

# NOVECO

Informe Económico Semanal Nº 226

Martes, 16 de noviembre de 2004.

- **DOLAR-EURO Y PESO ARGENTINO – EE.UU. gasta – la UE paga la cuenta y el Banco Central de Argentina saca ventaja de la situación:** Los déficits gemelos de EE.UU. son la fuerza detrás de la depreciación del dólar. La apreciación del euro respecto del dólar y las monedas que siguen de cerca la trayectoria del dólar (el yuan chino y las monedas latinoamericanas, entre otras) obstaculizan la frágil recuperación de la zona del euro (basada en el dinamismo de sus exportaciones).

Mientras tanto, el BCRA aprovecha la situación (al igual que el BCB y el Banco Central de China), y al sostener la cotización del dólar en la plaza local, permite la depreciación del peso respecto de grandes áreas económicas del mundo, tales como Europa. Página Nº 1.

- **PRODUCCION INDUSTRIAL EN OCTUBRE:** La producción industrial registró una muy leve caída en relación con el mes anterior (-0,1%). La desaceleración de la tasa de crecimiento interanual hizo que en octubre se registraran los incrementos más bajos desde que comenzó 2003 (tanto en relación a octubre de 2003 como en la comparación de los acumulados anuales). Página Nº 5.

- **BRASIL – CONTINUA LA RECUPERACION:** La evolución de los principales indicadores de la economía brasileña y las expectativas del mercado, señalan que la crisis de confianza ha sido superada y que la tendencia positiva del nivel de actividad, iniciada a partir de mediados del presente año, se está consolidando.

La evolución positiva del BOVESPA, la apreciación nominal y real de su moneda, y la reducción del riesgo país, están siendo determinadas en última instancia por el renovado flujo de capitales hacia esa economía. Página Nº 7.

- **BANCO DE DATOS:** Página Nº 9-12.

Variable	últ. lunes	var. sem.	
\$ - US\$ - minorista	2,9700	-0,34%	↓
\$ - US\$ - ref. BCRA	2,9553	-0,40%	↓
\$ - US\$ - a fin de mes	2,9600	-0,34%	↓
\$ - US\$ - a fin de año	3,0300	-0,33%	↓
\$ - US\$ - mayorista	2,9450	-0,88%	↓
\$ - Euro	3,8453	-0,12%	↓
\$ - Real	0,9990	-4,89%	↓
Call \$ hasta 15d. n.a.	2,26%	0,10	↑
1º línea \$ 30d. n.a.	5,75%	-0,06	↓
Plazo fijo \$ 30 d n.a.	3,48%	0,06	↑
Merval	1.247,81	-3,79%	↓
Bovespa	24.035,42	3,55%	↑
Dow Jones	10.550,24	1,53%	↑
Nasdaq	2.094,09	2,69%	↑
Riesgo país - ptos. bs.			
Argentina	5.185	48,54	↑
Brasil	456	1,26	↑
México	168	-4,02	↓
Oro - US\$/oz.t.	436,75	1,13%	↑
Crudo - US\$/WTI	46,58	-4,53%	↓
Soja - US\$/tn	158,00	2,60%	↑
Maíz - US\$/tn	69,00	0,00%	=
Trigo - US\$/tn	95,00	1,06%	↑
Novillo Liniers - \$/kg	1,974	-0,50%	↓
Global '08 US\$	32,85	0,31%	↑
Boden '05 US\$	39,60	0,00%	=
Boden '07 \$	96,25	-0,26%	↓
Boden '12 US\$	80,65	1,45%	↑

## INFORMES Y SUSCRIPCIONES

## COMO VENIMOS

### 1. DOLAR-EURO Y PESO ARGENTINO –

*EE.UU. gasta – la UE paga la cuenta y el Banco Central de Argentina saca ventaja de la situación:*

- **Los déficits gemelos de EE.UU. son la fuerza detrás de la depreciación del dólar. La apreciación del euro respecto del dólar y las monedas que siguen de cerca la trayectoria del dólar (el yuan chino y las monedas latinoamericanas, entre otras) obstaculizan la frágil recuperación de la zona del euro (basada en el dinamismo de sus exportaciones).**

El dólar continúa depreciándose, dejando de ser noticia. Algo impensado durante la administración Clinton, se ha vuelto moneda corriente en los últimos años, con la política fiscal del presidente Bush (jr). Su reciente reelección permite esperar que esa tendencia se perpetúe por algún tiempo más.

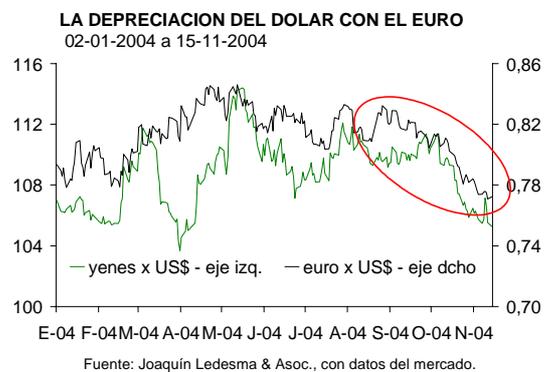
**¿Cuánto se depreció el dólar?** Entre el 31 de diciembre de 2001 (día previo al debut del euro como moneda física) y el 12 de noviembre de 2004 el dólar se depreció en términos nominales 45,5% respecto del euro, 27% respecto de la libra esterlina, 20% respecto del yen, 10,5% respecto del dólar de Singapur, 8,8% respecto del bath tailandés, 6,1% respecto del dólar taiwanés, 51% respecto del dólar australiano, 68% respecto del dólar neozelandés y 10,4% respecto del peso chileno, entre otros.

En el caso de países como China, la depreciación del dólar fue nula porque tiene tipo de cambio fijo. Por lo tanto, China se benefició con la depreciación del dólar. En cuanto a las economías latinoamericanas, como Brasil, Argentina y Uruguay, las propias turbulencias de esos países y las políticas monetarias de cada uno de ellos, hicieron que la tendencia mundial a la depreciación del dólar se hiciera sentir más tardíamente y en mucha menor medida.

Más específicamente, el índice de tipo de cambio nominal elaborado por la Reserva Federal de EE.UU., en base a la canasta de socios comerciales de ese país indica que entre diciembre de 2001 y el presente, el dólar se depreció 11% en promedio. Resulta claro que el dólar se ha debilitado en forma considerable en los últimos años.

#### **¿Cuáles son las causas de ese debilitamiento?**

Si no conociéramos los hechos, estaríamos tentados a pensar que la productividad creció más en el resto del mundo que en EE.UU. en los últimos años, dando como resultado una depreciación nominal y real de la moneda norteamericana.



Sin embargo, ese no es el caso. La productividad ha crecido mucho en EE.UU. en los últimos años.

Entonces, ¿por qué el mercado piensa que el dólar debe valer cada vez menos? El sostenido y creciente déficit de cuenta corriente de los EE.UU. implica la exportación de miles de millones de dólares al resto del mundo o de activos denominados en dólares (que para el caso es lo mismo).

El mundo acepta los dólares, pero a un precio cada vez más bajo. Tengamos presente que cuando la oferta de un bien crece más que la demanda, el precio de equilibrio disminuye. En este caso, el dólar se deprecia. Y el mercado espera que siga esta tendencia por algún tiempo más. De allí, que las declaraciones de John Snow (secretario del Tesoro de EE.UU.), sobre su preferencia por un dólar fuerte, no hayan tenido eco en el mercado.

**¿Por qué EE.UU. mantiene su déficit de cuenta corriente?** Porque, al ser la principal economía del mundo y al tener una moneda que es medio de cambio y reserva de valor internacional, tiene ciertas ventajas que otros países no tienen.

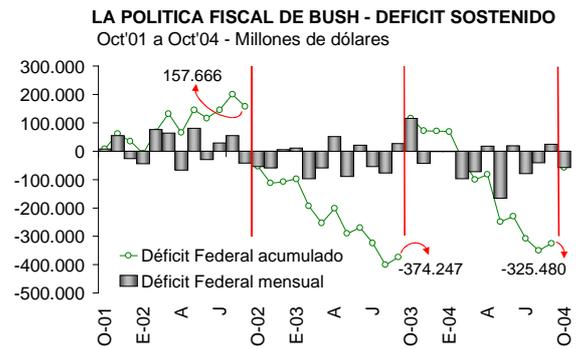
Entre ellas, a medida que el volumen de las transacciones internacionales crece, aumentan las necesidades de moneda para llevarlas a cabo (es decir, de dólares) o es necesaria una apreciación del dólar (mayor precio para esa moneda) si su oferta crece menos que el volumen de transacciones (lo que ocurrió durante la administración Clinton).

Por lo tanto, EE.UU. puede mantener déficits sostenidos por cuenta corriente sin incurrir en los problemas futuros (crisis de balanza de pagos y de confianza) que ello implica para otras naciones.

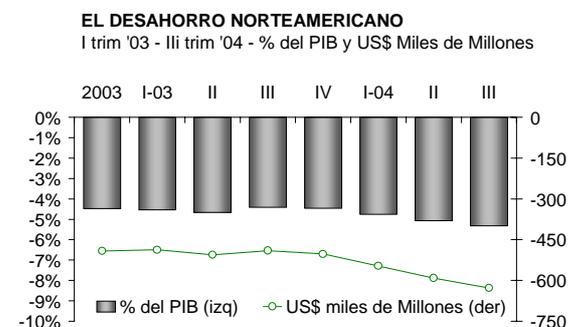
Pero es cierto que el déficit por cuenta corriente norteamericano es demasiado alto desde hace algunos años. En el tercer trimestre de este año, el déficit por cuenta corriente norteamericano llegó a representar 5,3% del PBI (algo así como US\$ 627.800 M.).

**¿Por qué el déficit por cuenta corriente creció tanto?** La superación de la desaceleración económica supuso la aplicación de estímulos monetarios (tasas bajas) y estímulos fiscales (recortes y devoluciones de impuestos a las ganancias y aumento de gastos) para expandir la demanda interna.

El crecimiento de la demanda interna y el déficit fiscal resultante, impulsaron el desahorro contra el resto del mundo, es decir, el déficit de cuenta corriente. En particular, el déficit fiscal acumulado durante 2003 explicó casi 40% del déficit por cuenta corriente, y el restante 60% fue explicado por el desahorro privado.



Fuente: Joaquín Ledesma & Asoc., con datos del Depto. del Tesoro de EE.UU.



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

**Pero, ahora, ¿cuáles son los mecanismos del mercado para cerrar el déficit en cuestión?** El incremento de la tasa de interés norteamericana busca desincentivar el consumo y la inversión privadas, reduciendo la demanda de importaciones también.

Este mecanismo está en marcha. La FED ha decidido incrementar la tasa de interés de referencia hasta llevarla a un nivel neutral (3-4% anual), de forma de desacelerar la demanda interna y frenar las presiones inflacionarias de mediano plazo, pero los incentivos fiscales actúan en dirección opuesta.

El déficit fiscal del gobierno federal parece haber llegado para quedarse, o por lo menos eso es lo que se desprende de los últimos anuncios del actual Presidente.

Por otro lado, la mayor parte del déficit por cuenta corriente de EE.UU. está explicado por el déficit bilateral con China. Pero la depreciación del dólar no tiene ningún efecto sobre las exportaciones chinas hacia EE.UU., porque el yuan tiene una relación fija con el dólar. De allí, que las autoridades norteamericanas reclamen al gobierno chino la flexibilización de su esquema cambiario (que llevaría a una apreciación del yuan chino).

**¿Quién paga los costos de ese desequilibrio?**

La cuenta la paga, en su mayor parte, la Unión Europea (UE), aunque una parte considerable la pagan también países como Nueva Zelanda o Australia.

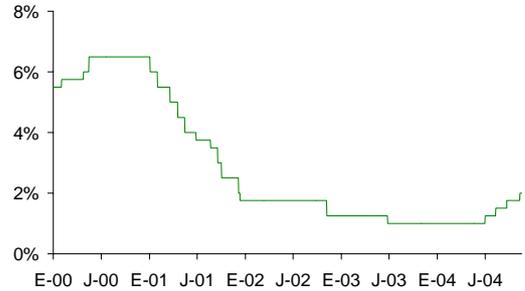
La recuperación de la zona del euro ha sido impulsada por el dinamismo de sus exportaciones. Sin embargo, la apreciación de su moneda respecto del yuan, del dólar, de la mayor parte de las monedas latinoamericanas, y del sudeste asiático, le está quitando competitividad a sus productos.

El Banco Central Europeo (BCE) se encuentra comprometido en un sistema de metas inflacionarias (serio) que le impide intervenir en el mercado cambiario con miras a un objetivo de tipo de cambio nominal o real, como lo hacen el Banco Central de Brasil (BCB) o el Banco Central de Argentino (BCRA).

En consecuencia, la zona del euro está pagando los costos de la depreciación del dólar. De allí, que los europeos presionen para que China flexibilice su esquema cambiario y para que EE.UU. cierre su déficit fiscal. En una situación similar se encuentran Nueva Zelanda y Australia, porque sus políticas de metas de inflación no les dan demasiado espacio para atemperar la apreciación de sus monedas.

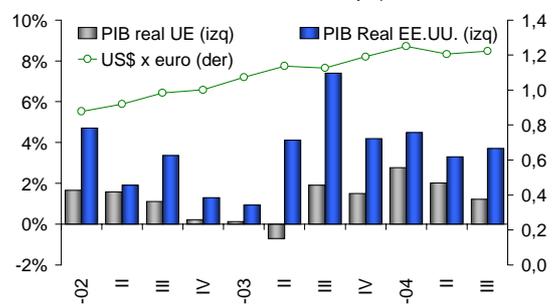
La realidad es que la corrección (más sana y menos traumática) debería ir por el lado de una combinación de flotación y apreciación del yuan, depreciación del dólar y progresiva reducción del déficit fiscal del gobierno federal de EE.UU.

**POLITICA MONETARIA EN EE.UU.**  
Enero'00 a noviembre'04 - Tasa objetivo de la FED



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

**EUROPA PAGA LA CUENTA**  
I'02 - III'04 - var. trimestral real anual y tipo de cambio



Fuente: Joaquín Ledesma & Asoc., con datos de BEA y Eurostat.

- **Mientras tanto, el BCRA aprovecha la situación (al igual que el BCB y el Banco Central de China), y al sostener la cotización del dólar en la plaza local, permite la depreciación del peso respecto de grandes áreas económicas del mundo, tales como Europa.**

En las últimas semanas el BCRA continuó incrementando el volumen de sus compras en el mercado cambiario, con el objetivo de mantener el tipo de cambio entre el peso y el dólar.

La semana pasada el BCRA había comprado un promedio diario de US\$ 32,6 M., logrando que la divisa se mantenga sin cambios en un nivel de \$ 2,98. Pero, durante la rueda de ayer, el ente monetario compró US\$ 36 M., US\$ 4 M. más que el viernes pasado. La medida, evitó una mayor apreciación del peso, cerrando la cotización del billete en \$ 2,94 para la compra y en \$ 2,97 para la venta.

La actitud más agresiva del Banco Central en el mercado, reafirma la tesis esbozada en **NOVECO** anteriores: "El esquema cambiario argentino actual es más próximo a un tipo de cambio fijo [con el dólar], que a uno de flotación sucia. Por más que las autoridades se esfuercen en afirmar lo contrario, es evidente que el objetivo inflacionario ha sido relegado a un segundo plano."

Finalmente, debemos destacar que el gobierno utiliza esta situación, porque en el corto plazo le permite a los productores argentinos no perder posiciones relativas con los chinos y los norteamericanos, al tiempo que les mejora su situación con relación a los europeos. Y porque a su vez, esto tiene un impacto positivo sobre el empleo doméstico. Sobre todo cuando se tiene en cuenta la desaceleración del nivel de actividad que se observó en los últimos dos trimestres. Por otra parte, Los elevados indicadores de pobreza e indigencia no generan mayor preocupación, en la medida que la situación fiscal permite solventar los planes sociales.



**2. PRODUCCION INDUSTRIAL EN OCTUBRE:**

➤ **La producción industrial registró una muy leve caída en relación con el mes anterior (-0,1%). La desaceleración de la tasa de crecimiento interanual hizo que en octubre se registraran los incrementos más bajos desde que comenzó 2003 (tanto en relación a octubre de 2003 como en la comparación de los acumulados anuales).**

En octubre el índice que mide la evolución de la producción industrial registró una leve contracción de 0,1% desestacionalizada con respecto al mes anterior. A pesar de esto, el nivel del índice mensual superó a los valores alcanzados por todos los octubre desde 1998 hasta la actualidad.

En relación con el mismo mes del año anterior, el nivel de actividad industrial registró un avance de 7,8%, registrando la variación más baja en términos interanuales desde diciembre de 2002. La recuperación que registró la producción durante el año pasado hace que la comparación interanual pierda fuerza.

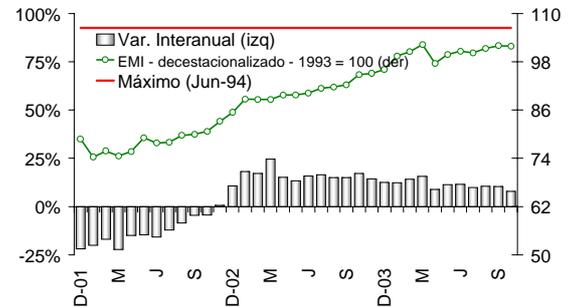
Los sectores que registraron los mayores incrementos en sus niveles de producción entre los meses considerados, fueron la producción de automotores, detergentes, jabones y productos personales, lácteos, agroquímicos y carnes blancas.

Los sectores que registraron caídas en sus niveles de actividad en términos interanuales fueron cigarrillos, yerba, gases industriales, aceites, materias primas plásticas, químicos básicos, bebidas gaseosas, vidrio, aluminio primario y fibras sintéticas.

En los primeros diez meses de 2004, la evolución del índice registró una suba de 11,5% con relación al mismo período del año pasado, mostrando la tasa de recuperación interanual más baja desde que comenzó 2003.

Los sectores que registraron el mejor desempeño en este período fueron: producción de automóviles (debido al crecimiento de las colocaciones en el mercado interno y, en menor medida, en el exterior), editoriales e imprentas (debido a la dinámica de las etiquetas y los envases flexibles), materiales de construcción (debido al crecimiento del nivel de actividad en el sector privado como de la obra pública), carnes blancas (debido al crecimiento de las exportaciones y del consumo interno), lácteos (debido a la mayor disponibilidad de materia prima para su procesamiento industrial y a la dinámica de las exportaciones) y carnes rojas (debido al comportamiento de las ventas internas y las exportaciones).

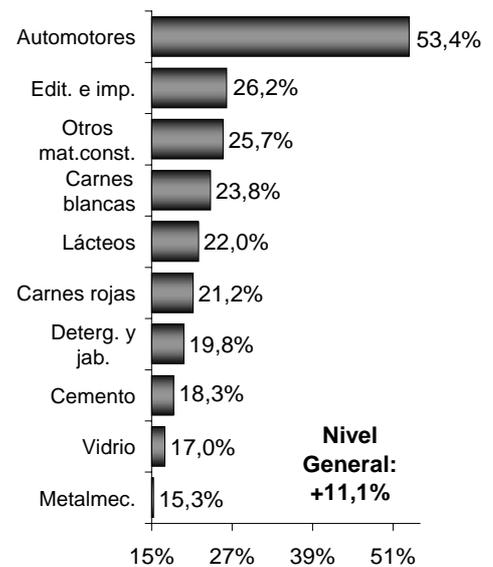
ESTIMADOR MENSUAL DE INDUSTRIA



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

**RAMAS MAS DINAMICAS**

10 meses '04 vs. 10 meses '03



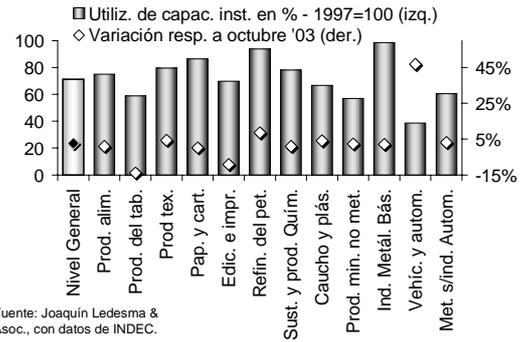
Fuente: Joaquín Ledesma & Asoc., con datos de INDEC.

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

La utilización de la capacidad instalada alcanzó a 71,3%, es decir 2,6% por encima del nivel alcanzado en octubre del año pasado, aunque 1 punto por debajo del nivel alcanzado en septiembre. En promedio, durante los primeros 10 meses de 2004 la capacidad instalada alcanzó a 69,8%, presentando un incremento de 8,6% en relación con el mismo período del año anterior, impulsado, especialmente por el incremento de la capacidad instalada utilizada en la industria automotriz y en edición e impresión, que en conjunto explicaron más de 69% del incremento.

Las perspectivas del sector industrial para noviembre reflejan que el mercado interno y externo se mantendrán estables y por lo tanto también la dotación de personal y la importación de insumos.

**UTILIZACION DE LA CAPACIDAD INSTALADA**



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

Octubre-04

**PERSPECTIVAS INDUSTRIALES**

Noviembre 2004 vs. octubre 2003	Sin cambios	Suba	Baja
Demanda interna	72,5%	20,0%	7,5%
Expo total	66,7%	30,8%	2,5%
Expo MERCOSUR	89,7%	10,3%	0,0%
Insumos importados	80,6%	11,1%	8,3%
Dotación de personal	90,0%	10,0%	0,0%
Horas trabajadas	82,6%	12,5%	4,9%

Fuente: INDEC.

**PANORAMA INTERNACIONAL**

**1. BRASIL – CONTINUA LA RECUPERACION:**

➤ **La evolución de los principales indicadores de la economía brasileña y las expectativas del mercado, señalan que la crisis de confianza ha sido superada y que la tendencia positiva del nivel de actividad, iniciada a partir de mediados del presente año, se está consolidando.**

La evolución de los principales indicadores de la economía brasileña y las expectativas del mercado, señalan que la crisis de confianza ha sido superada y que la tendencia positiva del nivel de actividad y del empleo se consolida con el transcurso de los meses.

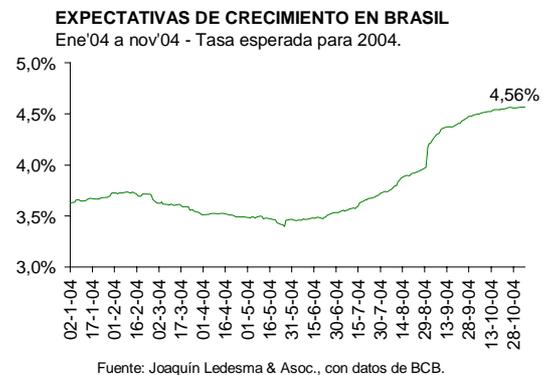
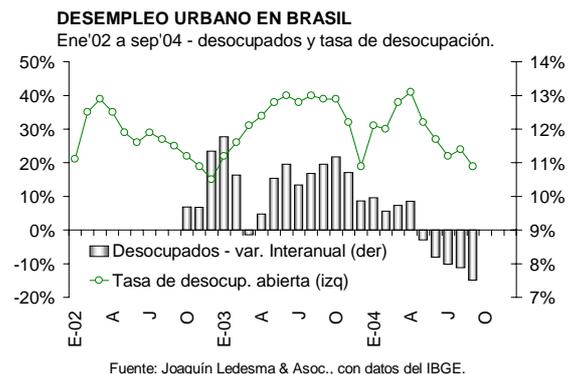
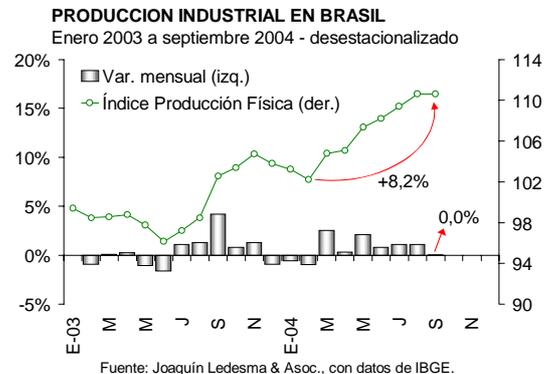
En particular, la actividad industrial acumuló un crecimiento de 8,2% entre febrero y septiembre de este año, promediando un crecimiento mensual de 1,1% desestacionalizado. Por otro lado, si bien la última medición (septiembre 2004) arrojó una tasa de variación prácticamente nula, el indicador acumula siete meses sin registros negativos.

Asimismo, la recuperación también se está reflejando en el mercado laboral. Como demanda derivada de la demanda de bienes, la ocupación está creciendo y ello permite que la incidencia del desempleo disminuya. En octubre el desempleo afectaba a 10,9% de la población económicamente activa, 3,4 puntos porcentuales menos que durante el mismo mes de 2003 y 0,6 puntos porcentuales por debajo del registro correspondiente a septiembre de 2004.

Las importaciones también se recuperaron (16,2% respecto de octubre de 2003 y 27,5% durante los primeros 10 meses del presente año), reflejando la recuperación de la demanda interna (inversión y consumo) y la mayor necesidad de bienes intermedios e insumos importados por parte de las actividades productivas. Los valores importados por Brasil durante octubre pasado marcaron un nuevo máximo histórico al alcanzar los US\$ 5.836 M..

Como era de esperar, la recuperación del mercado interno quitó dinamismo a las exportaciones, cuya tasa de crecimiento interanual declinó desde valores superiores a 30% durante marzo de 2004 a 16,9% en octubre pasado. Sin embargo, si se toma en cuenta el acumulado de los primeros 10 meses del año, el crecimiento interanual sigue siendo superior a 30%.

Por el lado de las expectativas, el mercado espera que durante 2004 Brasil crezca 4,56% en términos reales. Es decir, que para la segunda mitad de 2004 el consenso de los agentes económicos proyecta una expansión del



nivel de actividad general del orden de 1,7% respecto del semestre anterior y de 5,1% respecto del mismo período de 2003.

- **La evolución positiva del BOVESPA, la apreciación nominal y real de su moneda, y la reducción del riesgo país, están siendo determinadas en última instancia por el renovado flujo de capitales hacia esa economía.**

La evolución del riesgo país está determinada por el retorno de la confianza. El indicador del sobre costo de endeudamiento se estabilizó en torno a los 450-460 puntos básicos desde principios de noviembre, reduciéndose en 350 puntos básicos con respecto al máximo alcanzado el pasado 10-05-04 (cuando se ubicada en 808 puntos básicos). Por lo tanto, en la actualidad el gobierno brasileño consigue financiamiento internacional a 10 años a una tasa promedio de 8,8% nominal anual.

El correlato lógico de la reducción de la tasa de interés, es el incremento del valor de los activos brasileños (aumenta el valor actual del flujo de fondos al que los mismos dan derecho). En este contexto, el índice BOVESPA acumuló un incremento de 4,3% desde fines de octubre.

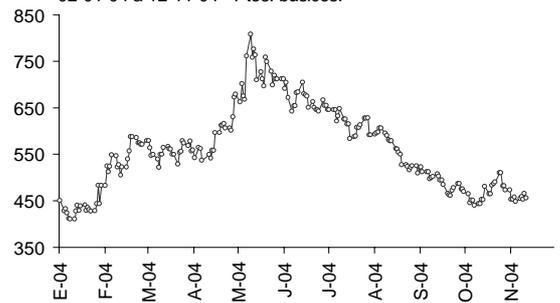
Al mismo tiempo, el renovado flujo de capitales impulsa hacia abajo la cotización del dólar. El real acumula una apreciación nominal de 2,4% desde fines de octubre, ubicándose el valor del billete norteamericano en 2,79 reales.

El incremento de las reservas internacionales refleja la decisión del Banco Central de Brasil (BCB) de monetizar parte de ese ingreso de divisas. Esto desacelera la apreciación nominal, pero lo obliga a incrementar la tasa de interés de referencia (tasa SELIC) como medida de esterilización.

En particular, el Comité de Política monetaria (COPOM) del BCB decidió incrementar la tasa SELIC en sus últimas dos reuniones (septiembre y octubre), llevándola desde 16% anual en septiembre a 16,75% en la actualidad.

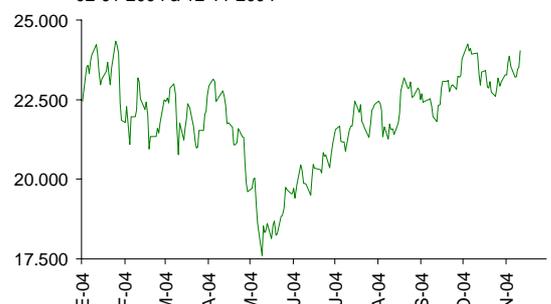
La decisión del ente monetario de subir la tasa de interés y la apreciación nominal del real compensaron en parte las presiones inflacionarias por recuperación de la demanda interna e incremento de la cantidad de dinero. En particular, durante los últimos meses la tasa de inflación al consumidor y las expectativas de incrementos de precios para los próximos 12 meses se redujeron significativamente. En consecuencia, el cumplimiento de la meta inflacionaria fijada por el BCB para 2004 (7,5% anual como máximo) está prácticamente asegurado.

**RIESGO PAIS BRASIL**  
02-01-04 a 12-11-04 - Ptos. básicos.



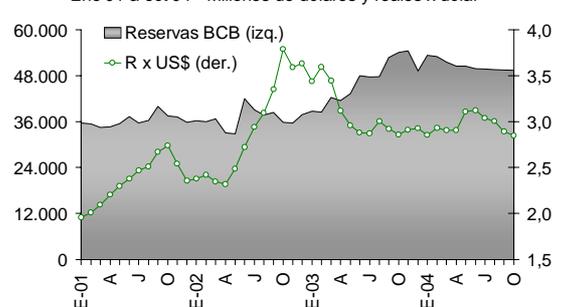
Fuente: Joaquín Ledesma & Asoc., con datos de JP Morgan.

**MERCADO BURSÁTIL BRASILEÑO**  
02-01-2004 a 12-11-2004



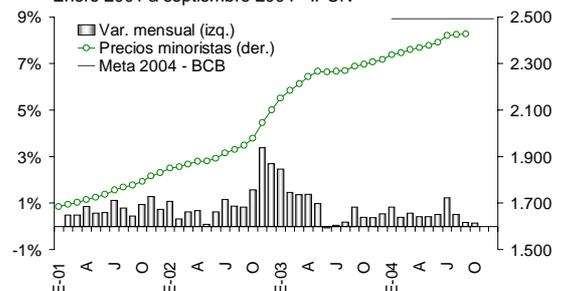
Fuente: Joaquín Ledesma & Asoc., con datos del mercado.

**DOLAR Y RESERVAS INTERNACIONALES**  
Ene'01 a oct'04 - Millones de dólares y reales x dólar



Fuente: Joaquín Ledesma & Asoc., en base BCB.

**INFLACION MINORISTA**  
Enero 2001 a septiembre 2004 - IPCN



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

## 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.												
May-04	16.251	47.069	93.096	2.836	51.088	1.277	41.590	1.528	54.266	1.481	28.668	1.187
Jun-04	17.249	48.004	95.928	3.325	53.134	1.695	42.380	1.599	54.890	1.519	29.691	1.222
Jul-04	17.936	46.522	97.819	3.656	54.421	2.003	42.730	1.627	55.777	1.610	30.506	1.299
Ago-04	18.073	46.550	98.832	3.763	55.131	2.109	43.009	1.627	56.272	1.705	31.045	1.387
Sep-04	18.191	46.378	99.851	3.788	55.020	2.107	44.058	1.656	56.864	1.699	31.666	1.380
Oct-04	18.392	46.484	101.079	3.778	55.138	2.073	45.547	1.681	57.585	1.725	32.534	1.392
06-10-04	18.303	47.142	99.677	3.792	54.260	2.070	45.038	1.698	57.381	1.694	32.263	1.385
07-10-04	18.370	47.137	99.720	3.800	54.124	2.070	45.218	1.706	57.290	1.695	32.217	1.383
08-10-04	18.344	47.271	99.987	3.813	54.245	2.075	45.363	1.714	57.430	1.680	32.313	1.369
12-10-04	18.395	47.153	100.164	3.810	54.357	2.075	45.426	1.711	57.456	1.689	32.392	1.374
13-10-04	18.347	47.076	100.471	3.816	54.535	2.073	45.562	1.719	57.414	1.720	32.372	1.383
14-10-04	18.399	46.813	100.529	3.830	54.451	2.078	45.689	1.728	57.461	1.701	32.388	1.388
15-10-04	18.255	46.831	100.613	3.833	54.586	2.075	45.647	1.733	57.671	1.807	32.588	1.397
18-10-04	18.250	45.964	100.484	3.827	54.742	2.073	45.367	1.730	57.644	1.726	32.577	1.393
19-10-04	18.298	46.953	101.330	3.820	55.356	2.064	45.598	1.731	57.695	1.762	32.586	1.411
20-10-04	18.368	46.544	101.652	3.850	55.596	2.093	45.668	1.731	57.561	1.723	32.605	1.391
21-10-04	18.419	46.285	101.606	3.856	55.657	2.093	45.562	1.738	57.479	1.726	32.532	1.396
22-10-04	18.463	46.222	102.131	3.854	55.833	2.092	45.909	1.737	57.698	1.768	32.637	1.404
25-10-04	18.503	46.010	102.349	3.838	56.017	2.071	45.948	1.742	57.860	1.729	32.790	1.405
26-10-04	18.536	46.018	102.800	3.841	56.581	2.067	45.826	1.749	58.097	1.728	32.965	1.398
27-10-04	18.541	45.763	102.923	3.848	56.744	2.065	45.787	1.756	57.808	1.790	32.912	1.411
28-10-04	18.576	45.523	102.426	3.839	56.134	2.057	45.907	1.756	57.734	1.773	32.910	1.415
29-10-04	18.587	46.042	102.207	3.834	55.748	2.055	46.071	1.754	57.540	1.764	32.870	1.421
01-11-04	18.575	46.255	101.934	3.837	55.613	2.057	45.945	1.754	57.641	1.772	32.961	1.420
02-11-04	18.591	46.370	101.793	3.839	55.504	2.057	45.915	1.756	57.455	1.735	32.845	1.423
03-11-04	18.640	46.740	101.339	3.847	55.176	2.067	45.787	1.756	57.428	1.749	32.834	1.423
04-11-04	18.551	46.748	101.203	3.844	55.018	2.070	45.802	1.749	57.467	1.769	32.883	1.423
05-11-04	18.615	46.960	101.189	3.833	54.747	2.060	46.060	1.745	57.557	1.793	32.950	1.423
08-11-04	18.629	47.157	101.199	3.835	54.706	2.064	46.112	1.746	57.545	1.767	32.940	1.425
09-11-04	18.654	47.098	101.197	3.834	54.615	2.063	46.195	1.746	57.555	1.763	32.960	1.432

Fuente: 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.												
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
Sep-04	1.047,6	975,2	10.207,2	1.882,9	22.690,3	3.909,4	45,85	128,0	95,0	228,0	223,0	2,120
Oct-04	1.196,0	1.112,1	10.001,6	1.938,2	23.397,0	3.963,6	53,24	124,0	92,5	218,0	228,0	2,038
24-09-04	1.099,0	1.023,3	10.047,2	1.879,5	22.972,1	3.910,3	48,83					2,011
27-09-04	1.113,0	1.037,4	9.988,5	1.859,9	22.834,1	3.874,4	49,64					1,994
28-09-04	1.132,4	1.053,9	10.077,4	1.869,9	23.230,6	3.882,3	49,90					2,056
29-09-04	1.147,1	1.069,7	10.136,2	1.893,9	23.208,4	3.920,4	49,51					2,132
30-09-04	1.142,5	1.063,1	10.080,3	1.896,8	23.245,2	3.892,9	49,64					2,132
01-10-04	1.160,1	1.080,0	10.192,7	1.942,2	23.777,0	3.995,0	50,12					2,050
04-10-04	1.167,1	1.085,4	10.216,5	1.952,4	24.150,4	4.033,3	49,91					2,065
05-10-04	1.135,4	1.054,1	10.177,7	1.955,5	24.250,3	4.048,7	51,09					2,004
06-10-04	1.128,0	1.046,5	10.239,9	1.971,0	24.027,1	4.049,7	52,02					1,988
07-10-04	1.140,3	1.059,0	10.125,4	1.948,5	24.104,2	4.043,4	52,64					2,080
08-10-04	1.128,7	1.048,1	10.054,7	1.919,9	23.927,6	4.015,4	53,31					2,046
11-10-04	1.128,7	1.048,1	10.082,0	1.928,8	23.954,0	4.017,8	53,64					2,046
12-10-04	1.138,1	1.058,3	10.077,2	1.925,2	23.954,0	3.966,5	52,51					2,088
13-10-04	1.165,7	1.086,1	10.002,3	1.920,5	23.289,3	3.976,0	53,64					2,164
14-10-04	1.192,7	1.111,0	9.894,5	1.903,0	22.959,5	3.940,5	54,56					2,178
15-10-04	1.228,9	1.145,3	9.933,4	1.911,5	23.367,8	3.922,1	54,93					2,028
18-10-04	1.244,0	1.158,1	9.956,3	1.936,5	23.411,1	3.915,2	53,67					1,982
19-10-04	1.215,4	1.132,9	9.897,6	1.922,9	22.893,0	3.964,1	53,29					1,997
20-10-04	1.215,2	1.133,1	9.886,9	1.933,0	22.873,5	3.912,4	54,92					1,971
21-10-04	1.234,6	1.150,0	9.865,8	1.953,6	23.059,0	3.934,1	55,27					2,058
22-10-04	1.204,5	1.121,4	9.757,8	1.915,1	22.735,5	3.935,1	56,17					1,961
25-10-04	1.209,5	1.125,0	9.750,0	1.914,0	22.602,6	3.854,4	55,94					2,021
26-10-04	1.225,4	1.136,9	9.888,5	1.928,8	22.848,9	3.862,3	55,17					2,011
27-10-04	1.286,1	1.192,9	10.002,0	1.970,0	23.170,8	3.929,0	52,46					2,034
28-10-04	1.280,8	1.188,0	10.004,5	1.975,7	22.928,5	3.959,6	50,92					2,034
29-10-04	1.287,1	1.193,4	10.027,5	1.975,0	23.052,2	3.960,3	51,78					1,982
01-11-04	1.314,1	1.220,9	10.054,4	1.979,9	23.273,0	4.012,6	50,13					2,021
02-11-04	1.299,9	1.207,4	10.035,7	1.948,8	23.273,0	4.037,6	49,62					1,985
03-11-04	1.289,4	1.197,7	10.137,1	2.004,3	23.660,1	4.039,0	50,88					2,009
04-11-04	1.302,1	1.209,1	10.314,8	2.023,6	23.879,6	4.041,4	48,82					2,075
05-11-04	1.325,2	1.231,7	10.387,5	2.038,9	23.541,6	4.063,6	49,61					2,018
08-11-04	1.297,0	1.204,4	10.391,3	2.039,3	23.211,9	4.069,0	49,09					1,984
09-11-04	1.286,2	1.195,4	10.386,4	2.043,3	23.215,9	4.065,3	47,37					2,017
10-11-04	1.297,2	1.203,9	10.385,4	2.034,6	23.454,6	4.089,1	48,86					1,939
11-11-04	1.284,3	1.192,9	10.469,8	2.061,3	23.520,7	4.130,8	47,20					2,050
12-11-04	1.257,6	1.165,3	10.539,0	2.085,4	24.035,4	4.143,4	47,32					1,930

Fuente: Joaquín Ledesma &amp; 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.									
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
Sep-04	5.417	5,82%		3,05%	0,30%	3,0143	2,8917	1,2226	110,13
Oct-04	5.383	5,85%		3,16%	0,26%	2,9867	2,8502	1,2503	108,81
01-10-04	5.440	5,99%		3,00%	0,23%	3,0000	2,8390	1,2398	110,43
04-10-04	5.222	5,82%		2,75%	0,26%	2,9900	2,8250	1,2292	110,90
05-10-04	5.189	5,80%		3,38%	0,22%	2,9900	2,8290	1,2314	111,18
06-10-04	5.231	5,70%		2,70%	0,31%	2,9900	2,8360	1,2288	111,30
07-10-04	5.231	5,72%		3,25%	0,28%	2,9900	2,8500	1,2289	111,16
08-10-04	5.250	5,72%		3,59%	0,22%	2,9900	2,8230	1,2418	109,44
11-10-04	5.275	5,72%		3,59%	0,22%	2,9800	2,8190	1,2382	109,29
12-10-04	5.275	5,86%		3,02%	0,32%	2,9800	2,8240	1,2329	109,72
13-10-04	5.275	5,74%		2,90%	0,25%	2,9800	2,8430	1,2345	109,80
14-10-04	5.375	5,74%		3,43%	0,17%	2,9900	2,8740	1,2381	109,66
15-10-04	5.459	5,94%		3,74%	0,22%	2,9900	2,8550	1,2463	109,31
18-10-04	5.458	5,93%		2,93%	0,23%	2,9800	2,8590	1,2498	109,27
19-10-04	5.458	5,85%		3,02%	0,21%	2,9800	2,8620	1,2517	108,30
20-10-04	5.498	5,97%		3,29%	0,57%	2,9800	2,8720	1,2586	108,31
21-10-04	5.576	5,81%		3,56%	0,29%	2,9800	2,8580	1,2617	107,45
22-10-04	5.585	5,81%		2,86%	0,23%	2,9800	2,8520	1,2630	107,43
25-10-04	5.510	5,81%		3,13%	0,23%	2,9900	2,8840	1,2810	106,66
26-10-04	5.510	5,81%		2,68%	0,32%	2,9900	2,8640	1,2754	106,88
27-10-04	5.397	5,85%		3,20%	0,25%	2,9900	2,8610	1,2709	106,41
28-10-04	5.397	5,79%		3,59%	0,23%	2,9900	2,8670	1,2745	106,28
29-10-04	5.440	6,32%		3,18%	0,21%	2,9900	2,8590	1,2792	105,87
01-11-04	5.440	5,81%		3,29%	0,26%	2,9800	2,8540	1,2753	106,47
02-11-04	5.282	5,99%		3,13%	0,24%	2,9700	2,8540	1,2776	106,16
03-11-04	5.282	5,99%		3,44%	0,31%	2,9700	2,8290	1,2820	106,28
04-11-04	5.282	5,81%		2,99%	0,22%	2,9700	2,8170	1,2871	106,04
05-11-04	5.150	5,81%		2,82%	0,26%	2,9800	2,8190	1,2924	105,74
08-11-04	5.136	5,81%		2,98%	0,23%	2,9800	2,8370	1,2919	105,50
09-11-04	5.123	5,75%		3,27%	0,32%	2,9800	2,8290	1,2894	105,74
10-11-04	5.156	5,75%		3,64%	0,31%	2,9800	2,8250	1,2888	107,14
11-11-04	5.185					2,9800	2,8180	1,2904	106,62
12-11-04	5.185					2,9800	2,7900	1,2971	105,54

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	26.609	20.320	6.289	98,78	103,84	95,96
2002	312.580	78,7	57,8	126,7	15.102	50.475,7	25.709	8.991	16.718	124,34	182,80	121,46
2003	376.232	91,4	79,6	138,3	16.554	72.274,0	29.565	13.834	15.731	141,05	216,83	139,85
Abr '03	399.119	88,0	75,4	128,1	1.317	5.456,9	2.461	1.110	1.351	141,07	214,70	135,60
May		89,6	72,5	135,5	1.338	7.148,9	2.785	1.085	1.700	140,52	213,33	137,50
Jun	377.887	89,6	69,4	135,2	1.314	6.481,4	2.878	1.141	1.737	140,40	213,04	137,60
Jul		95,4	77,3	147,9	1.360	6.507,5	2.835	1.259	1.576	141,03	212,96	138,70
Ago		95,9	78,8	144,7	1.423	6.055,3	2.346	1.135	1.211	141,06	215,87	140,90
Sep	400.560	95,7	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		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	392.817	92,6	92,2	151,8	1.388	7.160,0	2.316	1.603	713	143,20	221,96	151,00
Feb		91,1	87,1	144,2	1.398	6.360,3	2.384	1.356	1.028	143,34	225,05	154,10
Mar	473.818	102,2	102,2	160,9	1.451	6.612,8	2.653	1.678	975	144,20	226,03	156,20
Abr		95,8	87,7	152,6	1.469	7.047,9	3.033	1.639	1.394	145,43	227,84	157,70
May		99,7	89,1	159,5	1.461	12.367,8	3.380	1.779	1.601	146,50	230,77	159,10
Jun		99,9	89,5	160,7	1.423	9.469,9	2.934	2.025	909	147,32	231,29	160,20
Jul		104,8	90,9	171,9	1.554	8.704,3	3.008	1.957	1.051	148,00	233,41	160,90
Ago		106,0	91,9	174,7	1.517	8.469,5	2.934	2.020	914	148,51	239,03	161,90
Sep		105,7	103,1	172,5	1.439	7.975,7	2.969	2.013	956	149,45	239,62	162,40
Oct						8.052,1				150,04	241,15	163,70
Variación % respecto a igual período del año anterior												
'01-'00	-4,4%	-7,6%	-10,6%	-1,6%	-5,8%	-7,5%	0,8%	-19,5%		-1,1%	-2,3%	-1,1%
'02-'01	-10,9%	-10,5%	-28,3%	-7,9%	11,8%	11,2%	-3,4%	-55,8%		25,9%	76,0%	26,6%
'03-'02	8,8%	16,1%	37,8%	9,2%	9,6%	43,2%	15,0%	53,9%		13,4%	18,6%	15,1%
Abr '03	7,7%	15,2%	40,9%	4,3%	14,6%	89,2%	12,9%	81,4%		19,4%	32,8%	18,5%
May		13,3%	35,3%	4,8%	11,6%	48,1%	17,3%	25,9%		14,3%	17,5%	15,3%
Jun	10,2%	15,9%	36,1%	6,0%	2,7%	40,4%	28,6%	67,1%		10,2%	8,1%	11,9%
Jul		16,4%	43,4%	9,1%	6,7%	30,5%	25,2%	55,2%		7,3%	3,3%	8,0%
Ago		15,0%	29,4%	11,6%	6,9%	28,0%	7,2%	49,0%		4,9%	1,4%	7,7%
Sep	11,7%	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		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	11,2%	12,2%	28,4%	15,9%	8,9%	27,9%	5,7%	100,6%		2,7%	1,2%	11,3%
Feb		14,2%	32,4%	19,0%	12,9%	36,7%	12,2%	74,5%		2,3%	2,2%	13,6%
Mar	7,0%	15,6%	41,2%	21,7%	1,3%	37,1%	18,4%	81,2%		2,3%	3,4%	14,6%
Abr		8,9%	16,3%	19,1%	11,5%	29,2%	23,2%	47,7%		3,1%	6,1%	16,3%
May		11,3%	22,9%	17,7%	9,2%	73,0%	21,4%	64,0%		4,3%	8,2%	15,7%
Jun		11,5%	29,0%	18,9%	8,3%	46,1%	1,9%	77,5%		4,9%	8,6%	16,4%
Jul		9,8%	17,6%	16,2%	14,2%	33,8%	6,1%	55,4%		4,9%	9,6%	16,0%
Ago		10,5%	16,6%	20,7%	6,6%	39,9%	25,1%	78,0%		5,3%	10,7%	14,9%
Sep		10,4%	14,8%	21,3%	12,5%	30,4%	25,3%	52,7%		5,9%	11,2%	13,9%
Oct						28,1%				5,7%	11,3%	13,6%

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

## NOVECO

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

Director responsable	<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.