

# NOVECO

Informe Económico Semanal Nº 218

Martes, 21 de septiembre de 2004.

- **PRESUPUESTO 2005 –PRINCIPALES CARACTERISTICAS:** Finalmente se conoció el Proyecto de Ley de Presupuesto 2005. A nivel macro, se proyectó un dólar de \$ 3,05 para el promedio del año, un crecimiento real de la economía de 4,0% y un aumento de los precios de 7,9% entre puntas. Los ingresos totales evolucionarán como el PBI nominal 12,0%. En cambio, los gastos crecerán 14,4%, básicamente por el aumento de los intereses de la deuda (42,8%), de las jubilaciones y pensiones y de las inversiones públicas. El resultado primario pasará de 2,9% del PBI en 2004 a 3,0% en 2005 (sin incluir provincias). Página Nº 2.
- **AVANCE SOBRE EL CENTRAL – SUS EFECTOS:** Sorpresivo cambio de titularidad en el Banco Central. A partir del jueves próximo, Martín Redrado sucederá a Alfonso de Prat-Gay al frente del ente monetario. Desde el punto de vista institucional, el repentino cambio constituyó un avance más del gobierno nacional sobre el Banco Central. Además, si bien Martín Redrado cuenta con buena reputación interna y externa, no tiene la misma especialización en cuestiones monetarias que tiene Alfonso Prat-Gay. A pesar de lo cual, los mercados cambiario, financiero y bursátil recibieron la modificación con bastante calma. Porque no cabe esperar grandes giros en el rumbo de la política monetaria y cambiaria en el corto plazo, debido al contexto restrictivo que enfrentará el nuevo presidente designado del Banco Central. Tal vez el principal cambio que dejó entrever Martín Redrado a través de los diarios del fin de semana, fue que la implementación del esquema de metas de inflación (Inflation Targeting) no constituirá un objetivo central de mediano plazo, como lo era para la autoridad saliente. Página Nº 5.
- **DOLAR – TRANQUILIDAD EN LOS MERCADOS:** La noticia del cambio de autoridades del Banco Central sólo interrumpió la caída del dólar. El viernes la cotización del dólar subió los dos centavos de peso argentino que había perdido en los días previos y luego se mantuvo en torno a \$ 3,02. Página Nº 6.
- **PRODUCCION INDUSTRIAL EN AGOSTO:** El nivel de actividad industrial de agosto se aceleró al ritmo de la producción automotriz. El gobierno planea tomar medidas para equilibrar el comercio con Brasil. La reactivación del sector se sostiene por la venta interna de autos baratos. Página Nº 7.

Variable	últ. lunes	var. sem.	
\$ - US\$ - minorista	3,0100	-0,33%	↓
\$ - US\$ - ref. BCRA	2,9938	-0,50%	↓
\$ - US\$ - a fin de mes	3,0000	-0,66%	↓
\$ - US\$ - a fin de año	3,1200	-0,32%	↓
\$ - US\$ - mayorista	3,0100	0,33%	↑
\$ - Euro	3,6656	0,94%	↑
\$ - Real	1,0477	0,99%	↑
Call \$ hasta 15d. n.a.	2,30%	0,08	↑
1º línea \$ 30d. n.a.	5,99%	0,25	↑
Plazo fijo \$ 30 d n.a.	3,21%	0,51	↑
Merval	1.066,75	4,03%	↑
Bovespa	23.078,24	5,82%	↑
Dow Jones	10.204,89	-1,07%	↓
Nasdaq	1.908,07	-0,12%	↓
Riesgo país - ptos. bs.			
Argentina	5.564	175,46	↑
Brasil	466	-42,24	↓
México	176	-12,77	↓
Oro - US\$/oz.t.	405,55	0,42%	↑
Crudo - US\$/WTI	46,25	5,93%	↑
Soja - US\$/tn	162,00	-4,99%	↓
Maíz - US\$/tn	76,00	0,00%	=
Trigo - US\$/tn	97,50	-1,02%	↓
Novillo Liniers - \$/kg	2,088	-2,52%	↓
Global '08 US\$	29,40	-0,34%	↓
Boden '05 US\$	39,50	0,00%	=
Boden '07 \$	99,05	6,51%	↑
Boden '12 US\$	71,45	0,92%	↑

## INFORMES Y SUSCRIPCIONES

- **ACTIVIDAD EN EL SEGUNDO TRIMESTRE – LA DESACELERACION ES CLARA:** El crecimiento real de la economía argentina se desaceleró significativamente durante el segundo trimestre de 2004. Tanto respecto del mismo período de 2003, como en comparación con el trimestre anterior. Cuando se examinan los rubros, se observa una notable desaceleración del crecimiento real de la inversión, las exportaciones y el consumo privado. Las perspectivas para los próximos meses son de desaceleración. La tasa de crecimiento real del primer semestre ya no es sustentable y menos aún en el mediano plazo, producto de un panorama internacional que ha cambiado significativamente, la ausencia de decisiones de política económica claves a la hora de impulsar la inversión y el efecto estadístico. Página Nº 8.
- **MERCADO LABORAL – AL RITMO DEL NIVEL DE ACTIVIDAD:** En el segundo trimestre del año, el mercado laboral mostró una sustantiva mejora en relación con el mismo período del año anterior, en línea con la mejora del nivel de actividad económica. A la inversa, la desaceleración del ritmo de expansión entre el primer y segundo trimestre del año, deterioró los datos laborales, ya que el crecimiento de la oferta laboral no pudo ser absorbido totalmente y creció la tasa de desocupación desde 14,4% a 14,8% de la población económicamente activa. Página Nº 11.
- **BRASIL – FRANCA RECUPERACION:** La economía brasileña consolida su recuperación gracias a la renovada confianza de los inversores internacionales, otorgando mayores grados de libertad al Banco Central de Brasil (BCB) en su política de metas de inflación. La evolución positiva de los mercados bursátiles y cambiarios reflejó las buenas expectativas de los agentes, así como también la prudente política de tasa de interés del BCB. Página Nº 12.
- **EE.UU. – UN INTERROGANTE CADA VEZ MAYOR:** Un segundo trimestre menos dinámico que lo esperado, la adversidad climática que afectó al sur del país recientemente, la continuidad de los atentados en Irak, la evolución ecléctica de la confianza de los consumidores, la recta final de una campaña electoral muy reñida (al menos, según la encuesta que se tome), y el cambio en la política de la FED son algunos de los condimentos que hacen que el panorama norteamericano sea cada vez más incierto. En este contexto, el Dow Jones sólo consiguió mantenerse a flote y el dólar se apreció levemente respecto del euro y el yen. Página Nº 14.
- **BANCO DE DATOS:** Página Nº 15-18.

## COMO VENIMOS

### 1. PRESUPUESTO 2005 –PRINCIPALES CARACTERISTICAS:

- Finalmente se conoció el Proyecto de Ley de Presupuesto 2005. A nivel macro, se proyectó un dólar de \$ 3,05 para el promedio del año, un crecimiento real de la economía de 4,0% y un aumento de los precios de 7,9% entre puntas. Los ingresos totales evolucionarán como el PBI nominal 12,0%. En cambio, los gastos crecerán 14,4%, básicamente por el aumento de los intereses de la deuda (42,8%), de las jubilaciones y pensiones y de las inversiones públicas. El resultado primario pasará de 2,9% del PBI en 2004 a 3,0% en 2005 (sin incluir provincias).

De la lectura de las principales partes del Proyecto de Ley (325 páginas) que el ministro Lavagna elevó al Congreso Nacional el jueves pasado, surgen los siguientes puntos:

#### ➤ **Proyecciones macroeconómicas:**

1. **Dólar:** el gobierno nacional proyectó un valor promedio de \$ 3,05 para todo 2005. Hay que tomarlo sólo como un valor de referencia, ya que es muy difícil conocer con exactitud la trayectoria de una variable nominal tan sensible. Recuérdese que para 2004 había proyectado un valor promedio de \$ 2,84, y transcurridos casi nueve meses del año, el valor medio del dólar fue de \$ 2,95 (con un piso de \$ 2,82 y un techo de \$ 3,08).
2. **Crecimiento:** el gobierno nacional espera que la economía siga desacelerando su ritmo de expansión. Estimó que en 2004 el PBI crecerá 6,5% real en comparación con 2003, igualando nuestra proyección esbozada en **NOVECO** anteriores, y que en 2005 esa tasa bajará a 4,0% real. Según nuestro punto de vista, estas tasas son razonables. En comparación con lo que cree el consenso del mercado, son conservadoras.

Como indicamos en otra parte de este **NOVECO**, en 2004 la inversión y el consumo interno están siendo los componentes más dinámicos de la demanda agregada. Las exportaciones quedaron en tercer lugar. En cambio para 2005, el gobierno espera que sean la inversión y las exportaciones de bienes y servicios reales las que traccionen la actividad económica.

A nivel de la balanza comercial de bienes, la recuperación de la economía seguirá reduciendo el superávit comercial. En 2003 llegó a un récord de US\$ 15.731 M., en 2004 bajaría a US\$ 11.826 M. y en 2005 se ubicaría levemente por debajo de los US\$ 10.000 M.. En términos nominales las exportaciones se mantendrían casi estancadas (1,3%), en tanto las importaciones crecerían 10,5% con relación a 2004.

Variable	Unidad de medida	2004	2005
Dólar	\$	2,95	3,05
PBI	millones de \$	425.137	476.360
Crecimiento	var. prom. real	6,5%	4,0%
Precios			
IPC	dic.-dic.	6,3%	7,9%
Deflactor del PBI	dic.-dic.	6,2%	7,8%
Consumo	var. prom. real	6,7%	3,8%
Inversión	var. prom. real	32,5%	7,6%
Exportaciones *	var. prom. real	5,8%	5,9%
Importaciones *	var. prom. real	44,2%	10,6%
Fuente: Joaquín Ledesma & Asoc., sobre la base del P.L.P. 2005.			
* Incluyen bienes y servicios reales.			

3. **Inflación:** entre puntas de 2004 la tasa de inflación minorista sería de 6,3% y se estima que llegará a 7,9% en 2005. Similares tasas arrojó el deflactor de precios implícitos del PBI (6,2% Y 7,8%, respectivamente).

➤ **Presupuesto de la Administración Nacional:**

1. **Ingresos:** se estimaron ingresos totales por \$ 82.105,6 M. para 2005, lo que significa un aumento de 12,0% en términos nominales con respecto a 2004. Como los ingresos crecerán igual que el PBI nominal, los números indican que el Estado Nacional no espera grandes resultados del plan de lucha contra la evasión, a pesar de lo que establece el texto del Proyecto de Ley. Y en términos relativos al PBI, seguirán representando 17,2%.

Los ingresos tributarios explicarán 93,4% del total, manteniéndose la importancia de IVA y Ganancias. No hay proyectados cambios explícitos en la estructura tributaria a lo largo de 2005, al menos en lo referente a los tributos principales.

2. **Egresos:** los gastos totales ascenderán a \$ 77.453,9 M., con lo cual registrarán una expansión de 14,4% nominal con relación al corriente año. Pasarán de 15,9% del PBI en 2004 a 16,3% en 2005.

El pago de intereses de la deuda pública será el rubro que más crecerá en 2005 (42,7%), llegando a un total de \$ 9.547,7 M., y explicará 12,3% del gasto total. Los pagos de la deuda pública externa se duplicarán (106,3%), llegando a \$ 7.676,3 M., en tanto los pagos internos descenderán a \$ 1.871,4 M. (-36,9%). En gran parte, la suba de esta partida presupuestaria se debe a que en 2004 había una baja concentración de vencimientos, lo que no sucederá a partir de 2005.

En cambio, el gasto primario crecerá sólo 11,2% nominal y en términos absolutos \$ 6.864,3 M.. Los mayores gastos se concentrarán en cuatro rubros: 30,0% a jubilaciones y pensiones, 29,7% a inversión pública (ejecutada a través del Estado nacional y de las transferencias a las provincias, básicamente destinada a inversión vial y a los planes Federal de Viviendas y Fo.Na.Vi.), 23,2% a transferencias corrientes y 17,6% a recomposición de salarios.

3. **Resultado fiscal:** el superávit primario pasará de 2,9% del PBI en 2004 a 3,0% en 2005 (por su parte, las provincias obtendrán un excedente de 1,0% del PBI el año próximo, llevando el resultado primario consolidado a 4,0% del PBI). En términos absolutos, pasará de \$ 12.261,3 M. en 2004 a \$ 14.199,4 M. en 2005 (15,8%).

Una vez pagados los intereses de la deuda pública, el superávit financiero bajará de \$ 5.573,8 M. en 2004 a \$ 4.651,7 M. en 2005 (de 1,3% a 1,0% del PBI).

Concepto	Millones de \$		Variación '05-'04			Distribución		En relación al PBI	
	2004	2005	nominal	real	absoluta	2004	2005	2004	2005
Ingresos corrientes	72.425,5	81.096,2	12,0%	3,9%	8.670,7	98,8%	98,8%	17,0%	17,0%
Ingresos tributarios	68.871,5	76.832,9	11,6%	3,5%	7.961,4	94,0%	93,6%	16,2%	16,1%
Ingresos de capital	877,7	1.009,4	15,0%	6,7%	131,7	1,2%	1,2%	0,2%	0,2%
<b>Ingresos totales</b>	<b>73.303,2</b>	<b>82.105,6</b>	<b>12,0%</b>	<b>3,9%</b>	<b>8.802,4</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>17,2%</b>	<b>17,2%</b>
Gastos corrientes	60.611,0	68.299,6	12,7%	4,5%	7.688,6	89,5%	88,2%	14,3%	14,3%
Gastos de consumo	11.980,0	13.143,7	9,7%	1,8%	1.163,7	17,7%	17,0%	2,8%	2,8%
Rentas de la propiedad	6.688,4	9.559,4	42,9%	32,6%	2.871,0	9,9%	12,3%	1,6%	2,0%
Intereses de la deuda pública	6.687,5	9.547,7	42,8%	32,4%	2.860,2	9,9%	12,3%	1,6%	2,0%
Deuda externa	3.721,6	7.676,3	106,3%	91,3%	3.954,7	5,5%	9,9%	0,9%	1,6%
Deuda interna	2.965,9	1.871,4	-36,9%	-41,5%	-1.094,5	4,4%	2,4%	0,7%	0,4%
Otras	0,9	11,7	1.200,0%		10,8	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Prestaciones de la seguridad social	21.887,5	23.948,5	9,4%	1,5%	2.061,0	32,3%	30,9%	5,1%	5,0%
Transferencias corrientes	20.052,1	21.644,8	7,9%	0,1%	1.592,7	29,6%	27,9%	4,7%	4,5%
Otros gastos corrientes	3,0	3,2	6,7%	-1,1%	0,2	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Gastos de capital	7.118,4	9.154,3	28,6%	19,3%	2.035,9	10,5%	11,8%	1,7%	1,9%
<b>Gastos totales</b>	<b>67.729,4</b>	<b>77.453,9</b>	<b>14,4%</b>	<b>6,1%</b>	<b>9.724,5</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>15,9%</b>	<b>16,3%</b>
Resultado primario	12.261,3	14.199,4	15,8%	7,4%	1.938,1			2,9%	3,0%
Resultado financiero	5.573,8	4.651,7	-16,5%	-22,6%	-922,1			1,3%	1,0%

Fuente: Joaquín Ledesma & Asoc., sobre la base del Proyecto de Ley de Presupuesto 2005.

## 2. AVANCE SOBRE EL CENTRAL – SUS EFECTOS:

- **Sorpresivo cambio de titularidad en el Banco Central. A partir del jueves próximo, Martín Redrado sucederá a Alfonso de Prat-Gay al frente del ente monetario. Desde el punto de vista institucional, el repentino cambio constituyó un avance más del gobierno nacional sobre el Banco Central. Además, si bien Martín Redrado cuenta con buena reputación interna y externa, no tiene la misma especialización en cuestiones monetarias que tiene Alfonso Prat-Gay. A pesar de lo cual, los mercados cambiario, financiero y bursátil recibieron la modificación con bastante calma. Porque no cabe esperar grandes giros en el rumbo de la política monetaria y cambiaria en el corto plazo, debido al contexto restrictivo que enfrentará el nuevo presidente designado del Banco Central. Tal vez el principal cambio que dejó entrever Martín Redrado a través de los diarios del fin de semana, fue que la implementación del esquema de metas de inflación (Inflation Targeting) no constituirá un objetivo central de mediano plazo, como lo era para la autoridad saliente.**

Hasta la misma edición de los matutinos del viernes pasado, se descontaba la renovación del mandato de Alfonso de Prat-Gay al frente del Banco Central, para lo cual el presidente Kirchner iba a enviar los pliegos de designación al Senado esta semana. Las dudas giraban en torno a la conformación del directorio a partir del jueves 23-09, día en que caducaban los mandatos provisorios. Más aún, en los últimos meses el Banco Central había sido, junto con el Banco Nación (por cuenta y orden del Tesoro Nacional), el principal sostén de la política de “dólar alto” que defiende el presidente Kirchner, y las proyecciones macroeconómicas del ente monetario resultaban “más papistas que el Papa” (8% real de crecimiento en 2004, contra 7,2% esperado por el consenso de analistas privados y 6,5% esperado por el gobierno).

Sin embargo, y al igual que en el caso del IVA, siempre salvando las distancias del caso, lo que parecía que ya era una medida tomada no fue. El viernes a la mañana, y antes de iniciar un nuevo viaje a EE.UU., el presidente Kirchner dio por finalizada la gestión de Prat-Gay al frente del Banco Central (en rigor finaliza el próximo jueves), y en forma casi instantánea anunció a Martín Redrado como su sucesor, quien será secundado por Miguel Angel Pesce. Asimismo, a nivel del directorio, los nuevos miembros serán Waldo José Farías, Arnaldo Bocco y Zenón Baigosh.

Desde el punto de vista institucional, el repentino cambio constituyó un avance más del gobierno nacional sobre el Banco Central. Constituyó un avance porque el gobierno quería que el saliente presidente de la entidad monetaria aceptara más directores nombrados en forma política, impidiéndole contar con directores calificados y de máxima confianza (restricción que a Redrado pareciera no afectarle, tal vez por estar más acostumbrado a la negociación con el poder político, producto de su vasta experiencia en la función pública). Y fue un avance más, porque desde marzo-abril de 2001 está claro que el Banco Central dejó de ser independiente del gobierno de turno, cuando De la Rúa y Cavallo decidieron el despido de Pedro Pou.

Además, si bien Martín Redrado cuenta con buena reputación interna y externa, no tiene la misma especialización en cuestiones monetarias que tiene Alfonso Prat-Gay. Este último la había adquirido antes de hacerse cargo del Banco Central, en su rol de operador de monedas en un banco de inversión internacional, y durante el ejercicio del cargo durante casi 22 meses. En cambio, Martín Redrado dedicó los últimos tres años a llevar adelante las negociaciones comerciales de Argentina con el resto del mundo.

Sin embargo, los mercados cambiario, financiero y bursátil (tanto el viernes pasado como hoy lunes) recibieron la modificación con bastante calma. Porque no cabe esperar grandes giros en el rumbo de la política monetaria y cambiaria en el corto plazo, dado el contexto restrictivo que enfrentará el nuevo presidente designado del Banco Central. En la actualidad la clave está en la desaceleración del ritmo de expansión económica actual y esperada, que producirá un efecto similar sobre la demanda de pesos argentinos. Por lo tanto, el Banco Central deberá ser cada vez más prudente con la política de intervención en el mercado cambiario y consecuentemente con la política monetaria expansiva.

Tal vez el principal cambio que dejó entrever Martín Redrado a través de los diarios del fin de semana, fue que la implementación del esquema de metas de inflación (Inflation Targeting) no constituirá un objetivo central de mediano plazo, como lo era para la autoridad saliente. Y al mismo tiempo, otro punto que pareció quedar más claro a partir del viernes, es que a partir de ahora la dirigencia del Banco Central no opinará sobre el manejo de la reestructuración de la deuda en default (al menos en público).

En relación con este último tema, en el marco de la Asamblea General de la Naciones Unidas, el Presidente buscará apoyo internacional a la propuesta oficial para reestructurar la deuda soberana en default, a pesar de que no concederá una entrevista al Comité Global de Acreedores (GCAB, por sus siglas en inglés), principal organismo que nuclea a tenedores de bonos en default, y de no reunirse a solas con el presidente George W. Bush. El mandatario llegó a Nueva York habiendo presentado ante el Senado un presupuesto con lineamientos conservadores en línea con lo exigido por los organismos internacionales y con el aval del directorio del FMI para aplazar por doce meses vencimientos postergables por US\$ 1.000 M.. En su agenda figuran reuniones con los mandatarios de Brasil, España, Suecia y Paraguay, y discursos ante la Asamblea y en un almuerzo organizado por el Consejo de las Américas, del que participarán analistas financieros y representantes empresas con intereses en el país. Estos eventos constituirán una medición del apoyo internacional con que cuenta, ante la inminencia de la presentación de los lineamientos finales de la propuesta oficial el próximo mes ante la Asamblea Anual del FMI y el Banco Mundial.

### **3. DOLAR – TRANQUILIDAD EN LOS MERCADOS:**

- **La noticia del cambio de autoridades del Banco Central sólo interrumpió la caída del dólar. El viernes la cotización del dólar subió los dos centavos de peso argentino que había perdido en los días previos y luego se mantuvo en torno a \$ 3,02.**

La noticia del cambio de autoridades del Banco Central hizo que el viernes la cotización del dólar subiera dos centavos de peso argentino con respecto al día anterior, al pasar de \$ 3,00 a \$ 3,02, valor que mantuvo en los primeros días de la semana. De esta forma, en los últimos seis días el valor del dólar se mantuvo constante.

Cabe destacar que la suba del viernes estuvo explicada por la mayor demanda de dólares que realizó el sector privado, ya que en esa jornada el BCRA no intervino en el mercado de cambios y las liquidaciones ascendieron a US\$ 47 M., cifra muy superior al promedio semanal que fue de US\$ 39 M.. Entre el lunes y el jueves las compras diarias del ente monetario habían girado en torno a US\$ 20 M..

Asimismo, entre puntas de la semana, el mercado de futuros evidenció una leve retracción en todos los vencimientos, a pesar del repunte registrado sobre el cierre de la semana. Lo mismo sucedió en el mercado mayorista que reflejó una caída de 1,4 centavos en el mismo período.

Como indicamos en la sección anterior, el nuevo presidente designado no genera pánico y la realidad constituye un límite muy fuerte para la política cambiaria-monetaria de aquí en más. Además, las pautas macroeconómicas sobre las cuales se basó el gobierno para elaborar el Proyecto de Ley de Presupuesto 2005 elevado al Congreso la semana pasada, indican que se buscará mantener estable la cotización del dólar (promedio anual de \$ 3,05). Y el mismo Proyecto indica el gobierno seguirá haciendo frente a los vencimientos de intereses y de capital no postergables con recursos genuinos, a través de la generación de un ahorro primario equivalente a 3,0% del PBI (sin incluir el resultado primario de las 24 jurisdicciones subnacionales).

En la semana, el mercado bursátil continuó la tendencia ascendente iniciada hacia fines de agosto, lo que le permitió al índice Merval superar nuevamente la barrera de los 1.000 puntos el 10 de septiembre. También se evidenció un incremento en el volumen de operaciones, que alcanzó en promedio los \$ 50 M.. Las noticias positivas sobre el comportamiento de los indicadores económicos y la aprobación del directorio del FMI de la prórroga de vencimientos por US\$ 1.000 M. se compensaron con la reacción por el cambio en la dirección del BCRA.

A partir del 1º de octubre el directorio del Mercado de Valores de Buenos Aires lanzará un nuevo índice bursátil: el Merval 25. La introducción de nuevas empresas al tradicional Merval 12, tratará de generar un indicador más representativo de la economía y de las acciones del mercado. Inicialmente lo acompañará, pero luego puede terminar sustituyéndolo.

#### 4. PRODUCCION INDUSTRIAL EN AGOSTO:

- **El nivel de actividad industrial de agosto se aceleró al ritmo de la producción automotriz. El gobierno planea tomar medidas para equilibrar el comercio con Brasil. La reactivación del sector se sostiene por la venta interna de autos de los segmentos A y B (chicos y medianos chicos).**

En agosto la producción industrial registró un avance de 1,1% desestacionalizado en relación con julio. En relación con el mismo mes de 2003, el nivel de actividad industrial registró un avance de 10,5%.

Los sectores que registraron los mayores incrementos en sus niveles de producción en el período, fueron: automotores, lácteos, detergentes y jabones, carnes blancas, materiales de construcción y carnes rojas.

Los sectores que registraron caídas en sus niveles de actividad en términos interanuales fueron: la producción de harina de trigo, azúcar, y acero crudo.

En los primeros ocho meses de 2004, la evolución del índice registró un incremento de 11,6% con relación al mismo período de 2003.

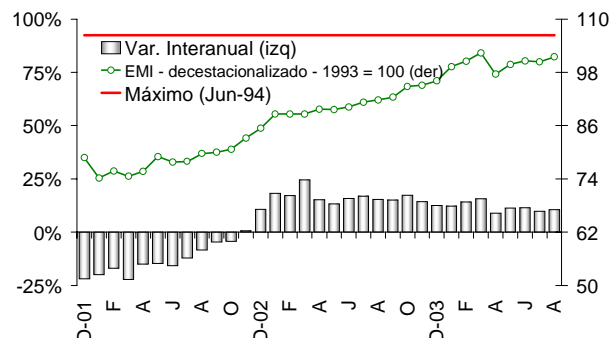
Los sectores que registraron el mejor desempeño en el período considerado fueron: la producción de automóviles, debido al crecimiento de las colocaciones en el mercado interno: +144,3% (concentradas en autos baratos que son importados en una proporción de 60% lo cual preocupa a la dirección de las empresas) y, en menor medida, en el exterior: +16,8%. Le siguieron los sectores editoriales e imprentas (debido a la creciente demanda interna de papeles para impresión), carnes blancas, materiales de construcción, carnes rojas (debido al comportamiento de las ventas internas y la dinámica de las exportaciones) y lácteos.

Los sectores de la industria que registraron una caída en el nivel de actividad en relación con los primeros siete meses de 2003 fueron: la producción de azúcar, de cigarrillos (debido a reprogramaciones productivas), de harina y de acero crudo (cabe recordar que en 2003 se registró un récord histórico en todo el ciclo siderúrgico que afectó la comparación interanual).

Cabe destacar que la comparación interanual se realiza contra períodos con un nivel de actividad cada vez más alta, explicando una porción de la disminución de las tasas de crecimiento interanual.

Los industriales consultados se mostraron más optimistas que en el mes anterior, respecto del nivel de actividad, de la demanda interna y de las importaciones de insumos en septiembre, y más moderados en el caso de

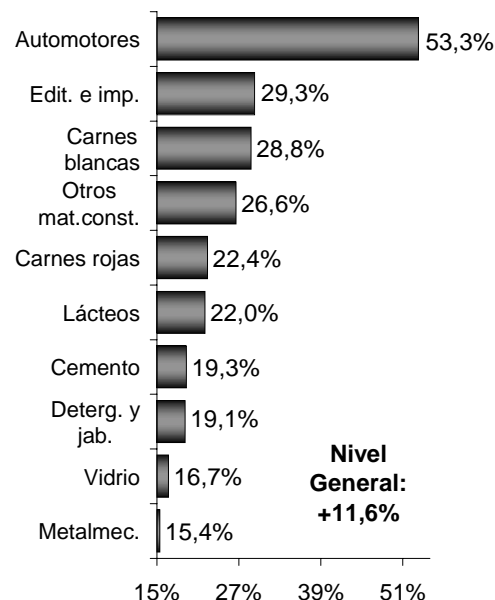
ESTIMADOR MENSUAL DE INDUSTRIA



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

#### RAMAS MAS DINAMICAS

8 meses '04 vs. 8 meses '03



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

Agosto-04

#### PERSPECTIVAS INDUSTRIALES

Agosto 2004 vs. agosto 2003	Sin cambios	Suba	Baja
Demanda interna	76,5%	17,6%	5,9%
Expo total	70,6%	21,6%	7,8%
Expo Mercosur	81,6%	16,3%	2,1%
Insumos importados	82,6%	17,4%	0,0%
Dotación de personal	86,2%	11,8%	2,0%
Horas trabajadas	80,0%	16,1%	3,9%

Fuente: INDEC.



las exportaciones, especialmente en el caso de las colocaciones en el MERCOSUR. Para 11,8% de las firmas consultadas será necesario incrementar la dotación de personal, y 16,1% respondió que será necesario incrementar la cantidad de horas trabajadas, lo que implica un incremento importante respecto de las expectativas del mes anterior.

La utilización de la capacidad instalada alcanzó a 71,8%, es decir 8,5% por encima del nivel alcanzado en agosto del año pasado y 0,7 puntos por encima del nivel alcanzado en julio. En promedio, durante los primeros ocho meses de 2004 la capacidad instalada alcanzó a 69,4%, presentando un incremento de 9,8% en relación con el mismo período del año anterior. Fue impulsado especialmente por el incremento de la capacidad instalada utilizada en la industria automotriz y en edición e impresión, que en conjunto explicaron 82,0% del incremento.

Cabe destacar que la industria automotriz, que aportó gran parte del incremento de la producción industrial, tanto en términos interanuales como acumulados, se encuentra utilizando 36,1% de su capacidad instalada, lo cual indica que aún queda mucho margen por recuperar.

En el marco de las modificaciones planeadas en el marco del MERCOSUR, y con el objetivo de equilibrar asimetrías existentes en algunos productos que se comercian con Brasil, Argentina planea disminuir las retenciones a las exportaciones de vehículos y subsidiar la compra de autopartes nacionales. Al gobierno le preocupa que 90% de los vehículos importados provengan de Brasil, cuando existe un régimen de protección especial para la industria.

## 5. ACTIVIDAD EN EL SEGUNDO TRIMESTRE – LA DESACELERACION ES CLARA:

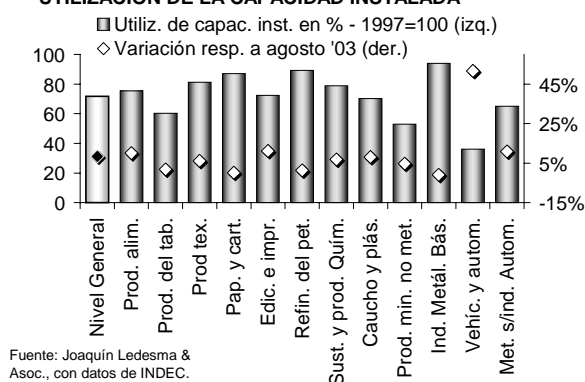
- **El crecimiento real de la economía argentina se desaceleró significativamente durante el segundo trimestre de 2004. Tanto respecto del mismo período de 2003, como en comparación con el trimestre anterior.**

Durante el segundo trimestre de 2004 el PBI experimentó un crecimiento real de 7% respecto del mismo período de 2003, y no registró variaciones significativas respecto del trimestre anterior.

Es evidente que el ritmo de crecimiento de la economía argentina disminuyó sensiblemente durante el segundo cuarto del presente año. Esa desaceleración era previsible, ya que se conjugaron distintos factores que obstaculizaron el crecimiento.

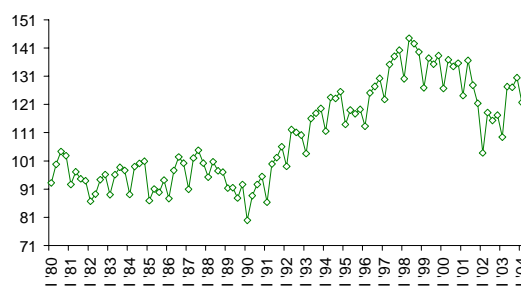
En primer lugar, nuestro principal socio comercial (Brasil) fue afectado por una crisis de confianza que

### UTILIZACION DE LA CAPACIDAD INSTALADA



### CICLO ECONOMICO ARGENTINO

I 1980 a II 2004 - Índice 1980 = 100



mantuvo aletargada su demanda interna y generó abundantes saldos exportables. En consecuencia, las actividades que exportan a Brasil y las industrias que compiten con los productos brasileños se vieron afectadas negativamente.

En segundo lugar, la crisis energética se transformó en un importante factor de incertidumbre, a la vez que generó la necesidad de tomar precauciones para apalea posibles cortes de energía. Asimismo, zonas productoras del interior del país se vieron afectadas por el racionamiento energético.

En tercer lugar, el ruido político y social fue en aumento, incrementando el nivel de incertidumbre. En particular, la negociación de la deuda no registró mayores avances y los acreedores se hicieron oír, en tanto el acuerdo con el FMI entró en un período de "stand by", la discrecionalidad del gobierno para resolver algunos temas se profundizó y la situación social mostró altos niveles de conflictividad (piqueteros).

En cuarto lugar, el contexto internacional comenzó a ser menos favorable. El petróleo se disparó definitivamente y los precios de los principales productos de exportación (soja y derivados) comenzaron a retroceder y se estabilizaron en niveles más acordes con los promedios históricos. Las tasas de interés internacionales comenzaron a recorrer un camino ascendente, incrementando el costo de oportunidad de invertir en la argentina y dificultando la renegociación de la deuda pública y privada en default.

En quinto lugar, comenzaron a registrarse las primeras negociaciones y acuerdos de aumentos salariales, lo cual implica que la producción no podrá seguir expandiéndose sin que las pujas distributivas se profundicen.

En sexto lugar, los vencimientos impositivos del segundo trimestre (en particular, el pago del saldo de ganancias 2003 para personas jurídicas y físicas) financiaron el abultado ahorro primario del sector público nacional, transformándose en un importante flujo de salida de recursos.

En séptimo lugar, es evidente que el nivel de capacidad ociosa es cada vez menor, de forma que es necesario invertir para seguir creciendo. Sin embargo, ninguno de los puntos anteriores tiene un efecto positivo sobre las decisiones de inversión de los agentes productivos.

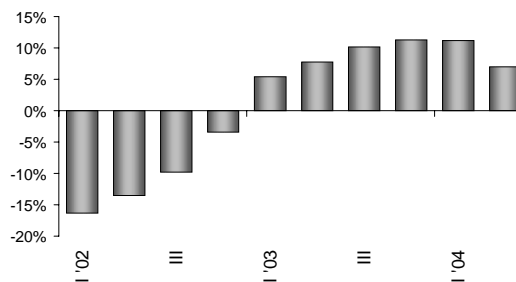
Por último, pero no menos importante, a medida que avanza 2004, el nivel de comparación se va volviendo cada vez más exigente, ya que nos acercamos al último trimestre de 2003 (efecto estadístico).

➤ **Cuando se examinan los rubros, se observa una notable desaceleración del crecimiento real de la inversión, las exportaciones y el consumo privado.**

Todas las variables que componen la demanda global (consumo, inversión y exportaciones) registraron una importante desaceleración.

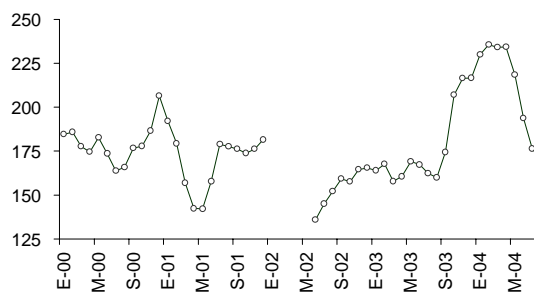
En el caso del consumo privado y la inversión, fueron factores clave: el incremento del nivel de incertidumbre local e internacional, el deterioro de las

**CICLO ECONOMICO ARGENTINO**  
I 2002 a II 2004 - Variaciones interanuales



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

**PRECIO DE LA SOJA**  
Promedios mensuales de cotizaciones diarias - US\$ por Tn.



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

expectativas y los niveles de confianza de los agentes y los vencimientos impositivos.

El consumo privado creció 8,1% respecto del segundo trimestre de 2003 y la inversión hizo lo propio en 38,3%.

En el caso de las exportaciones (0,4% respecto del segundo trimestre de 2003), las causas deben buscarse en la apreciación real, en la progresiva recuperación del mercado interno y en la crisis brasileña.

Por otro lado, las importaciones continuaron creciendo a tasa superiores a 40% anual, aunque también se desaceleraron respecto de los registros anteriores. En este caso, la desaceleración de la demanda interna fue el factor determinante.

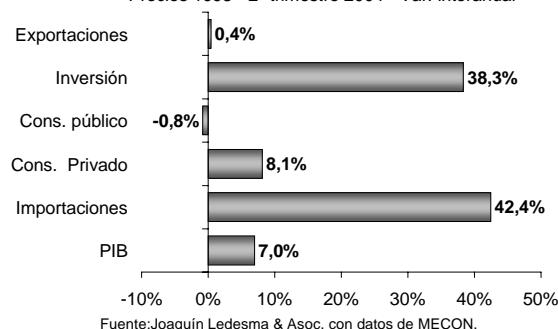
- **Las perspectivas para los próximos meses son de desaceleración. La tasa de crecimiento real del primer semestre ya no es sustentable y menos aún en el mediano plazo, producto de un panorama internacional que ha cambiado significativamente, la ausencia de decisiones de política económica claves a la hora de impulsar la inversión y el efecto estadístico.**

Los últimos datos convalidan nuestras estimaciones de que el crecimiento real del PBI rondará 6,5% durante 2004, y que disminuirá a un nivel de 3,5-4,0% durante 2005, en línea con la pauta incluida en el Proyecto de Ley de Presupuesto 2005.

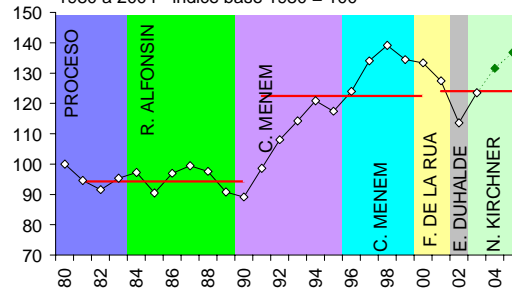
Las tasas de crecimiento del primer semestre no son sustentables en el mediano plazo, dado el agotamiento de la capacidad productiva ociosa, la demora en reinsertar al país en los mercados de capitales internacionales, el elevado nivel de incertidumbre que genera la forma de actuar del presidente Kirchner, y el nuevo contexto internacional signado por la caída de los precios de los commodities y el encarecimiento del petróleo y la tasa de interés.

Adicionalmente, pero aún más importante, no se percibe que exista un plan de desarrollo de mediano plazo, sino sólo medidas económicas aisladas destinadas a tratar de mantener la expansión de la demanda agregada en el corto plazo, en un marco de profunda discrecionalidad. Lo que sucede es que algunas se contradicen (dólar alto vs. poder adquisitivo de los ingresos familiares) y otras generan mayores costos en el mediano plazo.

**PBI REAL - DESAGREGACION POR RUBROS**  
Precios 1993 - 2º trimestre 2004 - Var. interanual



**CICLO DEL PBI TOTAL**  
1980 a 2004 - índice base 1980 = 100



## 6. MERCADO LABORAL – AL RITMO DEL NIVEL DE ACTIVIDAD:

- **En el segundo trimestre del año, el mercado laboral mostró una sustantiva mejora en relación con el mismo período del año anterior, en línea con la mejora del nivel de actividad económica. A la inversa, la desaceleración del ritmo de expansión entre el primer y segundo trimestre del año, deterioró los datos laborales, ya que el crecimiento de la oferta laboral no pudo ser absorbido totalmente y creció la tasa de desocupación desde 14,4% a 14,8% de la población económicamente activa.**

El viernes pasado el INDEC dio a conocer los resultados de la Encuesta Permanente de Hogares (EPH), realizada en 28 aglomerados urbanos de más de 100.000 habitantes, durante el segundo trimestre de este año. Cabe recordar que la EPH ahora es continua, presentándose resultados en forma trimestral. Y cabe destacar que los datos de la última encuesta se pueden comparar, debido a que la nueva metodología cuenta con información desde el cuarto trimestre de 2002.

**Oferta laboral.** En el segundo trimestre de 2004 la proporción de activos o Población Económicamente Activa (ocupados + desocupados) sobre la población urbana total subió 0,6 puntos porcentuales con respecto al segundo cuarto de 2003, ubicándose en 46,2% de la población urbana total. En términos absolutos, en el segundo trimestre de 2003 la Población Económicamente Activa (PEA) se ubicó en un nivel de 10,8 millones de personas.

**Demanda laboral.** Del otro lado, entre el segundo trimestre de 2003 y similar lapso de 2004 la proporción de ocupados sobre la población urbana total creció 8,6%, hasta ubicarse en un nivel de 39,4% de la población urbana total, acompañando el crecimiento de la economía. La cantidad total de ocupados llegó hasta 9,2 millones de personas, es decir, 146 mil personas más que el trimestre anterior.

Considerando el número de ocupados neto de los subocupados demandantes, entre el segundo trimestre de 2003 y el mismo período de este año se crearon 909,3 mil puestos de trabajo, lo cual implica una elevada elasticidad empleo/PBI.

A pesar del avance de la PEA, el crecimiento del empleo logró más que compensar el incremento de la oferta de trabajo y se redujo la tasa de desocupación desde 17,8% hasta 14,8% de la PEA entre el segundo trimestre de 2003 y similar período de 2004.

Cabe destacar que las cifras expuestas consideran a todos los beneficiarios del Plan Jefas y Jefes de Hogar desocupados como ocupados. En cambio, si se los considera a todos como desocupados, la tasa de desocupación asciende hasta 19,1% de la PEA (+4,3 puntos porcentuales), y la tasa de empleo desciende hasta 37,4% de la población urbana total. Si bien ambas mediciones son extremas, la tasa de desocupación real debería estar más próxima a la segunda, debido a que el programa social implementado por Eduardo Duhalde en 2002 no obliga al beneficiario a realizar contraprestación alguna a cambio, en tanto es condición necesaria para acceder al beneficio el hecho de estar desocupado.

Por lo tanto considerando como desocupados a los beneficiarios del Programa Jefas y Jefes de Hogar desocupados y teniendo en cuenta la situación de los subocupados demandantes, la cantidad de personas con dificultades laborales asciende a 3,2 millones en el segundo trimestre de 2004, lo que implicó un descenso de 370,3 mil personas con respecto al mismo período de 2003. En cambio, en comparación con el primer trimestre de 2004 hubo 43,2 mil personas más con problemas.

## PANORAMA INTERNACIONAL:

### 1. BRASIL – FRANCA RECUPERACION:

- **La economía brasileña consolida su recuperación gracias a la renovada confianza de los inversores internacionales, otorgando mayores grados de libertad al Banco Central de Brasil (BCB) en su política de metas de inflación.**

No hay demasiadas dudas, la significativa reducción experimentada por el riesgo país brasileño (-323 puntos básicos entre el 10-05-04 y el 17-09-04) y el renovado dinamismo de las importaciones, señalan que la fuga de capitales que complicó a Brasil desde la última mitad de 2003 hasta hace relativamente pocos meses ya fue superada.

¿Por qué cambió la percepción de los mercados sobre Brasil?

En primer lugar, porque el ajuste de las tasas de interés internacionales no será tan acelerado como podía preverse en un primer momento.

En segundo lugar, porque las exportaciones brasileñas se mostraron lo suficientemente dinámicas como para generar las divisas necesarias para financiar la mencionada salida de capitales, impidiendo una contracción significativa de los niveles de actividad y una mayor depresión de la demanda interna.

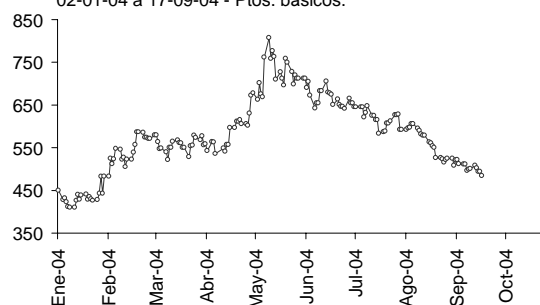
En tercer lugar, porque la administración Lula fue inteligente e hizo lo necesario para generar confianza. Por un lado, respetó la independencia del Banco Central (BCB) y, por otro lado, está cumpliendo el compromiso asumido de generar un superávit primario superior a 4% del PBI durante 2004. Además, avanzó en las reformas estructurales. Ello no fue gratuito, ya que recibió críticas de su propio partido, de su gabinete y de distintos sectores de la sociedad, pero mostró decisión para avanzar en el rumbo correcto.

Ese contexto favorable se vio reforzado por el manejo prudente de la tasa de interés de referencia, que buscó alentar la actividad económica sin abandonar su objetivo inflacionario.

Como era de esperar, los principales indicadores de la economía brasileña registraron una evolución sostenidamente positiva en los últimos meses, con lo cual el estancamiento que caracterizó a 2003 va quedando cada vez más lejos. En particular, la producción industrial brasileña registró en julio pasado su quinta alza mensual consecutiva (0,4%), acumulando un crecimiento interanual de 7,5% en lo que va de 2004.

#### RIESGO PAIS BRASIL

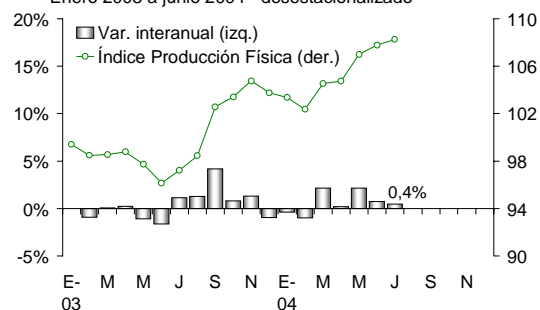
02-01-04 a 17-09-04 - Ptos. básicos.



Fuente: Joaquín Ledesma & Asoc., con datos de JP Morgan.

#### PRODUCCION INDUSTRIAL EN BRASIL

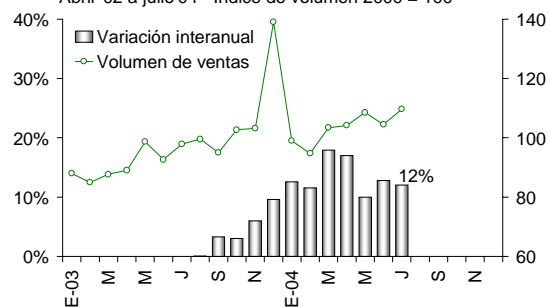
Enero 2003 a junio 2004 - desestacionalizado



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

#### ACTIVIDAD COMERCIAL EN BRASIL

Abril '02 a julio'04 - Índice de volumen 2000 = 100



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

En esa misma línea, el nivel de actividad comercial de julio pasado fue 12,0% superior al registrado durante el mismo mes del año anterior y el promedio para los primeros siete meses de 2004 fue 9,7% mayor al correspondiente a enero-julio de 2003.

Ambos indicadores, confirman la recuperación del mercado interno de nuestro principal socio comercial. Más aún, las cifras sobre desempleo también fueron positivas, exhibiendo una caída sostenida de la tasa de desocupación abierta en los últimos tres meses.

¿Y la inflación? La recuperación de la demanda interna y la política de reducción de tasas del BCB terminaron por acelerar la inflación. La tasa mensual de crecimiento de los precios minoristas fue de 1,2% durante julio pasado, acumulando en lo que va de 2004 un incremento de 4,4% (Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC)).

En tanto que el Índice de Precios Amplio (IPCA), utilizado por el BCB para fijar su meta inflacionaria, acumuló un alza de 5,1% en lo que va de 2004. En términos de la meta inflacionaria máxima para 2004 (7,5% anual), ello significa que la tasa de inflación mensual de los próximos debería girar en torno a 0,4% (valor muy inferior al promedio de 0,6% de los primeros 7 meses del año).

En respuesta a ello, el viernes pasado el BCB anunció una revisión de su política, al decidir un incremento de la tasa Selic de 0,25 puntos porcentuales, que la llevó a un nivel de 16,25% anual. La decisión dejó en claro que la recuperación de la economía permite que el BCB vuelva a poner el foco en su objetivo último, la estabilidad del nivel de precios, a pesar de las declaraciones contrarias que realizó el vicepresidente de Brasil a lo largo de los últimos días.

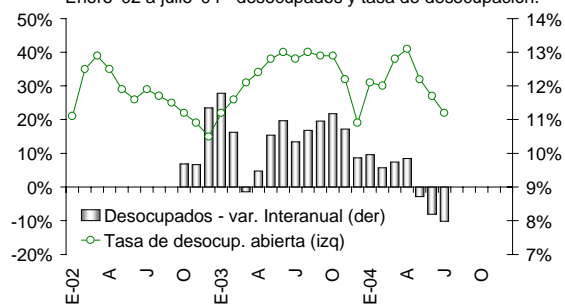
Sin embargo, el incremento de la tasa fue inferior al que esperaba el mercado, lo que señalaría una actitud cauta por parte de la autoridad monetaria, a la espera de que la evolución futura de los indicadores arroje más información sobre la inercia inflacionaria y el grado de consolidación de la recuperación económica actual.

➤ **La evolución positiva de los mercados bursátiles y cambiarios reflejó las buenas expectativas de los agentes, así como también la prudente política de tasa de interés del BCB.**

La prudencia del BCB fue bien recibida por los mercados bursátiles, que también se vieron favorecidos por el buen desempeño de los indicadores económicos y el descenso del riesgo país. El índice BOVESPA (Bolsa de San Pablo) se recuperó en forma sostenida en lo que va

#### DESEMPLEO URBANO EN BRASIL

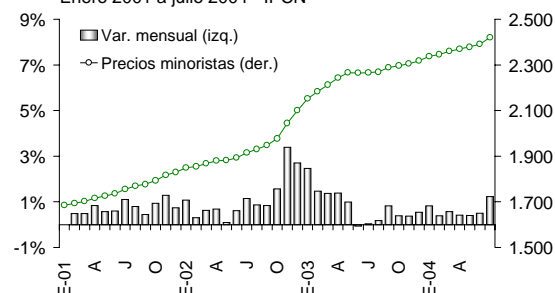
Enero '02 a julio '04 - desocupados y tasa de desocupación.



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

#### INFLACION MINORISTA

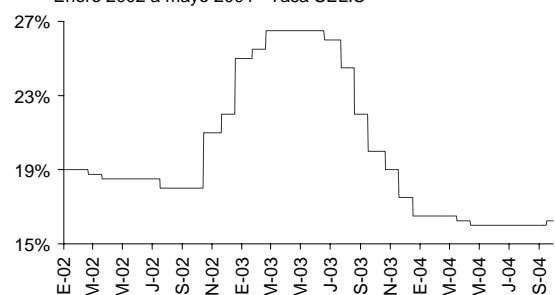
Enero 2001 a julio 2004 - IPCN



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

#### LA POLITICA MONETARIA EN BRASIL

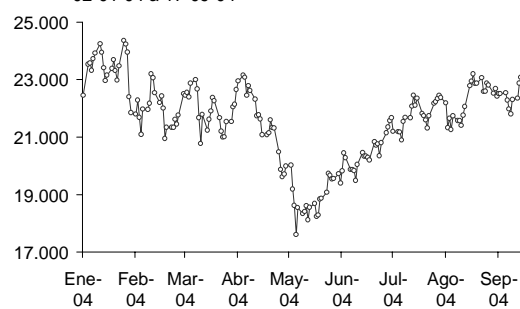
Enero 2002 a mayo 2004 - Tasa SELIC



Fuente: Joaquín Ledesma & Asoc., con datos de Bco. Central de Brasil.

#### EVOLUCION DEL INDICE BOVESPA

02-01-04 a 17-09-04



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

de septiembre de 2004 (2,9%) y volvió a superar la barrera de los 23.000 puntos.

Mientras tanto, el mercado cambiario también reflejó el cambio en el signo del flujo de capitales netos hacia Brasil, ya que en los últimos 15 días el real registró una apreciación nominal de 2% respecto del dólar y el peso argentino.

## 2. EE.UU. – UN INTERROGANTE CADA VEZ MAYOR:

- **Un segundo trimestre menos dinámico que lo esperado, la adversidad climática que afectó al sur del país recientemente, la continuidad de los atentados en Irak, la evolución ecléctica de la confianza de los consumidores, la recta final de una campaña electoral muy reñida (al menos, según la encuesta que se tome), y el cambio en la política de la FED, son algunos de los condimentos que hacen que el panorama norteamericano sea cada vez más incierto. En este contexto, el Dow Jones sólo consiguió mantenerse a flote y el dólar se apreció levemente respecto del euro y el yen.**

El segundo semestre de la economía norteamericana sorprendió a todos. El nivel de actividad se desaceleró, la creación de empleo privado fue significativamente baja y el índice de confianza del consumidor exhibió una evolución imprecisa.

Sin lugar a dudas, el alza del precio del petróleo, la cercanía de las elecciones presidenciales y el cambio en la política de la FED, tienen el papel principal en la desaceleración. Pero, igualmente, fue más pronunciada que lo esperado por la mayor parte de los analistas.

Como si fuera poco, ahora también el clima afectó al sur de este país, paralizando la actividad económica y produciendo pérdidas millonarias.

La FED se reunió hoy y decidió incrementar nuevamente la tasa de interés de los fondos federales en 0,25 puntos porcentuales, llevándola a un nivel de 1,75% anual. La idea es que la tasa de referencia de la economía norteamericana finalice 2005 en un nivel neutral (entre 3,5% y 5,0% anual)

Sin embargo, no queda para nada claro qué decidirá en las próximas reuniones. La inflación se incrementó en forma considerable respecto del año pasado, pero el mercado laboral se deprimió en los últimos meses, y las principales empresas que cotizan en el mercado bursátil están anunciando ganancias menores a las esperadas.

¿Que hará entonces la FED? La decisión dependerá más de las perspectivas de mediano plazo, que de lo que está sucediendo en estos momentos. En particular, el ente monetario sabe que para asegurar la estabilidad de precios, dado el lapso temporal necesario para que su política de tasas de interés tenga efectos, debe actuar con una antelación considerable. Además, todo depende del diagnóstico que hagan sus autoridades, es decir, si conciben la desaceleración actual como un accidente o como un fenómeno de mediano plazo.

En este contexto, el ente monetario debería esperar que el panorama actual aclare un poco más para decidir si profundiza la estrategia iniciada a fines de junio. Por lo tanto, nosotros nos inclinamos por la estabilidad de la tasa. A pesar de lo cual, tampoco hay características estructurales que señalen una desaceleración del nivel de actividad de largo plazo. En otras palabras, lo más probable es que no cambie la tasa en su próxima reunión a principios de noviembre.

Algo parecido parece transmitir el comunicado de prensa que selló el fin de la reunión, cuando señala que los riesgos inflacionarios y deflacionarios parecen haberse equilibrado en el corto plazo.

El Dow Jones experimentó una leve alza en los últimos 15 días (0,2%), influenciado por algunos pocos comportamientos ejemplares en un mercado con escasos volúmenes negociados. En cambio, el NASDAQ registró un alza significativa en el mismo lapso temporal (3,6%), debido al mejor desempeño de las empresas cotizantes.

Mientras tanto, en el mercado cambiario, el dólar se apreció levemente respecto del euro y el yen (0,2% y 0,5%, respectivamente).

## BANCO DE DATOS

INDICADORES MONETARIOS												
Pe- ríodo	Act. y pas. Monet.		Depósitos totales (privados + públicos)						Créditos totales (3)			
	Reser- vas (1, 4)	Base mon. (2)	Total		A la vista (5)		Plazo Fijo (6)		Total		Privado	
			pesos	dólares	pesos	dólares	pesos	dólares	pesos	dólares	pesos	dólares
	M. US\$	M. \$	M. \$	M. US\$	M. \$	M. US\$	M. \$	M. US\$	M. \$	M. US\$	M. \$	M. US\$
Prom.												
2001	20.394	13.351	28.906	50.538	16.534	7.452	12.077	42.432	22.576	53.390	20.435	36.680
2002	10.904	21.507	59.834	8.087	26.984	2.939	32.603	4.978	52.238	17.001	27.659	39.693
2003	11.897	36.447	77.400	1.344	33.014	533	44.074	798	59.678	1.617	27.424	1.336
Prom.												
Mar-04	13.538	44.575	89.352	2.106	46.936	831	41.967	1.239	51.788	1.564	27.316	1.277
Abr-04	15.304	46.211	91.559	2.398	49.291	987	41.865	1.375	53.090	1.514	28.016	1.196
May-04	16.251	47.069	93.096	2.836	51.089	1.277	41.590	1.528	54.265	1.481	28.670	1.187
Jun-04	17.249	48.004	95.924	3.325	53.133	1.695	42.378	1.599	54.876	1.516	29.683	1.218
Jul-04	17.936	46.522	97.410	3.629	54.126	1.975	42.697	1.627	55.721	1.609	30.507	1.298
Ago-04	18.073	46.550	98.600	3.758	54.948	2.106	42.992	1.626	56.474	1.686	31.005	1.372
11-08-04	18.140	46.332	97.751	3.769	54.186	2.126	42.950	1.616	55.819	1.700	30.685	1.382
12-08-04	18.156	45.694	97.838	3.767	53.973	2.115	43.241	1.624	55.930	1.703	30.688	1.381
13-08-04	18.064	45.399	97.708	3.769	53.919	2.119	43.172	1.623	56.078	1.692	30.766	1.379
17-08-04	18.083	46.245	98.315	3.774	54.531	2.120	43.166	1.627	56.237	1.712	30.971	1.380
18-08-04	18.121	46.538	98.376	3.776	54.743	2.120	43.012	1.629	56.196	1.704	30.949	1.381
19-08-04	18.142	46.492	98.258	3.773	54.499	2.115	43.008	1.631	56.333	1.715	31.086	1.388
20-08-04	17.999	46.607	98.619	3.768	54.836	2.117	43.025	1.625	56.347	1.705	31.092	1.382
23-08-04	17.983	46.440	98.707	3.768	54.748	2.118	43.212	1.624	56.508	1.713	31.188	1.387
24-08-04	17.958	46.433	99.020	3.783	55.129	2.123	43.167	1.632	56.407	1.705	31.204	1.394
25-08-04	17.979	46.262	99.369	3.791	55.478	2.128	43.193	1.637	56.646	1.725	31.385	1.400
26-08-04	17.992	46.606	99.975	3.797	56.148	2.133	43.144	1.638	56.617	1.707	31.398	1.407
27-08-04	17.965	47.397	100.301	3.793	56.295	2.136	43.278	1.632	56.804	1.730	31.449	1.405
30-08-04	18.007	47.175	100.339	3.789	56.632	2.132	42.981	1.633	56.827	1.685	31.453	1.382
31-08-04	18.076	47.558	99.963	3.785	56.403	2.122	42.839	1.637	56.868	1.700	31.522	1.392
01-09-04	18.084	46.992	99.265	3.789	55.885	2.123	42.620	1.642	56.756	1.701	31.500	1.393
02-09-04	18.096	46.376	98.891	3.800	55.331	2.131	42.827	1.645	56.590	1.698	31.365	1.401
03-09-04	18.104	46.680	98.611	3.807	55.049	2.140	42.828	1.643	56.754	1.705	31.418	1.401
06-09-04	18.102	46.639	98.121	3.820	54.767	2.152	42.657	1.644	56.695	1.703	31.446	1.399
07-09-04	18.149	46.659	98.350	3.826	54.805	2.145	42.845	1.656	56.629	1.725	31.448	1.404
08-09-04	18.209	46.528	98.425	3.817	54.703	2.147	42.968	1.643	56.590	1.710	31.373	1.401
09-09-04	18.248	46.560	98.633	3.839	54.808	2.167	43.099	1.646	56.412	1.695	31.286	1.393
10-09-04	18.291	46.345	98.861	3.849	54.967	2.168	43.157	1.655	56.390	1.674	31.284	1.379
13-09-04	18.364	45.781	98.888	3.839	54.961	2.163	43.189	1.652	56.352	1.698	31.278	1.388
14-09-04	18.394	46.178	99.075	3.846	55.046	2.165	43.272	1.657	56.564	1.703	31.389	1.392

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

1. Incluye oro, divisas, colocaciones a plazo y títulos públicos

2. La política de encajes bancarios que entró en vigencia el 01-06-01 modificó la composición de la base monetaria y su nivel absoluto.

3. 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.

4. 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.

5. Depósitos a la vista incluye: cuentas corrientes, cuentas a la vista, cajas de ahorro.

6. Depósitos a plazo fijo se incluye: saldos inmovilizados y otros depósitos.



INDICADORES BURSATILES Y DE COMMODITIES												
Pe- riodo	Merval Líder	Merval Arg.	New York Dow Jones	New York Nasdaq	San Pablo Bovespa	Frankfurt Dax	Petró- leo WTI	Granos				Ganado vacuno INML
								Trigo	Maiz	Soja	Girasol	
								US\$ / tn				
Prom.												
2001	366,7	356,2	10.210,2	2.034,0	14.041,7	5.802,9	25,90	122,0	84,4	169,5	188,7	0,772
2002	398,3	360,5	9.232,1	1.542,8	11.491,8	4.179,3	26,08	145,8	98,7	198,0	233,3	1,527
2003	732,2	687,1	8.992,2	1.642,3	14.419,2	3.191,4	31,14	157,7	102,7	238,4	246,8	1,905
Prom.												
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	3.986,4	38,04	147,0	115,0	268,0	264,0	1,966
Jul-04	967,5	905,6	10.163,1	1.916,7	21.716,5	3.883,5	40,76	139,0	104,0	245,0	245,0	2,011
Ago-04	952,8	885,5	10.032,7	1.821,5	22.267,3	3.760,1	44,90	125,0	100,0	234,0	230,0	2,101
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
17-08-04	938,0	869,4	9.972,8	1.795,3	22.060,5	3.705,7	46,75					2,208
18-08-04	952,8	884,3	10.083,2	1.831,4	22.778,8	3.726,5	47,27					2,211
19-08-04	944,7	875,5	10.040,8	1.819,9	22.934,8	3.723,0	48,70					2,187
20-08-04	937,3	868,4	10.110,1	1.838,0	23.195,6	3.712,6	47,86					2,105
23-08-04	936,5	869,5	10.073,1	1.838,7	22.852,1	3.772,1	46,55					2,126
24-08-04	940,0	873,2	10.098,6	1.836,9	22.870,1	3.771,0	45,90					2,116
25-08-04	942,0	876,4	10.181,7	1.860,7	23.058,4	3.788,9	43,47					2,121
26-08-04	940,2	875,0	10.173,4	1.852,9	22.582,0	3.832,3	42,75					2,112
27-08-04	950,6	883,8	10.195,0	1.862,1	22.596,8	3.851,2	42,80					2,069
30-08-04	962,6	896,4	10.122,5	1.836,5	22.869,2	3.838,9	42,28					2,079
31-08-04	952,1	885,7	10.173,9	1.838,1	22.803,2	3.785,2	42,12					2,094
01-09-04	962,7	894,2	10.168,5	1.850,4	22.512,9	3.817,6	44,00					2,103
02-09-04	976,2	907,7	10.290,3	1.873,4	22.688,1	3.833,5	44,06					2,189
03-09-04	968,6	918,6	10.260,2	1.844,5	22.415,1	3.867,0	43,99					2,143
06-09-04	997,8	928,9	10.260,2	1.844,5	22.501,5	3.887,6	43,99					2,212
07-09-04	988,6	920,2	10.342,8	1.858,6	22.501,5	3.889,0	43,31					2,177
08-09-04	986,7	917,8	10.313,4	1.850,6	22.534,3	3.884,2	42,77					2,145
09-09-04	995,5	922,3	10.289,1	1.869,7	22.286,5	3.851,2	44,61					2,128
10-09-04	1.002,6	931,2	10.313,1	1.894,3	21.968,1	3.886,0	42,81					2,190
13-09-04	1.025,4	953,0	10.314,8	1.910,4	21.809,2	3.953,3	45,81					2,142
14-09-04	1.037,9	964,8	10.318,2	1.915,4	22.309,4	3.947,8	46,81					2,168
15-09-04	1.026,4	953,8	10.231,4	1.896,5	22.343,5	3.941,8	47,81					2,159
16-09-04	1.045,3	969,6	10.244,5	1.904,1	22.875,8	3.963,7	48,81					2,159
17-09-04	1.056,9	982,4	10.284,5	1.910,1	23.073,6	3.988,1	49,81					2,126

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

INDICADORES FINANCIEROS Y TIPOS DE CAMBIO									
Pe- riodo	Ries- go país 1 pts.bás.	Tasas de interés				Tipos de cambio			
		Activas 2		Pasivas 3		Arg. Libre ven.	Brasil Real	UE Euro	Japón Yen
		\$	US\$	\$	US\$				
		% nominal anual				\$ / US\$	R / US\$	US\$ / Euro	Yen / US\$
Prom.									
2001	1.529	26,4%	17,6%	16,38%	9,89%	1,0056	2,3558	0,8965	121,52
2002	5.731	54,9%		40,87%	3,90%	3,1965	2,9308	0,9464	125,18
2003	5.554	19,1%		10,05%	0,82%	2,9679	3,0726	1,1324	115,89
Prom.									
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	5.041	5,97%		2,58%	0,30%	2,9706	3,0379	1,2267	109,53
Ago-04	5.186	5,79%		2,93%	0,29%	3,0305	3,0012	1,2190	110,25
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	5,79%		3,27%	0,33%	3,0300	3,0400	1,2250	110,89
13-08-04	5.243	5,82%		2,58%	0,22%	3,0300	3,0140	1,2354	110,67
17-08-04	5.226	5,82%		2,73%	0,31%	3,0300	2,9950	1,2355	109,98
18-08-04	5.251	5,82%		2,70%	0,26%	3,0300	2,9810	1,2334	109,41
19-08-04	5.243	6,12%		3,50%	0,36%	3,0200	2,9830	1,2366	109,39
20-08-04	5.205	5,92%		3,26%	0,32%	3,0300	2,9740	1,2307	109,29
23-08-04	5.205	5,73%		2,59%	0,23%	3,0200	2,9620	1,2141	109,83
24-08-04	5.146	5,73%		3,02%	0,28%	3,0200	2,9560	1,2084	109,64
25-08-04	5.161	5,73%		2,69%	0,28%	3,0100	2,9510	1,2084	110,16
26-08-04	5.190	5,73%		3,44%	0,30%	3,0200	2,9560	1,2108	109,65
27-08-04	5.206	5,69%		3,07%	0,31%	3,0300	2,9580	1,2016	109,55
30-08-04	5.206	5,69%		2,99%	0,22%	3,0300	2,9430	1,2055	109,84
31-08-04	5.224	5,72%		3,27%	0,51%	3,0200	2,9270	1,2183	109,16
01-09-04	5.258	6,22%		2,76%	0,30%	3,0200	2,9320	1,2194	109,45
02-09-04	5.192	5,99%		2,50%	0,31%	3,0200	2,9390	1,2175	109,49
03-09-04	5.198	5,79%		3,48%	0,28%	3,0200	2,9280	1,2062	110,51
06-09-04	5.198	5,74%		2,62%	0,23%	3,0100	2,9120	1,2064	110,15
07-09-04	5.198	5,74%		3,13%	0,24%	3,0100	2,9000	1,2108	109,41
08-09-04	5.289	5,76%		2,70%	0,27%	3,0100	2,9000	1,2184	109,38
09-09-04	5.287			3,59%	0,24%	3,0200	2,9010	1,2227	109,59
10-09-04	5.322			2,84%	0,31%	3,0300	2,9030	1,2238	110,17
13-09-04	5.389			2,80%	0,24%	3,0200	2,9110	1,2252	110,06
14-09-04	5.432			3,39%	0,22%	3,0300	2,9080	1,2247	109,64
15-09-04	5.455			3,02%	0,67%	3,0050	2,9030	1,2153	110,01
16-09-04	5.455					3,0000	2,8860	1,2185	109,61
17-09-04	5.459					3,0200	2,8730	1,2175	110,04

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	IPIIM 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	91,5	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	96,2	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	151,00
Feb	392.796	91,1	87,1	144,2	1.398	6.360,3	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	156,20
Abr		95,8	87,7	152,6	1.469	7.047,9	3.025	1.638	1.387	145,43	227,84	157,70
May		99,7	89,1	159,5	1.461	12.367,8	3.350	1.779	1.571	146,50	230,77	159,10
Jun		99,9	89,5	160,7	1.423	9.469,9	2.907	2.025	882	147,32	231,29	160,30
Jul		105,2	90,9	171,9	1.558	8.704,3	2.992	1.957	1.035	148,00	233,41	161,10
Ago		106,4				8.469,5				148,51	239,20	162,00
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%	15,4%	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%	11,3%
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%	14,6%
Abr		8,9%	16,3%	19,1%	11,5%	29,2%	22,9%	47,6%		3,1%	6,1%	16,3%
May		11,3%	22,9%	17,7%	9,2%	73,0%	20,3%	64,0%		4,3%	8,2%	15,7%
Jun		11,5%	29,0%	18,9%	8,3%	46,1%	1,0%	77,5%		4,9%	8,6%	16,5%
Jul		9,8%	17,6%	16,2%	14,5%	33,8%	5,5%	55,4%		4,9%	9,6%	16,1%
Ago		10,5%				39,9%				5,3%	10,8%	15,0%

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

## NOVECO

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

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

## 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.