

INSTITUTO DE INVESTIGACIÓN
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES
UNIVERSIDAD DEL SALVADOR

Nº 146 AÑO 14

12 DE DICIEMBRE DE 2016

Editor del IEM:

Héctor Rubini

Escriben en
este número:

Eloy Aguirre

Romina Gayá

Gustavo Martín

Héctor Rubini

Jorge Viñas

CONTENIDOS

RESUMEN EJECUTIVO 1

PANORAMA DE ARGENTINA

- **HACIA UN COMPLEJO AÑO ELECTORAL** 2
- **¿LA TASA O EL DÓLAR?** 7

PANORAMA INTERNACIONAL

- **CAMBIO DE RÉGIMEN** 12
- **COMMODITIES: IMPACTO DEL RECORTE EN LA PRODUCCIÓN DE PETRÓLEO** 16

NOTA ESPECIAL

- **SERVICIOS BASADOS EN EL CONOCIMIENTO, UN SECTOR ESTRATÉGICO** 21

INDICADORES

27

VIAMONTE 1816
C1056ABB CIUDAD DE
BUENOS AIRES, ARGENTINA
TEL +5411-811-5327
+5411-811-6052
+5411-811-7441
<http://fceye.usal.edu.ar>

La presente publicación es resultado del trabajo de los miembros del Programa de Investigación en Análisis y Prospectiva de la Economía Mundial y Argentina del Instituto de Investigación de la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales de la Universidad del Salvador.

Las opiniones aquí expresadas no representan bajo ningún concepto una posición u opinión de la Facultad o de la Universidad y corresponden exclusivamente a sus autores. Queda prohibida la reproducción total o parcial del contenido de esta publicación por el medio que fuere, sin previa autorización del Instituto de Investigación en Ciencias Económicas y Empresariales de la Universidad del Salvador. Se permite la mención de los artículos citando la fuente.

RESUMEN EJECUTIVO

EL DATO DEL MES

- El IPC Congreso (promedio de varias consultoras privadas) registró en noviembre pasado una inflación mensual de 1,9% y una variación interanual de 43,4%, con signos de leve desaceleración.

LO IMPORTANTE

- El Frente para la Victoria (kirchnerista), el Frente Renovador del Diputado Nacional Sergio Massa, y algunos partidos de izquierda han bloqueado los proyectos de ley del Poder Ejecutivo de reforma electoral, que introduce la boleta electrónica, y del Impuesto a las Ganancias. Esto marca el inicio de una actitud menos cooperativa de los partidos de oposición con el Poder Ejecutivo, con miras a las elecciones legislativas del año próximo.

LO QUE HAY QUE SABER

- El año 2016 termina con inflación relativamente controlada, pero la economía real sin mostrar signos de vigorosa reactivación. Las elecciones legislativas definirán la futura fortaleza política del Poder Ejecutivo para potenciales reformas institucionales que permitan recuperar un sendero de crecimiento económico con menor inflación, mayor competitividad y solvencia fiscal.
- Los últimos movimientos en el tipo de cambio comenzaron a generar ruido en inversores y temores injustificados cada vez que el BCRA recortaba su tasa de interés de referencia. La evidencia indica que las variaciones del tipo de cambio tienen poco que ver con la tasa en pesos y más con eventos del exterior. Asimismo, no parece haber evidencia de una dolarización de carteras.
- Mientras Donald Trump va delineando los primeros pasos que tendrá su Gobierno, la economía de EE.UU. se enfrenta a un profundo cambio de régimen económico con consecuencias significativas sobre tasas de interés, tipo de cambio, crecimiento e inflación. Esto genera repercusiones gravitantes en el resto del mundo, y en los países emergentes en particular. Si bien en el nuevo escenario asoman numerosos riesgos, por el momento los mercados financieros han mantenido un sesgo optimista.
- El pasado 30 de noviembre en Viena, los miembros de la OPEP decidieron reducir la producción de petróleo en 1,2 M de barriles diarios para el año 2017. El 10 de diciembre once países no miembros de la OPEP acordaron disminuir su producción en 558.000 b/d. Las perspectivas para el año 2017 son de suba en el precio internacional del crudo, precios de materias primas agrícolas que podrían mantenerse o descender, y fortalecimiento del dólar.

LO QUE VIENE

- Probable veto del Presidente Mauricio Macri al proyecto opositor de reforma de Impuesto a las Ganancias, en caso de que sea aprobado por la Cámara de Senadores.
- Aumentos de precios de combustibles, costos de transporte de pasajeros y fletes a partir de enero próximo.
- Fuerte caída de la imagen del presidente de Brasil, Michel Temer, ante denuncias de corrupción en su contra. Según varias encuestas privadas, más del 60% de la población brasileña desea que renuncie antes de fin de año, y que se convoque a elecciones presidenciales anticipadas.
- Reunión del Comité de Mercado Abierto de la Reserva Federal de los Estados Unidos el 13 y 14 de diciembre próximos. Los mercados financieros esperan una suba de la tasa de Fondos Federales de 25 p.b. .
- El canciller italiano Paolo Gentiloni aceptó el cargo de nuevo Primer Ministro de Italia, en reemplazo de Matteo Renzi, quien renunció luego de perder un referéndum para reformar la constitución italiana. Gentiloni debe formar un nuevo gabinete en esta semana, y encarar el probable rescate del banco Monte dei Paschi de Siena.
- Asunción de Donald Trump como nuevo Presidente de los Estados Unidos, el próximo 20 de enero de 2017.

PANORAMA DE ARGENTINA

HACIA UN COMPLEJO AÑO ELECTORAL

Héctor Rubini

Termina el año con inflación relativamente controlada, pero la economía real sin mostrar signos de vigorosa reactivación. Las elecciones legislativas definirán la futura fortaleza política del Poder Ejecutivo para potenciales reformas institucionales que permitan recuperar un sendero de crecimiento económico con menor inflación, mayor competitividad y solvencia fiscal.

1. *La campaña electoral ya comenzó.*

El escenario político se complicó para el Gobierno desde la victoria de Donald Trump. Luego de los mensajes manifestando su preferencia por Hillary Clinton, comenzó una serie de cambios en la segunda línea de Cancillería que preanuncia correcciones profundas en la política exterior. Sin embargo, los nubarrones políticos se acumularon en la política interna, donde frente a la visible amenaza de disturbios el gobierno cedió ante agrupaciones de trabajadores marginales, y les otorgó \$ 30.000 millones en subsidios y transferencias hasta fin de 2019. A esto siguió la emergencia del líder del Frente Renovador, Sergio Massa, en contra del proyecto oficial de reforma a los artículos de la ley de Impuesto a las Ganancias que gravan a los trabajadores en relación de dependencia.

En menos de una semana el diálogo entre el oficialismo, los gobernadores justicialistas, y los diputados nacionales de las dos ramas del justicialismo (el kirchnerista Frente para la Victoria y el massista Frente Renovador) entró en un corto circuito casi irreversible. Los diputados nacionales oficialistas y opositores coincidieron el 6 de diciembre en dar media sanción a una versión modificada del proyecto de Ley de Emergencia Social que reconvierte los llamados “planes sociales” en salarios con el mismo estatus legal que el de los trabajadores formales. Además, crea un Consejo de la Economía Popular y del Salario Social Complementario (CEPSS), donde los representantes de agrupaciones piqueteras y el Gobierno administrarán esa reconversión¹.

Ese consenso, sin embargo, ha quedado en la nada respecto del proyecto de reforma al Impuesto a las Ganancias. La Cámara de Diputados aprobó con 140 votos a favor, 86 en contra y 7 abstenciones el proyecto alternativo consensuado por los partidos opositores, cuyos puntos fundamentales son:

1. Elevación del mínimo no imponible por alrededor de un 40%, a \$35.000 mensuales para trabajadores solteros y a \$ 44.000 mensuales para casados con dos hijos.
2. Eliminación de la exención a Impuesto a las Ganancias en el poder judicial, empezando por los nuevos jueces.
3. Reposición de las retenciones a las exportaciones mineras, derogadas un año atrás.
4. Establecimiento de un tributo a la renta de activos financieros incluyendo la de operaciones con dólar futuro² y letras del Banco Central de la República Argentina (LEBAC), pero no la de bonos del Tesoro.
5. Un impuesto específico sobre los juegos de azar.
6. Un “Impuesto de Emergencia a los Inmuebles Improductivos” por tres períodos fiscales.

Esto ha puesto prácticamente fin al tipo de diálogo entre oficialismo y oposición, complicándole el fin del primer año de gestión al gobierno de Mauricio Macri. El oficialismo espera su rechazo en la Cámara de Senadores, y en caso de no ocurrir, puede vetar este proyecto. En caso de hacerlo, el costo político futuro es, cuanto menos, incierto. Si se aprobara, no es claro que signifique una mayor recaudación. De resultar una menor recaudación, caerán los ingresos

¹ Ese acuerdo, al igual que el proyecto de Ley a ser promulgado en breve, fue consensuado entre el Gobierno y tres agrupaciones: la Confederación de Trabajadores de la Economía Popular (CTEP), la Corriente Clasista y Combativa (CCC) y Barrios de Pie. El mismo ha sido rechazado, hasta ahora, por las agrupaciones que optaron por no dialogar con el Gobierno, destacándose, el Movimiento Tupac Amaru, Resistencia Popular, el Polo Obrero y Quebracho.

² En este caso es un impuesto de única vez sobre todas las operaciones realizadas durante 2016. A pesar de cierta similitud con el Impuesto a las Ganancias o los impuestos provinciales a los ingresos brutos, por su carácter retroactivo, puede ser discutible su viabilidad legal.

coparticipables a las provincias, pero si los gobernadores opositores no convencen a sus Senadores de rechazar el proyecto oficial, se les complicará la negociación de asistencias financieras adicionales del Gobierno Nacional.

El proyecto aprobado en la Cámara de Diputados significaría una pérdida bruta de recaudación de unos \$ 65.550 M. Según la AFIP, por el aumento de consumo y actividad los nuevos impuestos permitirían recuperar unos \$ 20.000 M - \$ 25.000 M según la AFIP. Según el Frente Renovador esa suma sería algo mayor, de unos \$ 30.440 M, suponiendo un fuerte aumento de consumo y de actividad que generaría, \$15.000 M de recaudación extra en concepto de IVA. Por consiguiente, **el costo final neto sería entre \$ 40.000 M y \$ 46.000 M anuales, según el Poder Ejecutivo. Según el Frente Renovador, de \$ 35.510 M.** A esta transferencia del Estado Nacional al sector privado en el corto plazo, le seguiría el problema para no pocos gobiernos provinciales por la reducción de la masa de fondos a coparticipar. En ese caso, o bien varios gobiernos provinciales deberían reducir sus gastos (algo improbable en un año electoral), o el Estado Nacional asistirlos con nuevas transferencias de corto plazo, financiadas con emisión monetarias, en contradicción con la prudencia monetaria que requiere reducir la inflación y revertir la caída del salario real.

De todas formas, el costo estimado de la aprobación del proyecto opositor es según una hipótesis cauta, ya que los nuevos tributos entrañan dificultades de recaudación significativas, y con probable desaliento al ingreso de capitales para financiar proyectos de inversión real. Ahora bien, el texto aprobado por la oposición **no incrementa las alícuotas a 45% en ninguna categoría de contribuyentes, como se esperaba del proyecto alternativo del Poder Ejecutivo.**

Estos movimientos plantean un escenario político complicado para las elecciones legislativas. Para ciertos temas, se unen líderes piqueteros y sindicales en contra del oficialismo, para otros hacen lo propio legisladores kirchneristas, no kirchneristas y de otras corrientes y partidos, poniendo límites a las iniciativas del Ejecutivo. Un probable preanuncio de una campaña electoral que puede complicar la administración de políticas macroeconómicas en el próximo año

2. Estabilidad nominal... ¿cada vez más lejos?

Desde diciembre del año pasado, las autoridades mostraron un compromiso con un sendero de reducción gradual del déficit fiscal heredado y de la tasa de inflación. La realidad en lo que va del año no se acercó siquiera a los pronósticos algo prematuros presentados públicamente en enero de este año.

En materia fiscal, se anunció un descenso del déficit de caja de 7,1% del PIB estimado en 2015 (con la revisión de las Cuentas Nacionales resultó ser del 6,2%) a 4,8% del PIB para este año y 3,3% para 2017. Luego, en una conferencia de prensa a fines de abril, el Secretario de Financiamiento dio a conocer una nueva estimación para 2016 (medida "bajo la línea", en base a las necesidades de financiamiento) a 7,3% del PIB. Esta corrección hacia arriba (nada menos que del 52%) se aproxima a varias estimaciones privadas para este año entre 6% y 8%, aun con el ingreso extra de noviembre y diciembre por el blanqueo impositivo. Además, en sucesivos informes sobre el resultado fiscal mensual, la Secretaría de Hacienda ha sostenido que el citado 4,8% se refiere al déficit primario como proporción de un PBI estimado con una caída real del 1,5% y un incremento nominal del 35%.

En los primeros 10 meses el gasto primario aumentó 32,2% (i.a.), superando al incremento de los ingresos fiscales, 25,9% (i.a). resultando en un incremento del déficit fiscal primario de \$ 169.199,4 M (enero-octubre de 2015) a \$ 286.023 M (enero-octubre de 2016). Un aspecto relevante es que el gasto primario, al igual que los ingresos fiscales están creciendo por debajo de cualquier medida de inflación para este año (en torno del 40%). Además, esa suba incluye pagos en el primer semestre que han contemplado la cancelación de pasivos impagos de la administración anterior.

Aun así, el déficit primario ha aumentado en términos nominales nada menos que un 69%, superando holgadamente cualquier estimación de crecimiento del PIB nominal. Para fin de año se presenta para el sector público el incremento del gasto por el pago de bonos de fin de año a empleados públicos y a trabajadores informales, de modo que pueden quedarse cortas las proyecciones oficiales para 2016 de un déficit primario de \$ 378.743,4 M (4,8% del PIB proyectado) y de un resultado financiero neto negativo de \$ 396.285,6 M (5,0% del PIB). Para 2017 la Secretaría de Hacienda ha estimado un crecimiento del PIB de 3,5% y un incremento del deflactor implícito del PIB de 19,4%, superando a la meta de inflación del Banco Central (BCRA). A su vez, el Proyecto de Ley de Presupuesto prevé un déficit primario de 2,4% del PIB y un resultado financiero equivalente a 4,2% del PIB. El ingreso de fondos por el blanqueo

tributario puede contribuir a mejorar este resultado, pero difícilmente este resultado se sostenga ante los pagos que exigirá la Ley de Emergencia Social, sin descartar eventuales nuevos gastos contingentes a la evolución del escenario político.

Respecto de la inflación para 2016, se anunció una meta entre 20% y 25%. Luego para 2017 un rango de entre 12% y 17%, luego entre 8% y 12% para 2018, y entre 3,5% y 6,5% en 2019. Las mismas fueron ratificadas por el Directorio del BCRA cuando anunció en septiembre pasado el compromiso con esas metas a partir de enero próximo. La realidad en 2016 ha sido muy diferente. Si se toma el IPC INDEC para todo el país, la información disponible para el semestre abril-octubre, refleja una inflación de 13,7% en ese semestre, levemente inferior a la del IPC de la Ciudad de Buenos Aires (IPC C.A.B.A.): 14,6%. Si se toma la serie del IPC C.A.B.A. desde enero de este año, en los primeros 10 meses del año acumuló una inflación de 36,6%. De observarse subas de precios en torno de varias estimaciones de una inflación promedio de 2% mensual para noviembre y diciembre, el año 2016 cerraría con una suba acumulada de 42,1%. El siguiente cuadro muestra que varios rubros superaron esa proyección promedio de 42,1% en los primeros 10 meses del año. Sobresalen “Suministro de agua” (282,8%), “Electricidad” (253,3%), “Gas” (117,3%), “Tabaco” (76,2%) y “Aceites y grasas” (69,7%).

CUADRO 1. EVOLUCIÓN DEL IPC DE LA CIUDAD DE BUENOS AIRES (ENERO-OCTUBRE DE 2016)

IPC C.A.B.A.	Ene-Oct 2016	IPC C.A.B.A.	Ene-Oct 2016
Nivel General	36,6%	Salud	36,1%
Alimentos y bebidas no alcohólicas	32,2%	Productos medicinales, artefactos y equipos para la salud	27,1%
Alimentos	32,8%	Productos farmacéuticos	27,7%
Pan y cereales	28,4%	Otros productos medicinales	28,3%
Carnes y derivados	20,1%	Artefactos y equipos terapéuticos y sus reparaciones	23,0%
Pescados y mariscos	42,9%	Servicios para pacientes externos	38,8%
Aceites y grasas	69,7%	Seguros médicos	43,5%
Leche, productos lácteos y huevos	38,3%	Transporte	37,0%
Frutas	30,0%	Transporte personal	30,1%
Verduras, tubérculos y legumbres	55,2%	Adquisición de vehículos	22,1%
Azúcar, dulces, chocolate, golosinas.	31,1%	Funcionamiento de equipos de transporte de uso del hogar	34,0%
Otros alimentos	41,7%	Transporte público	47,8%
Bebidas no alcohólicas	28,0%	Servicios de transporte por carretera	54,6%
Café, te, yerba y cacao	19,8%	Servicios de transporte por ferrocarril	20,5%
Aguas minerales, bebidas gaseosas y jugos	30,8%	Servicios de transporte aéreo	21,5%
Bebidas alcohólicas y tabaco	66,6%	Comunicaciones	29,7%
Bebidas alcohólicas	50,3%	Servicios postales	49,5%
Bebidas espirituosas, destiladas y licores	21,0%	Equipos telefónicos	31,8%
Vinos	54,1%	Servicios telefónicos	29,5%
Cerveza	44,2%	Recreación y cultura	24,8%
Tabaco	76,2%	Equipos audiovisuales, fotográficos y de procesamiento de la información	26,7%
Prendas de vestir y calzado	30,2%	Artículos para la recreación, jardines y mascotas	30,0%
Prendas de vestir y materiales	31,5%	Servicios recreativos y culturales	24,6%
Calzado	26,3%	Diarios, revistas, libros y artículos de papelería y dibujo	37,3%
Vivienda, agua, electricidad y otros combustibles	64,8%	Paquete turístico y excursiones	-5,7%
Alquiler de la vivienda	30,2%	Educación	32,0%
Mantenimiento y reparación de la vivienda	19,3%	Servicios educativos	32,0%
Suministro de agua y otros servicios relacionados con la vivienda	75,9%	Restaurantes y hoteles	33,7%
Suministro de agua	282,8%	Restaurantes y comidas preparadas	35,4%
Gastos comunes por la vivienda	37,1%	Hoteles	17,8%
Electricidad, gas y otros combustibles	160,2%	Bienes y servicios varios	33,0%
Electricidad	253,3%	Cuidado personal	32,2%
Gas	117,3%	Efectos personales	28,5%
Equipamiento y mantenimiento del hogar	26,8%	Seguros	32,7%
Muebles, accesorios, alfombras	27,5%	Servicios financieros	23,7%
Artículos textiles para el hogar	22,0%	Otros servicios	39,9%
Artefactos para el hogar	22,0%		
Vajilla, utensilios, loza y cristalería	20,0%		
Herramientas y equipos para el hogar y el jardín	31,1%		
Bienes y servicios para la conservación del hogar	28,1%		

Fuente: elaboración propia en base a datos de la Dirección General de Estadística y Censos (Ministerio de Hacienda GCBA)

La respuesta oficial ha sido el anuncio de metas de inflación como “polo atractor” de expectativas, para frenar pedidos de subas de precios de bienes y factores de producción a negociar o regulados. Esto podría fortalecer la credibilidad en dichas metas, y la efectividad de la “sintonía” fina que promete el BCRA. Sin embargo, y dados los errores de pronóstico de este año, varios aspectos tornan dudosas esas metas.

En materia de salarios, no parece ser factible que los sindicatos acepten ajustes salariales de hasta 17% para todo 2017, sino más cercanos al doble de ese valor. En cuanto a las tarifas eléctricas, se espera que hacia febrero próximo estén terminados los nuevos cuadros tarifarios, con diversos aumentos. La suba promedio en 2017 sería de no menos del 30% antes de impuestos. Respecto de las tarifas de gas, los ajustes de las distribuidoras y transportadoras se aplicarán en enero y julio, mientras que los de la generación en boca de pozo entran en vigencia en abril y en octubre. Las distribuidoras minoristas han pedido estas subas en las audiencias públicas de las últimas semanas:

- **MetroGas** (Area Metropolitana Gran Buenos Aires): entre **14% para el sector industrial y 27% para los usuarios residenciales.**
- **Gas Natural Fenosa** (Norte y Oeste del Gran Buenos Aires): entre 29% y 30% para pequeñas y medianas empresas, y entre 32% y 33% para usuarios residenciales.
- **Ecogas:** opera con dos distribuidoras en seis provincias ha solicitado incrementos superiores, antes de impuestos. **Gas Centro**, que abastece a Córdoba, La Rioja y Catamarca, requiere una suba de 37%, para usuarios residenciales, 68% para el llamado “servicio general”, 31% para la industria y 5% para estaciones de Gas Natural Comprimido. A su vez, **Gas Cuyana**, que provee el servicio en Mendoza, San Luis y San Juan: 40% para usuarios residenciales, 67% para el “servicio general”, 32% para la industria y 9% para estaciones de Gas Natural Comprimido.
- **Gasnor:** abastece a Santiago del Estero, Salta, Tucumán y Jujuy, solicitó 38% para usuarios residenciales y 40% para las PyMEs. Estos porcentajes igualmente pueden ajustarse hacia arriba según sea la magnitud de los aumentos que apliquen las transportadoras mayoristas.
- **Camuzzi Gas Pampeana:** abastece a la provincia de Buenos Aires (excepto el conurbano, y parte del norte de dicha provincia), y a la provincia de La Pampa, ha solicitado aumentos entre 25% y 75%.
- **Camuzzi Gas del Sur:** provee gas natural a la Patagonia, y ha solicitado subas entre 25% y 33%
- **Litoral Gas:** abastece a Santa Fe y nordeste de la provincia de Buenos Aires, y ha solicitado un incremento de 31% para todos los clientes particulares, salvo las PyMEs, a las que aplicaría una suba de 28%, pero a diferencia del resto solicita que se aplique a partir del próximo 1° de enero.
- **Redengas:** opera en la ciudad de Paraná (Entre Ríos) y ha solicitado una suba de 29%.

Estos son valores promedio. En algunos casos varias distribuidoras han incluido en sus cálculos aumentos del llamado “cargo fijo” que va del 60% al 400%, afectando a un rango que iría de 40% al 60% de los consumidores. En el caso de MetroGas, se traduciría en un aumento del monto total a pagar entre 50% y 70% para un usuario de nivel medio (hasta 500 m³ por bimestre). A estas subas habría que adicionar las que solicitada por las distribuidoras mayoristas: Transportadora de Gas del Sur ha requerido un incremento de 26,9% y Transportadora de Gas del Norte otro de 15%. Luego, en abril regirá el ajuste por aumento del precio del gas en boca de pozo.

En definitiva, sólo este ejemplo muestra que la dinámica de los precios regulados, además de la de los salarios, y la del tipo de cambio, tornará en extremo difícil el cumplimiento de las metas de inflación del BCRA.

3. *A la espera de los “brotes verdes”...*

En materia de actividad económica el balance del segundo semestre no es positivo. Muy poco se ha visto de la “lluvia de inversiones” para la actividad productiva, y los llamados “brotes verdes” de julio-agosto se secaron en pocos días. A diferencia de algunos diagnósticos del sector privado, la actividad económica no encontró su “piso” de caída en agosto pasado, y no es claro que ello esté alcanzándose en el mes de noviembre.

Los siguientes indicadores muestran un comportamiento mixto, que aun en presencia de bajas interanuales de algunos indicadores parecieran sugerir signos de una incipiente salida gradual de la persistente recesión:

CUADRO 2. INDICADORES DE ACTIVIDAD

Indicador	Período	Unidades	Observación
Recaudación IVA	Noviembre 2016	Var. mensual	+6,3%
	Enero-Noviembre 2016	Var. interanual	+35,4%
Ingresos al Sistema de Seguridad Social	Noviembre 2016	Var. mensual	+3,3%
	Enero-Noviembre 2016	Var. interanual	+33,4%
Índice Construya (venta de empresas líderes de insumos para la construcción)	Noviembre 2016	Var. mensual desestacionalizada	-4,0%
		Var. interanual desestacionalizada	-23,6%
	Promedio Ene-Nov 2016	Var. interanual desestacionalizada	-15,7%
Despachos de cemento (Asociación Argentina de Cemento Portland)	Noviembre 2016	Var. mensual	+9,0%
	Enero-Noviembre 2016	Var. interanual	-11,7%
ISAC (Actividad de la construcción - INDEC)	Octubre 2016	Var. mensual	-19,2%
		Var. interanual	-13,5%
EMI (Estimador mensual industrial - INDEC)	Octubre 2016	Var. mensual	-8,0%
		Var. interanual	-4,9%
Uso Capacidad Instalada industria manufacturera (INDEC)	Octubre 2016	% uso capacidad instalada	65,4%
	Septiembre 2016	% uso capacidad instalada	63,9%
	Octubre 2015	% uso capacidad instalada	71,4%
Exportaciones	Enero-Octubre 2016	US\$ M	48.314
	Enero-Octubre 2015	US\$ M	49.361
Importaciones	Enero-Octubre 2016	US\$ M	46.362
	Enero-Octubre 2015	US\$ M	50.503

Var. interanual
 -2,1%
 -8,2%

Fuente: datos de Secretaría de Hacienda, INDEC, Asociación Argentina de Cemento Portland y Grupo Construya.

El escenario externo juega también en contra: a) la República Popular China ha interrumpido sus compras de aceite de soja de nuestro país, b) la situación política de Brasil vuelve a complicarse y no hay indicios de buenas noticias económicas de ese país hasta ahora, y c) contra lo esperado hasta noviembre, el nuevo presidente electo en Estados Unidos resultó ser Donald Trump.

La viabilidad de ingresos sostenidos de divisas y de estabilidad cambiaria se torna menos factible que lo esperado pocos meses atrás por las autoridades. No parece factible una reactivación vigorosa de la demanda de importaciones de los mayores mercados emergentes, y la agenda del nuevo presidente de Estados Unidos preanuncia mayores tasas de interés internacionales, retorno de capitales a ese país, apreciación del dólar e iniciativas proteccionistas que pueden contraer el comercio mundial. Para Argentina implicará más dificultades para obtener divisas vía comercio exterior, y pago de mayores tasas de interés por la captación de nueva deuda externa. **En el mercado cambiario significa una presión permanente a la suba del tipo de cambio nominal esperado, aun cuando los ingresos de divisas por exportaciones o endeudamiento público contribuyan impulsar hacia abajo el precio del dólar.**

Si se reaviva la presión compradora de dólares, se complicará la estrategia anunciada de estabilizar la inflación *sólo* con metas de inflación y administración de una tasa de interés en pesos para pasés a 7 días. Una suba exagerada de tasas de interés para desalentar la salida de capitales podría ser en extremo recesiva y postergar aún más la reactivación de la inversión privada. No hacer nada podría conducir a una espiral dólar-precios-salarios de final incierto. A su vez, dado **el enorme stock de deuda del BCRA (LEBAC) que ya supera los \$ 700.000 M**, asoma un enorme déficit cuasifiscal devengado. Esto torna a la política monetaria cada vez más dependiente de las expectativas del sistema financiero, y no a las expectativas de mercado necesariamente convergentes a las metas del BCRA.

Con este horizonte, y en un año electoral, da la impresión que ya no admite más demora la reactivación de la inversión pública y también de la inversión privada. Si en el primer semestre de 2017 no se observan signos inequívocos de reversión de la actual estancamiento, el oficialismo enfrentará serias dificultades para imponerse en los comicios legislativos del año próximo.

¿LA TASA O EL DÓLAR?

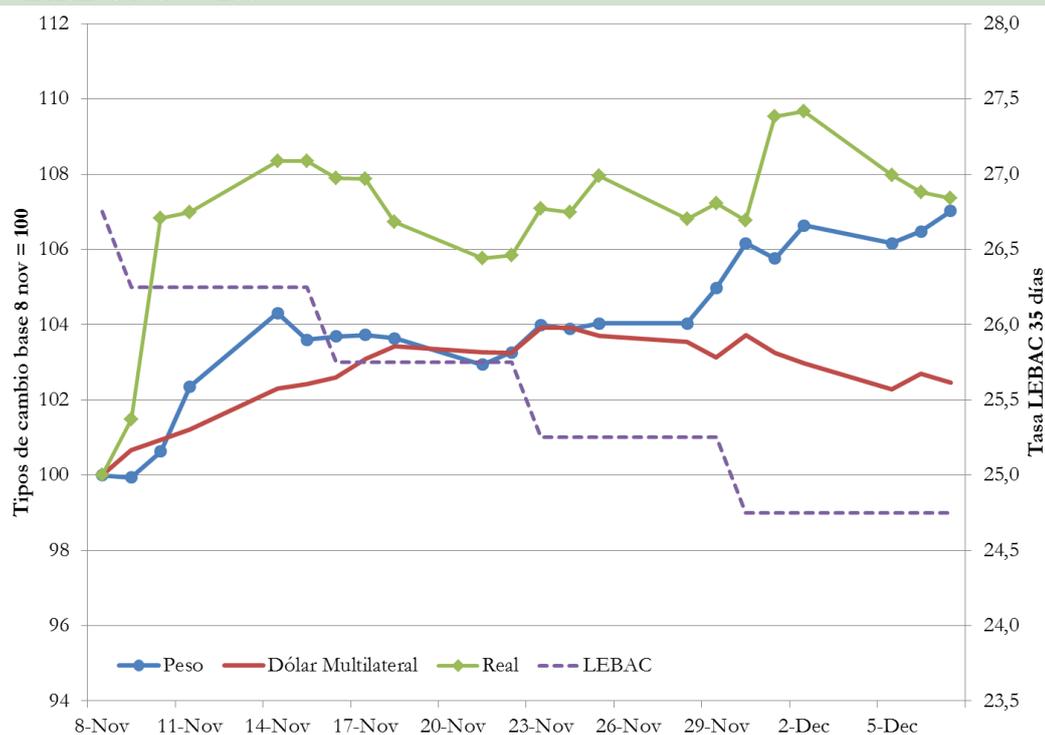
Gustavo Martín

Los últimos movimientos en el tipo de cambio comenzaron a generar ruido en inversores y temores injustificados cada vez que el BCRA recortaba su tasa de interés de referencia. La evidencia indica que las variaciones del tipo de cambio tienen poco que ver con la tasa en pesos y más con hechos externos. Asimismo, no parece haber evidencia de una dolarización de carteras.

1.- Tasa o dólar ¿quién mueve a quién?

Durante el mes de noviembre, el Banco Central disminuyó todas las semanas la tasa de interés de las LEBAC (a 35 días) desde 26,75% a 24,74% cortando la racha bajista en la primera licitación de diciembre. Los motivos en cada licitación fueron diversos y las reacciones de los inversores estuvieron marcadas por el supuesto “baja de tasas igual a suba del dólar”, incluso se ha justificado de esta manera los movimientos en la cotización del mismo. Sin embargo, un análisis detallado muestra que la relación es como la del huevo y la gallina, hay razones para suponer que tanto uno como el otro dieron origen a los movimientos en el otro.

GRÁFICO 1: TASA LEBAC 35 DÍAS Y ÍNDICE DÓLAR MULTILATERAL³ Y TIPOS DE CAMBIO
 BASE: 8 NOV= 100



Fuente: Bloomberg.

El día martes 8 de noviembre, se llevaron a cabo las elecciones presidenciales en EE.UU. hasta ese momento las chances parecían favorecer a la candidata demócrata Hillary Clinton. Ese mismo día, una vez cerradas las operaciones de mercado en Argentina, el BCRA dio a conocer su tasa de interés de referencia y los motivos de su decisión. En base a que, según el Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) recabado a fines de octubre, las expectativas de inflación habían caído la autoridad monetaria recortó la tasa en 50 puntos básicos. En la madrugada de ese día, sorpresivamente

³ El dólar multilateral (USDX o DXY) es un índice que mide el valor del dólar estadounidense con relación a una canasta de monedas extranjeras ponderadas: Euro (57,6%), Yen (13,6%), Libra Esterlina (11,9%), Dólar Canadiense (9,1%), Corona Sueca (4,2%) y Franco Suizo (3,6%). Para más detalles, ver la página web de la Reserva Federal de Estados Unidos <https://www.federalreserve.gov/releases/h10/summary/>

(para muchos) el candidato republicano Donald Trump se hizo con la victoria en EE.UU. y comenzaron los movimientos en las cotizaciones de las monedas. El real llega depreciarse un 8%, el dólar multilateral se apreció lentamente y el peso acompañó algo rezagado el movimiento del real y del dólar. En suma, en este caso, **el movimiento del tipo de cambio nada o poco tuvo que ver con el recorte de tasas.**

El martes 15 de noviembre, con los datos de inflación al mes de octubre ya publicados el BCRA consideró en su comunicado de política monetaria que se encontraba dentro de sus objetivos de inflación de mediano plazo y para el último trimestre del año. Asimismo, en ese mismo comunicado hizo referencia, por el triunfo de Trump, a la volatilidad de las cotizaciones de las monedas y a cómo la depreciación del peso actuó de amortiguador del shock externo. Además, aclaró que tal depreciación no fue de carácter inflacionario. Por tales motivos, recortó nuevamente su tasa de interés de referencia en 50 puntos básicos. Otra vez, **los movimientos del valor del peso contra el dólar estuvieron disociados de la decisión de política monetaria.** Es más, según se observa en el gráfico, las cotizaciones del peso y del real durante la semana en cuestión mostraron apreciaciones por lo que la baja en la tasa tampoco afectó los movimientos del tipo de cambio del peso contra el dólar.

En la tercera baja de la tasa de las LEBAC de noviembre, el día martes 22, el BCRA justificó la decisión de recortar otros 50 puntos básicos en que los datos de IPC de la Provincia de San Luis, del Sistema de Precios Mayoristas y de Costos de la Construcción no mostraron aceleración alguna y por el contrario se mantuvieron en línea con un sendero decreciente de la inflación. Este mismo día, se observó que tanto el real como el peso comienzan a depreciarse contra el dólar nuevamente. Cabe destacar que la tasa se dio a conocer **luego que se cerrara el mercado de cambios por lo que nada tuvo que ver con la depreciación del peso.** Asimismo, se puede suponer que los inversores continuaban favoreciendo la tasa en pesos por sobre una inversión en dólares ya que en la licitación de LEBACS del martes 22 de noviembre se ofertaron unos \$22.476 M más que en la licitación del martes anterior aún a pesar de los movimientos en el tipo de cambio y de la tendencia bajista en la tasa.

En la última licitación de noviembre, el BCRA justificó la baja de otros 50 puntos básicos de la tasa de interés en las LEBAC a 35 días en que “las estimaciones y los indicadores de alta frecuencia de fuentes estatales y privadas monitoreados por el Banco Central de la República Argentina (BCRA) sugieren que durante el mes de noviembre los precios se mantienen en línea con su objetivo planteado en mayo de una inflación promedio del 1,5% o menor (equivalente a 19,6% anualizado o menor) en el último trimestre de 2016”, es decir en datos publicados de manera privada con acceso restringido a clientes únicamente. Sin embargo, en el gráfico se observa que tanto el real como el peso habían comenzado a depreciarse una vez más al tiempo que el dólar perdía algo de terreno. De esta manera, es posible suponer que la autoridad monetaria aprovechó que el tipo de cambio ya se había depreciado contra el dólar y decidió bajar las tasas en consecuencia, con lo cual esta vez el cambio en la cotización del dólar precedió al movimiento de la tasa. Aún a pesar del sendero bajista en la tasa de interés, se ofertó un monto apreciable, si bien inferior al de la semana anterior a esta licitación y al del 8 de noviembre, superó en \$6.996 M a la licitación del 15 de noviembre. De esta manera, también se puede suponer que los inversores todavía seguían favoreciendo la inversión en pesos.

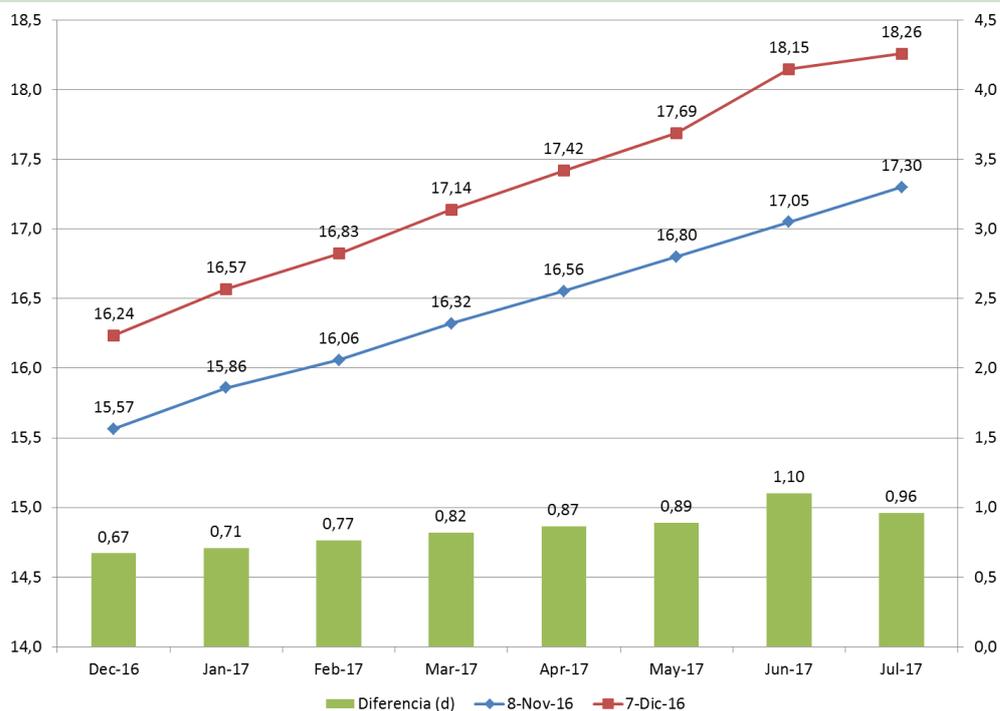
Finalmente, la primera licitación de diciembre mostró un quiebre, quizás momentáneo, en la tendencia bajista de la tasa de las LEBAC a 35 días. En esta ocasión, el BCRA decidió mantener la tasa de interés de referencia en virtud de que las expectativas de inflación para el año que viene se habían incrementado según el REM recabado a fines de noviembre. En cuanto al real y al peso, en el gráfico se observa que mientras el primero se aprecia el segundo muestra una nueva depreciación. Este movimiento comenzó con anterioridad a la decisión de política monetaria por lo que podría suponerse que tiene que ver con el **incremento de las expectativas de inflación y quizás con una expectativa de continuidad en la baja de tasas** (aunque el monto de las ofertas para licitar LEBACS a 35 días haya sido \$1.700 M superior al de la semana anterior). En este caso se presume que los inversores comenzaron a dolarizarse.

2.- El dólar futuro y los idus de diciembre

Por su parte el dólar futuro de ROFEX acusó las variaciones en los movimientos del dólar por el efecto Trump, del real por caída en las expectativas de crecimiento⁴ y el incremento en las expectativas de inflación locales para el año que viene. En promedio, la curva de dólar futuro ascendió 85 centavos desde el 8 de noviembre al 7 de diciembre.

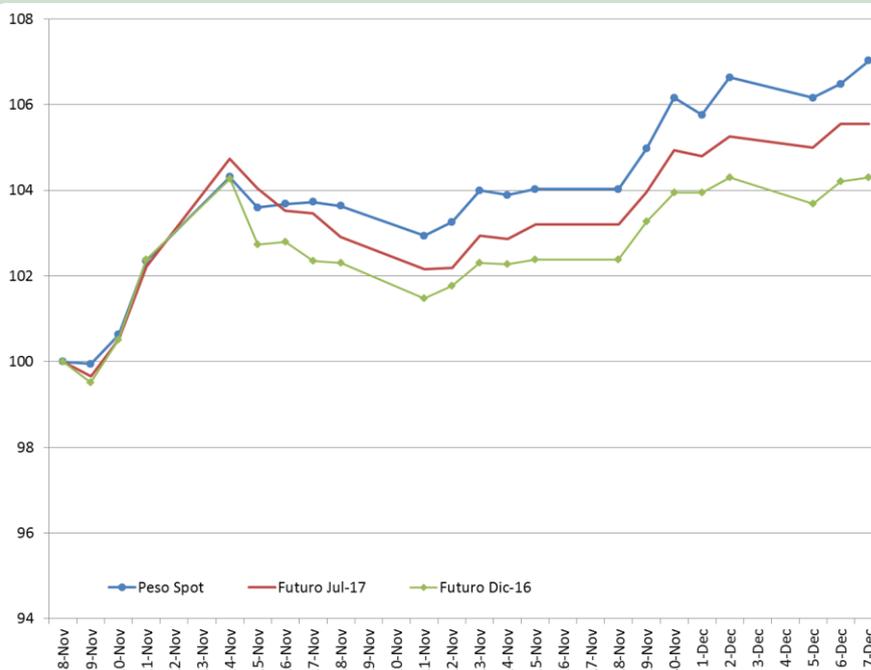
⁴ Ver el Relevamiento de Mercado (FOCUS) del Banco Central de Brasil en <https://www.bcb.gov.br/pec/GCI/PORT/readout/readout.asp>

GRÁFICO 2: DÓLAR FUTURO



Fuente: ROFEX

GRÁFICO 3: EVOLUCIÓN PESO SPOT Y FUTUROS. BASE: 8 NOV = 100



Fuente: ROFEX.

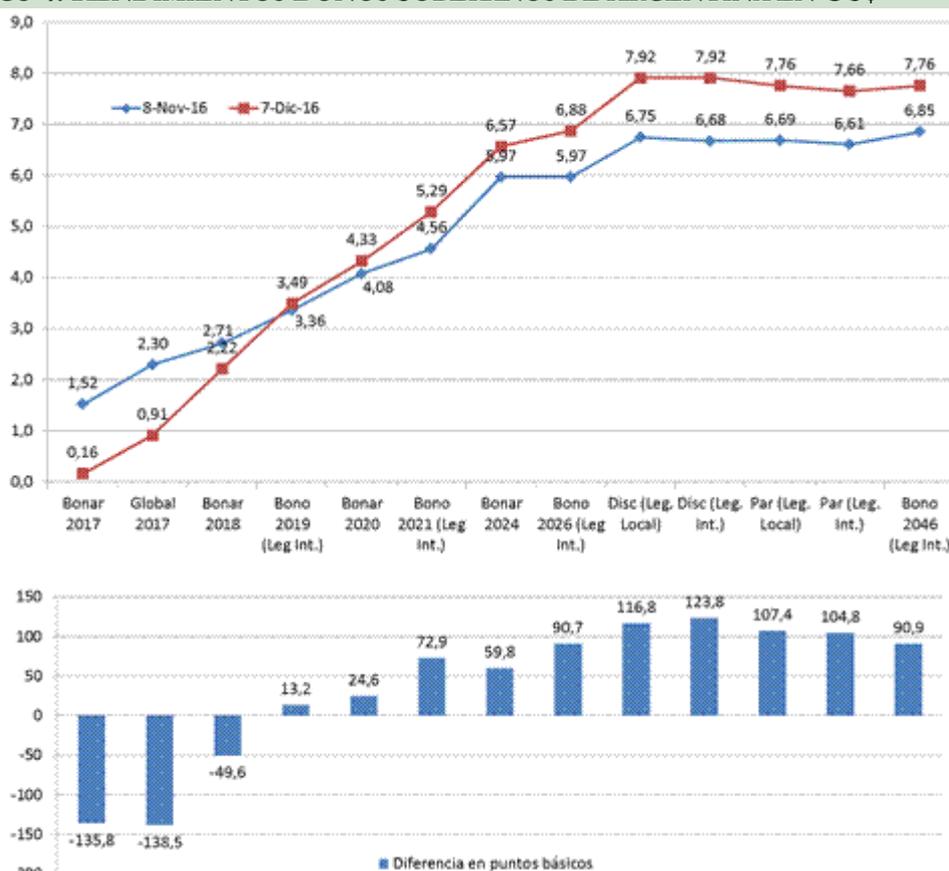
Cabe preguntarse, ante la continuidad de este movimiento en las cotizaciones, si seguirá ascendiendo o si el movimiento es transitorio. Se destaca que a plazos más largos se observa una diferencia mayor contra las cotizaciones anteriores con un quiebre singular en junio de 2017 donde la diferencia es la mayor.

Sin embargo, al observar las cotizaciones desde el 8 de noviembre, se destaca que la cotización spot fue la que tuvo mayor movimiento, depreciándose un 7% contra un 5,5% del futuro a julio de 2017 y apenas 4,3% del futuro a fin de este año. Esto permite suponer que probablemente el tipo de cambio spot tuvo movimientos transitorios que seguramente amainarán hacia la segunda mitad de diciembre. Es más, según datos de CIARA-CEC⁵, las liquidaciones por exportaciones de granos y oleaginosas de noviembre son superiores a las de octubre y acumulan en el año un 26,4% más que a la misma fecha del año pasado y es de las más altas desde 2003. De esta manera, se genera cierta presión a la baja en la cotización del tipo de cambio que posiblemente comience a observarse hacia fines de diciembre cuando la demanda por pesos se incremente por estacionalidad.

3.- Los Bonos en Dólares y el Efecto Trump

En cuanto a los bonos en dólares, que se suponen deberían ser el reflejo de la dolarización de las carteras, tuvieron caídas en sus cotizaciones desde el 8 de noviembre. Sin embargo, si bien el efecto Trump jugó en contra de las cotizaciones de los bonos de varios países emergentes, es la expectativa de una suba de tasas más acelerada la que probablemente haya tenido más que ver con los movimientos en dichas cotizaciones. Asimismo, frente a un escenario en que la tasa de interés de referencia de la FED llegaría a 3,5% hacia fines de 2018 no sólo se encarecen las refinanciaciones que debe llevar a cabo el gobierno argentino el año que bien, por unos US\$ 30.000 M aproximadamente entre capital e interés, sino que además los instrumentos soberanos probablemente pasarían a ser a tasa variable en vez de a tasa fija para volverlos más atractivos a los inversores⁶. Todo esto impacta de manera negativa en particular en los bonos soberanos con mayor plazo hasta su vencimiento.

GRÁFICO 4: RENDIMIENTOS BONOS SOBERANOS DE ARGENTINA EN US\$

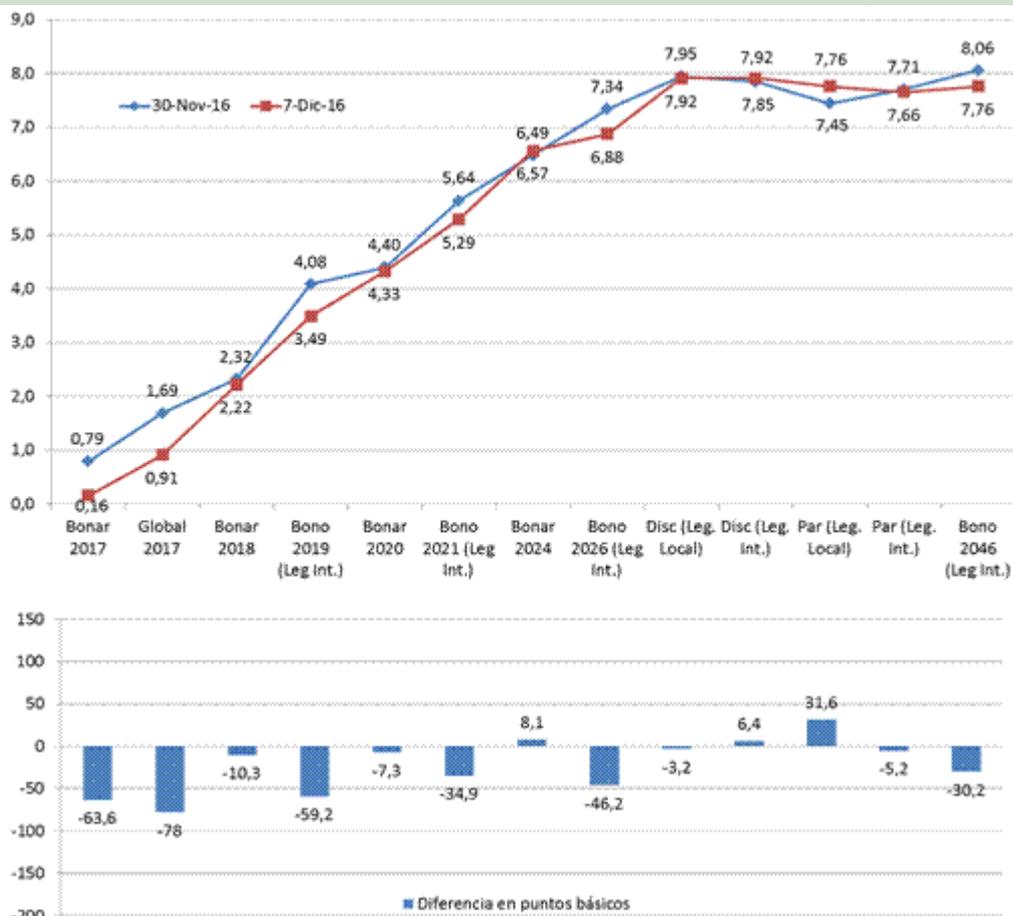


Fuente: Bloomberg

⁵ Cámara de la Industria Aceitera de la República Argentina (CIARA) y el Centro de Exportadores de Cereales (CEC).

⁶ Cabe destacar lo peligroso que resulta emitir bonos a tasa variable con un déficit fiscal que este año sería de 4,8% del PIB y el que viene probablemente no baje del 4%. La otra alternativa que le quedaría al gobierno para que su deuda sea atractiva a los inversores es tratar de mejorar la calificación de la misma, pero para ello deberá ajustar el déficit más rápido de lo que está demostrando.

GRÁFICO 5: RENDIMIENTOS BONOS SOBERANOS DE ARGENTINA EN US\$ 30 DE NOVIEMBRE



Fuente: Bloomberg

Los gráficos son contundentes en cuanto a cuál fue la causa en la evolución de los rendimientos de estos bonos: indudablemente **el efecto Trump deprimió las cotizaciones de los bonos de los países emergentes y no un movimiento hacia la dolarización de carteras por efecto de suba del tipo de cambio a principios de diciembre**. Si bien desde el 30 de noviembre al 7 de diciembre los rendimientos caen, las variaciones no son tan significativas como para acusar un efecto de una corrida hacia activos denominados en dólares. De todos modos, el escenario de suba de tasas internacionales con posibles cambios en la estructuración del pago de servicios de los bonos (a tasa flotante) también tenga que ver con que haya menor demanda por estos instrumentos a tasa fija.

4.- En suma: todo es estrategia

Las tasas de interés internacionales, el cambio de los escenarios político y financiero (local e internacional) a partir del año que viene, las expectativas de inflación y la política monetaria del BCRA, y las entradas de dólares al país son las variables que hay que tener en cuenta para plantear las estrategias de inversiones financieras y reales del año que viene. En particular, la incertidumbre política de los últimos días conspira contra las inversiones reales del país. Las demás variables generan ruidos en el imaginario de los agentes locales acerca del tipo de cambio que en realidad se mueve por otros motivos y confunde a pequeños inversores y analistas. Frases como “se disparó el dólar” comenzaron a sonar en los medios de comunicación, pero sin aclarar debidamente las razones subyacentes de tales movimientos ni sopesar la magnitud de tales movimientos. De cara al año que viene se plantea un escenario en el cual, si se quiere mantener el valor financiero de los activos, habrá que estar atento a la evolución de las expectativas de inflación y crecimiento, movimientos del real y el dólar multilateral y las tasas de interés locales e internacionales, y pensar de manera estratégica hacia el corto y mediano plazo para no caer en trampas transitorias que lleven a una dolarización precipitada de los activos, o dejar de invertir en activos en pesos.

PANORAMA INTERNACIONAL

CAMBIO DE RÉGIMEN

Jorge Viñas

Mientras Donald Trump va delineando los primeros pasos que tendrá su Gobierno, la economía de EE.UU. se enfrenta a un profundo cambio de régimen económico con consecuencias significativas sobre tasas de interés, tipo de cambio, crecimiento e inflación. Esto genera repercusiones gravitantes en el resto del mundo, y en los países emergentes en particular. Si bien en el nuevo escenario asoman numerosos riesgos, por el momento los mercados financieros han mantenido un sesgo optimista.

1. Los primeros pasos de Trump como Presidente electo, en medio de la calma financiera.

Transcurrido un mes desde el sorpresivo triunfo de Donald Trump en las elecciones presidenciales de EE.UU., la economía estadounidense se enfrenta a un profundo cambio de régimen, tanto respecto a las políticas macroeconómicas y sectoriales vigentes desde la crisis financiera internacional, como respecto a sus relaciones económicas con el resto del mundo.

Todavía faltan cuarenta días para la asunción del Presidente electo, que se concretará el 20 de enero de 2017, y subsiste un alto nivel de incertidumbre respecto al contenido concreto de las políticas que impulsará el nuevo gobierno, así como el grado de éxito que tendrá en su implementación. Si bien ya se han confirmado varios miembros del nuevo gabinete, como los Secretarios del Tesoro, de Trabajo y de Educación, todavía faltan algunas designaciones clave, en especial quién ocupará la Secretaría de Estado, que tendrá a su cargo las relaciones internacionales⁷.

El Secretario del Tesoro será **Steven Mnuchin**, ex ejecutivo de Goldman Sachs, quien venía desempeñándose como jefe de finanzas en la campaña de Trump. La Secretaría de Trabajo estará a cargo de **Andy Puzder**, Presidente de una compañía dueña de varias cadenas de comida rápida en EE.UU., es un enemigo de los sindicatos, habiendo siempre abogado en contra de la suba del salario mínimo y otras conquistas sindicales por considerarlas barreras para la incorporación de los jóvenes al mercado laboral. **Betsy De Vos**, elegida para la Secretaría de Educación, es una férrea opositora al control estatal de la educación pública y defensora de la libertad de elección de la educación. Como Procurador General, Trump eligió al Senador **Jeff Sessions**, crítico acérrimo de las políticas del Departamento de Justicia, especialmente en lo referido a inmigración.

Los antecedentes de los miembros del gabinete ya designados, así como las declaraciones y acciones más recientes del propio Trump, apuntan a que el Presidente electo está dispuesto a avanzar con los principales lineamientos de su campaña, cuyos pilares fueron la desregulación económica, el activismo fiscal e industrial y una postura más proteccionista en materia de comercio exterior. Sin embargo, todavía no está claro el grado de profundidad con que avanzará, sea por propia decisión o por los límites que encontrará dentro del sistema institucional estadounidense, especialmente en aquellas iniciativas más extremas y polémicas.

Pese a las incógnitas aun no despejadas y los riesgos inherentes al cambio de régimen que se avecina, hasta el momento los mercados financieros han tenido una reacción diversa, pero en general benigna. Con algunos ganadores y otros perdedores, pero en todos los casos muy lejos del caos financiero que muchos auguraban en caso de un triunfo de Trump.

En efecto, las expectativas prevalecientes antes de las elecciones apuntaban a que, en caso de que Trump diera la sorpresa, los inversores buscarían protegerse de la amenaza de desastre económico que representaba el candidato Republicano, saliendo de los activos más riesgosos como las acciones y buscando protección en los activos considerados de “refugio”, como los bonos del Tesoro y el oro. Así mismo, la Fed se vería obligada a extender los estímulos monetarios, para evitar un contagio financiero a gran escala.

⁷ Al cierre de esta edición, diversos reportes daban como un hecho que el próximo Secretario de Estado será **Rex Tillerson**, actual CEO de la petrolera Exxon Mobile, quien tiene lazos estrechos con Rusia.

Lejos de eso, el principal índice accionario de EE.UU., el S&P 500, acumuló al 9 de diciembre una suba del 5,6% desde el día de las elecciones, alcanzando un nuevo máximo histórico; las tasas de retorno de los bonos del Tesoro subieron en todos los plazos, 60 puntos básicos (p.b.) en el caso del bono a 10 años; y la cotización del oro bajó un 9%. En este contexto, la Fed se apresta a subir la tasa de Fondos Federales en 25 p.b. en la reunión del 14 de diciembre⁸. Los que sí sufrieron ante la suba de los rendimientos de los bonos del Tesoro de EE.UU. son los mercados emergentes, que registraron caídas significativas en bonos, acciones y monedas, aunque se recuperaron parcialmente desde principios de diciembre. Entre los más castigados sobresale el peso mexicano, que al 9 de diciembre acumula una depreciación del 11% frente al dólar desde las elecciones del 8 de noviembre (en el peor momento llegó a depreciarse más del 13%).

2. *Hacia un nuevo mix de política económica: impacto potencial en tasas de interés, crecimiento e inflación.*

La economía de EE.UU. llegó a las elecciones presidenciales en una situación no muy alentadora. Un crecimiento del PIB muy moderado, que no superaba el 2% anual, inversión privada poco dinámica, productividad declinante y una tasa de participación en el mercado laboral muy inferior al de décadas anteriores. Los estímulos monetarios, que habían sido útiles para evitar una catástrofe peor en la crisis financiera internacional y luego sirvieron para generar una reactivación modesta y evitar una recaída en recesión, ya no surtían los efectos deseados y empezaban a tornarse contraproducentes.

Desde diversos ámbitos, se reclamaba una participación más activa de la política fiscal, como complemento de la política monetaria, para sacar a la economía de la mediocridad en la que estaba inmersa e impulsar un crecimiento más vigoroso y sostenido. Sin embargo, con el *statu quo* vigente en Washington hasta ese momento, la política fiscal estaba inmovilizada. Las negociaciones entre la Administración controlada por los Demócratas, siempre propensos al gasto social y distributivo, y el Congreso con predominio de los Republicanos, que pregonan la austeridad, el Estado mínimo y la baja de impuestos, no tenían ninguna posibilidad de progreso. Esto dio lugar a una parálisis que derivaba en una persistente postura fiscal entre neutral y restrictiva, a contramano de los estímulos fiscales que se requerían.

Dado que el resultado de las elecciones más probable era que dicho status quo se mantuviera, con la llegada de Hilary Clinton a la Casa Blanca y los Republicanos reteniendo la mayoría en el Senado, todo apuntaba a que el mix de política monetaria expansiva con política fiscal neutral/contractiva, se perpetuara en el tiempo.

De pronto, el resultado “sorpresivo” de las elecciones, con el triunfo de Trump y el control del Congreso retenido por el Partido Republicano, cambia radicalmente el escenario. El activismo fiscal de Trump promulgado en la campaña, que abarca baja de impuestos y planes de infraestructura, ahora podría tener chances de avanzar. Las negociaciones no serán fáciles, ya que el partido republicano ha tenido diferencias de fondo con Trump y no se va a alinear pasivamente. Pero las posibilidades de llegar a un compromiso del cual derive una postura fiscal más expansiva y pro-crecimiento han aumentado significativamente.

Si esto es así, se está en la antesala de un cambio de régimen económico mayúsculo. Dadas las condiciones actuales del mercado laboral, con la tasa de desempleo en el mínimo del ciclo actual de 4,6%, y un incipiente sesgo alcista en algunos indicadores salariales y de inflación subyacente, la postura fiscal más expansiva deberá ser compensada por una postura monetaria menos laxa. De lo contrario, la Fed se arriesgaría a que se desanclen las expectativas inflacionarias, algo que Yellen o cualquier otro en su lugar no va a permitir. El resultado sería una trayectoria de normalización de tasas más rápida que la que pronosticaban los miembros de la Fed, y que la que descontaba la estructura temporal de tasas de interés de mercado antes de las elecciones.

El nuevo mix de política fiscal expansiva y política monetaria convergiendo más rápidamente a la neutralidad, se traduce en un nuevo conjunto de variables macroeconómicas: tasas nominales y reales de interés más altas, tipo de cambio real más apreciado, cambio en la dirección de los flujos de capital que ahora retornarían a EE.UU. El efecto sobre el crecimiento económico y sobre la inflación depende de la reacción de la oferta agregada.

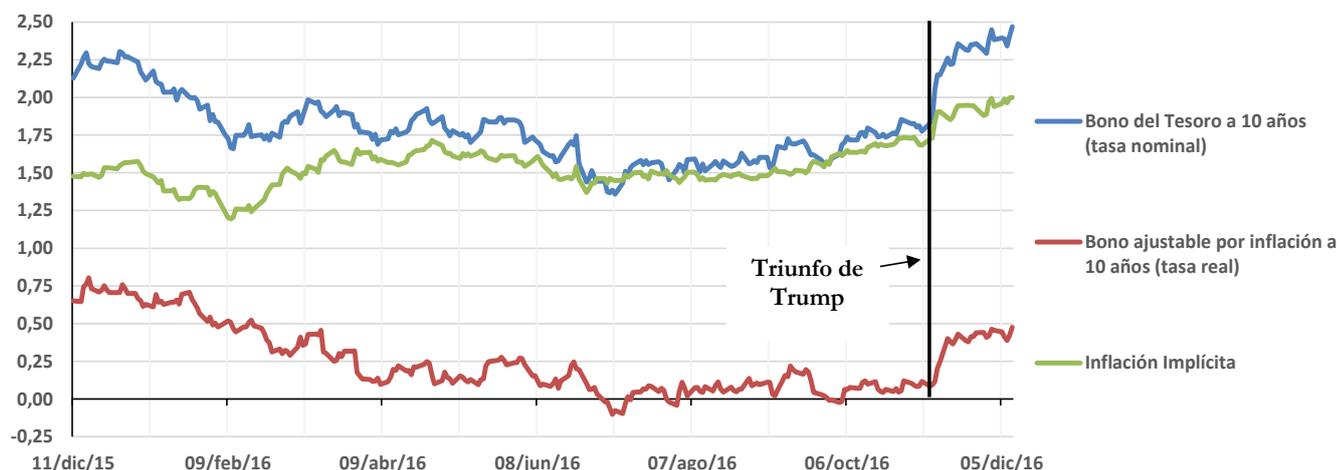
⁸ Al 9 de diciembre, la probabilidad de una suba de 25 p.b. en la reunión del 14 de diciembre, implícita en la cotización de mercado de los futuros de Fondos Federales es del 100%.

Si fuera cierto que la economía de USA está con un problema grave de productividad y con una caída estructural de la participación en el mercado laboral⁹, y eso no cambia, entonces es probable que el estímulo fiscal se vaya mayormente a inflación y muy poco a crecimiento (o si la política monetaria se endurece lo suficiente para mantener la inflación a raya, se generaría un *crowding-out* de la inversión privada)¹⁰.

Por el contrario, si el propio efecto directo de la política fiscal (por el estímulo de la baja de impuestos y por la reducción de cuellos de botella de los planes de infraestructura), y su efecto indirecto en términos de una reacción positiva de la oferta laboral (salarios más firmes que atraen nuevamente al mercado a la parte de la población que estaba inactiva), genera también una reacción positiva de la oferta, entonces el impacto será más fuerte en crecimiento y menor en inflación.

Hasta ahora, la reacción del mercado financiero muestra que la suba de las tasas de rendimiento nominal de los bonos del Tesoro se reparte en forma más o menos equitativa entre un aumento de tasas reales de interés y un aumento de las expectativas inflacionarias. Tomando como referencia el bono a 10 años, cuyo rendimiento nominal aumentó de 1,85% a 2,45% entre el 8 de noviembre y el 9 de diciembre, de los 60 p.b. de incremento, 35 p.b. corresponden a aumento de la tasa real (el rendimiento del bono a 10 años ajustable por inflación pasó de 0,10% a 0,45%) y 25 p.b. corresponden a aumento de la inflación implícita (de 1,75% a 2,0%):

GRÁFICO 6. EE.UU. EVOLUCIÓN DEL RENDIMIENTO DE LOS BONOS DEL TESORO A 10 AÑOS



Fuente: elaboración propia en base a datos de Bloomberg

3. Implicancias para la economía global

Si se concreta el cambio de régimen económico en EE.UU., las implicancias para la economía global, y para los países emergentes en particular, serían significativas:

- **Apreciación del dólar en términos multilaterales.** El proceso de normalización de tasas de la Fed llevará a un aumento del diferencial de tasas de interés frente al Banco Central Europeo (BCE) y el Banco de Japón (BOJ), lo que impulsa una apreciación del dólar (USD) frente al Euro (EUR) y el Yen (JPY). El Dollar Index (DXY), que sigue la evolución del USD frente a una canasta de divisas ponderadas por su participación en el

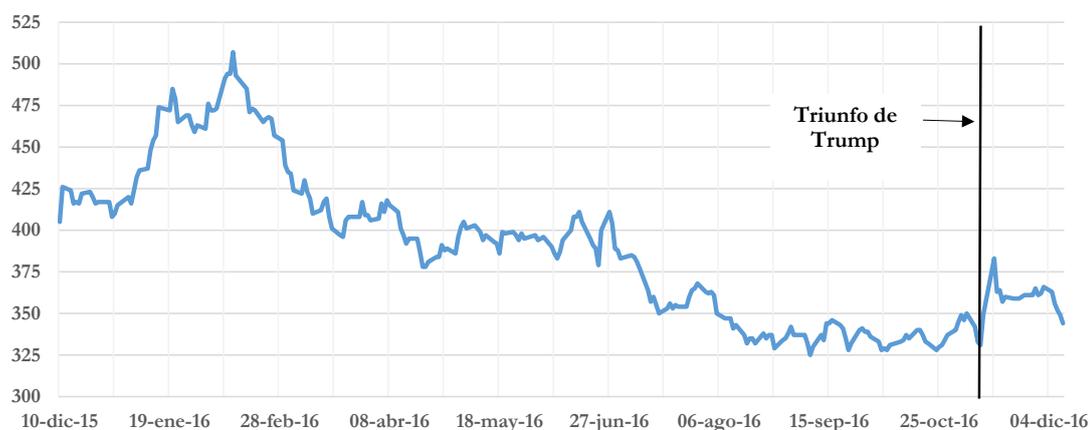
⁹ En los últimos 15 años, el sector privado no agrícola de la economía de EE.UU. registra una fuerte desaceleración de la productividad: el promedio móvil de 5 años del crecimiento de la productividad bajó de 3% anual en 2001 a un mínimo de 0,6% en 2016. Por otra parte, la Tasa de Participación de la fuerza laboral bajó de un máximo de 67% en el año 2000 a 62,7% en noviembre de 2016. Existe un fuerte debate respecto a si la desaceleración de la productividad y la caída en la tasa de participación obedecen a factores cíclicos o transitorios, o si por el contrario se trata de una tendencia secular.

¹⁰ Las políticas proteccionistas de la plataforma electoral de Trump, generalmente están asociadas a un mayor nivel de inflación y menores incentivos a las mejoras de productividad, debido a la menor presión de la competencia externa. Hasta ahora, Donald Trump ha anunciado la decisión de no avanzar en la conformación de la alianza comercial del Pacífico (TPP Trans Pacific Partnership), como primera medida concreta hacia una menor apertura comercial, mientras no ha emitido especificaciones respecto a otras medidas.

comercio exterior de EE.UU., acumula una apreciación del 4,7% desde las elecciones, ubicándose al 9 de diciembre en el nivel más alto desde principios de 2003.

- **Reversión en los flujos de capital.** El aumento de las tasas de interés en EE.UU., reduce el incentivo de los inversores a buscar rendimientos en activos más riesgosos. Esto fomenta una reversión en los flujos de capital hacia mercados emergentes, presionando al alza las primas de riesgo que se suma al aumento de las tasas libres de riesgo para generar un salto en el costo de capital y del endeudamiento para los gobiernos y empresas privadas de países emergentes. Hasta ahora, hubo una reacción inicial en este sentido, pero que se moderó rápidamente y se empezó a revertir a desde los primeros días de diciembre, de acuerdo a lo que muestra el spread del índice de bonos emergentes EMBIG Diversificado de JPMorgan (véase el gráfico 7).

GRÁFICO 7. EVOLUCIÓN DEL SPREAD DEL ÍNDICE EMBIG DIVERSIFICADO (EN P.B.)



Fuente: elaboración propia en base a datos de JPMorgan

- **Efecto ambiguo en precios de commodities.** La fortaleza del USD juega en contra de los precios de commodities, a la luz de la correlación negativa que presentan en términos históricos. Sin embargo, un crecimiento económico más firme podría derivar en mayor demanda, lo que podría impulsar aumento de precios en aquellos commodities de menor elasticidad de oferta. Entre los commodities que podrían salir beneficiados si se concreta este escenario se destacan los metales industriales como el cobre. Desde el día de las elecciones hasta el 9 de diciembre, el precio internacional del cobre acumula una suba del 11%.
- **Las monedas de países emergentes tenderían a depreciarse, con matices.** La apreciación multilateral del USD y la reversión en los flujos de capital presionan a la depreciación de las monedas emergentes. Aquellos países más beneficiados por un mayor crecimiento de EE.UU. (sea porque le siguen exportando o porque le exportan a sus proveedores), o productores de commodities con precios en alza, podrían salir relativamente mejor parados. Sin embargo, aquí entra a jugar la política proteccionista de Trump, que en caso que sea implementado al pie de la letra sería negativo para todo el mundo, en especial para sus socios comerciales más cercanos.

4. Riesgos múltiples para el nuevo escenario

El nuevo escenario económico que se abre con la llegada de Trump al poder, enfrenta riesgos en varios frentes para la economía de EE.UU. y para la economía global, que potencian la incertidumbre por la falta de detalles del plan de gobierno y por el carácter impredecible del Presidente electo.

- En primer lugar, no está claro los grados de libertad que los republicanos en el Congreso le otorgaran para impulsar su agenda. Si bien a priori parece que la capacidad de negociación de Trump será superior a la de los Demócratas, no hay que descartar completamente que la intransigencia del ala conservadora del Partido Republicano se convierta en un serio escollo para los planes fiscales de Trump.

- El nivel relativamente alto endeudamiento del que parte EE.UU., cercano a 80% del PIB en términos netos, podría poner algún manto de duda respecto a la capacidad de financiamiento de un programa fiscal agresivo que llevaría el ratio de deuda/PIB por encima del 100%. Si bien se trata de un nivel todavía inferior al vigente en algunos países de Europa (Italia) y Japón, que hasta ahora no han sufrido problemas de financiamiento, en caso que las tasas de interés suban en forma más significativa, podría constituir una amenaza para la sustentabilidad de la deuda.
- La apreciación multilateral del dólar, en caso de acentuarse, podría afectar severamente a los sectores transables de EE.UU., contrarrestando cualquier efecto positivo derivado de las políticas de desregulación, o incluso neutralizando el efecto de las políticas comerciales proteccionistas, como una suba de tarifas, sobre la competitividad de la industria estadounidense.
- Las repercusiones negativas en el resto del mundo por la suba de las tasas de interés, la apreciación del dólar y las políticas proteccionistas de Trump, podrían generar turbulencias financieras a nivel global que terminen impactando negativamente en EE.UU.
- Las represalias de aquellos países perjudicados por la política comercial de EE.UU. podrían escalar a una guerra comercial, con efectos muy nocivos para el desarrollo de los negocios y el crecimiento económico tanto en EE.UU. como a nivel global.

Por el momento, el comportamiento positivo del mercado de acciones en EE.UU., en especial de aquellos sectores más beneficiados por las políticas de desregulación, activismo fiscal y comercial favorecidas por el Presidente electo¹¹, muestra que los inversores han optado por no prestar demasiada atención a los riesgos que acechan. Pero esto podría aumentar el margen para la decepción una vez que estas políticas empiecen a ejecutarse, enfrentar contratiempos y revelar sus verdaderos costos.

COMMODITIES: IMPACTO DEL RECORTE EN LA PRODUCCIÓN DE PETRÓLEO

Eloy Aguirre

El pasado 30 de noviembre en Viena, los miembros de la OPEP decidieron reducir la producción de petróleo en 1,2 M de barriles diarios para el año 2017. El 10 de diciembre once países no miembros de la OPEP acordaron disminuir su producción en 558.000 b/d. Las perspectivas para el año 2017 son de suba en el precio internacional del crudo, precios de materias primas agrícolas que podrían mantenerse o descender y fortalecimiento del dólar.

1. *Petróleo*

A partir de julio de 2014 el precio internacional del petróleo se desplomó desde U\$S 115 el barril hasta valores por debajo de los U\$S 28 en enero del presente año. La fuerte reducción del precio internacional del crudo afectó las economías de los países de la OPEP¹², tal fue el impacto que Arabia Saudita, el mayor productor mundial de petróleo con 10,5 M de b/d¹³, presentó en abril de 2016 un Programa Nacional de Transformación (*Visión Saudí 2030*) con el objetivo de implementar una diversificación de la oferta de bienes, con creciente participación de sectores no petroleros en su economía.

Varios de los países exportadores de petróleo sufrieron déficits de cuenta corriente que fueron creciendo a raíz de la caída del precio del crudo. Asimismo, los fondos soberanos de inversión de países exportadores de petróleo como

¹¹ Los sectores económicos dentro del S&P500 que mejor performance han tenido desde el 8 de noviembre son: 1) El sector financiero, beneficiario de iniciativas de desregulación, así como de tasas más elevadas a mediano y largo plazo que mejoran su rentabilidad, y 2) El sector Industrial y de Materiales Básicos, beneficiario de los planes de infraestructura y del activismo industrial / proteccionismo de Trump.

¹² Organización de Países Exportadores de Petróleo.

¹³ Barriles diarios

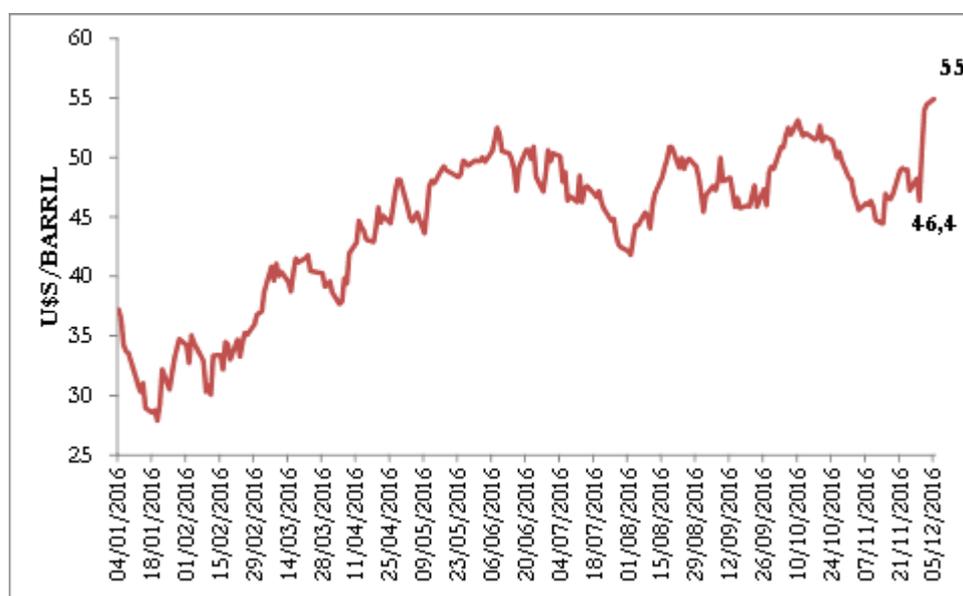
Noruega, Emiratos Árabes, Arabia y Rusia¹⁴ redujeron el valor de sus activos debido a la caída del precio del crudo y tuvieron que vender partes de sus posiciones en mercados financieros.

Luego de varias reuniones durante el año 2016, el pasado 30 de noviembre en Viena volvieron a reunirse los países miembros de la OPEP y en esta oportunidad los 14 miembros¹⁵ **acordaron reducir la producción de petróleo a 32,5 M de b/d** convalidando la reunión de septiembre en Argelia. El acuerdo menciona que varios países no miembros de la organización de países exportadores de petróleo, se comprometerían a recortar su producción en 600.000 b/d, de los cuales 300.000 b/d corresponderían a Rusia.

Posteriormente, el 10 de diciembre y también en Viena, once países petroleros no miembros de la OPEP acordaron una reducción de la producción a razón de 558.000 b/d. Los países que suscribieron este acuerdo son: **Azerbaiyán, Bahrein, Brunei, Guinea Ecuatorial, Kazajistán, Malasia, México, Omán, Rusia, Sudán y Sudán del Sur.** Los países miembros de la OPEP más beneficiados por la suba del precio del crudo serían **Angola, Venezuela y Nigeria** por la gran dependencia de estos países de la exportación de petróleo. En el caso de Venezuela y Angola, más del 90% de sus exportaciones son petróleo y sus derivados, y en Nigeria es más del 70% de las exportaciones.

Ante la casi certeza del logro de estos acuerdos, el precio del crudo aumentó más del 8% el pasado 29 de noviembre, y desde entonces, hasta el pasado 5 de diciembre acumuló una suba de 18,4%, alcanzando los U\$S 55 el barril. El gráfico 8 muestra la evolución del precio internacional del petróleo entre enero y diciembre del año 2016. La cotización del Brent al cierre de este reporte oscilaba entre U\$S 56,75 y U\$S 56,82, niveles máximos en lo que va de este año, y con tendencia creciente.

GRÁFICO 8: PRECIO INTERNACIONAL DEL PETRÓLEO BRENT. ENERO – DICIEMBRE 2016



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Reuters.

Según el último informe de la OPEP¹⁶, la producción de petróleo de países miembros alcanza en la actualidad los 33,6 M de b/d, por lo que el acuerdo significa una reducción de **1,2 M de b/d**. De cumplirse el acuerdo permitiría a los países productores de crudo disminuir la oferta mundial en un 2%.

¹⁴ Instituciones públicas que tienen como función administrar el dinero proveniente de exportaciones petroleras.

¹⁵ Los países que actualmente pertenecen a la OPEP son los siguientes: Angola, Arabia Saudita, Argelia, Emiratos Árabes Unidos, Ecuador, Gabón, Indonesia, Iran, Irak, Kuwait, Libia, Nigeria, Qatar y Venezuela.

¹⁶ *Monthly Oil Report*. Noviembre 2016.

Las naciones petroleras apuestan a que la reducción en la producción aumentaría el precio internacional del crudo y se estima que podría alcanzar los U\$S 60 por barril a comienzos de enero próximo. Según el reporte de la OPEP, en 2017 la oferta de países no miembros alcanzaría los 62,3 M de b/d, la producción de países miembros sería de 32,5 M de b/d y la demanda mundial de crudo rondaría los 95,5 M de b/d.

El acuerdo de los países de la OPEP enfrenta dos posibles problemas que podrían perjudicar a estas naciones y al propio acuerdo. En primer lugar, si el petróleo vuelve a cotizarse a más de U\$S 70 el barril, esto podría generar incentivos en EEUU para incrementar la producción de no convencional (*shale oil*) y volver a reducir los precios dada la mayor oferta de petróleo. En segundo lugar, no está claro cuánto va a recortar cada país, y aquí juega un rol relevante la antigua rivalidad entre Irán y Arabia Saudita. El gobierno de Irán sostiene que las sanciones sobre comercialización de crudo que tenía la nación persa desde 2012¹⁷, no le permitieron aumentar la oferta y por lo tanto no debería recortar su producción en gran medida. También ha señalado que Arabia Saudita incrementó fuertemente sus exportaciones debido a la guerra civil en Libia, los conflictos internos en Nigeria y a la propia situación iraní. Por lo tanto, deberían ser los sauditas quienes debieran reducir su producción en mayor proporción.

En el corto plazo los acuerdos de países miembros y no miembros de la OPEP tendrán un impacto en el precio del petróleo inferior al de los últimos 10 días. Pero **el acuerdo total de 25 países productores de petróleo para reducir la producción en 2017, es algo inédito desde el año 2001 y tendrá impacto visible en el precio del crudo durante el próximo año.**

2. Granos y Oleaginosas

La suba del precio del petróleo impactó positivamente en el mercado de biocombustibles que mostró un leve incremento del 2% en los últimos días. El precio del petróleo se relaciona indirectamente con los precios del complejo sojero debido a que la principal materia prima del biodiesel es el aceite de soja. Según un estudio publicado por la Bolsa de Cereales de Rosario¹⁸ existió una correlación positiva entre el precio internacional del aceite de soja y el precio del crudo WTI de 0,79 entre los años 2005-2014.

Asimismo, en cuanto a las perspectivas del mercado de materias primas agrícolas el último informe del Departamento de Agricultura de EEUU (USDA)¹⁹ proyecta una producción mundial de soja de 336,1 M de ton para la campaña 2016/2017. Del total de esta producción 119 M de ton corresponderían a EEUU, 102 M de t a Brasil y 57 M de ton a Argentina.

El único país que aumentó la proyección respecto del informe de octubre de USDA fue EEUU con +3 M de t. Esto se debe principalmente al crecimiento en los rindes por hectárea, en la campaña 2015/16 el rinde de soja en EEUU fue de 32,3 qq/ha²⁰ y la proyección para 2016/2017 es de 35,3 qq/ha, con un incremento del 2% en el área sembrada. Por el lado de la demanda, las proyecciones mantienen los 136,2 M de t por demanda de importación de soja mundial, de los cuales 86 M de t corresponden a China y 13 M a la Unión Europea.

El gráfico 9 muestra la evolución del precio internacional de la soja entre enero y diciembre del año 2016. A partir del segundo semestre se observa una fuerte caída que se detiene en octubre de 2016 y avizora rasgos de recuperación a partir de mediados de noviembre.

La recuperación se dio en parte por el incremento de la demanda desde China y el impacto de la subida del precio del crudo en los mercados de futuros. A su vez, las proyecciones de USDA sobre la oferta de la campaña 2017/18 indican que EEUU reduciría los rindes a 32,2 qq/ha, conduciendo a una baja de la producción en 9 M de toneladas, lo que podría impactar en el precio internacional dependiendo de la demanda futura de soja.

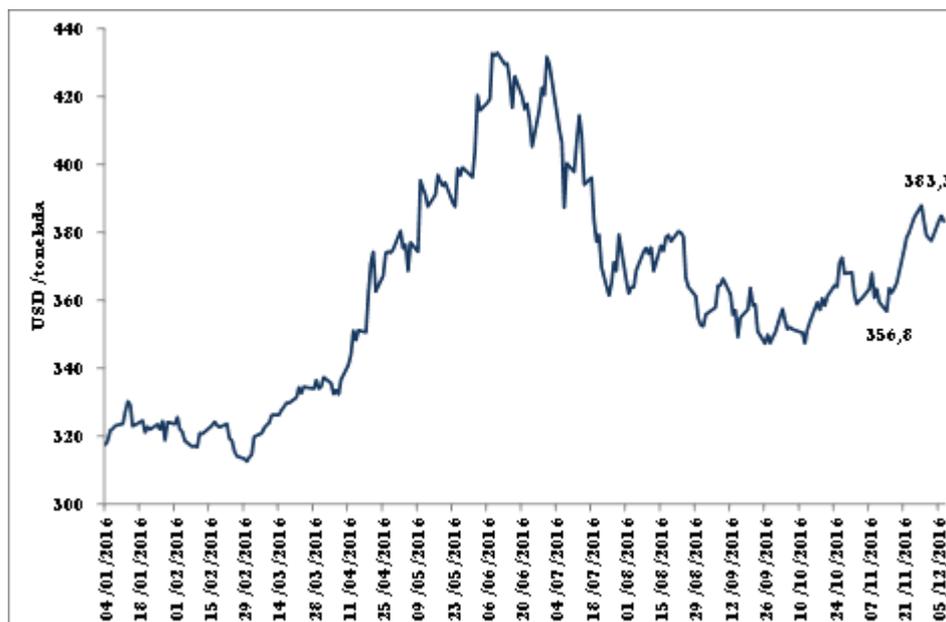
¹⁷ Las sanciones fueron levantadas en enero de 2016 luego de que se corroborara el cumplimiento del acuerdo firmado por Irán sobre la limitación de su programa nuclear.

¹⁸ La correlación entre el precio del barril de petróleo y el precio del poroto y aceite de soja. Diciembre 2014

¹⁹ *World Agricultural Supply and Demand Estimates*. Nov. 2016

²⁰ Quintales por hectárea

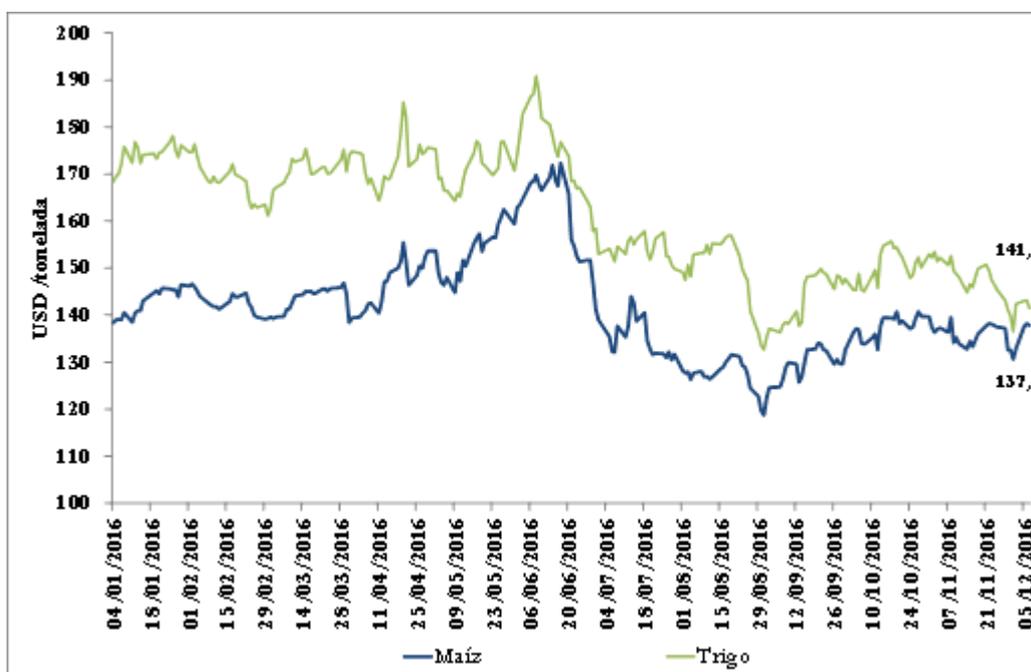
GRÁFICO 9: PRECIO INTERNACIONAL DE LA SOJA. ENERO – DICIEMBRE 2016



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Reuters

En el caso del maíz y el trigo los precios también caen desde principios del segundo semestre y se recuperan levemente a partir de septiembre de 2016, como se puede observar en el gráfico 10. Esto se debió principalmente al aumento de la oferta que fue mayor al de la demanda.

GRÁFICO 10: PRECIO INTERNACIONAL DEL TRIGO Y MAÍZ. ENERO – DICIEMBRE 2016



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Reuters

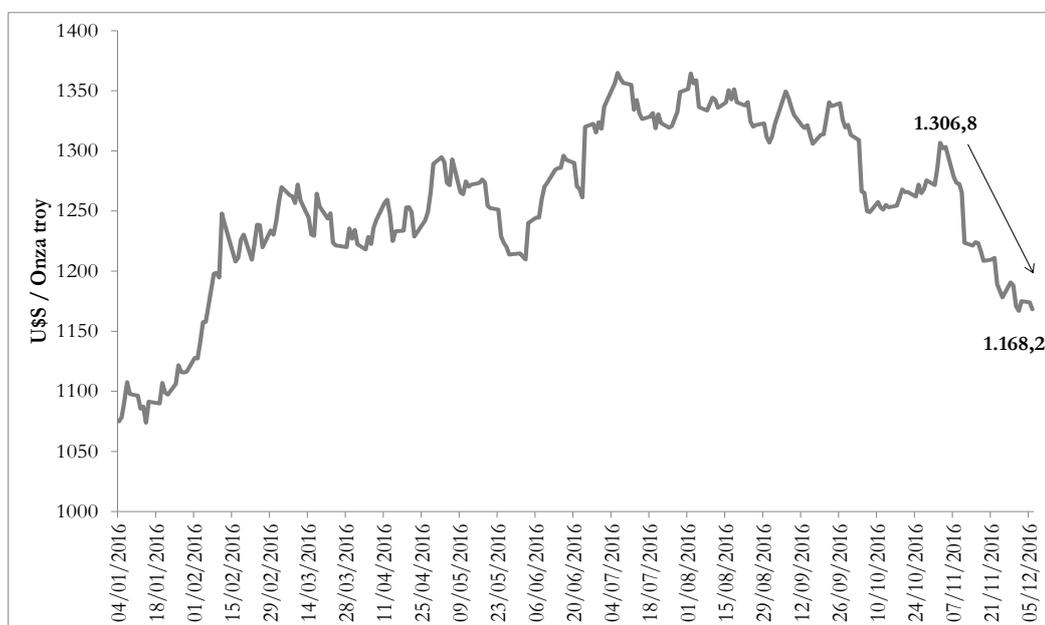
En el caso del maíz, según las estimaciones de USDA, la producción de EEUU (mayor productor mundial) aumentaría un 12% en 2016/17 respecto la campaña anterior, debido a un 7% de aumento en la superficie sembrada y un 4% en el rinde. Por su parte, para el trigo el USDA estima una producción mundial para 2016/17 de 744,7 M de ton,

1,3% mayor a la campaña anterior. La producción de trigo de China alcanzaría los 128 M de ton, la India 90 M de t, Rusia alcanzaría los 72 M de ton y EEUU 63 M de ton. La cosecha del hemisferio norte fue record y la oferta mundial continuaría superando a la demanda. En definitiva, las perspectivas son de crecimiento de oferta de cereales para el año próximo y precios que podrían mantenerse o descender en un contexto internacional de fortalecimiento del dólar

3. Oro

El oro, habitual de resguardo de valor ante crisis globales y alta volatilidad de los mercados financieros, reaccionó a la baja luego del anuncio de la OPEP cayendo su precio internacional en un 2%. Asimismo, luego del triunfo de Donald Trump en las elecciones presidenciales de los EEUU, el precio del oro continuó descendiendo y mostró una caída del 10% desde noviembre de 2016, como muestra el gráfico 11. A su vez, el índice S&P 500 se encuentra en un máximo histórico, los rendimientos de los bonos del Tesoro de EEUU aumentaron fuertemente en el último mes y el dólar se apreció contra varias monedas. Además, ante un escenario de “*fly to quality*” los capitales podrían migrar hacia los EEUU y se alejaría del oro dadas las perspectivas de baja volatilidad en los mercados financieros.

GRÁFICO 11: PRECIO INTERNACIONAL DEL ORO. ENERO – DICIEMBRE 2016



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Reuters

El precio otros metales como aluminio, plata y cobre aumentó también en los primeros días de diciembre por impulso del crudo. El aluminio subió 6,7% desde el 30 de noviembre, la plata 3,7% y el cobre 2,2%.

En síntesis, los acuerdos de países miembro y no miembro de la OPEP para recortar la producción de petróleo en 2017, provocó una rápida suba de los precios internacionales del crudo. Esta fue acompañada por subas en los precios de otras materias primas como soja, trigo, maíz, cobre, aluminio y plata. Según USDA se espera que las materias primas agrícolas aumenten su oferta el año que viene y si la Reserva Federal de los EEUU aumenta la tasa de interés en varias oportunidades en el 2017 junto con la apreciación del dólar, los precios de estos *commodities* podrían mantenerse en estos mismos niveles o descender. Esto también dependerá de la reacción de la demanda internacional, y principalmente de la República Popular China. En el caso del crudo la continuidad en la suba del precio dependerá del cumplimiento del acuerdo y del desarrollo de la producción del petróleo no convencional en EEUU.

El próximo año además, enfrentará vaivenes políticos asociados a las elecciones presidenciales en Francia, las parlamentarias de Alemania, la implementación del Brexit, y el primer año de gobierno de Donald Trump en EEUU. En este marco global, la reacción de los mercados de *commodities* será determinante para el ingreso de divisas en los países emergentes.

NOTA ESPECIAL

SERVICIOS BASADOS EN EL CONOCIMIENTO, UN SECTOR ESTRATÉGICO

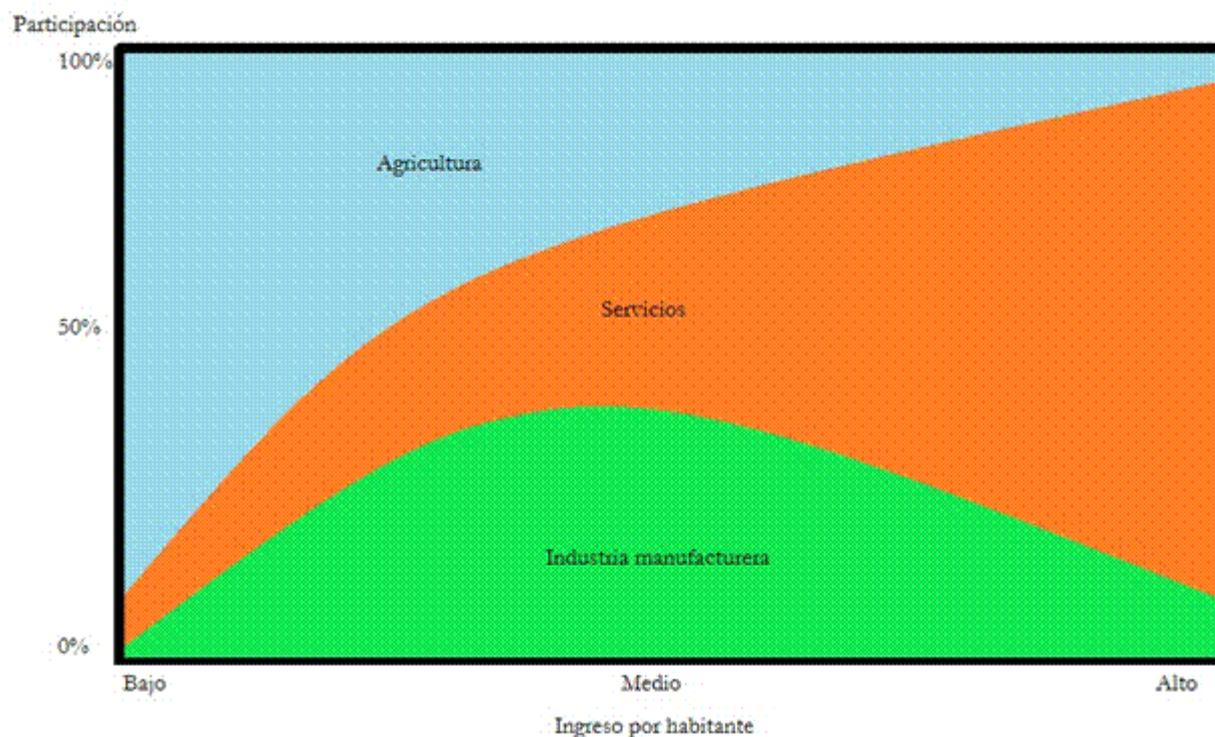
Romina Gayá

Los servicios ganan protagonismo en la economía mundial y los servicios basados en el conocimiento (SBC) se destacan por su dinamismo. Argentina no es la excepción y estas actividades son estratégicas: los SBC generan empleo de calidad, tienen un mejor desempeño exportador que otros sectores (ya son el segundo rubro exportador después del complejo sojero) y pueden convertirse en una herramienta de desarrollo regional. Este artículo examina las principales tendencias en materia de SBC a nivel mundial y en Argentina y explora las principales oportunidades y desafíos para continuar desarrollando el sector.

1. La era de los servicios

Durante buena parte del siglo XX, en muchos países –entre ellos Argentina– el concepto de desarrollo económico estuvo asociado al desarrollo industrial y se buscó promover las actividades manufactureras en detrimento de las primarias. En líneas generales, los servicios no aparecían en el eje de las políticas públicas por ser considerados actividades de baja productividad.

GRÁFICO 12: RELACIÓN ENTRE LA DISTRIBUCIÓN SECTORIAL DEL EMPLEO Y EL PRODUCTO POR HABITANTE



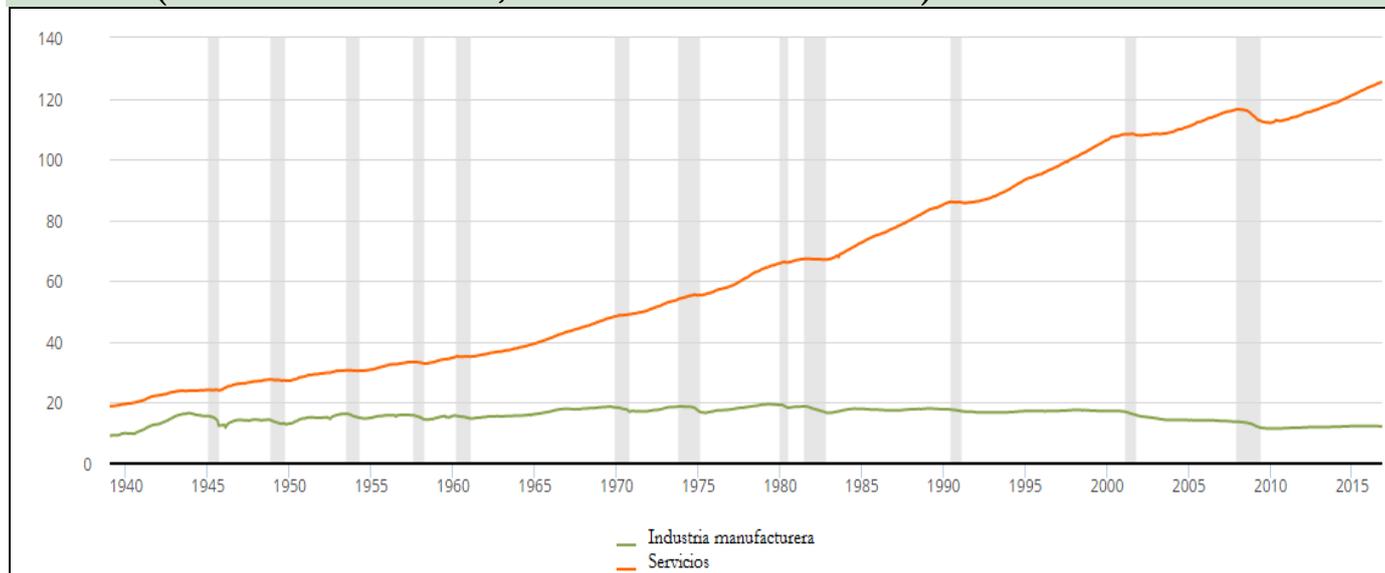
Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco Mundial.

Sin embargo, a partir de los años setenta y ochenta estas actividades ganaron protagonismo, especialmente en los países desarrollados y surgió evidencia de que cuando los países alcanzan un nivel de ingresos medios los servicios desplazan a las manufacturas en el consumo, la producción y la ocupación²¹ y de que existe una fuerte correlación

²¹ Manyika, James et al. (2012). *Manufacturing the future: The next era of global growth and innovation*. San Francisco: McKinsey Global Institute.

positiva entre el producto por habitante y la participación de los servicios en el empleo,²² tal como ilustra el Gráfico 1. El caso de Estados Unidos resulta muy ilustrativo: mientras el empleo en la industria manufacturera acumula una caída de más de 35% desde 1980, la ocupación en servicios creció casi 90% en el mismo período (Gráfico 2).

GRÁFICO 13: EMPLEO EN ESTADOS UNIDOS*
 (MILLONES DE PERSONAS, DATOS DESESTACIONALIZADOS)



* Áreas sombreadas corresponden a recesiones en Estados Unidos.

Fuente: Elaboración propia en base a datos de la Reserva Federal de St. Louis.

Los servicios también adquirieron relevancia en el comercio internacional. En 2015 representaron 22% de las exportaciones mundiales frente a 15% en 1980 y su contribución al total supera 40% cuando el comercio se mide en términos de valor agregado. **El mayor dinamismo corresponde a los servicios basados en el conocimiento (SBC)**, es decir aquellos servicios que utilizan intensivamente alta tecnología y/o que requieren trabajo calificado para aprovechar las innovaciones tecnológicas.²³ Este conjunto incluye actividades muy diversas como servicios contables, jurídicos, de asesoramiento, arquitectura, ingeniería, publicidad, audiovisuales, investigación y desarrollo, etc. Entre 2005 y 2014 las exportaciones globales de SBC crecieron a un ritmo promedio anual acumulativo (a.a.) de 11,8% mientras que los flujos totales de bienes y servicios aumentaron 7,2% a.a.²⁴

Gran parte del creciente protagonismo de los servicios en general y de los SBC en particular se vincula a un proceso de **“servificación” de las mercancías**, es decir a la incorporación de valor mediante servicios que son utilizados como insumos en la producción (ej. software) u ofrecidos conjuntamente con los bienes (ej. servicios postventa). Así, el proceso de manufactura propiamente dicho tiene cada vez menos peso en el valor de las mercancías pues los servicios se vuelven cruciales en todas las etapas de la cadena de valor: de acuerdo con las estimaciones de Kraemer, Linden y Dedrick (2011), en 2010 el costo laboral de ensamblaje y manufactura de componentes representaba apenas 5,3% del valor de un iPhone 4 mientras que el diseño y marketing explicaban 58,5%.²⁵

En el surgimiento de la “economía de los servicios” (*servinomics*) ha sido clave el desarrollo de las tecnologías de la información y las comunicaciones (TIC). En primer lugar, las TIC transformaron radicalmente la producción y el comercio internacional al hacer posible la **prestación remota** de servicios que hasta hace algunos años requerían que el proveedor y el cliente se encontraran físicamente en el mismo lugar (ej. servicios contables, jurídicos, de ingeniería, de

²² Schettkat, R., & Yocarini, L. (2006). “The shift to services employment: A review of the literatura”. *Structural Change and Economic Dynamics*, 17, 127-147.

²³ OECD. (1999). *Science, Technology and Industry -Scoreboard 1999 - Benchmarking Knowledge-based Economies*. Paris.

²⁴ Elaboración propia con datos de la OMC.

²⁵ Kraemer, Kenneth; Linden, Greg y Dedrick, Jason. *Capturing Value in Global Networks: Apple’s iPad and iPhone*. US National Science Foundation & Alfred P. Sloan

medicina, entre otros). Esto permitió que muchas empresas trasladaran actividades al extranjero (*offshoring*) en busca de mejoras de eficiencia y rentabilidad y dio lugar al surgimiento de cadenas regionales y globales de valor en las cuales se comercian cada vez más tareas e insumos intermedios y menos bienes finales.

Segundo, las TIC favorecieron la **aparición de nuevos servicios** cuyos mercados son extremadamente dinámicos. Por ejemplo, las ventas de aplicaciones para dispositivos móviles –inexistentes hace unos años– rondarían USD 50.100 este año y se duplicarían para 2020.²⁶

Tercero, el desarrollo de las TIC conduce a una **disolución de la frontera entre los bienes y servicios**, es decir a la transformación de bienes en servicios mediante su digitalización. Algunos ejemplos de ello son los *e-books* que reemplazan progresivamente a los libros impresos o la industria musical, donde a nivel mundial los ingresos provenientes del segmento digital (*downloading* y *streaming*) ya superan a los del formato físico.²⁷

2. Los SBC en Argentina

Argentina no ha sido una excepción a este fenómeno. **Los SBC cobraron protagonismo y se convirtieron en un sector estratégico porque generan empleo de calidad, tienen buen desempeño exportador y funcionan como una herramienta de desarrollo regional.** En el contexto actual existen importantes oportunidades y desafíos para la expansión de estas actividades.

- *Empleo y capital humano*

En la actualidad casi 416 mil asalariados trabajan en empresas de SBC en el sector privado registrado (6,3% del total, frente a 4,0% hace dos décadas) y se estima que 1 de cada 4 se dedica a la exportación.²⁸ El sector se distingue de otras actividades por sus remuneraciones elevadas (19% mayores a la media de la economía),²⁹ la menor informalidad (26,6% vs. 31,4%) y la calificación de la mano de obra: los profesionales universitarios constituyen 58% de los trabajadores en SBC, en tanto que apenas hay 11% de graduados en la fuerza laboral total.³⁰

Al tratarse de un sector intensivo en conocimiento, el capital humano es clave para el crecimiento del sector. Una de las fortalezas de Argentina es la disponibilidad de recursos humanos con buen dominio de inglés y de profesionales orientados a los servicios jurídicos, contables y asesoramiento³¹, arquitectura, diseño y publicidad. En contraste, la escasez de capital humano limita la escalabilidad de otros sectores como ingeniería³² e informática, en tanto que algunos de los sectores que concentran la mayor proporción de empleo del sector las probabilidades de automatización del empleo son medianas y altas, por lo cual existen riesgos en ese sentido. En ese contexto, resulta crucial fortalecer los contenidos de inglés, informática y matemática en todos los niveles educativos, promover la elección de las carreras con mayor potencial y favorecer una mayor articulación entre la academia y el sector privado para mantener actualizados los contenidos curriculares y contribuir a la inserción profesional.

- *Exportaciones y acceso a mercados*

Las ventas externas de SBC pasaron de USD 151 millones en 1996 a USD 6.446 millones en 2015 (Gráfico 3). Si bien se estancaron relativamente durante los últimos años, la evolución las exportaciones del sector fue mejor que la de las mercancías y el resto de los servicios. La participación de los SBC en las ventas externas totales pasó de 0,5% en 1996

²⁶ App Annie. (2016). *App Annie Mobile App Forecast: The Path to \$100 Billion*.

²⁷ IFPI. (2016). *IFPI Global Music Report 2016*. United Kingdom: IFPI.

²⁸ Fuente: Argencon.

²⁹ Observatorio de la Economía del Conocimiento (OEC). (2016). *Informe de servicios basados en el conocimiento N°2*. Ministerio de Producción – Subsecretaría de Servicios Tecnológicos y Productivos (SubseSTP). Noviembre.

³⁰ OEC (2016). *Informe de servicios basados en el conocimiento N°1*. Ministerio de Producción – SubseSTP. Junio.

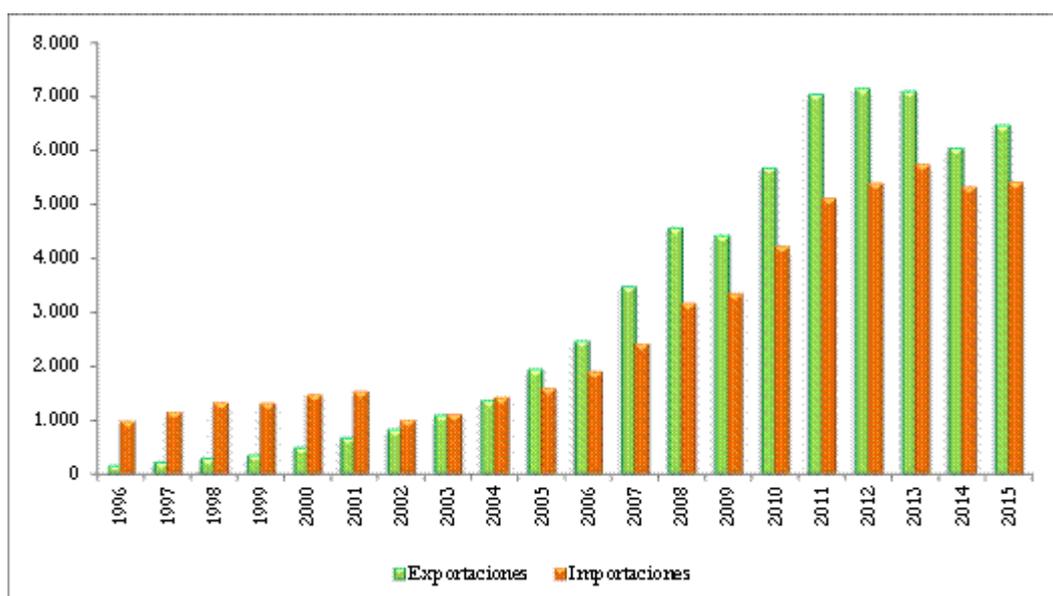
³¹ Entre las carreras de grado y pregrado vinculadas a SBC, más de 50% de los estudiantes y 60% de los graduados en 2014 pertenecían a disciplinas ligadas a servicios jurídicos, contables y de asesoramiento. Fuente: Gayá, Romina (2016). *Fortalecimiento de los servicios basados en el conocimiento en Argentina*. Mimeo.

³² Argentina tiene una baja proporción de estudiantes y graduados en comparación con otros países (ej. 6,0% en Argentina frente a 21,3% en México). Fuente: Banco Mundial.

a 9,1% en 2015, cuando se convirtieron en el segundo rubro exportador del país después del complejo sojero, superando incluso a la industria automotriz. En 2014 Argentina era el 32° exportador mundial de SBC y el segundo de Latinoamérica después de Brasil.³³

Argentina acumula más de una década de superávit en SBC (Gráfico 3) y es uno de los pocos países latinoamericanos con una balanza positiva en el sector. El excedente proviene de servicios empresariales, profesionales y técnicos (SEPT) y *software* y servicios de informática (SSI).

**GRÁFICO 14: EVOLUCIÓN DEL COMERCIO DE SBC DE ARGENTINA
 (MILES DE MILLONES DE DÓLARES)**



Fuente: Elaboración propia en base a INDEC.

Los SEPT representan aproximadamente tres cuartas partes del empleo y las exportaciones de SBC de Argentina. Como se observa en el Gráfico 4, en esta categoría se destacan los servicios contables, jurídicos y de asesoramiento, donde predominan los centros de servicios de grandes empresas multinacionales que venden a sus filiales en el resto del mundo o a terceros.

La composición de las exportaciones argentinas de SEPT fue cambiando durante la última década al ritmo de la apreciación real del peso: cobraron relevancia los servicios que emplean trabajo de mayor calificación en detrimento de las actividades menos sofisticadas. En la actualidad la mayor parte de los SEPT que el país vende al exterior corresponden a segmentos de complejidad media (contabilidad y finanzas, ensayos técnicos, publicidad, arquitectura, *payroll*, *marketing* y ventas) y en menor medida alta (consultoría y análisis de negocios, inteligencia de mercado y servicios legales).³⁴

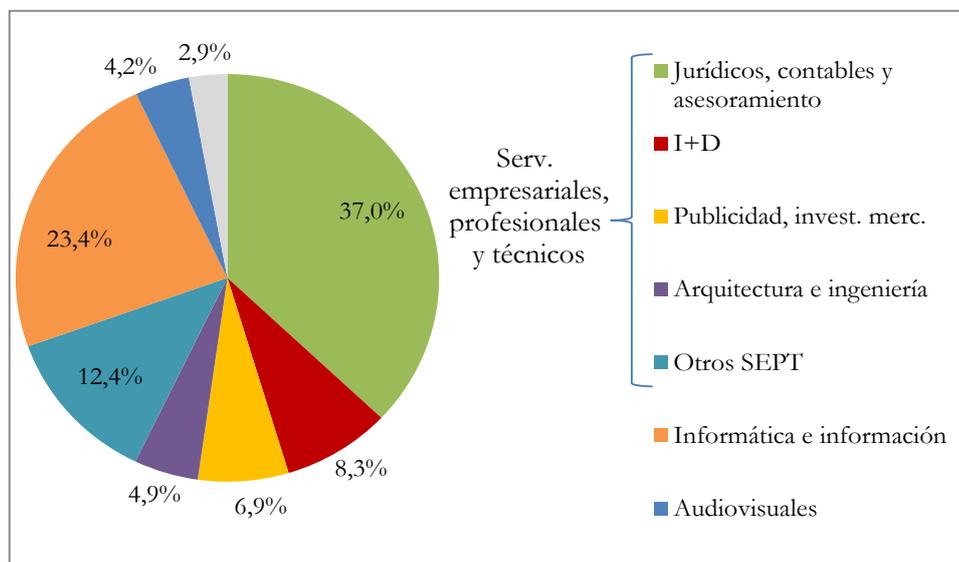
SSI ha sido el subsector más dinámico de los SBC y estuvo impulsado por el cambio de precios relativos que siguió a la salida de la convertibilidad, los instrumentos de promoción al sector, la disponibilidad de recursos humanos y capacidades empresariales, el auge del *offshoring* y las inversiones de empresas nacionales y extranjeras.³⁵ En la actualidad este rubro opera cerca del pleno empleo y Argentina es el principal exportador del MERCOSUR, al igual que en el caso de los servicios audiovisuales.

³³ Es preciso señalar que la información de México (segunda economía de la región) está incompleta. Fuente: Gayá, Romina (2016). *Fortalecimiento de los servicios basados en el conocimiento en Argentina*. Mimeo.

³⁴ López, Andrés y Ramos, Daniela. (2016). *Análisis tecnológicos y prospectivos sectoriales. Servicios empresariales*. CABA: MINCYT.

³⁵ Melamud, Ariel et al. (2016). "La cadena de valor del software y servicios Informáticos". *Boletín Informativo Techint* (351), 105-129. Enero-Junio. CABA: Techint.

GRÁFICO 15: COMPOSICIÓN DE LAS EXPORTACIONES ARGENTINAS DE SBC (1^{ER} SEMESTRE DE 2016)



Fuente: Elaboración propia en base a INDEC.

El mercado estadounidense es el principal destino de las exportaciones argentinas de SBC (41% del total en 2014), seguido por la UE (26%), MERCOSUR (9%) y resto de ALC (9%).³⁶ La similitud horaria e idiomática favorece la inserción de los SBC argentinos en algunos de los principales mercados. Si bien allí hay menos barreras de acceso que en otros sectores en los cuales Argentina tiene ventajas comparativas (ej. agroindustria), en algunos casos existen restricciones regulatorias importantes y problemas de doble imposición. En efecto, estas son dos de las principales razones por las cuales Brasil no es un destino relevante para las exportaciones argentinas de SBC, en contraste con mercancías u otros servicios.³⁷

Para mejorar la inserción externa sería conveniente, entre otros aspectos, profundizar los acuerdos existentes sobre comercio de servicios y suscribir nuevos. Debe mencionarse que a diferencia de otros sectores, en la mayoría de los SBC Argentina tiene una posición netamente ofensiva puesto que es competitiva y el mercado local no se encuentra protegido. Asimismo, es necesario negociar nuevos convenios para evitar la doble imposición y adecuar aquellos acuerdos (así como la normativa impositiva local) que fueron diseñados mucho antes del desarrollo de la prestación remota de servicios.

También sería conveniente desarrollar una marca país en materia de SBC mediante el fortalecimiento de los sectores ya consolidados (ej. publicidad) y el mejor posicionamiento de los segmentos con mayor potencial. En un contexto de apreciación cambiaria, resulta clave promover la especialización en actividades de mayor sofisticación mediante la diferenciación de la oferta, pues en esas actividades el precio es menos relevante para competir. Asimismo, es necesario promover las inversiones en SBC orientados a la exportación, gestionar facilidades para la obtención y duración de visas de trabajo (fundamentales para SSI, arquitectura e ingeniería), entre otros aspectos.

- *Desarrollo regional, articulación productiva y exportaciones indirectas*

Si bien los SBC se concentran geográficamente en las áreas metropolitanas (Ciudad Autónoma de Buenos Aires, algunas localidades de la provincia de Buenos Aires, Córdoba, Mendoza, Rosario y Tucumán), crecientemente ganan importancia en el resto del país y ofrecen la oportunidad de convertirse en una herramienta de desarrollo regional.

³⁶ OEC (2016). *Informe de servicios basados en el conocimiento N°2*. Ministerio de Producción – SubseSTP. Noviembre.

³⁷ OEC (2016). *Informe de servicios basados en el conocimiento N°1*. Ministerio de Producción – SubseSTP. Junio.

En la actualidad existen más de 30 polos o *clusters* regionales dedicados a SBC (principalmente SSI) y hay gran interés del gobierno nacional y los gobiernos provinciales y municipales en promover a estos sectores, motivados por su dinamismo, la posibilidad de diversificar exportaciones y por los bajos requerimientos de capital físico.

Para ello, es necesario favorecer la articulación entre el sector privado y las universidades de estas localidades, con el fin de garantizar la disponibilidad de capital humano necesario para el funcionamiento del sector, así como de mejorar la conectividad en las zonas donde aún hay deficiencias puesto que es clave para la prestación remota.

Dado que muchos SBC son utilizados en la producción de mercancías u otros servicios, la articulación entre proveedores de SBC y otras cadenas productivas es fundamental para impulsar al sector y desarrollar las exportaciones indirectas de SBC (es decir mediante su incorporación en bienes o servicios vendidos al exterior). Esto no solamente impactaría positivamente sobre los SBC –favoreciendo su inserción internacional y promoviendo la especialización en servicios de alto valor–, sino que contribuiría además a aumentar la competitividad de las economías regionales mediante su “servificación”.

INDICADORES

Indicador	1T 16	2T 16	3T 16	Ene-16	Feb-16	Mar-16	Apr-16	May-16	Jun-16	Jul-16	Aug-16	Sep-16	Oct-16	Nov-16
Indicadores de Actividad														
EMAIE (INDEC) Var. % a/a	0,3%	-3,4%		0,4%	0,7%	0,0%	-2,8%	-2,7%	-4,8%	-5,9%	-2,6%	n/d	n/d	n/d
<i>Var m/m, con estacionalidad</i>				-0,2%	-1,0%	0,7%	-1,5%	-0,9%	-0,2%	-0,4%	0,2%	n/d	n/d	n/d
Venta de autos O Km (ADEFA) Var. % a/a	24,1%	14,4%	4,0%	46,3%	17,8%	15,0%	30,5%	13,3%	3,2%	-6,3%	7,3%	10,3%	7,9%	18,8%
<i>Var m/m, con estacionalidad</i>	12,7%	13,3%	0,2%	26,7%	3,9%	16,9%	-0,3%	-0,3%	4,7%	-16,6%	21,4%	6,0%	-16,9%	10,7%
Producción Industrial (OJF) Var. % a/a	3,0%	-5,6%	-5,8%	4,6%	-1,6%	0,8%	-6,3%	-1,9%	-8,4%	-7,4%	-5,4%	-4,6%	-5,7%	n/d
<i>Var t/t, m/m, desest.</i>	2,4%	-6,2%	-0,3%	4,9%	-2,0%	-1,4%	-4,0%	-1,0%	0,2%	1,0%	-1,4%	-0,6%	1,2%	n/d
Producción Industrial (FIEL) Var. % a/a	0,0%	-7,2%	-7,0%	-2,2%	4,2%	-1,7%	-6,7%	-5,9%	-9,2%	-8,6%	-4,1%	-8,2%	-7,1%	n/d
<i>Var t/t, m/m, desest.</i>	-0,8%	-3,8%	-0,2%	-0,2%	1,4%	-1,5%	-1,9%	-1,7%	-0,8%	1,6%	0,4%	-2,8%	2,4%	n/d
Producción Industrial (INDEC) Var. % a/a				1,2%	-0,1%	-3,8%	-5,2%	-4,5%	-6,4%	-7,9%	-5,7%	-7,3%	-8,0%	n/d
ISAC (INDEC) Var. % a/a				-2,5%	-6,2%	-6,8%	-24,1%	-12,9%	-19,6%	-23,1%	-3,7%	-13,1%	-19,2%	n/d
Construcción (Grupo Construya) Var. % a/a	-3,6%	-18,9%	-19,3%	3,2%	-4,0%	-9,6%	-22,3%	-12,5%	-21,3%	-23,9%	-16,2%	-17,9%	-19,7%	-20,2%
<i>Var. % m/m, t/t, desest.</i>	-20,9%	-6,2%	10,1%	-13,9%	-2,4%	-5,4%	-5,5%	2,9%	4,4%	5,6%	-6,5%	3,6%	-0,8%	-4,0%
Despachos de Cemento (AFCP) Var. % a/a	-9,1%	-19,2%	-9,1%	-8,7%	-10,0%	-8,8%	-27,5%	-11,2%	-18,5%	-20,7%	6,6%	-11,7%	-17,7%	2,1%
Indicadores del Sector Externo														
Exportaciones en USD	12.404	15.337	15.766	3.861	4.122	4.421	4.724	5.347	5.266	4.967	5.759	5.040	4.715	n/d
<i>Var. % a/a</i>	2,9%	-6,5%	2,8%	1,5%	6,5%	0,9%	-8,4%	2,7%	-12,9%	-10,8%	12,2%	-2,4%	-6,3%	n/d
Importaciones en USD	12.794	14.462	14.420	4.046	4.029	4.719	4.423	4.904	5.135	4.690	5.051	4.679	4.829	n/d
<i>Var. % a/a</i>	-3,4%	-7,9%	-0,3%	-3,6%	1,0%	-6,6%	-10,7%	-1,8%	-10,9%	-17,3%	-7,1%	-15,2%	-2,1%	n/d
Saldo Comercial en USD	-390	875	1.343	-185	93	-298	301	443	131	277	705	361	-114	n/d
Pcios. Materias Primas BCRA (dic 2001=100)	182,4	210,8	201,9	180,1	181,4	185,6	195,2	213,5	223,8	208,1	199,7	197,9	196,8	198,9
<i>Var. % a/a</i>	-15,7%	1,8%	-1,9%	-18,0%	-16,3%	-12,7%	-6,2%	4,3%	7,2%	-4,8%	-2,5%	2,1%	1,0%	6,3%

Indicador	1T 16	2T 16	3T 16	Ene-16	Feb-16	Mar-16	Abr-16	May-16	Jun-16	Jul-16	Ago-16	Sep-16	Oct-16	Nov-16
Precios														
IPC (INDEC) Var. % m/m								4,2%	3,1%	2,0%	0,2%	1,1%	2,4%	n/d
Núcleo Var. % m/m								2,7%	3,0%	1,9%	0,8%	1,5%	1,4%	n/d
IPC Congreso (fuentes priv.) Var. % a/a	35,1%	46,3%	42,5%	29,7%	33,9%	35,3%	41,5%	43,6%	45,3%	46,0%	43,8%	43,1%	43,9%	n/d
Var. % t/t, m/m	11,9%	14,5%	3,3%	3,6%	4,8%	3,2%	6,7%	3,5%	2,9%	2,4%	0,5%	1,3%	2,9%	n/d
IPCBA (CABA) Var. % a/a	35,0%	47,1%	43,1%	29,6%	32,9%	35,0%	40,5%	44,4%	47,4%	47,2%	43,5%	42,0%	44,7%	n/d
Var. % t/t, m/m	11,9%	15,5%	2,7%	4,1%	4,0%	3,3%	6,5%	5,0%	3,2%	2,2%	-0,8%	0,8%	2,9%	n/d
Indicadores Fiscales														
Ingresos Totales Var. % a/a	42,5%	21,3%	34,3%	26,2%	28,0%	76,0%	25,0%	29,1%	12,4%	12,8%	52,3%	41,1%	13,4%	n/d
Ingresos Totales sin Rtas. De la Prop Var. %	31,9%	23,9%	27,3%	30,3%	26,1%	39,9%	24,5%	36,9%	12,3%	23,2%	28,3%	31,0%	24,2%	n/d
Gastos Totales Var. % a/a	27,6%	31,1%	36,2%	12,8%	27,6%	42,3%	14,2%	43,9%	34,6%	32,9%	39,4%	36,4%	56,8%	n/d
Expectativas de Inflación (UTDT)														
Mediana	28,3	27,7	23,3	25,0	30,0	30,0	30,0	28,0	28,0	25,0	25,0	20,0	20,0	21,0
Media	30,6	33,8	30,2	26,9	33,6	31,4	36,0	32,4	32,4	29,8	30,9	29,8	27,6	28,6
Confianza del Consumidor (UTDT)														
Índice	49,3	42,8	43,8	54,0	45,6	48,2	43,2	42,7	42,7	45,6	42,6	43,3	46,0	43,9
Var. % t/t, m/m	-14,2%	-13,1%	2,4%	-1,6%	-15,6%	5,6%	-10,3%	-1,2%	0,2%	6,8%	-6,6%	1,6%	6,3%	-4,6%
Var. % a/a	-3,4%	-21,1%	-21,5%	8,1%	-9,7%	-8,4%	-18,3%	-22,4%	-22,3%	-18,7%	-24,7%	-20,7%	-19,2%	-27,2%