

NOVECO

Informe Económico Semanal Nº 221

Martes, 12 de octubre de 2004.

➤ **DEUDA – ¿SE APROXIMA EL FIN DE LA PARTIDA DE AJEDREZ?:** El gobierno define la propuesta final para la reestructuración de la deuda en default. En términos del valor de mercado de los bonos, si se supone una tasa de descuento de 15% anual, los Bonos Par (sin valorar la unidad atada al crecimiento) comenzarían cotizando 85% por debajo de su valor nominal, mientras que los Discount lo harían a 40% por debajo de la misma referencia. Página Nº 1.

➤ **INFLACION – ESTACIONALIDAD EN PRIMER LUGAR:** El precio de la energía eléctrica empujó el índice de precios internos al por mayor. En septiembre subió 0,3%, pero llegó a 11,2% en términos anuales.

En septiembre el nivel general de precios al consumidor pegó un salto de 0,6% mensual, interrumpiendo cuatro meses consecutivos de desaceleración. Esto llevó la variación anual a 5,9%. Los capítulos de indumentaria, educación y alimentos y bebidas registraron las mayores subas en términos mensuales. En el primer caso por factores estacionales. A nivel de educación, se registraron subas en los precios de los servicios educativos y de los textos y útiles escolares. En alimentos y bebidas se destacaron las subas de en carnes (aviar y vacuna), frutas y aceites y grasas.

El costo de la construcción tuvo un incremento de 0,5% mensual en septiembre, descendiendo el equivalente anual a 13,7%. Tres meses atrás quedó el pico interanual de 16,5%. Página Nº 3.

➤ **EE.UU. – EMPLEO PRIVADO ESTANCADO:** Durante septiembre la creación de empleo privado volvió a ser escasa. Además, en agosto se redujeron tanto la inflación como las expectativas de aumentos de precios. El crecimiento fue y está siendo impulsado por los continuos incrementos en la productividad de la mano de obra.

¿Qué hará la FED ante la consolidación de la desaceleración? Lo más probable es que en su próxima reunión (noviembre) mantenga sin cambios la tasa de los fondos federales y espere hasta diciembre para evaluar una nueva suba. Página Nº 6.

➤ **BANCO DE DATOS:** Página Nº 8.

Variable	últ. lunes	var. sem.	
\$ - US\$ - minorista	2,9800	-0,67%	↓
\$ - US\$ - ref. BCRA	2,9657	-0,56%	↓
\$ - US\$ - a fin de mes	2,9800	-0,23%	↓
\$ - US\$ - a fin de año	3,0800	-0,32%	↓
\$ - US\$ - mayorista	2,9730	-0,03%	↓
\$ - Euro	3,6898	-1,06%	↓
\$ - Real	1,0571	0,81%	↑
Call \$ hasta 15d. n.a.	2,23%	-0,10	↓
1º línea \$ 30d. n.a.	5,79%	0,00	=
Plazo fijo \$ 30 d n.a.	2,69%	-0,59	↓
Merval	1.128,74	-3,29%	↓
Bovespa	23.953,95	-0,81%	↓
Dow Jones	10.081,97	-1,32%	↓
Nasdaq	1.928,76	-1,21%	↓
Riesgo país - ptos. bs.			
Argentina	5.275	52,90	↑
Brasil	443	-20,92	↓
México	180	180,36	↑
Oro - US\$/oz.t.	422,05	1,93%	↑
Crudo - US\$/WTI	53,59	7,44%	↑
Soja - US\$/tn	158,00	1,94%	↑
Maíz - US\$/tn	73,00	0,00%	=
Trigo - US\$/tn	100,00	-0,05%	↓
Novillo Liniers - \$/kg	2,046	-0,92%	↓
Global '08 US\$	31,75	0,63%	↑
Boden '05 US\$	39,80	0,13%	↑
Boden '07 \$	95,15	-0,37%	↓
Boden '12 US\$	76,00	0,53%	↑

INFORMES Y SUSCRIPCIONES

COMO VENIMOS

1. DEUDA – ¿SE APROXIMA EL FIN DE LA PARTIDA DE AJEDREZ?:

- **El gobierno define la propuesta final para la reestructuración de la deuda en default. En términos del valor de mercado de los bonos, si se supone una tasa de descuento de 15% anual, los Bonos Par (sin valuar la unidad atada al crecimiento) comenzarían cotizando 85% por debajo de su valor nominal, mientras que los Discount lo harían a 40% por debajo de la misma referencia.**

La oferta final a los tenedores de títulos en default está prácticamente definida. El menú de la oferta no difiere de aquel definido en la última presentación. En particular, se ofrecerán tres tipos de bonos: Par, Discount y Cuasi par. Los primeros están diseñados para los tenedores individuales, los segundos para los inversores institucionales y los terceros para las AFJP.

Asimismo, se definieron también las características de los Bonos Par y Discount en función de dos escenarios posibles. Los Bonos Cuasi par no varían en función del escenario.

Escenario 1: En caso de que la participación de los bonistas sea igual o inferior a 70% del monto total de capital de deuda en cesación de pagos (US\$ 81.200 M.). El monto total de los nuevos títulos de deuda a emitir será de aproximadamente US\$ 38.500 M.. El monto máximo de capital de los Bonos a la Par a emitirse será de aproximadamente US\$ 10.000 M y el máximo de Bonos con Descuento será de aproximadamente US\$ 20.170 M.

Escenario 2: En caso de que la participación de los bonistas supere de 70% del monto total de capital de deuda en cesación de pagos (US\$ 81.200 M.). El monto total de los nuevos títulos de deuda será de aproximadamente US\$ 43.200 millones. En este caso, el monto máximo de capital de los Bonos a la Par a emitirse se aumentará del equivalente de US\$ 10.000 M. a aproximadamente US\$ 15.000 M., y el monto de capital máximo de los Bonos con Descuento se reducirá del equivalente de US\$ 20.170 M. a aproximadamente US\$ 19.870 M..

Los nuevos bonos serán obligaciones directas, no sujetas a condición, no garantizadas y no subordinadas del Gobierno. Argentina se comprometerá a cumplir con todos los pagos de capital e intereses a su vencimiento. Salvo ciertas excepciones, en la medida en que los nuevos títulos de deuda se encuentren en circulación, el Gobierno no creará ningún derecho de garantía sobre sus activos o ingresos para garantizar su deuda pública externa, a menos que los nuevos títulos de deuda reciban igual garantía o bien el beneficio de un seguro de caución, indemnidad u otro mecanismo aprobado por los bonistas.

Bonos Par: Incluirán una unidad vinculada al PBI, que constituirá una unidad separable. La misma otorgará a sus titulares derecho a pagos anuales supeditados a que Argentina logre niveles de Producto Bruto Interno (PBI) superiores a ciertos niveles preestablecidos. Los títulos de deuda actuales expresados en dólares estadounidenses, euros o yenes, podrán canjearse por nuevos títulos de deuda expresados en la moneda original del título de deuda, dólares estadounidenses o pesos. Los títulos de deuda actuales expresados en monedas distintas de los dólares estadounidenses, euros, yenes o pesos, podrán canjearse por nuevos títulos de deuda expresados en dólares estadounidenses, euros o pesos. Los títulos de deuda actuales expresados en pesos serán canjeables por nuevos títulos de deuda expresados en pesos. Estos últimos estarán indexados por medio del Coeficiente de Estabilización de Referencia (CER). La fecha de vencimiento será a 35 años de la fecha de emisión. El cronograma de amortización establece pagos semestrales iguales a partir del año 25. La tasa de interés para los bonos expresados en dólares estadounidenses (las tasas de interés serán financieramente comparables para los bonos expresados en monedas distintas de los dólares estadounidenses) será de 1,35% entre los años 1 y 5, de 2,50% anual entre los años 6 y 15, de 3,75% anual entre los años 16 y 25 y de 5,25% anual entre los años 26 y 35. Los pagos serán semestrales.

Bonos Discount: Implicarán un descuento en el monto nominal de aproximadamente 66% del monto de capital en circulación de los títulos de deuda objeto de la oferta. También serán acompañados por una unidad vinculada al PBI, que otorgará a sus titulares derecho a pagos anuales supeditados a que Argentina logre niveles de PBI superiores a ciertos niveles preestablecidos. Los títulos de deuda actuales expresados en dólares estadounidenses, euros o yenes, podrán canjearse por nuevos títulos de deuda expresados en la moneda original del título de deuda, dólares estadounidenses o pesos. Los títulos de deuda actuales expresados en monedas

distintas de los dólares estadounidenses, euros, yenes o pesos, podrán canjearse por nuevos títulos de deuda expresados en dólares estadounidenses, euros o pesos. Los títulos de deuda actuales expresados en pesos serán canjeables por nuevos títulos de deuda expresados en pesos ajustados por el Coeficiente de Estabilización de Referencia (CER). La fecha de vencimiento será a 30 años de la fecha de emisión. El cronograma de amortización implicará pagos semestrales iguales a partir del año 20. La tasa de interés para los bonos expresados en dólares estadounidenses será de 3,97% anual entre los años 1 y 5, de 2,55% anual entre los años 6 y 10 y de 8,32% anual de ahí en adelante. Se capitalizará la diferencia entre la tasa que corresponda en cada momento y una tasa de referencia igual a 8,32% anual. El pago de intereses será semestral.

Bonos Cuasi par: La relación de conversión sería de aproximadamente 30,6% al 31 de diciembre de 2003 (igual a la diferencia entre la apreciación del US\$ y \$ 1,40 x US\$ + CER (2,0395/2,938)). Se obtendrán valores comparables para otras monedas utilizando esta relación de conversión. Los títulos estarán indexados por el Coeficiente de Estabilización de Referencia (CER) e incluirán una unidad vinculada al PBI. El vencimiento será en el año 42, contado a partir de la fecha de emisión. El cronograma de amortización establece pagos semestrales iguales a partir del año 32. La tasa de interés en pesos será comparable a la tasa de interés en dólares del cupón de 5,57% (capitalizado hasta el año 10 y pagado en efectivo de allí en adelante).

Unidad vinculada al PBI: La moneda de cálculo será el peso, pero se pagará en dólares estadounidenses, euros o yenes. La fecha de vencimiento será el año 30, contado a partir de la fecha de emisión. La fecha de cálculo sería el 1º de noviembre de cada año, a partir de 2005. La fecha de pago será el 15 de diciembre de cada año, a partir de 2006. La fecha de referencia será el 31 de diciembre del año anterior a la fecha de cálculo, a partir de 2005. El monto de pago equivaldría a 5% del excedente del PBI, dividido por el tipo de cambio promedio del mercado libre entre pesos y dólares estadounidenses, euros o yenes, durante los 15 días anteriores a la fecha de pago. El pago se dispararía cuando el PBI real (expresado en pesos constantes) a la fecha de referencia supere el caso base del PBI, y la tasa de crecimiento anual supere 3%. El excedente del PBI se define como la diferencia entre el PBI real y el caso base del PBI (expresado en pesos corrientes) a la fecha de referencia. El caso base del PBI se corresponde con el PBI real proyectado desde el 31 de diciembre de 2004, a una tasa de crecimiento anual de 3%.

Se está estudiando que la fecha de emisión de los bonos sea el 1º de enero de 2004. De esta manera, los pagos comenzarían en 2005 y ello significaría una mejora en el valor actual de los bonos, sin cambiar sus características.

Bajo el supuesto de que los nuevos títulos comenzaran a pagar en 2005 y se lograra más de 70% de aceptación por parte de los acreedores, la reestructuración de la deuda incrementaría las necesidades financieras del gobierno nacional en US\$ 1.000 M. el año próximo y otro tanto en 2006, lo que equivaldría a 0,7 puntos porcentuales del PBI más en ambos casos (en el marco de un escenario bastante favorable para el país y sin considerar la unidad atada al PBI). Los títulos cuasi par sólo empezarían a influir en 2014.

En consecuencia, las necesidades financieras totales para 2005 y 2006 serían de 8,6 y 9,6 puntos porcentuales del PBI, respectivamente, de no mediar refinanciamiento con los organismos multilaterales de crédito. Esta mayor presión no se traducirá directamente en mayor superávit primario, dada la posibilidad de obtener adelantos del BCRA, financiarse con los organismos internacionales, colocar títulos de corto, mediano y largo plazo entre las AFJP, etc..

En términos del valor de mercado de los bonos, si se supone una tasa de descuento de 15% anual, los Bonos Par (sin considerar la unidad atada al crecimiento) comenzarían cotizando 85% por debajo de su valor nominal, mientras que los Discount lo harían 40% por debajo del mismo valor de referencia. Si se eleva la tasa de descuento a 25% anual, los descuentos del mercado serían de 92,9% y de 73,1% sobre el valor nominal, respectivamente. Es decir, en el primer escenario, al momento del canje los tenedores de Bonos Par habrían recuperado sólo 15% de su capital pre-default, mientras que los tenedores de bonos Cuasi par lograrían un número similar. Bajo el segundo supuesto, el recupero para los Par sería de 7,1% y para los Discount de 6,7%.

En un escenario de tasa de descuento de 10% anual, el recupero para los tenedores de Bonos Par sería de 27,5%, y para los tenedores de Bonos Discount de 26,7%. En otras palabras, la tasa de descuento debe ser superior a 10% anual para asegurar una quita real de 75% o más sobre la deuda en default reestructurada con Bonos Par y Discount. Eso sin considerar la mejora que supone sobre el valor actual de los mencionados bonos la unidad atada al PIB.

2. INFLACIÓN – ESTACIONALIDAD EN PRIMER LUGAR:

- **El precio de la energía eléctrica empujó el índice de precios internos al por mayor. En septiembre subió 0,3%, pero llegó a 11,2% en términos anuales.**

En septiembre el índice de precios internos al por mayor (IPIM) registró un alza de 0,3% mensual, que llevó la variación en los últimos doce meses a 11,2%. La suba mensual estuvo explicada por el comportamiento del precio de la energía eléctrica, que subió 11,1% (producto del ajuste estacional).

En cambio, los precios de los productos importados mostraron una caída de 0,6% y los de los productos primarios una baja de 0,9%.

La caída del precio de los productos primarios respondió a las bajas de precios en cereales y hortalizas, leche, productos de granja y petróleo crudo, parcialmente compensadas por la suba del precio del pescado fresco. Cabe destacar que tras la suba importante de agosto, el precio del petróleo crudo registró una corrección de 1% en septiembre.

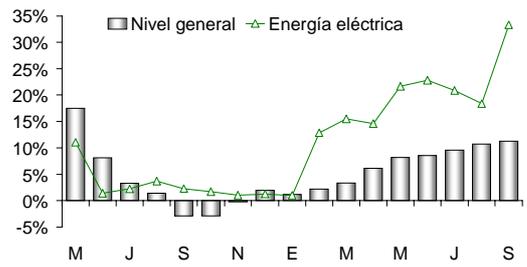
- **En septiembre el nivel general de precios al consumidor pegó un salto de 0,6% mensual, interrumpiendo cuatro meses consecutivos de desaceleración. Esto llevó la variación anual a 5,9%. Los capítulos de indumentaria, educación y alimentos y bebidas registraron las mayores subas en términos mensuales. En el primer caso por factores estacionales. A nivel de educación, se registraron subas en los precios de los servicios educativos y de los textos y útiles escolares. En alimentos y bebidas se destacaron las subas de en carnes (aviar y vacuna), frutas y aceites y grasas.**

El nivel general del índice de precios al consumidor (IPC) registró un alza de 0,6% mensual en septiembre. La tasa de variación mensual se aceleró por primera vez en cinco meses y en términos anuales alcanzó un alza de 5,9%.

En lo que respecta a las expectativas, se espera que entre puntas del año el nivel general del índice de precios al consumidor registre un incremento de 6,8% (hubo una corrección de -0,3% en el último mes), con lo cual se ubicaría en el piso de la banda de inflación que el Banco Central había establecido en el programa monetario 2004.

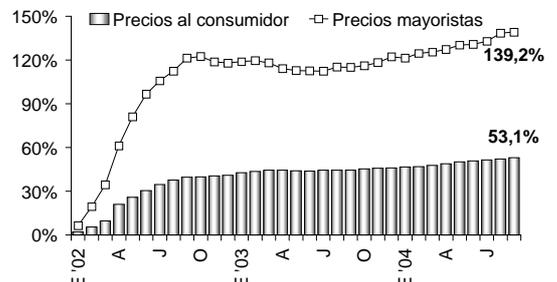
La iniciación de la temporada primavera-verano en los locales de venta de indumentaria, en contraste con la

TASA DE INFLACION MAYORISTA
Variación anual



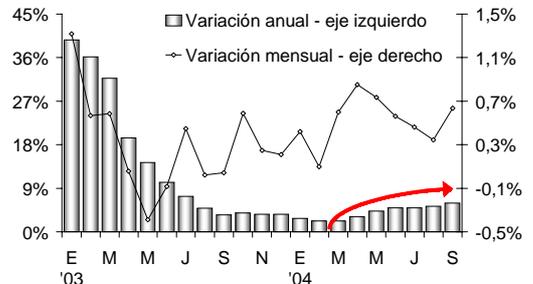
Fuente: Joaquín Ledesma & Asoc., con datos de INDEC.

PRECIOS MAYORISTAS Y MINORISTAS
Variación con respecto a diciembre de 2001



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

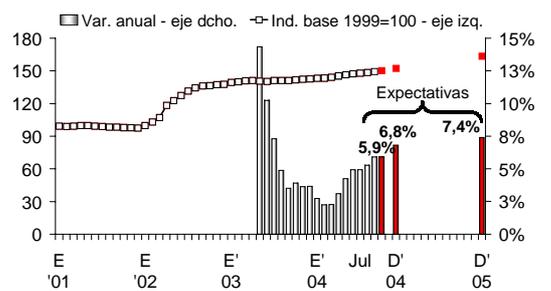
TASA DE INFLACION MINORISTA
Variación mensual y anual



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

PRECIOS MINORISTAS

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



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

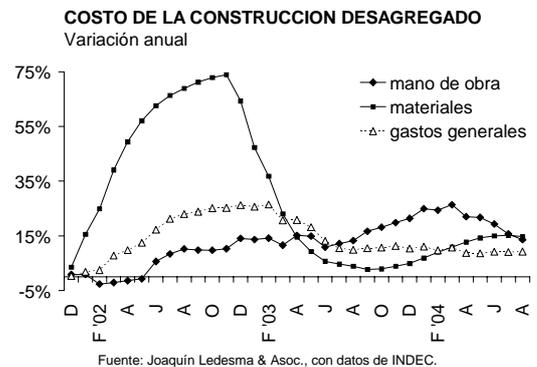
liquidación de las prendas de invierno observada durante el mes anterior, hicieron que el incremento del precio de la ropa (6,9%) fuera el más elevado en relación con el mes anterior. El incremento del precio también se observó en el rubro calzados, aunque fue más moderado (1,5%).

En el rubro alimentos y bebidas (0,7%), los incrementos más importantes se registraron en carnes (aviar y vacuna) y frutas. En cambio, verduras fue el rubro que más cayó en la comparación con el mes anterior (-5,3%). A nivel de educación, los servicios educativos registraron un alza de 1,6% y los textos y útiles escolares hicieron lo propio en 0,5%.

- **El costo de la construcción tuvo un incremento de 0,5% mensual en septiembre, descendiendo el equivalente anual a 13,7%. Tres meses atrás quedó el pico interanual de 16,5%.**

La suba respondió al comportamiento de los gastos generales (0,9%) y de los materiales (0,4%), ya que el costo de la mano de obra bajó 0,1% mensual.

Ahora, cuando se deflacta este índice por la evolución del dólar en nuestro país, se observa que el costo de la construcción en dólares todavía se encuentra 43,2% por debajo del nivel que había alcanzado en diciembre de 2001. En consecuencia, la construcción de nuevas viviendas sigue siendo más rentable que la compra de los inmuebles terminados, al menos en el sendero Puerto Madero-Zona Norte del Gran Buenos Aires, donde el precio de venta en dólares por metro cuadrado por lo menos ya recuperó el nivel previo a la devaluación.



PRECIOS MAYORISTAS			
Nivel general y divisiones	septiembre '04 vs.		
	ago '04	sep '03	dic '03
Energía eléctrica	11,1%	33,3%	35,4%
Productos de caucho y plástico	5,6%	15,6%	15,1%
Otros medios de transporte	2,3%	4,8%	5,1%
Productos minerales no metalíferos	2,0%	25,5%	13,9%
Madera y prod. de madera excepto muebles	1,6%	20,0%	19,4%
Pesqueros	1,2%	6,4%	10,4%
Sustancias y productos químicos	1,2%	8,4%	8,1%
Productos textiles	0,9%	5,8%	-0,3%
Vehic. automotores, carrocerías y repuestos	0,9%	13,3%	10,3%
Muebles y otros productos industriales	0,8%	11,7%	9,6%
Impresiones y reproducción de grabaciones	0,8%	10,5%	2,8%
Máquinas y equipos	0,7%	11,5%	10,7%
Alimentos y bebidas	0,7%	5,6%	2,5%
Productos de minerales no metálicos	0,5%	11,2%	9,8%
PRODUCTOS NACIONALES	0,4%	11,6%	7,8%
NIVEL GENERAL	0,3%	11,2%	7,6%
Productos refinados del petróleo	0,3%	5,1%	4,7%
Papel y productos de papel	0,3%	2,8%	2,5%
Productos metálicos básicos	0,2%	25,7%	24,3%
Tabaco	0,0%	25,3%	25,3%
Productos metálicos exc. máq. y eq.	-0,1%	23,1%	21,5%
Cuero, artículos de marroquinería y calzado	-0,1%	0,4%	0,3%
PRODUCTOS IMPORTADOS	-0,6%	7,2%	5,6%
Petróleo crudo y gas	-0,7%	37,9%	23,3%
Agropecuarios	-1,2%	1,6%	-5,1%
Eq. para medicina e instrum. de medición	-1,3%	1,2%	1,0%
Prendas de materiales textiles	-1,4%	8,9%	7,2%
Máquinas y aparatos eléctricos	-1,7%	24,8%	20,1%
Equipos y aparatos de radio y televisión	-1,9%	0,3%	0,7%

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

PRECIOS MINORISTAS			
Nivel general y aperturas	septiembre '04 vs.		
	ago '04	sep '03	dic '03
BIENES	0,9%	5,6%	4,8%
SERVICIOS	0,2%	6,4%	4,8%
INDUMENTARIA	4,6%	8,4%	6,7%
EDUCACION	1,6%	6,8%	6,1%
ALIMENTOS Y BEBIDAS	0,7%	7,3%	5,4%
EQUIPAMIENTO Y MANTENIMIENTO DEL HOGAR	0,5%	3,9%	4,2%
BIENES Y SERVICIOS VARIOS	0,4%	7,6%	8,0%
VIVIENDA	0,4%	5,1%	4,9%
TRANSPORTE Y COMUNICACIONES	0,1%	2,4%	2,4%
ATENCION MEDICA Y GASTOS PARA LA SALUD	0,1%	5,0%	4,5%
ESPARCIAMIENTO	-0,2%	7,5%	4,2%
Ropa	6,9%	8,4%	7,3%
Carnes	2,8%	8,0%	6,9%
Frutas	2,6%	8,2%	-8,9%
Servicios educativos	1,9%	7,8%	7,4%
Aceites y grasas	1,9%	12,9%	7,8%
Calzado	1,5%	10,0%	6,6%
Bebidas e infusiones para consumir en el hogar	1,3%	11,8%	7,1%
Juguetes y artículos para deporte	1,3%	2,0%	4,0%
Diarios, revistas y libros	1,2%	7,0%	6,1%
Comidas listas para llevar	0,9%	6,8%	5,6%
Artículos de tocador y belleza	0,8%	-1,6%	-0,7%
Equipamiento del hogar	0,8%	9,9%	9,7%
Alimentos y bebidas consumidos fuera del hogar	0,7%	12,5%	10,3%
Otros servicios de esparcimiento	0,6%	9,0%	6,6%
NIVEL GENERAL	0,6%	5,9%	4,8%
Servicios básicos y combustibles para la vivienda	0,6%	1,9%	1,9%
Textos y útiles escolares	0,5%	3,6%	2,3%
Adquisición de vehículos	0,5%	2,0%	2,8%
Mantenimiento del hogar	0,4%	-0,3%	0,2%
Alquiler de la vivienda	0,3%	1,5%	1,6%
Productos de panificación, cereales y pastas	0,2%	3,4%	3,1%
Reparaciones y gastos comunes de la vivienda	0,2%	11,0%	10,2%
Funcionamiento y mantenimiento de los vehículos	0,2%	3,8%	3,0%
Servicios para la salud	0,1%	8,2%	7,3%
Servicios diversos	0,1%	9,2%	9,5%
Accesorios y servicios para la indumentaria	0,1%	4,3%	3,4%
Productos medicinales y accesorios terapéuticos	0,0%	1,8%	1,6%
Transporte público de pasajeros	0,0%	3,0%	2,8%
Servicios para el cuidado personal	0,0%	3,1%	2,1%
Cigarrillos y accesorios	0,0%	25,4%	25,4%
Equipos, conexiones y ss. de audio, televisión y com	-0,1%	2,5%	3,5%
Azúcar, miel, dulces y cacao	-0,1%	-3,0%	-2,6%
Comunicaciones	-0,3%	-0,4%	0,2%
Productos lácteos y huevos	-0,5%	-3,5%	-0,5%
Flores, plantas y atención de animales domésticos	-0,9%	5,4%	9,9%
Condimentos y otros productos alimenticios	-1,0%	0,5%	1,0%
Turismo	-1,1%	13,3%	1,9%
Verduras	-5,3%	23,0%	18,3%

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

parte de esa alza en la productividad obedece a las importantes inversiones realizadas durante la década pasada y a la corrección de deseconomías internas que el clima de bonanza anterior al crack financiero había mantenido ocultas.

Además, durante julio y agosto pasados el incremento del Índice de Precios al Consumidor fue prácticamente nulo, ya que el alza de agosto se compensó con la baja de julio (+0,5% y -0,5%, respectivamente). Al mismo tiempo, las expectativas de inflación para los próximos 12 meses se redujeron en 0,5 puntos porcentuales entre junio y agosto, al pasar de 3,3% anual a 2,8% anual.

En síntesis, tanto la creación de empleo como los precios han experimentado una significativa reducción en su ritmo de expansión y el crecimiento económico continúa apoyándose en el aumento de la productividad.

- **¿Qué hará la FED ante la consolidación de la desaceleración? Lo más probable es que en su próxima reunión (noviembre) mantenga sin cambios la tasa de los fondos federales y espere hasta diciembre para evaluar una nueva suba.**

La pregunta a responder es: ¿Qué hará la FED ante la consolidación de la desaceleración?

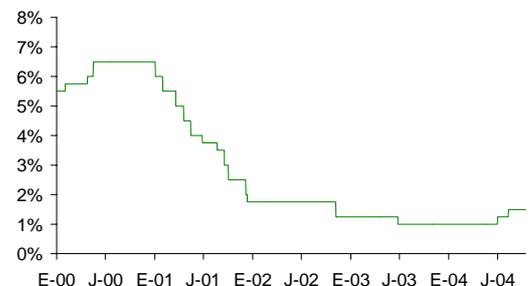
El actual nivel de la tasa de interés de los fondos federales (1,5% anual) no constituye un equilibrio en el mediano plazo. De eso no hay dudas.

Pero, la cuestión es otra. Para llegar a un nivel neutral de tasas en el mediano plazo (preservando la estabilidad del nivel de precios), la tasa de los fondos federales debería ubicarse entre 3% y 4% anual antes de fines de 2005. Con lo cual, en promedio el incremento por reunión debería ser de 0,2 puntos porcentuales (restan 10 reuniones). ¿Será este el ritmo adecuado? Todo depende de cómo evolucione el contexto internacional. Con el precio del petróleo en los niveles actuales, lo más probable es que no.

En su próxima reunión (01-11-04) la FED mantendría sin cambios la tasa de los fondos federales, de eso el mercado parece estar seguro. En consecuencia, sólo quedarán nueve reuniones para llegar a un nivel de tasas neutral antes de que finalice 2005. Retrasar el incremento o hacerlo incremental en el tiempo puede ser la respuesta elegida, pues la meta es demasiado clara y sólo una nueva desaceleración como la ocurrida en 2000-2001 podría cambiar esa premisa.

POLITICA MONETARIA EN EE.UU.

Enero '00 a octubre '04 - Tasa objetivo de la FED



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

REUNIONES DE LA FED

2004		
Enero 27/28	Febrero	Marzo 16
Abril	Mayo 4	Junio 29/30
Julio	Agosto 10	Septiembre 21
Octubre	Noviembre 10	Diciembre 14
2005		
Enero	Febrero 1/2	Marzo 22
Abril	Mayo 3	Junio 29/30
Julio	Agosto 9	Septiembre 20
Octubre	Noviembre 1	Diciembre 13

Fuente: J.L. & Asoc., con datos FED

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.												
Abr-04	15.304	46.211	91.559	2.398	49.291	987	41.865	1.375	53.088	1.514	28.015	1.196
May-04	16.251	47.069	93.096	2.836	51.088	1.277	41.589	1.528	54.264	1.481	28.670	1.187
Jun-04	17.249	48.004	95.931	3.325	53.137	1.695	42.380	1.599	54.886	1.520	29.687	1.222
Jul-04	17.936	46.522	97.816	3.657	54.422	2.003	42.725	1.628	55.777	1.610	30.510	1.299
Ago-04	18.073	46.550	98.614	3.759	54.955	2.106	42.998	1.626	56.288	1.705	31.050	1.387
Sep-04	18.191	46.378	99.612	3.792	54.847	2.111	44.002	1.656	56.820	1.700	31.642	1.380
02-09-04	18.096	46.376	98.882	3.801	55.285	2.132	42.863	1.645	56.590	1.698	31.366	1.401
03-09-04	18.104	46.680	98.650	3.808	55.042	2.140	42.873	1.644	56.758	1.705	31.418	1.401
06-09-04	18.102	46.639	98.190	3.821	54.787	2.152	42.707	1.644	56.696	1.703	31.446	1.399
07-09-04	18.149	46.659	98.405	3.827	54.790	2.145	42.914	1.657	56.626	1.725	31.445	1.404
08-09-04	18.209	46.528	98.496	3.818	54.710	2.148	43.032	1.644	56.582	1.710	31.361	1.401
09-09-04	18.248	46.560	98.711	3.840	54.833	2.167	43.151	1.646	56.382	1.700	31.245	1.393
10-09-04	18.291	46.345	99.019	3.849	55.050	2.168	43.233	1.656	56.480	1.673	31.378	1.369
13-09-04	18.364	45.781	98.956	3.840	54.983	2.163	43.234	1.653	56.400	1.742	31.330	1.378
14-09-04	18.394	46.178	99.163	3.848	55.074	2.164	43.341	1.659	56.569	1.740	31.392	1.382
15-09-04	18.285	46.264	99.561	3.843	55.287	2.163	43.536	1.656	56.706	1.742	31.520	1.382
16-09-04	18.329	46.491	99.571	3.833	55.308	2.148	43.480	1.661	56.719	1.680	31.608	1.365
17-09-04	18.354	46.311	100.072	3.829	54.157	2.142	45.132	1.663	56.782	1.699	31.635	1.368
20-09-04	18.070	46.681	99.924	3.748	53.976	2.063	45.118	1.660	56.746	1.672	31.696	1.362
21-09-04	18.094	46.310	100.048	3.726	54.082	2.039	45.142	1.661	56.820	1.671	31.691	1.365
22-09-04	18.071	46.458	100.319	3.739	54.343	2.049	45.167	1.665	56.868	1.692	31.722	1.357
23-09-04	18.139	46.508	100.567	3.731	54.427	2.052	45.333	1.655	57.282	1.672	31.849	1.358
24-09-04	18.147	46.139	100.422	3.738	54.447	2.051	45.210	1.661	57.300	1.688	31.973	1.371
27-09-04	18.178	46.268	100.414	3.746	54.691	2.057	44.920	1.663	57.251	1.703	32.055	1.375
28-09-04	18.121	46.644	100.933	3.744	55.164	2.054	44.992	1.664	57.279	1.693	32.143	1.380
29-09-04	18.150	47.135	101.038	3.755	55.053	2.065	45.210	1.664	57.165	1.695	32.138	1.376
30-09-04	18.224	47.685	100.853	3.757	55.296	2.062	44.787	1.667	57.273	1.698	32.188	1.375
01-10-04	18.277	47.674	100.458	3.764	54.889	2.070	44.752	1.667	57.453	1.697	32.241	1.382
04-10-04	18.287	47.218	100.182	3.766	54.557	2.071	44.803	1.668	57.440	1.718	32.237	1.384
05-10-04	18.325	47.052	99.842	3.766	54.384	2.070	44.651	1.670	57.509	1.728	32.285	1.383

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.												
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
Sep-04	1.047,6	975,2	10.207,2	1.882,9	22.690,3	3.909,4	45,85					2,120
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
27-09-04	1.113,0	1.037,4	9.988,5	1.859,9	22.834,1	3.874,4	59,81					1,994
28-09-04	1.132,4	1.053,9	10.077,4	1.869,9	23.230,6	3.882,3	60,81					2,056
29-09-04	1.147,1	1.069,7	10.136,2	1.893,9	23.208,4	3.920,4	61,81					2,132
30-09-04	1.142,5	1.063,1	10.080,3	1.896,8	23.245,2	3.892,9	62,81					2,132
01-10-04	1.160,1	1.080,0	10.192,7	1.942,2	23.777,0	3.995,0	63,81					2,050
04-10-04	1.167,1	1.085,4	10.216,5	1.952,4	24.150,4	4.033,3	66,81					2,065
05-10-04	1.135,4	1.054,1	10.177,7	1.955,5	24.250,3	4.048,7	67,81					2,004
06-10-04	1.128,0	1.046,5	10.239,9	1.971,0	24.027,1	4.049,7	68,81					1,988
07-10-04	1.140,3	1.059,0	10.125,4	1.948,5	24.104,2	4.043,4	69,81					2,080
08-10-04	1.128,7	1.048,1	10.054,7	1.919,9	23.927,6	4.015,4	70,81					2,046

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.	Brasil	UE	Japón
		\$	US\$	\$	US\$	Libre ven.	Real	Euro	Yen
		% nominal anual				\$ / US\$	R / US\$	US\$ / Euro	Yen / US\$
Prom.									
2001	1.529	26,4%	17,6%	16,38%	9,89%	1,0056	2,3558	0,8965	121,52
2002	5.731	54,9%		40,87%	3,90%	3,1965	2,9308	0,9464	125,18
2003	5.554	19,1%		10,05%	0,82%	2,9679	3,0726	1,1324	115,89
Prom.									
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
Sep-04	5.417	5,82%		3,01%	0,29%	3,0143	2,8917	1,2226	110,13
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	5,73%		2,79%	0,23%	3,0200	2,8840	1,2269	110,59
23-09-04	5.677	5,73%		2,92%	0,23%	3,0100	2,8810	1,2270	110,82
24-09-04	5.470	5,73%		2,70%	0,27%	3,0200	2,8660	1,2260	110,73
27-09-04	5.482	5,73%		3,20%	0,29%	3,0100	2,8730	1,2303	111,27
28-09-04	5.482	5,79%		3,33%	0,38%	3,0100	2,8640	1,2325	111,37
29-09-04	5.566	5,79%		2,92%	0,21%	3,0000	2,8540	1,2333	110,89
30-09-04	5.566	5,79%		3,80%	0,39%	3,0000	2,8610	1,2431	110,08
01-10-04	5.440	5,79%		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			2,70%	0,31%	2,9900	2,8360	1,2288	111,30
07-10-04	5.231					2,9900	2,8500	1,2289	111,16
08-10-04	5.250					2,9900	2,8230	1,2418	109,44

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	91,5	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	400.560	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	392.817	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	473.818	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	1.554	8.704,3	3.008	1.957	1.051	148,00	233,41	161,10
Ago		106,4	91,9	174,7	1.518	8.469,5	2.919	2.020	899	148,51	239,03	161,90
Sep						7.975,7				149,45	239,74	162,63
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%	16,2%	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	11,7%	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	7,0%	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%	14,2%	33,8%	6,1%	55,4%		4,9%	9,6%	16,1%
Ago		10,5%	16,6%	20,7%	6,6%	39,9%	24,4%	78,0%		5,3%	10,7%	14,9%
Sep						30,4%				5,9%	11,2%	14,0%

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.