

NOVECO

Informe Económico Semanal N° 219

Martes, 28 de septiembre de 2004.

➤ **CONSTRUCCION – LA DESACELERACION ES UN HECHO:**

En agosto el ISAC cayó por tercer mes consecutivo. Factores explicativos: clima adverso e imposibilidad de sustituir automáticamente la inversión en construcciones por cambio de portafolios con inversión financiada con crédito hipotecario. En consecuencia, no se diferenció del estancamiento registrado en el nivel general de actividad durante segundo trimestre. No obstante ello, los empresarios fueron más optimistas con relación a septiembre (mes que ya está por finalizar). Página N° 1.

➤ **BALANZA DE PAGOS – ¿MIEDO A FLOTAR? O ¿NO A LA APRECIACION?:**

El cambio en la dirección de los flujos de capitales hacia Argentina se consolidó en el segundo trimestre de 2004. En particular, no sólo el sector público no financiero ingresó capitales desde el exterior, sino que también lo hizo el sector privado no financiero por primera vez desde mediados de 2001.

La balanza de pagos de nuestro país nos dice que hoy nos encontramos más cerca de un régimen cambiario de fijación que de flotación. De allí que la variación de reservas y la apreciación real (a través del aumento de los precios de los bienes no transables) se conviertan en las variables de ajuste de la economía. Página N° 4.

➤ **BANCO DE DATOS:** Página N° 8-11.

Variable	últ. lunes	var. sem.	
\$ - US\$ - minorista	3,0100	-0,33%	↓
\$ - US\$ - ref. BCRA	2,9948	-0,46%	↓
\$ - US\$ - a fin de mes	3,0050	-0,50%	↓
\$ - US\$ - a fin de año	3,1100	-0,64%	↓
\$ - US\$ - mayorista	2,9880	-0,73%	↓
\$ - Euro	3,7032	1,03%	↑
\$ - Real	1,0477	0,00%	=
Call \$ hasta 15d. n.a.	2,30%	-0,05	↓
1º línea \$ 30d. n.a.	5,76%	0,00	=
Plazo fijo \$ 30 d n.a.	2,58%	-0,48	↓
Merval	1.112,97	4,33%	↑
Bovespa	22.834,06	-1,06%	↓
Dow Jones	9.988,54	-2,12%	↓
Nasdaq	1.859,88	-2,53%	↓
Riesgo país - ptos. bs.			
Argentina	5.482	-82,18	↓
Brasil	486	20,49	↑
México	195	18,71	↑
Oro - US\$/oz.t.	408,63	0,76%	↑
Crudo - US\$/WTI	49,54	7,11%	↑
Soja - US\$/tn	164,00	1,23%	↑
Maíz - US\$/tn	74,00	-2,63%	↓
Trigo - US\$/tn	100,00	2,56%	↑
Novillo Liniers - \$/kg	1,994	-4,50%	↓
Global '08 US\$	30,75	4,59%	↑
Boden '05 US\$	39,50	0,00%	=
Boden '07 \$	95,00	-4,09%	↓
Boden '12 US\$	73,50	2,87%	↑

INFORMES Y SUSCRIPCIONES

COMO VENIMOS

1. CONSTRUCCION – LA DESACELERACION ES UN HECHO:

➤ En agosto el ISAC cayó por tercer mes consecutivo. Factores explicativos: clima adverso e imposibilidad de sustituir automáticamente la inversión en construcciones por cambio de portafolios con inversión financiada con crédito hipotecario. En consecuencia, no se diferenció del estancamiento registrado en el nivel general de actividad durante segundo trimestre. No obstante ello, los empresarios fueron más optimistas con relación a septiembre (mes que ya está por finalizar).

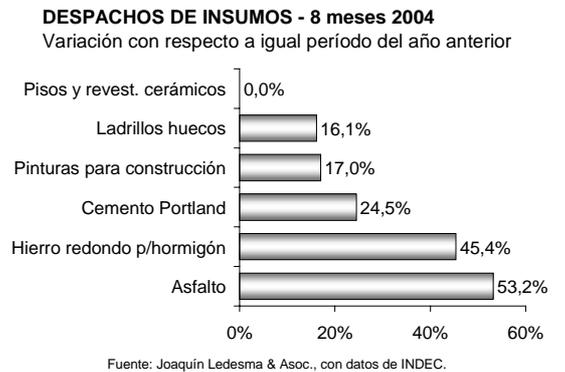
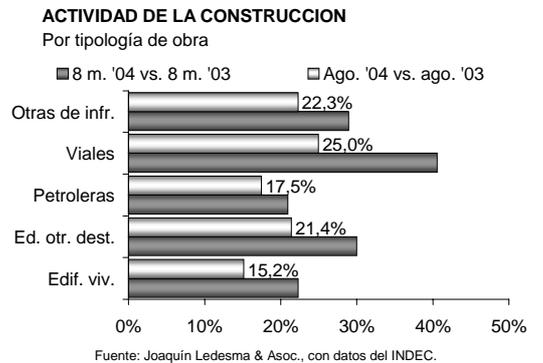
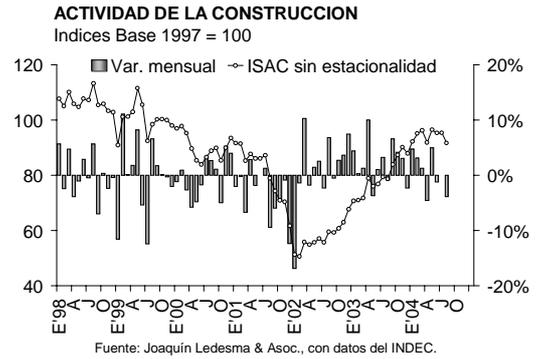
En agosto el nivel de actividad del sector de la construcción registró una caída desestacionalizada de 3,9% en relación con el mes anterior, acumulando el tercer período consecutivo sin crecimiento. La cifra de julio fue corregida y en vez de registrar una variación positiva de 0,2%, se mantuvo en el nivel de junio.

En términos interanuales el ISAC mostró un incremento de 16,6% y en lo que va de 2004 un avance de 25,2% en relación con el mismo período del año pasado.

Los despachos más afectados por la caída del nivel de actividad del sector (en relación con el mes anterior) fueron los de hierro redondo para hormigón. Además, los despachos de ladrillos huecos y cemento portland sólo crecieron 1,9% y 1,1%, respectivamente. En términos interanuales asfalto, cemento portland y hierro redondo, fueron los más dinámicos, lo que estuvo en línea con la performance de las obras viales y de edificios para vivienda y para otros destinos.

El costo de la construcción de viviendas registró un incremento de 0,9% en pesos, que llevó el acumulado en el año hasta 10,8%. Si lo medimos en dólares, dada la suba de la cotización del billete en agosto, observamos una caída de 1,1%.

En el plano de las perspectivas de corto plazo, la encuesta que realiza el INDEC a empresarios de la construcción, volvió a mostrar cautela en las respuestas, aunque los empresarios esperaban que septiembre fuera más positivo que agosto. Tanto a nivel de ejecución de obras como de personal ocupado, entre 50% y 60% de los encuestados respondió que no espera cambios en septiembre con relación a agosto, tanto en el caso de los realizadores de obras privadas como de obras públicas. Se registró un importante incremento de las respuestas optimistas en relación a las negativas, especialmente en el caso de los empresarios dedicados a la actividad en el sector privado. A juzgar por la dinámica de las



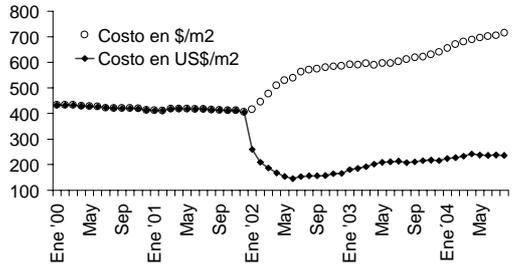
expectativas de los empresarios del sector, es de esperar que septiembre el nivel de actividad del sector comience a mostrarse más dinámico que en los meses anteriores.

En relación al crédito, la mayor parte de los empresarios respondió que no toman créditos y se financian con fondos propios para el desarrollo de su actividad, tanto en el caso de aquellos que se dedican a la obra pública, como de los que se desempeñan en el ámbito de la obra privada. Las empresas del sector dedican la mayor proporción del financiamiento a financiar clientes, pagar salarios y materiales, en el caso de aquellos que se dedican a la obra privada. Mientras tanto, en el caso de la obra pública adquiere importancia en el destino de los fondos la adquisición de bienes de capital. Aquellos que toman crédito (mayormente en bancos públicos, en el caso de las empresas dedicadas a la obra pública, y en banco privados (nacionales y extranjeros) en el caso de las empresas dedicadas a la obra privada) consideran, en mayor proporción, que no registrarán un incremento de las necesidades de financiamiento en el próximo mes, lo cual fue más evidente en las respuestas de los empresarios que se dedican a la obra pública. Aún existe una proporción de los encuestados (3,3% en el caso de los que se dedican a la obra pública y 2,3% en el caso de los que se dedican a obra privada) que no tienen acceso al crédito.

Pero, en lo que respecta a las expectativas de mediano plazo, es importante destacar que la superficie autorizada para construir obras privadas (residenciales y comerciales) en los principales 42 municipios del país se mantuvo en aproximadamente 500.000 metros cuadrados mensuales, y volvió a mostrar una importante suba interanual (40,7%), tras las comparaciones que estaban afectadas por el "efecto Capital Federal" (explicado por el récord de presentaciones y aprobaciones de mayo-junio de 2003, debido a que a partir de julio entraba en vigencia un nuevo Código de Edificación en la Ciudad). En el acumulado de enero-agosto de 2004 la superficie autorizada para construir fue de 3.695.129 metros cuadrados, acumulando una suba 20,0% con respecto a enero-agosto de 2003.

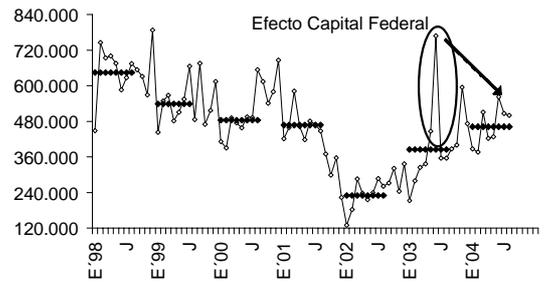
La solicitud de permisos se irá traduciendo en la iniciación de nuevas obras en los próximos meses, siempre y cuando se mantenga el ritmo de recuperación económica (con desaceleración incluida) y no se deterioren las expectativas sobre el futuro. También resulta crucial la posibilidad de acceder al financiamiento, tanto en el caso de la oferta como de la demanda. En este sentido, las condiciones para el reestablecimiento del crédito hipotecario como herramienta de desarrollo de la demanda de viviendas resultan de vital importancia. Actualmente, la brecha entre el ingreso de las familias y los precios de las propiedades constituyen una barrera que mantiene limitado el acceso a la vivienda de las familias de sectores medios. Sin embargo, no es posible en el corto o mediano plazo ver un horizonte diferente en

COSTO DE LA CONSTRUCCION DE LA VIV. MULTIFAMILIAR



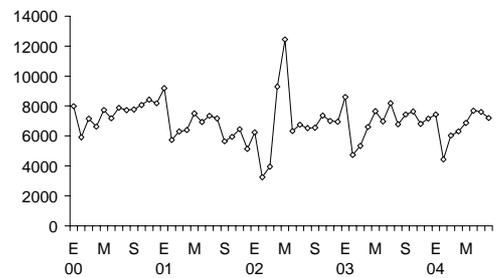
Fuente: Joaquín Ledesma & Asoc., con datos de Indec.

SUPERFICIE PERMISADA - 42 MUNICIPIOS DEL PAIS
En metros cuadrados



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

ESCRITURAS TRASLATIVAS DE DOMINIO EN GCBA
2000 - 2004



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

este aspecto. Porque la recomposición del poder adquisitivo de los salarios en términos de viviendas está condicionada por la actualización del ingreso monetario y por la política cambiaria que siga el gobierno. Es evidente que cada vez que decide sostener el dólar en un escalón más alto, eleva los precios de las propiedades en pesos y reduce la demanda efectiva de viviendas (si bien es cierto que también se observa un mayor regateo en la compra-venta de propiedades). Por otra parte, en el mediano plazo la recomposición de la capacidad adquisitiva también depende de la continuidad del sendero de recuperación-crecimiento.

El mercado inmobiliario de la Ciudad de Buenos Aires registró en agosto una contracción de las unidades en venta y en alquiler, en relación el mes anterior. También se retrajo el ritmo de escrituración. El mismo comportamiento se registró en los precios de los departamentos nuevos y usados. A pesar de que todas las variables sectoriales se encuentran en niveles sustantivamente más elevados que el año anterior, en los últimos meses se registra un amesetamiento de las mismas. El agotamiento del cambio de composición de los portafolios de inversión y el deterioro de las expectativas durante el segundo trimestre del año, provocaron la desaceleración de la actividad constructora e inmobiliaria.

2. BALANZA DE PAGOS – ¿MIEDO A FLOTAR? O ¿NO A LA APRECIACION?:

- **El cambio en la dirección de los flujos de capitales hacia Argentina se consolidó en el segundo trimestre de 2004. En particular, no sólo el sector público no financiero ingresó capitales desde el exterior, sino que también lo hizo el sector privado no financiero por primera vez desde mediados de 2001.**

Durante el segundo trimestre de 2004, la cuenta capital y financiera de la balanza de pagos de nuestro país arrojó un saldo positivo de US\$ 1.225 M., durante el mismo período del año anterior el saldo había sido negativo.

Es decir, Argentina experimentó el segundo trimestre consecutivo con entrada neta de capitales por primera vez desde la crisis de diciembre de 2001.

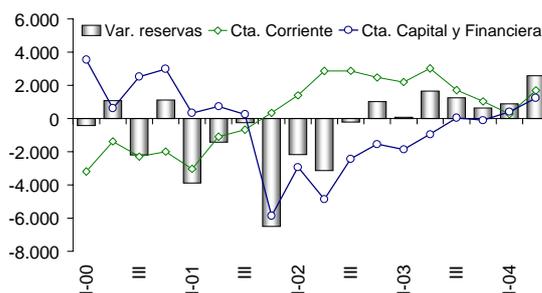
La entrada neta positiva de capitales fue consecuencia de:

1. El comportamiento del sector público no financiero: Bajo el concepto de devengado ingresó un neto de US\$ 1.335 M., en su mayor parte como resultado del no pago de los intereses y las amortizaciones de la deuda en default.
2. El comportamiento del sector privado no financiero: Ingresó US\$ 693 M., en su mayor parte como resultado de Inversión extranjera directa, a los créditos comerciales obtenidos por los exportadores y a la reducción de la salida de capitales nacionales. Es la primera vez desde fines de 2001, que el flujo del sector privado exhibe signo positivo.
3. El comportamiento del sector financiero privado: Giró al exterior US\$ 288 M., mucho menos que durante el mismo período del año anterior como resultado de la reducción de los quebrantos y menores cancelaciones de deuda.

Por otro lado, si no se toman en cuenta los intereses y amortizaciones de deuda pública devengados y no pagados (casi todo del sector público), el resultado de la cuenta capital y financiera fue prácticamente nulo durante el segundo trimestre de 2004 (US\$ -63 M.). Aclaración: en la metodología de cálculo de la balanza de pagos los intereses y amortizaciones de deuda externa devengados y no pagados son considerados como un flujo negativo en la cuenta corriente y un flujo positivo en la

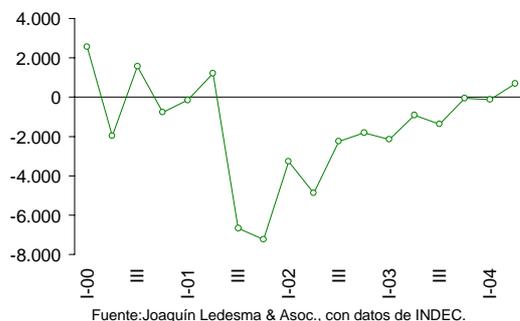
BALANZA DE PAGOS

I-00 a II-04 - En millones de US\$ corrientes



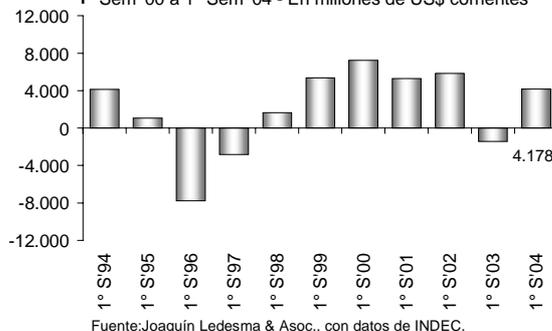
FLUJO DE CAPITALES PRIVADOS

I-00 a II-04 - En millones de US\$ corrientes



CUENTA CAPITAL Y FINANCIERA ACUMULADA

1º Sem '00 a 1º Sem '04 - En millones de US\$ corrientes



cuenta capital y financiera. Es decir, se los considera como financiamiento no voluntario obtenido por el país.

Al mismo tiempo, el saldo de la cuenta corriente también continuó siendo positivo, en este caso por US\$ 1.685 M. (US\$ 1.326 M. menos que durante el mismo período de 2003) bajo el criterio devengado y casi US\$ 3.000 M. si no se considera los intereses de la deuda externa pública devengados y no pagados.

- **La balanza de pagos de nuestro país nos dice que hoy nos encontramos más cerca de un régimen cambiario de fijación que de flotación. De allí que la variación de reservas y la apreciación real (aumento de los precios de los bienes no transables) se conviertan en las variables de ajuste de la economía.**

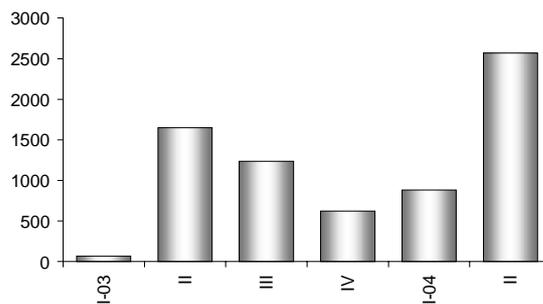
¿Cómo puede explicarse que el país tenga saldo positivo por cuenta corriente y saldo por cuenta capital y financiera prácticamente nulo (sin considerar atrasos)? ¿No debería uno compensar al otro? En teoría, cuando nos encontramos en un régimen de “tipo de cambio flotante puro”, la suma del saldo de las balanzas por cuenta corriente y por cuenta capital debe ser cero. Por ende la variación de reservas internacionales del Banco Central (BCRA) también debe ser cero, ya que justamente el tipo de cambio flotante puro indica que el BCRA no interviene en el mercado de cambios. En ese caso, la entrada o la reducción significativa de la salida de capitales debe traducirse en una apreciación nominal de la moneda nacional y un mayor nivel de consumo interno reduce o elimina el saldo positivo por cuenta corriente.

¿Por qué esa explicación no se verifica? Porque no nos encontramos en un régimen de tipo de cambio flexible puro, ni siquiera en uno de flotación sucia. En realidad estamos más cerca de un tipo de cambio fijo suave (no de una convertibilidad, que es otra cosa).

En otras palabras, el BCRA no sólo interviene en el mercado de cambios, sino que además su intervención es tan importante (dado el escaso volumen del mercado local) que determina el valor del peso respecto del dólar y el resto de las monedas extranjeras. Además, el Tesoro también aporta a esa intervención, ya que utiliza parte del superávit primario para comprar dólares.

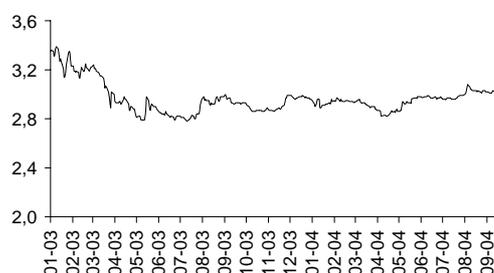
Por lo tanto, al estar más cerca del otro extremo del espectro de los regímenes cambiarios (tipos de cambio fijos duros), el mecanismo de ajuste de la balanza de pagos no se da a través del tipo de cambio nominal, ya que se trata de una variable determinada por las autoridades económicas (en el mejor de los casos que uno puede imaginarse), sino que se da a través de la variación de reservas internacionales y de la apreciación real vía el

VARIACION DE RESERVAS ACUMULADA
I-03 a II-04 - En millones de US\$ corrientes



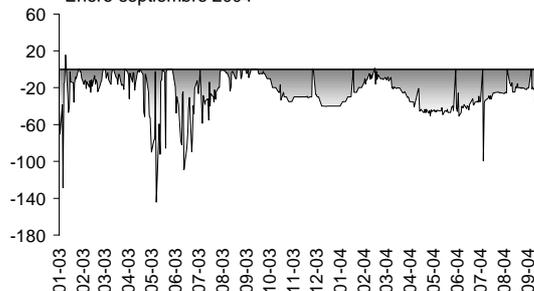
Fuente: Joaquín Ledesma & Asoc., con datos de INDEC.

EVOLUCION DEL DOLAR EN ARGENTINA
En pesos por dólar estadounidense



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

INTERVENCION BCRA
Enero-septiembre 2004



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

aumento del precio de los bienes no exportables ni importables (usualmente denominados no transables).

¿Eso fue lo que pasó? Las reservas internacionales del BCRA se incrementaron en US\$ 3.643 M. y la inflación se aceleró durante el segundo trimestre del año como resultado del aumento de los precios de los bienes no transables.

En síntesis, la balanza de pagos es un instrumento contable y refleja la realidad. Hoy estamos más cerca de un tipo de cambio fijado, que de uno flotante. Vale aclarar que la fijación no implica que se mantenga el nivel actual del tipo de cambio nominal de acá en adelante, sino sólo que es el Banco Central quien decide la cotización del peso respecto de las monedas extranjeras, en particular del dólar y el real.

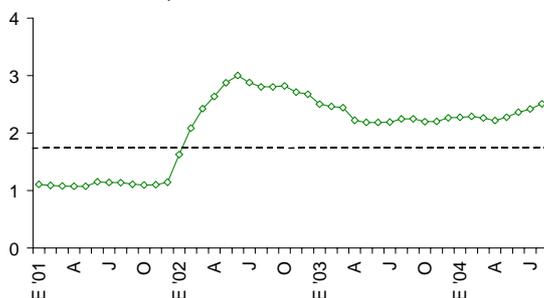
¿Por qué el BCRA y el gobierno actúan de esa manera? En la mente de los actuales hacedores de política parece haber un objetivo de tipo de cambio y uno inflacionario. Ambos objetivos conviven. En algunos escenarios van de la mano y en otros (como el actual) se oponen. Cuando ambos objetivos van en direcciones contrarias, se debe decidir cuál priorizar. En la actualidad, parece que la prioridad recayó sobre el objetivo de tipo de cambio real, ya que las metas de inflación de 2004 dan cierto margen de maniobra.

¿Qué significa un objetivo de tipo de cambio real? Está íntimamente relacionado con una idea de competitividad de los sectores productores de bienes exportables y competidores de importables (los que generan empleo, según el gobierno). No necesariamente es un tipo de cambio real alto. En la actualidad está más dirigido a administrar en el tiempo la apreciación (retrasarla o impedirla). Recuérdese que en los últimos meses la política de intervenciones del BCRA en el mercado cambiario derivó en una depreciación nominal del peso, llevándolo a un valor de \$ 3 por dólar.

¿Administrar la apreciación? Hay dos formas en las que una moneda puede apreciarse respecto de otras. En términos nominales, por ejemplo el tipo de cambio nominal entre el peso y el dólar baja. En términos reales, por ejemplo el tipo de cambio nominal entre el precio y el dólar se mantiene constante pero los precios crecen más rápido en Argentina que en EE.UU. La apreciación nominal es resultado del juego de la oferta y la demanda de divisas en el mercado cambiario y refleja, casi instantáneamente lo que ocurre con la balanza de pagos. En cambio, la apreciación real es más lenta, pues el mecanismo de transmisión es más complicado. En particular, la expansión monetaria (en parte esterilizada con LEBAC's) que implica la intervención del Central en el mercado cambiario termina impulsando el alza de los precios de los bienes no transables.

TIPO DE CAMBIO REAL US\$ vs PESO

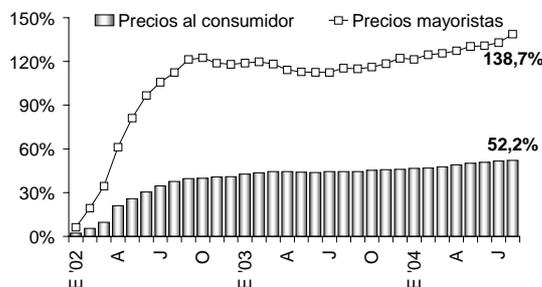
Enero 2001 a septiembre 2004 - Índice base enero 2000 = 1



Fuente: Joaquín Ledesma & Asoc. JL & Asoc..

PRECIOS MAYORISTAS Y MINORISTAS

Variación con respecto a diciembre de 2001



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

Por lo tanto, al optar por el mecanismo de la apreciación real, las autoridades distribuyen la apreciación de la moneda nacional en el tiempo.

¿Eso es bueno o malo? No es ni bueno, ni malo. Como todo instrumento puede ser malo o bueno, dependiendo de sí se lo usa bien o mal. No está mal administrar la apreciación, pero hay que ser muy cuidadoso para saber cuál es el momento adecuado para hacerlo y cuándo no.

Si este escenario de salida de capitales nula o incipiente entrada de capitales y el mantenimiento de un determinado nivel de tipo de cambio real se mantiene en el tiempo, sólo basta esperar una aceleración de la inflación en los próximos meses que terminará por reducir el tipo de cambio real.

¿Se mantendrá entonces este escenario? La entrada/salida de capitales privados no es algo sobre lo que las autoridades tengan control pleno, como sucede en el mercado de cambios. Por otro lado, al gobierno no sólo le preocupa el tipo de cambio real, sino también la percepción que tenga la población de lo que esta pasando con sus ingresos reales, en otras palabras, la inflación.

Por lo tanto, lo más probable, o mejor dicho, lo más razonable sería que en la medida en la que estas condiciones se sostengan en el tiempo, las autoridades deban empezar a convalidar cierta apreciación nominal o, por lo menos, mantener el nivel actual del tipo de cambio nominal, dejando que la apreciación real se vaya agotando, para que las presiones inflacionarias no se sigan incrementando.

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
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	100.259	3.792	56.287	2.136	43.244	1.630	56.804	1.730	31.449	1.405
30-08-04	18.007	47.175	100.300	3.788	56.625	2.132	42.950	1.631	56.827	1.685	31.453	1.382
31-08-04	18.076	47.558	99.903	3.798	56.340	2.134	42.845	1.640	56.922	1.700	31.594	1.391
01-09-04	18.084	46.992	99.278	3.789	55.867	2.123	42.652	1.643	56.760	1.701	31.504	1.393
02-09-04	18.096	46.376	98.889	3.801	55.297	2.132	42.859	1.645	56.590	1.698	31.366	1.401
03-09-04	18.104	46.680	98.675	3.808	55.067	2.140	42.873	1.644	56.758	1.705	31.418	1.401
06-09-04	18.102	46.639	98.202	3.820	54.798	2.152	42.707	1.644	56.695	1.703	31.446	1.399
07-09-04	18.149	46.659	98.415	3.827	54.801	2.145	42.913	1.657	56.629	1.725	31.448	1.404
08-09-04	18.209	46.528	98.503	3.818	54.717	2.148	43.032	1.644	56.592	1.710	31.366	1.401
09-09-04	18.248	46.560	98.717	3.840	54.839	2.167	43.151	1.646	56.384	1.700	31.249	1.393
10-09-04	18.291	46.345	99.018	3.849	55.049	2.168	43.233	1.656	56.380	1.673	31.278	1.369
13-09-04	18.364	45.781	98.952	3.840	54.975	2.163	43.238	1.653	56.332	1.742	31.262	1.378
14-09-04	18.394	46.178	99.162	3.848	55.073	2.164	43.341	1.659	56.500	1.740	31.323	1.382
15-09-04	18.285	46.264	99.545	3.844	55.270	2.163	43.537	1.657	56.615	1.742	31.428	1.382
16-09-04	18.329	46.491	99.529	3.833	55.271	2.149	43.475	1.660	56.591	1.667	31.490	1.365
17-09-04	18.354	46.311	99.976	3.826	54.091	2.143	45.104	1.659	56.666	1.689	31.566	1.368
20-09-04	18.070	46.681	99.796	3.749	53.864	2.064	45.102	1.661	56.665	1.669	31.628	1.361
21-09-04	18.094	46.310	99.766	3.728	53.862	2.042	45.080	1.661	56.772	1.663	31.643	1.360

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\$ / b.				
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
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
20-09-04	1.066,8	992,1	10.204,9	1.908,1	23.078,2	3.977,7	52,81					2,095
21-09-04	1.089,1	1.013,6	10.244,9	1.921,2	23.105,8	3.991,0	53,81					2,088
22-09-04	1.085,8	1.011,0	10.109,2	1.885,7	22.749,0	3.942,4	54,81					2,044
23-09-04	1.101,1	1.025,0	10.038,9	1.886,4	22.943,6	3.905,7	55,81					2,044
24-09-04	1.099,0	1.023,3	10.047,2	1.879,5	22.972,1	3.910,3	56,81					2,011

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. 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
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	5,76%		3,59%	0,24%	3,0200	2,9010	1,2227	109,59
10-09-04	5.322	5,99%		2,84%	0,31%	3,0300	2,9030	1,2238	110,17
13-09-04	5.389	5,76%		2,80%	0,24%	3,0200	2,9110	1,2252	110,06
14-09-04	5.432	5,76%		3,39%	0,22%	3,0300	2,9080	1,2247	109,64
15-09-04	5.455	5,99%		3,02%	0,67%	3,0050	2,9030	1,2153	110,01
16-09-04	5.455	5,66%		2,87%	0,25%	3,0000	2,8860	1,2185	109,61
17-09-04	5.459	5,76%		2,76%	0,23%	3,0200	2,8730	1,2175	110,04
20-09-04	5.564	5,96%		3,41%	0,28%	3,0100	2,8730	1,2178	109,88
21-09-04	5.588	5,94%		3,46%	0,50%	3,0200	2,8660	1,2332	109,74
22-09-04	5.648			2,79%	0,23%	3,0200	2,8840	1,2269	110,59
23-09-04	5.677					3,0100	2,8810	1,2270	110,82
24-09-04	5.470					3,0200	2,8660	1,2260	110,73

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	91,5	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	91,9			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%	16,6%			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	Lic. Pablo A. Lara
Economista jefe	Lic. Facundo Etchebehere
Economistas	Lic. Gabriel Caamaño Gomez Lic. Evelin C. Dorsch

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.