



**IERAL**

*Fundación  
Mediterránea*

# Documento de Trabajo

13 de Diciembre de 2016

## Perspectivas para la economía argentina en 2017

IERAL de Fundación Mediterránea

**Edición y compaginación**  
Karina Lignola y Fernando Bartolacci



**IERAL Córdoba**  
(0351) 473-6326  
ieralcordoba@ieral.org

**IERAL Buenos Aires**  
(011) 4393-0375  
info@ieral.org

**Fundación Mediterránea**  
(0351) 463-0000  
info@fundmediterranea.org.ar

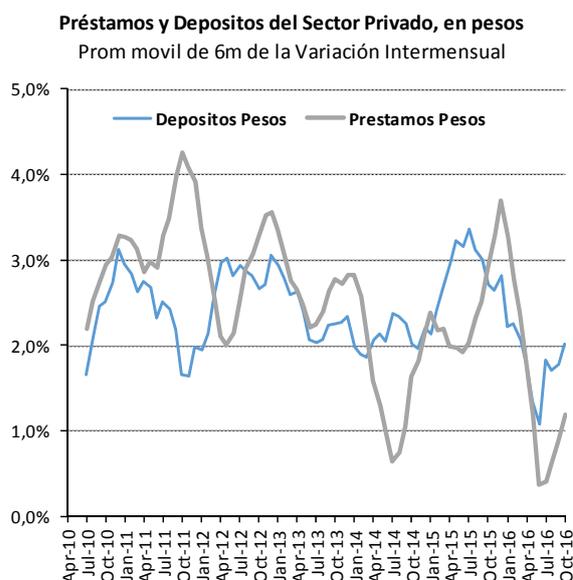
## Perspectivas para la economía argentina en 2017

La economía argentina está registrando en 2016 una caída del PIB del orden del 2,5% interanual. Diversos factores, algunos coyunturales y otros vinculados con el cambio de régimen que intenta el Gobierno, explican este comportamiento. También inciden factores de ineficiencia y de baja productividad que subsisten como herencia del esquema económico anterior, cuya reversión ocurre de un modo muy gradual. Este conjunto de determinantes afecta la rentabilidad en el campo, en la industria y en el sector de hidrocarburos, a pesar de la eliminación del cepo cambiario y la quita de impuestos a la exportación. Asimismo, la inversión refleja estas limitaciones y la elevada capacidad ociosa podría retrasar el efecto de una eventual recuperación sobre esta variable. Al mismo tiempo, la recesión en Argentina está potenciada por la caída del producto brasileño.

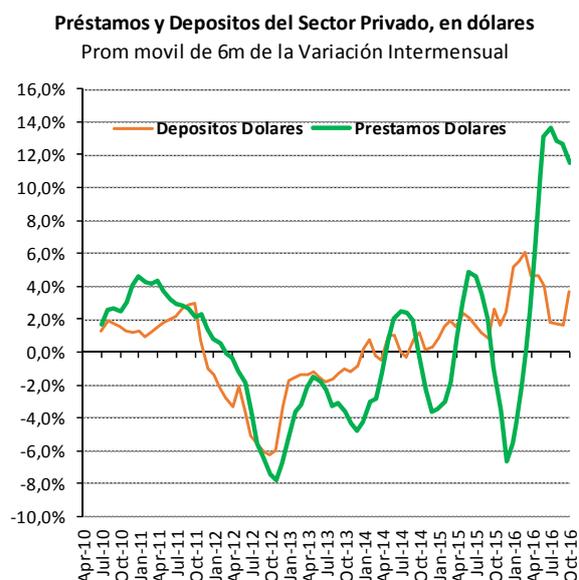
El conjunto de orientaciones de política económica implementadas hasta 2015 puso el énfasis en el crecimiento del consumo privado y el gasto público, desestimulando a las exportaciones y sin lograr dinamizar las inversiones. De acuerdo a la experiencia de países de alto crecimiento en largos periodos de tiempo, la sustentabilidad de esos procesos se fundó en un mayor incremento de inversiones y exportaciones que en el consumo (privado o público). El consumo en 2016 se vio afectado por una fuerte disminución de la masa salarial (en el primer semestre cayó 7,3%) y por la suba de tasas de interés implementada para estimular la tenencia de pesos que aplicó el BCRA. El consumo podría repuntar levemente a fin de año, por influencia del bono suplementario que se está planteando en un contexto de menor inflación mensual. Por su parte, las exportaciones, si bien se vieron estimuladas por la rebaja de retenciones y un tipo de cambio mayor (no muy superior en términos por la aceleración inflacionaria), no alcanzaron para compensar la caída del consumo. Posiblemente las exportaciones sí puedan compensar un menor dinamismo del consumo a mediano y largo plazo, de continuar un enfoque de fuerte promoción de exportaciones; se esperan efectos positivos al final del año (diciembre) y a comienzos del próximo. Las inversiones, el otro componente de la demanda agregada, aún no han adquirido dinamismo. Incluso la inversión pública en obras ha estado muy rezagada, como se detalla líneas más abajo, por la demora en reactivar los procesos institucionales correspondientes.

Sin embargo, se observan algunos signos positivos de cara al 2017. Por un lado, el descenso en los últimos meses de la tasa de inflación, acompañado por la disponibilidad de crédito externo y una política monetaria enfocada en alcanzar las metas inflacionarias. Además, algunos sectores puntuales registran mejoras en su actividad, caso de las ventas de maquinaria agrícola. Por otro lado, la recesión de Argentina no está acompañada por una fuga de capitales, como se ha

evidenciado en otras oportunidades. La capacidad prestable de los bancos está aumentando, lo que podría facilitar la salida de la recesión.



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea s/ datos BCRA



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea s/ datos BCRA

Para 2017, el escenario base es el de una recuperación de la economía, con un crecimiento del PIB estimado en forma provisional del 3%. El supuesto clave para esta proyección es el acceso al financiamiento externo de un modo fluido tal como ocurrió durante buena parte de 2016, aun cuando esto sea afrontando un costo financiero algo superior debido al cambio del contexto internacional (efecto Trump).

La recuperación esperada para 2017 ocurriría dentro del patrón de los años anteriores, sin una ruptura visible con el modelo pro consumo, es decir, el rol de la inversión y de las exportaciones como locomotoras del crecimiento todavía no habrá de aparecer con nitidez. La inversión pública recuperará dinamismo en comparación con 2016, una vez agilizados los procesos para iniciar y/o reactivar obras prometidas. Asimismo, el consumo se espera que tenga un repunte fruto del muy probable ajuste de salarios, jubilaciones y planes algo por encima de la inflación esperada, especialmente hacia el final del año. El perfil que adquiera la política económica de aquí en más, la evolución del contexto internacional y el resultado de las elecciones legislativas de 2017 serán claves para abrir espacio (o no) a un empalme de esta recuperación a favor de un modelo de crecimiento apoyado en mayor dinamismo de inversiones y exportación, aunque también existe el riesgo de quedar a mitad de camino al seguir estimulando el consumo para alentar una rápida salida de la recesión (especialmente en función que se trata de un año electoral).

Realizada esta aclaración, se tiene que luego de la caída de 2,5% de 2016, el crecimiento previsto del PIB para 2017 es del 3%. Se espera que todas las variables se recuperen a un ritmo moderado:

para el consumo privado se espera un crecimiento del 3,5% interanual, para el consumo público un 3%, mientras que tanto la inversión como las exportaciones crecerían 4,7% interanual. Por último, se espera un incremento del 7% anual en las importaciones totales.

### Proyecciones para Argentina

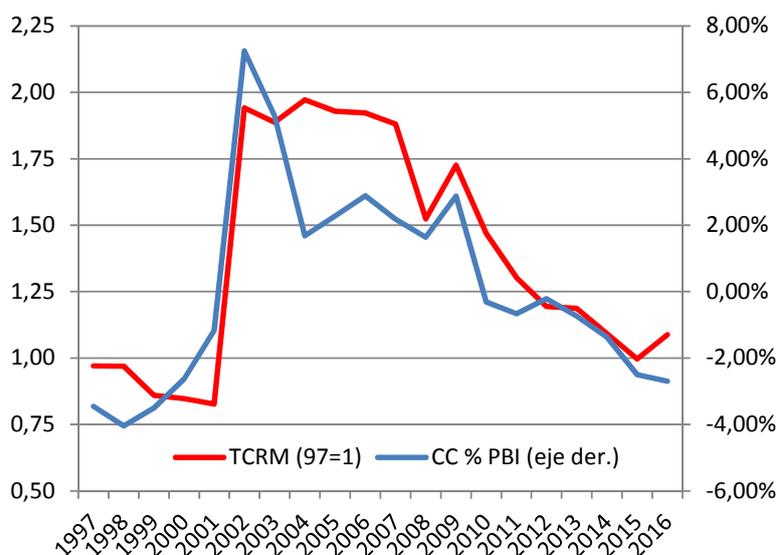
#### Variación interanual

	2016	2017
Consumo Privado	-1,5%	3,5%
Consumo Público	-1,5%	3,0%
Inversión	-2,0%	4,7%
Exportaciones	2,5%	4,7%
Importaciones	3,5%	7,0%
Var. de existencias (contribución al crec.)	-0,3 p.p	0 p.p.
<b>PIB</b>	<b>-2,5%</b>	<b>3,0%</b>

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea

El escenario base es consistente con la continuidad del acceso al financiamiento externo, que permitiría cubrir una ampliación del déficit de cuenta corriente, que de un estimado de 2,6% del PIB en 2016 pasaría a un guarismo en torno a los 3 puntos del PIB en 2017.

### Argentina: cuenta corriente y tipo de cambio real multilateral



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a BCRA y FMI

El comportamiento del tipo de cambio real, como se observa en el gráfico, presenta una alta correlación con el exceso o defecto de la capacidad de ahorro de la economía. En el presente, los déficits gemelos se apoyan en un significativo desequilibrio del sector público. No parece haber escenarios intermedios para el tipo de cambio real: si se accede a financiamiento externo, la dinámica de 2017 no será demasiado diferente de la actual. Y si, por alguna razón, se cortara ese acceso, entonces el tipo de cambio reflejaría de inmediato ese fenómeno, lo que a su vez alteraría el rumbo de la inflación.

#### **Proyecciones para Argentina**

##### *Variación interanual*

	<b>2016</b>	<b>2017</b>
Tipo de cambio fin del período (ARS/USD)	16,20	18,80
IPC Nacional (Diciembre de cada año)	37,0%	19,0%

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea

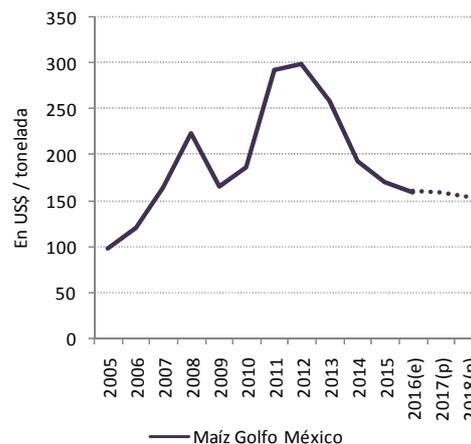
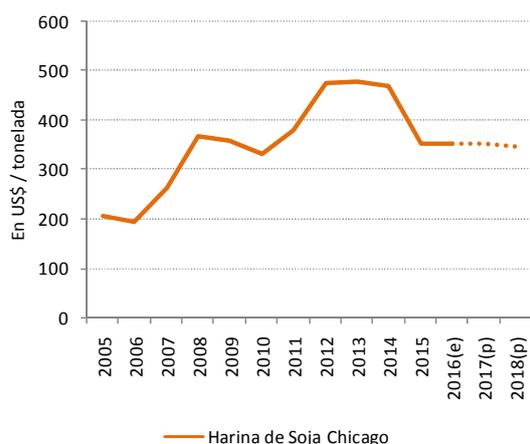
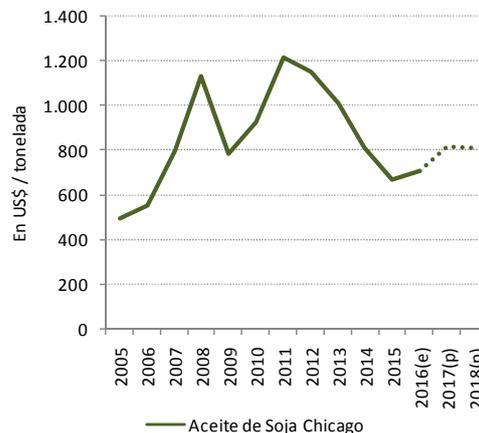
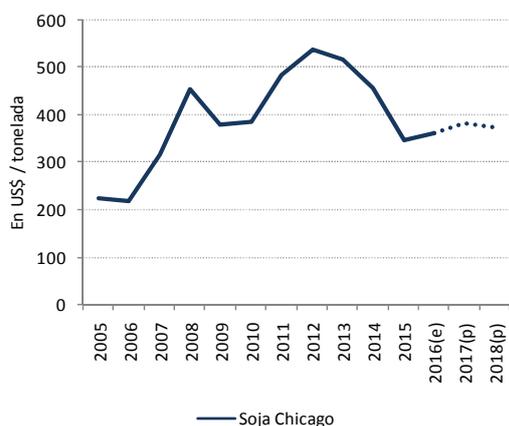
En el escenario base, la variación estimada para el tipo de cambio nominal es de 16% punta a punta en 2017, por debajo de la variación estimada para el índice de precios al consumidor, de 19%.

#### **Precios de commodities**

Luego de tres períodos de retroceso, los precios internacionales de las principales commodities que exporta Argentina se estabilizan en el 2016. En el mercado de Chicago, referencia internacional en precios de oleaginosas, la soja estará cerrando el año con un valor promedio de US\$ 361 / ton. (posición más cercana), levemente por encima del valor de 2015. Por su parte, la harina de soja no ha mostrado prácticamente cambios, ubicándose en torno a los US\$ 350, mientras que el aceite de soja, por el contrario, presenta una leve mejoría (+5%). El maíz, principal cereal de exportación del país, estaría promediando US\$ 160 en el año (referencia Golfo de México), levemente por debajo del 2015 (US\$ 170).

Estos cuatro productos son el núcleo de las exportaciones agroindustriales del país. En conjunto han generado un flujo anual de divisas de entre US\$ 18.000 y US\$ 20.000 millones en el último quinquenio.

### Precios internacionales de referencia para commodities seleccionados. Valores estimados (2016) y proyectados (2017/2018)\*



\*Precios futuros 2017/2018 a partir de información de mercado de fines del mes de noviembre de 2016.  
Fuente: *Elaboración propia con datos de CMEGROUP y Bolsa de Cereales de Buenos Aires.*

Afortunadamente, los precios de las commodities agrícolas han podido sortear varios factores “bajistas” sobre el mercado: una nueva cosecha récord de Estados Unidos en el ciclo 2016/2017 (máximos históricos en maíz y soja), la desaceleración del comercio mundial, la depreciación de algunas monedas importantes (caso del Yuan Chino), el “efecto Trump” y el posible retorno a un esquema de mayor proteccionismo en Estados Unidos, entre otros.

Respecto a las perspectivas, los mercados de futuros operaban (fines de noviembre 2016) con precios 2017 relativamente estables en maíz y harina de soja, con valores levemente superiores a los de 2015/2016 en el caso de grano de soja (+5%), y con un aumento un poco más significativo (del orden del 15%) en aceite de soja. Para 2018 se espera un ajuste leve en todos los productos (de entre 2% y 3% respecto 2017).

Dada la gran campaña agrícola de Estados Unidos y la que puede ser también una buena cosecha en los países del cono sur (Argentina y Brasil), el hecho que los valores futuros de los granos estén estabilizados o incluso se proyecten levemente crecientes en 2017 (caso de Soja) se explicaría por una demanda de commodities agrícolas que seguiría teniendo mucha firmeza, a pesar de ciertas incertidumbres asociadas al crecimiento de la economía mundial y de algunos países líderes del sur del Asia. Para 2018, la presión de una oferta más abundante haría bajar levemente los precios.

No debe perderse de vista que estas proyecciones van cambiando a medida que nueva información ingresa al mercado y que permanece el riesgo de una corrección de precios a la baja. Por caso, la alta relevancia de China en el mercado de productos del complejo sojero expone a éstos a un ajuste de precios importante en caso de haber complicación en el consumo del gigante asiático y/o cambios de política económica y comercial. Otro factor de riesgo es la evolución de las monedas, el fortalecimiento del dólar (debilitamiento de otras monedas) puede generar un impacto negativo sobre el valor de las commodities, tanto por vía de un menor consumo en países importadores como por una menor demanda de activos financieros vinculados a commodities agrícolas.

### Producción agrícola argentina

De acuerdo a estimaciones propias, bajo condiciones climáticas y rindes normales, la producción agrícola argentina podría alcanzar las 122 millones de toneladas en el ciclo 2016/2017, una suba de casi 7% respecto del volumen del ciclo 2015/2016.

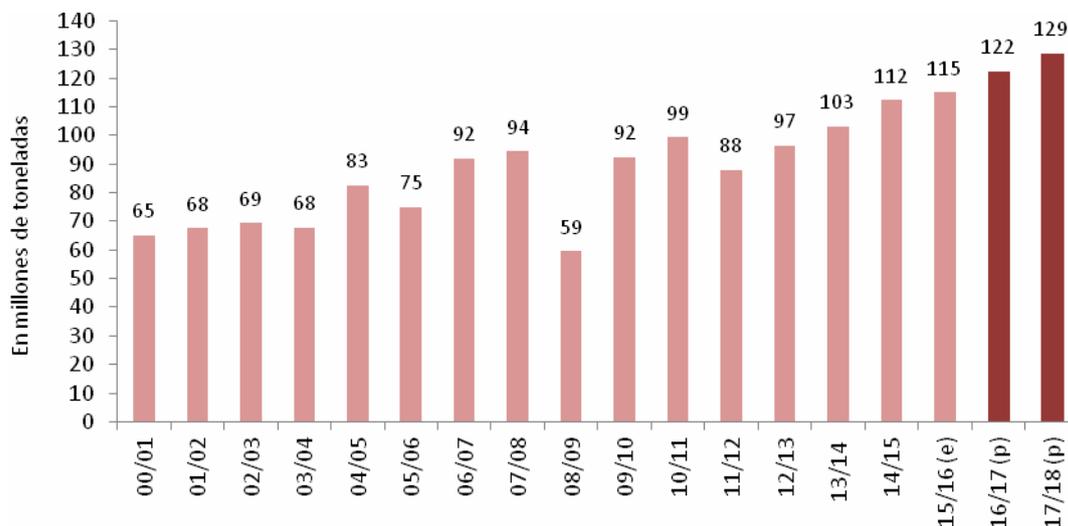
Esta mejora se concentraría en los cereales, los productos del campo más beneficiados por el nuevo escenario macroeconómico y de política comercial, con una variación esperada muy significativa en trigo (+25%) y maíz (+20%). En este escenario base, la producción de soja, por su parte, se contraería un 2% (de 58,8 a 57,6 millones de toneladas), por la caída en el área sembrada.

Para el ciclo 2017/2018, se proyecta una producción de 129 millones de toneladas (+5%); en este caso se prevé aumento de todos los granos, un poco más de la producción de cereales (+8%), que seguirían teniendo precios relativos favorables, respecto de la de soja (+3%). Nótese que el complejo sojero sigue tributando altas tasas de derechos de exportación y que en el ciclo 2017/2018 las tasas bajarían levemente de acuerdo al compromiso asumido por el gobierno.<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup> El compromiso del gobierno es disminuir los derechos en medio punto porcentual por mes a partir de enero de 2018. En la estimación se supone que el ciclo 2107/2018 queda gravado con una tasa media del 24% en soja y del 21% en harina y aceite de soja.

**Producción agrícola argentina. Proyección ciclos 2016/2017 y 2017/2018.**  
**Escenario base.**



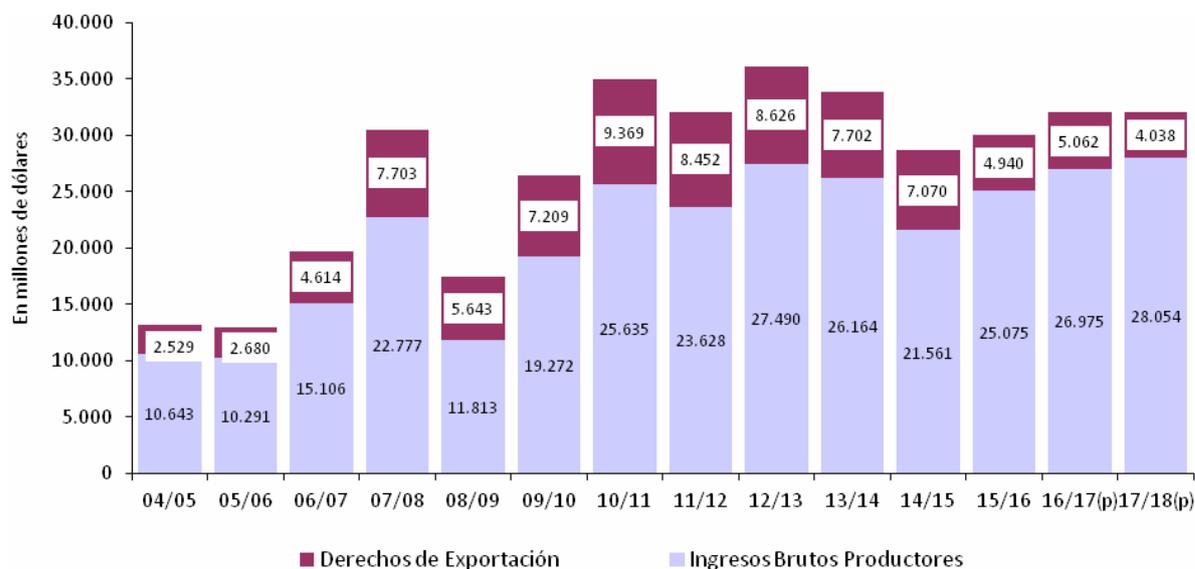
*Fuente: Elaboración propia con datos MINAGRO y Bolsa de Cereales de Buenos Aires.*

**Ingresos de los productores y recaudación del Estado en concepto de derechos de exportación**

En el ciclo agrícola 2015/2016 (actualmente en comercialización) se produjo una recuperación importante de los ingresos brutos de los productores (facturación), los que pasaron de US\$ 21,5 mil millones a US\$ 25,1 mil millones (+16%). Esta mejora obedeció en gran medida al cambio de política comercial aplicado por el nuevo gobierno (eliminación de derechos de exportación para todos los productos con excepción del complejo sojero y levantamiento de restricciones a la exportación de cereales). Nótese que en el mismo ciclo el gobierno dejaría de recaudar unos US\$ 2.100 millones en concepto de derechos de exportación (de US\$ 7.000 millones a US\$ 4.900 millones). Es decir, en el ciclo 2015/2016 se produce una redistribución importante de los ingresos que genera el campo, tanto desde el fisco hacia los productores, como desde otros actores de la cadena (exportadores e industrializadores de cereales) hacia los productores.

Para el ciclo 2016/2017 se espera un aumento del 8% en los ingresos de los productores (medido en dólares corrientes); éste se explicaría básicamente por mayor producción (+7%), dado que se supone precios estabilizados para todos los productos con excepción de soja y maíz, donde se consideran las tendencias de precios según mercados internacionales de futuros (leve suba en soja y leve baja en maíz). Una reacción mayor de la producción y/o una recuperación de precios internacionales mejoraría los ingresos de los productores. Lo contrario sucedería de haber complicaciones climáticas que afecten la cosecha (abril / mayo 2107) y/o de haber una recaída de precios.

**Ingresos brutos de productores\* y recaudación de derechos de exportación\*\***  
**Proyección ciclos 2016/2017 y 2017/2018. Escenario base.**



\* Producción de trigo, maíz, sorgo, cebada, soja, girasol y maní valuada a precios FAS (Rosario). \*\*Se supone baja de 6 pp de derechos de exportación de productos del complejo sojero para el ciclo 2017/2018 (medio punto por mes).  
 Fuente: *Elaboración propia con datos MINAGRO y Bolsa de Cereales de Buenos Aires.*

Nótese que si bien se prevé siga creciendo la facturación del sector, la tasa de crecimiento sería menor a la observada en el ciclo 2015/2016, dado que, por un lado, no se tendría ya el efecto “cambio de política comercial” y, por el otro, el aumento de la producción de los cereales sería más acotado (si bien continuaría la intensificación del uso de la tierra a partir del doble cultivo trigo / soja de segunda y el maíz seguiría siendo competitivo frente a la soja). La recaudación de derechos de exportación del ciclo 2016/2017 se aproximaría a los US\$ 5.000 millones, una cifra muy parecida a la del ciclo 2015/2016 (US\$ 4.900 millones)

Finalmente, el escenario base supone un aumento del 4% en los ingresos de los productores en el ciclo 2017/2018. Si bien se esperan volúmenes creciendo un poco más (5%), los ingresos brutos se expandirían menos al trabajar con un escenario donde los precios internacionales ajustan levemente siguiendo las proyecciones actuales de los mercados de futuros. En el ciclo 2017/2018 la recaudación de derechos de exportación se ubicaría en US\$ 4.000 millones, un ajuste del 20% asociado a la baja de 6 pp de derechos de exportación (medio punto por mes durante todo el 2018).

En síntesis, de no haber complicaciones climáticas, la producción agrícola argentina crecerá en las próximas dos campañas, apuntalada por una mejora en los márgenes, la recuperación de la operatoria normal de los mercados de exportación y precios internacionales estabilizados en

niveles intermedios (lejos de los valores picos del período 2012/2014 pero tampoco retornando a los valores bajos del fines de siglo XX y comienzos del siglo XXI). Respecto del efecto derrame sobre otros sectores de la economía, éste será mayor mientras mayor poder de compra tengan los granos y más despejado esté el horizonte de la macro. En el primer terreno pasan a ser determinantes el cumplimiento del compromiso de bajar impuestos al complejo sojero y la concreción de las inversiones en infraestructura de transporte (al bajar costos logísticos mejoran los ingresos del interior). A nivel de la macro, dos imperativos son reducir la tasa de inflación y evitar una mayor apreciación del tipo de cambio real.

### Los números fiscales en 2016 y 2017

La ejecución presupuestaria acumulada al mes de octubre de 2016 para el Sector Público Nacional no Financiero muestra las siguientes características:

- Los ingresos totales crecen a un ritmo de 29,9% i.a. (incluyendo ingresos extraordinarios provistos por BCRA y ANSES)
- Los gastos totales crecen 34,5%, de modo que el déficit financiero está creciendo en términos nominales. De acuerdo con las estimaciones realizadas, el déficit financiero (considerando ingresos extraordinarios del BCRA y FGS) en lo que va del año se encuentra en alrededor de \$261.000 millones y equivale a 3,8% del PBI (cuando igual guarismo se ubicaba en 3,9% en 2015).
- El gasto primario crece 32,2%, de modo que en términos nominales también se está incrementando el déficit fiscal primario (sin contar intereses de deuda ni ingresos extraordinarios). En relación con el PBI, el déficit primario se ubica en 4,2% del PBI en lo que va del año y se espera que se acerque a 5% del PBI cuando concluya el periodo.
- Los ingresos corrientes (sin contar ingresos extraordinarios) crecen al 27,1% i.a. en lo que va del año, mientras que los gastos corrientes lo hacen 38,2%. El desahorro corriente equivale a 4,1% del PBI. Este guarismo excede en gran medida el 3% incorporado como supuesto en el presupuesto 2017 (que incluye información sobre el periodo 2016, previo a su finalización). Ello refleja que las reducciones impositivas aplicadas en lo que va del año, al no haber conseguido estimular lo suficiente el nivel de actividad, no han permitido mejorar la situación fiscal, sino que la han agravado en el corto plazo. El presupuesto para 2017 establece el objetivo de alcanzar un desahorro corriente de alrededor de 2,8% del PBI, lo que supondrá revertir la situación experimentada en el presente, es decir que los ingresos corrientes (básicamente lo correspondiente a la recaudación tributaria), deberá crecer por encima de lo que lo haga el nivel de gasto.

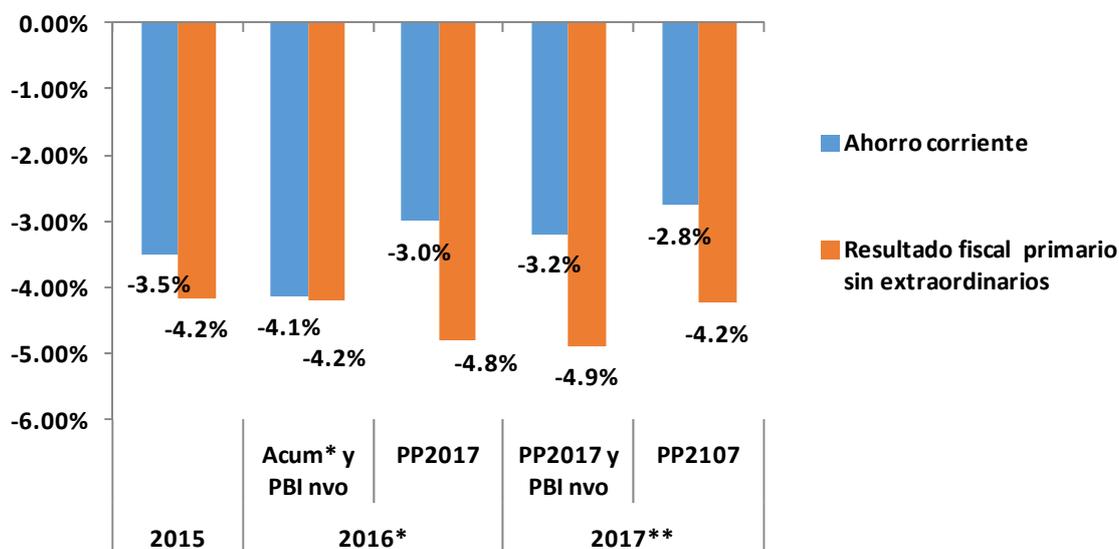
- En lo que hace al nivel de gasto, se destaca que los gastos de consumo y operación (que incluyen las remuneraciones y las compras de bienes de uso) crecen al 27,7%, bastante por debajo del nivel inflacionario. Por su parte, un mayor incremento presentan las prestaciones de seguridad social, que se incrementan 38,4%. En esta visualización, tiene gran relevancia el gasto en rentas de la propiedad que incluye el pago de intereses de deuda. Sin considerar estas erogaciones, en lugar de un gasto total creciendo 34,5%, se destaca un crecimiento del gasto primario total de 32,2%.
- El gasto de capital crece sólo 6,1% en comparación con igual periodo en 2015, lo que refleja la gran demora en reactivar obra pública existente y también en iniciar nuevas obras. Las transferencias a provincias, municipios y otros organismos del sector público crecen 58,9%.

### Crecimiento de los principales componentes de gasto Acumulado Ene-Oct 2016 vs. Años anteriores

Crecimiento del gasto total (var. % i.a.)	2013	2014	2015	Acum2016
<b>II) GASTOS CORRIENTES</b>	<b>27.1%</b>	<b>44.8%</b>	<b>38.6%</b>	<b>38.2%</b>
- GASTOS DE CONSUMO Y OPERACION	31.9%	41.5%	38.1%	27.7%
- RENTAS DE LA PROPIEDAD	-17.7%	69.4%	69.6%	65.0%
- PRESTACIONES DE LA SEGURIDAD SOCIAL	33.0%	33.6%	47.4%	38.4%
- OTROS GASTOS CORRIENTES	46.8%	38.3%	-17.3%	-45.5%
- TRANSFERENCIAS CORRIENTES	27.2%	52.6%	32.8%	43.3%
. Al sector privado	29.0%	59.1%	31.5%	40.1%
. Al sector público	21.5%	31.2%	38.4%	58.9%
. Al sector externo	11.5%	-20.9%	24.3%	-3.7%
- OTROS GASTOS	34.1%	37.9%	25.4%	11.5%
- DEFICIT OPER. EMPRESAS PUBLICAS	52.3%	159.5%	-5.3%	81.5%
<b>V) GASTOS DE CAPITAL</b>	<b>46.9%</b>	<b>44.7%</b>	<b>22.6%</b>	<b>6.1%</b>
- INVERSION REAL DIRECTA	36.8%	32.1%	17.7%	9.7%
- TRANSFERENCIAS DE CAPITAL	43.0%	42.5%	34.0%	-6.3%
- INVERSION FINANCIERA	768.8%	165.3%	-11.6%	73.9%
<b>GASTO TOTAL</b>	<b>29.1%</b>	<b>44.8%</b>	<b>36.7%</b>	<b>34.5%</b>

- El déficit fiscal primario se incrementaría en 2016 hasta 4,8% del PBI, según ha sido difundido en el Presupuesto Nacional para el año entrante. En lo que va de 2016, no obstante, el desequilibrio se ubica en un valor similar al del año 2015, de 4,2% del PBI (tomando en cuenta la nueva información del PBI para este cálculo). Asimismo, la expectativa es que en 2017 el déficit fiscal primario se ubique en torno a 4,2% del PBI.

Resultado fiscal primario y ahorro corriente



- En cuanto al ahorro corriente (diferencia entre ingresos y egresos corrientes), en lo que va de 2016 se manifiesta un desequilibrio corriente del 4,1% del PBI. Por ende, la pauta presupuestaria de -2,8% del PBI para 2017 requerirá diferencia positiva entre la evolución de ingresos y egresos corrientes, que este año no se ha alcanzado. La dificultad para que esto ocurra, por ser un año electoral, deposita las mayores expectativas de corrección del déficit para el año 2018.