiento superiores a 4% real anual, durante el segundo trimestre de 2004 la economía norteamericana creció 3% real anual.

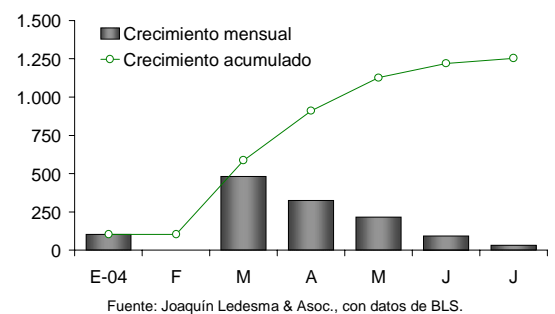
EL ESCENARIO ESPERADO				
Variable	Unidad de medida	2003	2004	
			Actual	Esperado
Dólar	\$\$-US\$	2,97	3,03	3,02
PBI	Var. real	8,7%	8,6%	6,5%
PBI	\$ x hab.	10.168		11.770
PBI	US\$ x hab.	3.426		3.897
Precios *				
IPIM	Var. entre puntas	0,60%	9,6%	
IPC	Var. entre puntas	3,70%	4,9%	7,4%
ICC	Var. entre puntas	9,20%	16,6%	

Fuente: Joaquín Ledesma & Asoc.. * Actual: julio '04 vs. julio '03.

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



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



El consumo privado redujo en forma significativa su ritmo de crecimiento, pasando de 4,1% anual a 1,0% anual. Sin embargo, 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).

La desaceleración del consumo estuvo relacionada directamente con la incertidumbre generada por el cambio anunciado en la política monetaria 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.

Pero, la aceleración de la inflación se combinó con un bajo dinamismo de la demanda laboral del sector no agrícola, dando una señal de que la recuperación no está consolidada. lo que pone a la FED en una situación incómoda.

Por otra parte, existen expectativas de que China comience un proceso de desaceleración de su ritmo de crecimiento, si bien continuará registrando tasas muy elevadas en comparación con el resto del mundo. Este podría ser inducido por sus autoridades o como resultado de los cuellos de botella que surgirán si sigue expandiéndose a las tasas actuales, por la apreciación real del yuan y/o por la desaceleración de la demanda norteamericana.

China, que es la sexta economía del mundo en cuanto al PIB y la cuarta por su participación en el comercio internacional, se vio beneficiada por la recuperación del mercado norteamericano, ya que es su principal destino de exportación. Y al mismo tiempo, como tiene un tipo de cambio fijo con el dólar, financió gran parte del déficit norteamericano.

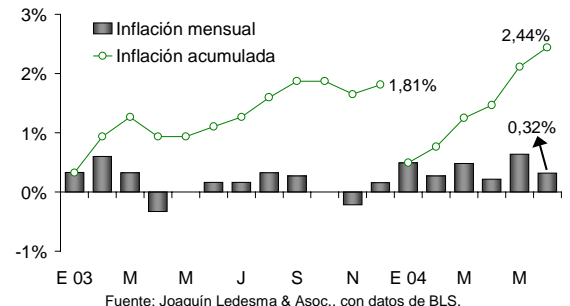
Por último, una economía mundial menos dinámica y más volátil, con tasas de interés más altas en las economías desarrolladas, desincentivará los flujos de capitales hacia las economías emergentes o simplemente incrementará su costo de endeudamiento.

- Alza de la tasa de interés internacional.** En el segundo trimestre del año inició un camino ascendente, a medida que los mercados comenzaron a descontar que la FED de EE.UU. pondría en marcha un proceso de recuperación de las tasas de interés de referencia. Desde finales de junio hasta la actualidad la FED ya aumentó 0,5 puntos porcentuales la tasa de descuento, llevándola a 1,5% nominal anual.

La aceleración experimentada por los precios y las expectativas de inflación de los agentes económicos en EE.UU., se han convertido en la principal preocupación de la FED.

¿SE ACELERA LA INFLACION? - EE.UU.

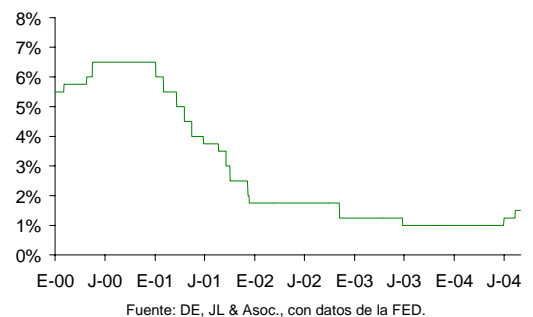
Enero '03 - junio '04 - Var. mensual y acumulada del IPC



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

POLITICA MONETARIA EN EE.UU.

Junio '90 a agosto '04 - Tasa objetivo de la FED



Fuente: DE, JL & Asoc., con datos de la FED.

Por el momento, el ente monetario cree que la desaceleración del 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 del precio internacional del petróleo.

Pero como no están totalmente convencidas, en el comunicado oficial las autoridades de la FED volvieron a señalar que seguirán de cerca la evolución de los principales indicadores económicos.

Es decir, si bien no existe consenso en el mercado acerca de cual será el ritmo que adoptará la FED para seguir incrementando la tasa de referencia, mientras tanto el precio del petróleo y el nivel de incertidumbre continúan subiendo, al tiempo que se deterioran las expectativas de crecimiento para los próximos trimestres.

En este contexto, la LIBOR a 180 días pasó de un promedio de 1,16% nominal anual en abril a 1,92% en lo que va de agosto. Cabe destacar que este nivel no se registraba desde junio-julio de 2002. Esta tasa de interés es la que pagan los Boden en dólares emitidos por el gobierno nacional desde 2002, lo que implicará mayores erogaciones por servicios de deuda. No constituye un impacto de magnitud para el corriente ejercicio fiscal, pero puede tener más peso a partir de 2005.

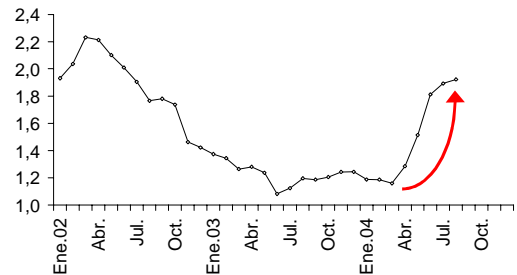
3. **Precios de los commodities en retroceso.** En lo que va del año, los precios de la soja, el trigo, el maíz y el girasol, registraron importantes caídas.

En particular, el retroceso del precio de la soja y sus derivados redujo el dinamismo de nuestras exportaciones en forma significativa. Además, de los menores ingresos por ventas para el sector, ello se traduce en menores ingresos por retenciones para el gobierno nacional, si bien es cierto que la última modificación de las retenciones a las exportaciones de petróleo y sus derivados buscó compensar este efecto.

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 (22,9% si se compara agosto con diciembre del año pasado) y los valores exportados cayeron 0,9% en términos desestacionalizados.

LIBOR

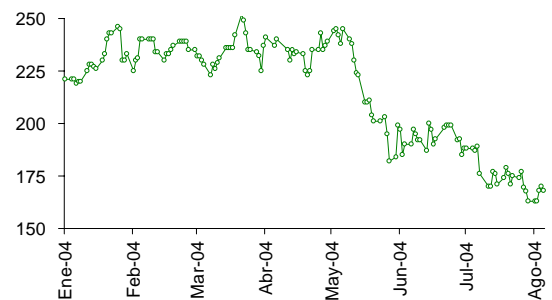
En % nominal anual, para operaciones a 180 días



Fuente: Depto. Económico, JL & Asoc., con datos del mercado.

PRECIO DE LA SOJA

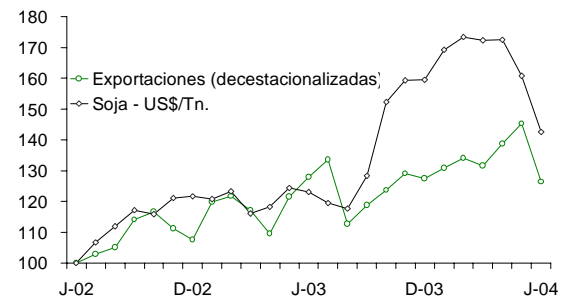
02-01-04 a 06-08-04, en US\$ por tonelada



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

EL EFECTO SOJA

Junio '02 a Junio '04 - Indices Junio '02 = 100



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

Durante 2003 el incremento de la cotización de la soja y sus subproductos explicó más de tres cuartas partes del aumento de las exportaciones del complejo sojero (85,9%) y casi la mitad de la expansión registrada por las exportaciones totales argentinas (49,9%).

Además, en términos agregados, hay que tener en cuenta el impulso que brindó este sector 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 importante cosecha que se espera para EE.UU..

4. Precio del barril de petróleo: elevado y volátil. Porque si bien es la OPEP la que prácticamente determina el precio del petróleo mundial, en los últimos meses han jugado un rol más importante otros factores.

En primer lugar, a pesar del cambio de régimen de gobierno en Irak, EE.UU. aún no ha podido asegurar un flujo estable de crudo al exterior, ya que los atentados a oleoductos y otras instalaciones petroleras siguen siendo moneda corriente en Irak. En consecuencia, la producción iraquí continúa siendo muy volátil.

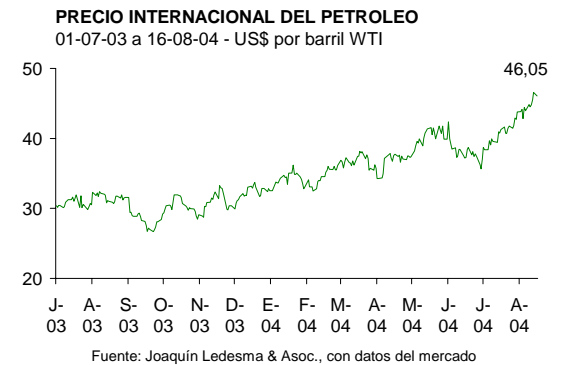
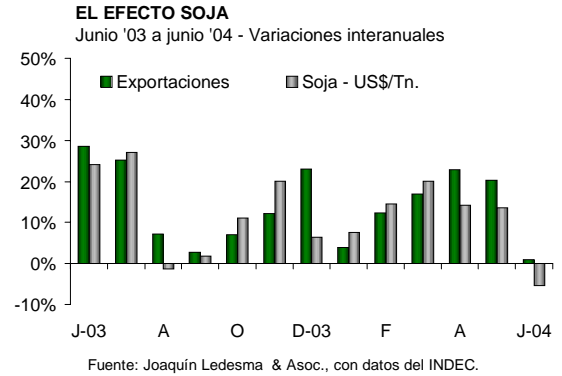
En segundo lugar, la necesidad de reconstruir y modernizar instalaciones y el elevado gasto en seguridad, han aumentado en forma significativa los costos de operación de la industria petrolera iraquí.

En tercer lugar, tras el referéndum del domingo pasado, en Venezuela el panorama político debería ser más claro y, por lo tanto, menor la incertidumbre.

En cuarto lugar, desde fines de 2003 la demanda de crudo registró un crecimiento significativo y sostenido en China y en EE.UU., debido al buen desempeño económico registrado en ambos países. Pero ello podría morigerarse ante un escenario de menor crecimiento económico.

En quinto lugar, los temores sobre una futura escasez de crudo y la volatilidad asociada al precio del mismo, impulsaron una demanda precautoria que elevó aún más las cotizaciones. Asimismo, la posibilidad de obtener ganancias rápidas, en un contexto donde los activos tradicionales aún devengan bajos rendimientos reales, impulsaron la demanda especulativa y profundizaron la volatilidad.

5. Brasil. El frente económico brasileño muestra una franca recuperación, como consecuencia del buen desempeño de las exportaciones y la recuperación de la confianza de los inversores internacionales en la economía brasileña.



La explicitación de que la FED subiría la tasa de interés en forma gradual, los esfuerzos que hizo el gobierno de Lula para asegurar el pago de los servicios de la deuda (incrementó el superávit primario) y el cumplimiento del Acuerdo con el FMI sin mayores sobresaltos, hicieron que la desconfianza de los inversores en la economía brasileña descendiera significativamente.

Además, la economía brasileña se mostró lo suficientemente fuerte como para soportar el golpe que suponía la salida (o la reversión) del flujo de capitales. En particular, ante la contracción de la demanda interna que ese hecho implicó, las exportaciones brasileñas se expandieron en forma sostenida, apuntaladas por un tipo de cambio real competitivo y una política comercial pro-exportaciones. A lo cual hay que agregar un movimiento positivo de los términos de intercambio que actuó en la misma dirección.

6. **Tasa de inflación internacional en ascenso.** Tal como quedó expuesto en puntos anteriores, la suba del precio internacional del petróleo está impactando en los índices de precios de todas las economías, a lo cual cabe agregar las expectativas de los norteamericanos acerca de una mayor tasa de inflación en el futuro.

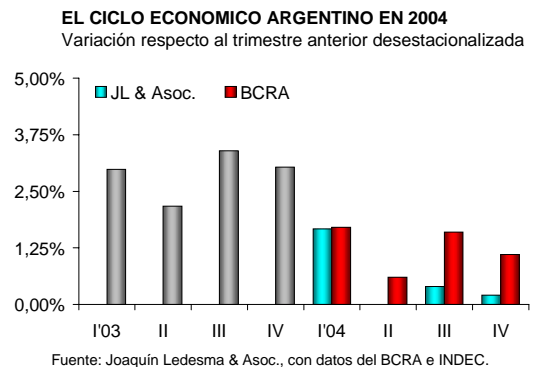
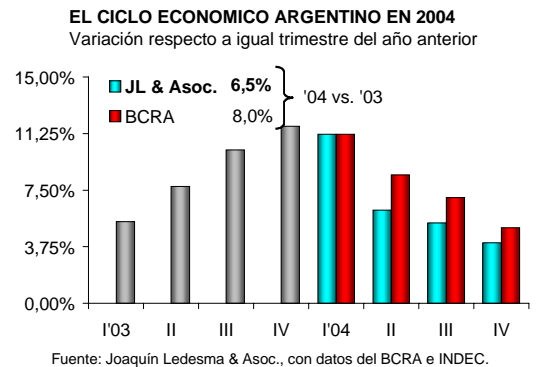
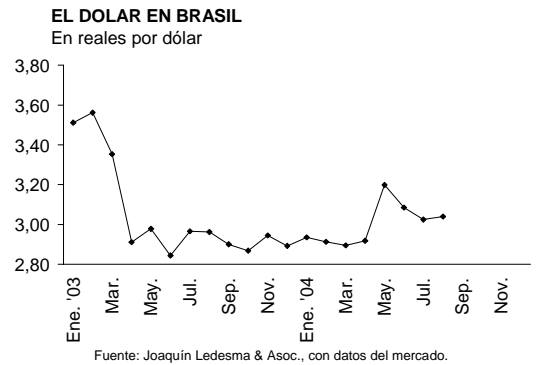
En el escenario local, en lo que resta del año habrá que tener en cuenta que:

1. Desaceleración del crecimiento.
2. Política fiscal "prudente".
3. Política cambiaria y monetaria.
4. Factor político.

1. **Desaceleración del crecimiento.** El escenario más probable hoy es de crecimiento económico, pero en un contexto general de desaceleración con respecto a lo observado en 2003 y en la primera parte de 2004.

En promedio en 2004 el PBI crecería 6,5% real con respecto a 2003, siendo el consumo doméstico y la inversión los tractores de la actividad económica. Como ya quedó expuesto en el punto 3 del escenario internacional, la dinámica de las exportaciones se debilitará por el retroceso del precio de la soja y sus derivados.

Consideramos que las proyecciones sobre las cuales trabaja el Banco Central son muy optimistas (8% real anual en 2004). Si bien se superaron los factores coyunturales a los que la entidad atribuyó la desaceleración del segundo trimestre (concentración de vencimientos impositivos en mayo-junio), en la



segunda mitad del año se está viviendo un contexto internacional menos favorable (por deterioro de los términos de intercambio por menor precio de la soja y sus derivados y por mayores tasas de interés) y con más ruido político a nivel interno, a medida que no se logran resolver las cuestiones pendientes, las cuales se arrastran desde la gestión anterior (que era de transición). Todo ello hará más difícil la repetición de la evolución verificada en el segundo semestre del año pasado.

Además, la crisis energética no se superó y tampoco se superaría en el corto plazo, ya que el gobierno nacional envió una señal clara al respecto. Se están firmando acuerdos de provisión de gas natural y de fuel oil con Bolivia y Venezuela, respectivamente, para el resto de 2004 y para 2005. Cabe destacar que por estos bienes se pagan los precios internacionales, cuando el gobierno no quiere ajustar las tarifas de los servicios públicos a los nuevos costos de producción, aunque en muchos casos resultarían menos onerosas.

La posibilidad de continuar creciendo a una tasa de 8% real anual está supeditada a que el agotamiento del proceso de recuperación basado en el mayor uso de los factores productivos disponibles, sea reemplazado por un proceso de inversión sostenido para reponer maquinarias y ampliar la capacidad productiva, más allá de las inversiones que llevó a cabo el sector primario ante el escenario favorable que enfrentó en los últimos años.

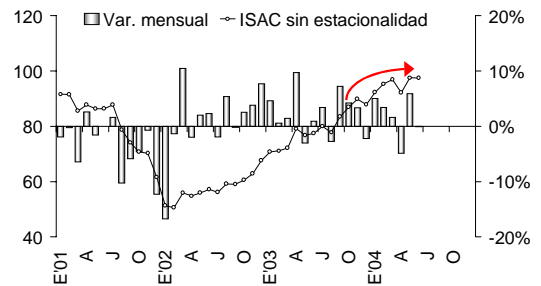
Pero las decisiones de inversión no son totalmente autónomas, sino que dependen de las expectativas que los empresarios tienen sobre el futuro, que de por sí es incierto. En este contexto, es clave ver cómo actúa el gobierno nacional para reducir o incrementar la incertidumbre sobre el futuro.

2. **Política fiscal “prudente”.** Producto de un crecimiento de los gastos totales menor al de los ingresos totales, en lo que resta de 2004 la política fiscal no generará ninguna interferencia negativa en la evolución de las principales variables económicas.

En el plano fiscal, la performance de la recaudación está sostenida por IVA y Ganancias. Asimismo, los menores ingresos por retenciones a la soja y sus derivados serían compensados por los mayores ingresos por retenciones sobre petróleo y sus derivados.

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.

ACTIVIDAD DE LA CONSTRUCCION
Indice Base 1997 = 100



Fuente: Depto. Económico, JL & Asoc., con datos del INDEC.

ESTIMADOR MENSUAL INDUSTRIAL

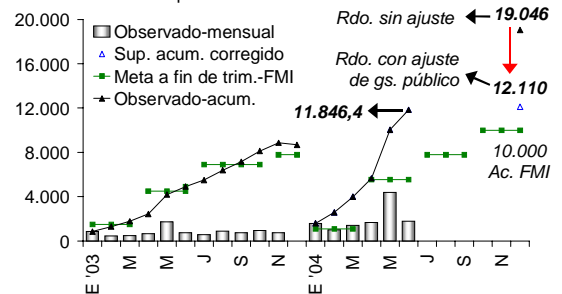
Serie desestacionalizada - Indice base 1997 = 100



Fuente: DE, JL & Asoc., con datos de INDEC.

SUPERAVIT PRIMARIO Y META FMI

En millones de pesos corrientes



Fuente: Joaquín Ledesma & Asoc., con datos de MECON y Acuerdos con FMI.

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 (políticas redistributivas de ingresos, paliación de la crisis energética y planes de obra pública, etc.).

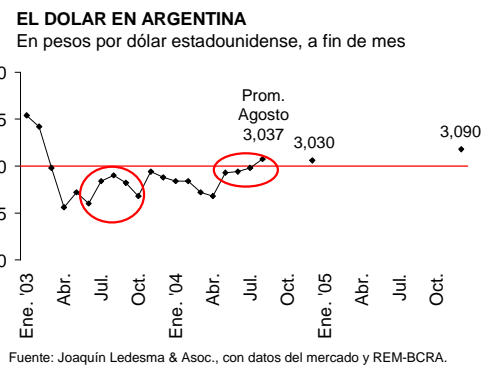
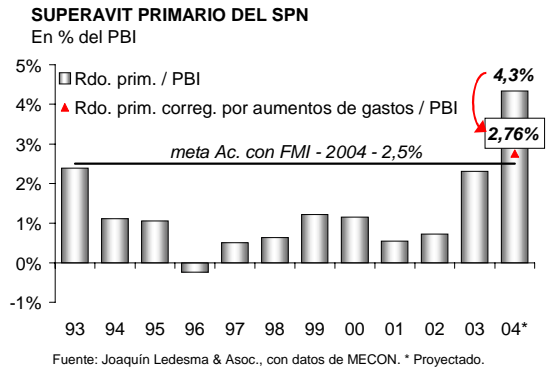
Si bien es cierto que una porción de los recursos excedentes se utilizó para comprar dólares, esta estrategia no parece estar diseñada para cubrir en tiempo y forma las necesidades de divisas que enfrentará el gobierno nacional en el corto y mediano plazos. Por el contrario, pareciera que se hizo solamente para sostener el tipo de cambio en una cotización por encima de \$ 2,80 por dólar.

El problema de manejar tan discrecionalmente la política fiscal, y de financiar gastos permanentes con recursos extraordinarios, se observará en los próximos años, 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. 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 se espera una menor tasa de crecimiento económico para 2005, lo cual se reflejará en un menor dinamismo de los ingresos fiscales.

- 3. **Política cambiaria y monetaria.** En función del reciente acomodamiento de la relación peso-dólar, la autoridad monetaria parece tener objetivos precisos: no permitir la apreciación del peso respecto del dólar y evitar la apreciación del peso argentino con el real brasileño.

Los factores explicativos juegan más a favor del gobierno nacional que del ente monetario. 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.

En segundo lugar, 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.

¿Hasta qué punto se puede 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.

En este sentido, el superávit comercial que Brasil registró con Argentina desde mediados de 2003, y que asusta al gobierno argentino, 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: la crisis de confianza sufrida por nuestro principal socio comercial hacia fines de 2003 y en el segundo trimestre de 2004.

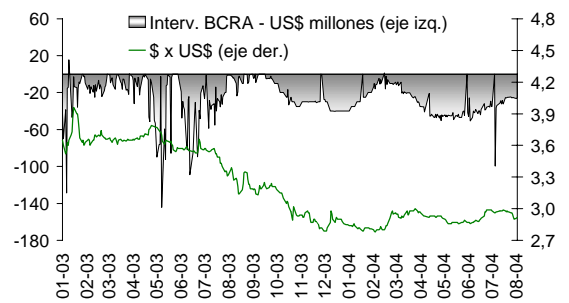
No parece errado intentar evitar los efectos negativos que nos puede acarrear una crisis en Brasil. El punto es que la política cambiaria no es el instrumento más adecuado para alcanzar ese objetivo. Más aún, si se considera que la búsqueda de un objetivo cambiario equivale a abandonar, al menos por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

El Banco Central debe intervenir en el mercado cambiario para estabilizar la cotización del peso argentino, y no para incentivar cambios bruscos en su precio.

¿Y la estacionalidad? El Banco Central presionó a la suba la cotización del dólar, pero también existió un factor estacional que explicó la suba de la cotización. El descenso de las liquidaciones de divisas en el tercer trimestre del año, tras la concentración de las ventas de la cosecha gruesa en el segundo cuarto del año.

En lo que respecta al impacto monetario de la intervención cambiaria, el Banco Central sigue esterilizando una gran parte de la emisión monetaria con la colocación de Letras (LEBACs) y Notas (NOBACs) del Banco Central. La política de extensión de plazos y reducción de tasas de interés permitieron que el crecimiento del stock total en el tiempo estuviera más acotado y que se redujeran las posibilidades de una corrida masiva desde las Letras hacia el dólar.

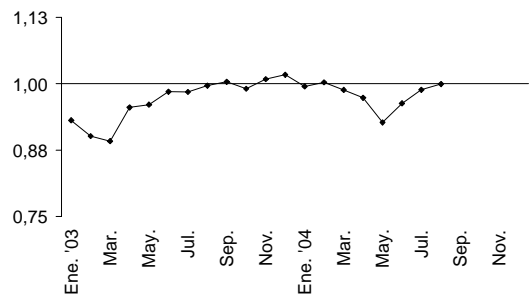
DOLAR E INTERVENCION DEL BCRA



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

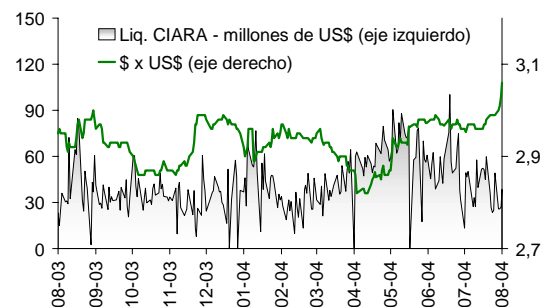
EL REAL EN ARGENTINA

En pesos por reales, a fin de mes



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

DOLAR Y LIQUIDACION DE DIVISAS



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

En la actualidad el mercado sigue operando con un tipo de cambio en torno a \$ 3,03 para fin de año, con una dispersión de 2,5% aproximadamente.

4. **Tasa de inflación.** A pesar de la desaceleración de la tasa de inflación mensual en los últimos meses, entre puntas del año el índice de precios minoristas tendría una variación de 7,4%, empujado por una mayor suba de los precios de los servicios que de los bienes. Por su parte, el índice de precios mayoristas se ubicaría por encima de 10% entre puntas, empujado por la suba de los precios del petróleo crudo y gas y de la energía eléctrica fundamentalmente.

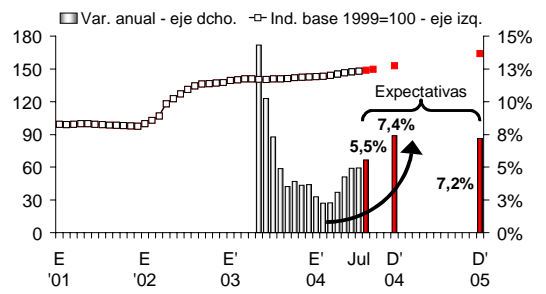
5. **Factor político.** En los últimos meses creció el ruido político generado por el gobierno nacional. Por un lado, la forma en que enfrenta los problemas, tanto en el plano de la palabra como de los hechos, cada vez genera más costos que beneficios. Y ello se va reflejando con más claridad, a medida que el escenario internacional se torna menos favorable para nuestro país y que el capital inicial o beneficio de la duda que otorga la sociedad a un nuevo mandatario se va agotando.

Además, la falta de avance en las cuestiones pendientes de carácter estructural cada vez le resultará más costoso al gobierno en términos de apoyo a su gestión, y a la economía en términos de nivel de inversión, recuperación-crecimiento económico, disminución del nivel de desempleo.

Entre las cuestiones pendientes, las más importantes son: renegociación de la deuda en default, cumplimiento de las metas cualitativas del Acuerdo con el FMI, renegociación de contratos con empresas privatizadas, estado de situación y evolución del Mercosur.

PRECIOS MINORISTAS

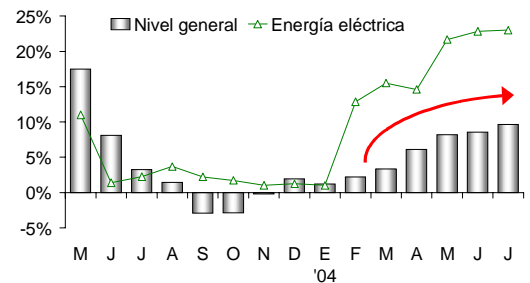
Enero '01-julio '04 y expectativas a 30 días, fin de '04 y '05



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

TASA DE INFLACION MAYORISTA

Variación anual



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

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
16-07-04	18.009	45.321	96.009	3.629	52.814	1.984	42.723	1.618	55.654	1.580	30.398	1.274
19-07-04	18.017	45.664	96.503	3.637	53.353	1.982	42.681	1.628	55.642	1.585	30.356	1.277
20-07-04	18.023	46.094	96.802	3.655	53.275	1.981	42.869	1.646	55.476	1.607	30.336	1.289
21-07-04	18.013	46.482	98.259	3.660	54.305	1.986	43.227	1.649	55.607	1.604	30.290	1.288
22-07-04	18.040	46.871	98.553	3.708	54.656	2.023	43.136	1.657	55.691	1.600	30.326	1.284
23-07-04	18.038	46.801	98.618	3.706	54.741	2.023	43.115	1.655	55.724	1.600	30.365	1.286
26-07-04	18.081	47.062	99.046	3.700	55.293	2.027	42.995	1.647	55.890	1.594	30.444	1.284
27-07-04	18.049	47.070	99.500	3.705	55.745	2.039	42.995	1.638	56.061	1.660	30.597	1.334
28-07-04	18.064	47.113	99.720	3.693	56.062	2.039	42.960	1.627	56.474	1.663	30.910	1.336
29-07-04	18.048	47.254	99.816	3.702	56.102	2.047	42.990	1.625	56.530	1.656	30.986	1.345
30-07-04	18.068	47.213	99.462	3.703	55.990	2.046	42.840	1.629	56.448	1.677	31.049	1.356
02-08-04	18.124	47.435	99.106	3.716	55.773	2.066	42.710	1.621	56.508	1.698	31.020	1.372
03-08-04	18.182	47.199	98.571	3.706	55.077	2.056	42.895	1.622	56.471	1.694	31.018	1.375
04-08-04	18.157	47.185	98.046	3.709	54.907	2.063	42.545	1.617	56.327	1.694	31.025	1.382
05-08-04	18.050	46.971	97.671	3.727	54.484	2.072	42.592	1.626	56.367	1.682	31.040	1.366
06-08-04	18.101	47.129	97.491	3.718	54.278	2.070	42.611	1.619	56.248	1.671	30.987	1.366
09-08-04	18.110	46.905	97.403	3.720	54.021	2.075	42.789	1.618	56.201	1.674	31.020	1.367
10-08-04	18.144	46.722	97.574	3.725	54.107	2.081	42.866	1.617	56.171	1.681	30.990	1.371

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
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
09-08-04	963,8	894,7	9.814,7	1.774,6	21.260,9	3.690,3	44,84					2,176
10-08-04	967,6	898,9	9.944,7	1.808,7	21.736,7	3.720,6	44,52					2,188
11-08-04	957,0	888,4	9.938,3	1.782,4	21.569,7	3.678,9	44,80					2,087
12-08-04	954,9	886,6	9.814,6	1.752,5	21.570,2	3.658,1	45,50					2,087
13-08-04	934,0	866,7	9.823,1	1.756,8	21.396,0	3.646,2	46,57					2,031

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- riodo	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
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	5,79%		2,94%	0,27%	3,0300	3,0560	1,2050	111,11
05-08-04	5.094	5,79%		2,98%	0,25%	3,0600	3,0710	1,2059	111,83
06-08-04	5.094	5,79%		2,49%	0,23%	3,0800	3,0420	1,2279	110,30
09-08-04	5.176	5,98%		2,63%	0,27%	3,0600	3,0420	1,2271	110,68
10-08-04	5.234	5,69%		3,39%	0,27%	3,0400	3,0320	1,2228	111,36
11-08-04	5.309	5,70%		2,70%	0,30%	3,0400	3,0370	1,2224	110,86
12-08-04	5.243					3,0300	3,0400	1,2250	110,89
13-08-04	5.243					3,0300	3,0140	1,2354	110,67

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	139,85
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.