



AÑO XXIV – N° 1774 – VIERNES 2 DE SETIEMBRE DE 2016



TRANSPORTE

En agosto pasado se registró el mayor ingreso de camiones con maíz de los últimos cinco años

ALFREDO SESÉ

En el mes de agosto pasado se registró el pico máximo mensual en los últimos cinco años del arribo de camiones a las playas de las terminales portuarias, fábricas y molinos del Gran Rosario. Nos referimos a la zona que va desde Timbúes hasta Arroyo Seco. En particular se analiza el ingreso de camiones con maíz.

Página 2



COMMODITIES

Cinco preguntas sobre las perspectivas del mercado de trigo

LEANDRO PIERBATTISTI

En una campaña donde la caída de precios a raíz de la amplia oferta mundial está en boca de todos, el experto Leandro Pierbattisti va un paso más allá explicando cómo puede evolucionar el mercado global de trigo en general, y qué rol le cabe a Argentina en particular. El papel de Rusia como principal proveedor, la potencialidad de la calidad de las súper-cosechas 2016/17 para dar sostén a los precios y la recomendación para que nuestro país se reinserte en el mundo haciendo lo que más sabe: proveer al segmento de 12,5% base seca, son todos temas que aborda el especialista en este imprescindible sobre la realidad actual del mercado triguero.

Página 3

El costo fiscal de bajar un 5% los DEX de soja sería 16.000 millones de pesos

JULIO CALZADA-EMILCE TERRE

El costo fiscal de bajar las retenciones del complejo sojero del 30% al 25% en soja podría ser de \$ 16.685 millones, el 0,7% del total de la recaudación esperada del Gobierno Nacional para el 2016. La decisión del Gobierno en diciembre de 2015 de eliminar retenciones significó cerca de \$ 42.000 millones, el 1,9% de la recaudación nacional estimada para el 2016 y el 4% de la recaudación esperada de IVA y ganancias.

Página 7

Con la esperanza que la demanda externa sea la luz al final del túnel

EMILCE TERRÉ

En un año donde todas las miradas dejaron de estar puestas en la soja y se volcaron al trigo, maíz y girasol, el mundo nos enfrenta a una dura realidad: la mejora en la rentabilidad relativa de los cultivos se debió a un fenómeno puramente local, y en cierta medida “de única vez”. Con un agosto fuertemente bajista para los precios, las esperanzas están puestas en que la demanda externa sea capaz de “comerse”, el excedente de oferta de cereales. En soja, en cambio los stocks globales se avizoran cada vez más ajustados.

Página 11



FINANZAS

Nuevo desafío para la renta variable local

NICOLÁS FERRER

A pesar del impulso alcista registrado por las acciones durante los primeros nueve meses del año, el Índice Merval una vez más no logra consolidarse por encima de los 16.000 puntos, estableciéndose dicho nivel como una resistencia considerable y señalando un agotamiento para los fundamentos de la suba.

Página 14

DESCARGA PDF

EDICIONES ANTERIORES

Estadísticas

PANEL DE CAPITALES

MONITOR DE COMMODITIES

TERMÓMETRO MACRO

DONDE ESTÁN





AÑO XXIV – N° 1774 – VIERNES 2 DE SETIEMBRE DE 2016



TRANSPORTE

EN agosto pasado se registró el mayor ingreso de camiones con maíz de los últimos cinco años

ALFREDO SESE

En el mes de agosto pasado se registró el pico máximo mensual en los últimos cinco años del arribo de camiones a las playas de las terminales portuarias, fábricas y molinos del Gran Rosario. Nos referimos a la zona que va desde Timbúes hasta Arroyo Seco. En particular se analiza el ingreso de camiones con maíz.

En el Informativo Semanal N° 1772 se plantearon 5 preguntas sobre el arribo de camiones con granos al Up River. Ampliando ese análisis, en el presente artículo se hace referencia al ingreso de camiones en el mes de agosto pasado, dado que en este mes se registró el pico máximo mensual en el arribo de camiones a las playas de las terminales portuarias, fábricas y molinos, en la zona que va desde Timbúes hasta Arroyo Seco, en los últimos cinco años. En particular se analiza el ingreso de camiones con maíz.

Cabe reiterar que las cifras de los camiones arribados que brindan los entregadores de granos corresponden a las unidades ingresadas a las 7 de la mañana de cada día en las plantas o terminales en los principales puntos portuarios del país. Si bien no es el total diario, puede considerarse una muestra representativa del ingreso de estos vehículos. Si bien no es estable a lo largo de los

Cuadro 1: Ingreso mensual total de camiones al Up River

	2012	2013	2014	2015	2016
Enero	54.618	51.741	22.779	43.416	74.508
Febrero	43.877	32.279	23.543	40.841	82.431
Marzo	58.015	68.136	50.218	73.537	116.089
Abril	84.613	123.857	108.927	127.402	77.559
Mayo	89.533	100.744	81.846	72.152	118.390
Junio	68.846	84.793	81.080	101.611	93.058
Julio	80.361	95.882	98.883	102.728	80.609
Agosto	56.802	65.907	81.160	59.916	127.644
	536.665	623.339	548.436	621.603	770.288
	127.644 ==> Agosto 2016				

Fuente: Elaboración propia sobre la base de Williams Entregas S.A.

Cuadro 2: Ingreso mensual de camiones con maíz al Up River

	2012	2013	2014	2015	2016
Enero	12.598	12.094	595	12.161	17.436
Febrero	17.091	14.549	4.570	12.595	32.414
Marzo	18.838	35.389	15.736	34.048	42.371
Abril	17.442	29.860	20.729	25.452	16.198
Mayo	21.749	30.366	16.986	20.224	23.046
Junio	23.994	42.081	26.710	31.746	24.545
Julio	23.432	42.392	50.881	30.651	29.485
Agosto	14.610	16.033	40.453	17.340	59.573
	149.754	222.764	176.660	184.217	245.068
	59.573 ==> Agosto 2016				

Fuente: Elaboración propia sobre la base de Williams Entregas S.A.

meses que se encuentran en un año lo que representa esta muestra respecto de la población total está dentro del 45% de la cantidad total de camiones ingresados a dicha área geográfica.

De acuerdo con la información que suministra diariamente la firma Williams Entregas S.A, en agosto del presente año se habría registrado el pico máximo mensual en el arribo total de camiones a las playas de las terminales portuarias, fábricas y molinos, de la zona que va desde Timbúes hasta Arroyo Seco. Estamos computando los primeros ocho meses de los últimos cinco años. En efecto, Agosto del 2016 con 127.644 unidades es el más alto registro de estos 40 meses considerados. El Cuadro N° 1 muestra esa evolución.

En particular si se analiza la cantidad de camiones ingresados por producto, se destaca la evolución del maíz. Debido a diferentes circunstancias, entre ellas los problemas climáticos ocurridos durante el mes de abril, el pico máximo de camiones con ese producto durante este año se ha dado en el mes de agosto pasado. En el Cuadro N° 2 se puede apreciar esta información:

Del total de camiones ingresados en agosto (127.644), el 46,7% correspondió a los que transportaron maíz (59.573). Este ingreso es la cifra máxima de camiones con este producto durante un mes en los primeros ocho meses del quinquenio 2012-2016.

El aumento de unidades que transportaron





AÑO XXIV – N° 1774 – VIERNES 2 DE SETIEMBRE DE 2016

Cuadro N° 3: Participación de los camiones con maíz sobre el total de camiones que ingresan al Up River

	2012	2013	2014	2015	2016
Porcentaje de camiones con maíz durante el mes de agosto	25,7%	24,3%	49,8%	28,9%	46,7%
Porcentaje de camiones con maíz sobre total durante los 8 primeros meses	27,9%	35,7%	32,2%	29,6%	31,8%

maíz con relación al mismo mes del año anterior fue del 243%, mientras que si se lo compara con el promedio de los cuatro años previos el incremento fue del 170%.

El Cuadro N° 3 indica la participación de los camiones con maíz sobre el total de camiones. La mayor participación de camiones con maíz en el mes de agosto durante el período bajo análisis, se verificó en 2014 con el 49,8%, seguido con la de agosto del corriente año con 46,7%, con casi veinte puntos porcentuales más que en cualquiera de los otros tres años que se han considerado. Si bien la cantidad de camiones ingresados con maíz en agosto de este año fue la más elevada en los primeros ocho meses del quinquenio, la participación de este producto sobre el total de camiones ha estado por detrás de los años 2013 y 2014.



COMMODITIES

Cinco preguntas sobre las perspectivas del mercado de trigo.

LEANDRO PIERBATTISTI

En una campaña donde la caída de precios a raíz de la amplia oferta mundial está en boca de todos, el experto Leandro Pierbattisti va un paso más allá explicando cómo puede evolucionar el mercado global de trigo en general, y qué rol le cabe a Argentina en particular. El papel de Rusia como principal proveedor, la potencialidad de la calidad de las súper-cosechas 2016/17 para dar sostén a los precios y la recomendación para que nuestro país se reinserte en el mundo haciendo lo que más sabe: proveer al segmento de 12,5% base seca, son todos temas que aborda el especialista en este imprescindible sobre la realidad actual del mercado triguero.

Leandro Pierbattisti se desempeña como asesor de la

Federación de Acopiadores de Granos de la República Argentina.

1- Los precios de trigo en Chicago tocaron su nivel más bajo en los últimos diez años, ¿a qué se debe eso?

En primer lugar cabe aclarar previo a la respuesta que seguir insistiendo que Chicago es el referente del mercado mundial de trigo nos conducirá estructuralmente al error. En promedio de 90/91 a 00/01, un año antes del ingreso del trigo ruso a la escena mundial, Estados Unidos representaba el 32% del market share mundial, y Rusia en 01/02, tan sólo el 4%. En 15/16, campaña finalizada el 30 de junio pasado, los US terminaron con 13% del mercado, y Rusia con 16%. Si sumamos a Ucrania y a Kazakstán, el Mar Negro totaliza un 31% del mercado, es decir casi el mismo tercio que detenía Estados Unidos en los 90'. Rusia no se va a convertir en el primer exportador mundial de trigo en 16/17 como leemos erróneamente en estos últimos días, sino que ya se transformó en el primer exportador mundial en 15/16 delante de Estados Unidos y de Francia, si consideramos los intercambios intracomunitarios. Y esto no fue magia. El Estado ruso planificó a través de su plan estratégico lanzado en 08/09, junto con el sector privado federado a través de *Russian Grain Union*, en convertirse en el primer país exportador mundial de trigo en 20/21. Finalmente lo lograron en 15/16. Esto tiene implicancias enormes en el mercado mundial. Tanto Rusia como Ucrania, por razones de orden logístico, liquidan más del 70% de sus saldos exportables entre julio y diciembre, antes de que se congele recurrentemente el mar de Azov y el arribo de las fiestas ortodoxas, lo cual orienta estructuralmente el mercado mundial de manera bajista en el primer semestre de la campaña comercial, máxime cuando las cosechas son históricas como lo es este año.

Con una cosecha prevista en 73 M ton contra 61 M ton el año pasado, las primeras ofertas de trigo ruso en julio de este año fueron de 162 USD FOB para 12,5% de proteína (11% base húmeda argentina). Hay que retrotraerse a la campaña 09/10 para encontrar precios FOB tan competitivos. En resumen, lo dicho hasta aquí demuestra que en la primera mitad de la campaña





AÑO XXIV – N° 1774 – VIERNES 2 DE SETIEMBRE DE 2016

comercial hemisferio norte hay que ver más lo que pasa en Moscú que en Chicago. La segunda mitad de la campaña es estructuralmente otro cantar, y es ahí donde Argentina se inserta en el mercado mundial. Y esto es muy positivo para el origen argentino, volveré a ello luego.

Respecto a tu pregunta, en fin dirán los lectores, los futuros de trigo en Chicago cerraron en efecto el viernes pasado a mínimos en casi una década, presionado por la abundancia de suministros (estamos hablando de una cosecha de cereales de record absoluto de 2.069 M ton) y por razones chartistas. Respecto al mercado físico americano, es evidente que la voluntad de mover las existencias de trigo de invierno antes que ingrese la cosecha de maíz presiona fuertemente los precios. En cuanto al trade americano, cabe señalar que los stocks iniciales en US no paran de aumentar, 16, 20,5 y 27 M ton en 14/15, 15/16 y 16/17, respectivamente. Esto explica claramente por un lado la falta de competitividad acumulada en estas últimas campañas del trigo americano y por el otro la decisión individual de cada productor americano, que se termina convirtiendo sin querer en una decisión colectiva, en vender el trigo cuando más le conviene, esto gracias a la capacidad de almacenaje con que cuenta Estados Unidos, y más bien los productores, única en el mundo de más está decir.

Ahora bien, si nos quedásemos sólo con el cierre de Chicago del viernes pasado estaríamos omitiendo un elemento clave de este año que está desde ahora actuando como driver, a saber la calidad de los trigos que se han cosechado en el mundo hasta ahora. Tanto el mercado ruso como el europeo y el americano han mostrado una cierta firmeza durante el mes de agosto, y ello es a raíz de una caída de la proteína en los trigos de invierno tanto rusos como americanos, y la fuerte reducción de la producción francesa acompañada de graves problemas de peso específico de los granos.

La degradación cualitativa no tiene el gatillo de orientación de precio que tienen los inventarios, pero la misma puede llegar a modificar sustancialmente los flujos exportables, y esto de por sí es de carácter alcista.

2-Esta mejora en la oferta global de la que tanto se habla, con aumentos importantes de producción en Rusia fundamentalmente, aunque también en Estados Unidos, Canadá, quizás Australia, ¿tiene demanda? ¿De dónde va a provenir? ¿Puede decirse que existen dos circuitos separados de comercio de trigo internacional, uno de calidad y otro forrajero, o en la práctica funcionan como un gran y único mercado?

No existe "un mercado de trigo" sino "mercados de trigo" dado que el mercado mundial de trigo es extremadamente segmentado por el sólo hecho que el mismo no es un commodity: La calidad de trigo/s elegido/s determina/n la harina producida adaptada a un determinado tipo de panificación, y esto me da el pie para afirmar que el 80% del trigo producido en el mundo lo es sencillamente para hacer pan (o todo tipo de producto panificable para ser más riguroso). No hay por lo tanto ningún país exportador que se fije como objetivo de producir trigo forrajero, a elegir, el plus se da cuando se alcanza una determinada calidad panadera, de manera tal que respecto al trigo forrajero su producción responde más bien a una desclasificación de calidad que a una estrategia deliberada de producir trigo forrajero. Esto no significa que no exista un mercado de trigo forrajero, ni tampoco que no existan variedades forrajeras, lo que quiero decir es que es un mercado acotado en volumen ya que compete principalmente con el maíz y acotado a su vez regionalmente en el sudeste asiático. Yo hablaría más bien de diversos mercados de trigo por un lado y de un mercado forrajero global por el otro, en el cual se incluye el trigo. Con la cebada no sucede lo mismo ya que si bien la desclasificación de calidad es sumamente perjudicial y costosa, existe un mercado forrajero específico por el mero hecho que los camélidos toleran difícilmente otras raciones.

Resulta imposible en breves líneas explicar de qué manera opera la segmentación de la demanda a nivel mundial. La originación que se realiza en África del oeste no es la misma que en el Magreb (Argelia, Marruecos y Túnez), y dentro del Magreb la originación es muy diferente. Para complicar las cosas Libia y Egipto, por ejemplo, pertenecen a África del norte pero respecto a la estructuración de sus mercados estos





AÑO XXIV – N° 1774 – VIERNES 2 DE SETIEMBRE DE 2016

corresponden más bien al Próximo y Medio Oriente. En líneas muy pero muy generales que conserva una cierta homogeneidad, habría que referirse a una demanda latinoamericana, a cuatro demandas en el seno del continente africano, a una demanda Próximo y Medio Oriente y tres demandas asiáticas.

Respecto a la pregunta si los excedentes registrados este año tienen demanda, hay que aclarar que desde la campaña 13/14 hasta la corriente 16/17 la producción se encuentra por encima del consumo a nivel mundial. No obstante, de 13/14 a 16/17 (prevista al día de hoy) la producción creció un 3,6% y el consumo 4,7%, es decir que el consumo está creciendo independientemente de la producción por razones más bien demográficas, y digo independientemente de la producción ya que si bien los inventarios abultados implican en principio una mejora en los precios para el utilizador final, el consumo de trigo por habitante por año tiene un límite: "no vamos a comernos diez hamburguesas porque están baratas...", de manera tal que si el hemisferio sur no juega una mala pasada climática este año, los stocks tenderán a subir inexorablemente.

3- ¿Qué papel jugará los graves problemas productivos que ha tenido la Unión Europea, mayormente Francia? ¿Abre nuevos mercados potenciales al trigo argentino? ¿Tenemos posibilidades de aumentar la penetración en África?

Lo que sucedió en Europa este año es un fenómeno muy particular. Francia, que tomando los intercambios intracomunitarios, tuvo el segundo puesto de exportador de trigo junto con Estados Unidos, este año se encuentra con una caída de un tercio de su producción respecto a 15/16, si bien esta fue un récord, hay que decirlo. Hay que remontarse a cuarenta años (la famosa cosecha 1976) para igualar tan bajos rindes. A su vez, según FranceAgriMer, organismo perteneciente al Ministerio de Agricultura, los últimos resultados de encuestas de calidad al ingreso de acopios arrojan que sólo el 23% de la colecta presenta pesos específicos por encima de 76 kg/hl. Consecuentemente, las exports francesas caerán de manera significativa en 16/17. No obstante, ello no se traduce en los precios en el mercado local, es lo que se denomina localmente

"doble pena" ya que los productores franceses afrontan rendimientos catastróficos acompañados de precios históricamente deprimidos. ¿Por qué? Porque los países europeos del Mar Negro, es decir Rumania y Bulgaria, presentan cosechas excelentes y calidad más bien buena, los países bálticos, en plena cosecha, están presentando buenos rindes, y el segundo exportador de trigo europeo, Alemania, presenta caída de volumen y calidad muy ligera. Del Mar Negro propiamente dicho ya hablé, de manera tal que sobra trigo en Europa para remplazar el origen francés, y esto no es para nada alcista.

Ahora bien, esto releva de una foto a un momento determinado, ya que el problema de la lectura de los inventarios, podríamos decir lo mismo con los charts, es que representa una foto en un momento determinado, mientras que los flujos comerciales lo que menos tienen es imagen sino más bien un puro dinamismo.

Siempre que se remplaza en el trade de manera abrupta un origen por otro siempre a implicancia en los precios.

Francia deja de exportar en 16/17 casi 9 millones de toneladas, se sabe matemáticamente que trigo hay y de sobra para remplazarlo, lo que se desconoce es de qué manera, cuándo, con que *timing*, en definitiva, se remplazarán esas 9 M ton. Francia revela año tras año una logística impecable en la cuenca mediterránea, son años de relaciones comerciales basadas en la proximidad geográfica y cultural, no es tal el caso de los demás orígenes. De manera tal que, paradójicamente, el exceso mal repartido este año puede ser una fuente de alza de precios.

Respecto a la Argentina, el acceder seis meses después al mercado presenta una gran ventaja luego de la fuerte competencia que se libraron básicamente los europeos entre ellos. Resta saber cuál será la actitud comercial de los Estados Unidos este año ya que la misma será un termómetro mayor de la futura orientación de precios, sobre todo en la segunda mitad de campaña.

En 08/09 y 09/10 los *farmers* guardaron literalmente sus cosechas con el ánimo de no convalidar esos precios que les imponía básicamente Rusia, lo que les permitió luego tapar el agujero, junto con Francia, que Rusia





AÑO XXIV – N° 1774 – VIERNES 2 DE SETIEMBRE DE 2016

dejó en 2010/11 a raíz del embargo de las *exports* rusas que tuvo lugar en agosto de 2010.

Hoy la cosa cambió. Los americanos almacenaron dos años de manera consecutiva buena parte de la cosecha a fin de no convalidar, una vez más, precios de morondanga, con la salvedad que este año no hay embargo ruso, sino todo lo contrario. La competencia en 16/17 será feroz.

Argentina tiene chances de colocar trigo en África del norte, de hecho el mismo es conocido en tanto que origen más bien corrector por gozar de la reputación de trigo "*hard*" equivalente al trigo duro de invierno americano.

Ahora bien, el trigo argentino se enfrentará, luego de tantos años de ausencia, a un mercado norte africano en el cual 18 orígenes compiten por el mismo objetivo: vender.

Lo que cambió respecto a los años en que el trigo argentino estaba presente, es que se sumaron orígenes bálticos tales como Lituania, Letonia, Estonia, Polonia, Suecia y países de Europa del este, que gran parte de ambos producen trigos de alta proteína.

El trigo argentino deberá competir en un mercado mundial frente a trigos de 12,5% (base seca 10,8% base húmeda 13,5%) que carecen de todo tipo de prima para lograr ese tenor proteico.

4-En Argentina, ¿cómo viene el mercado de trigo? Inicialmente se hablaba de un aumento en las siembras hasta los 4,6 millones de hectáreas, hoy se cree que eso podría pecar de optimista, y las coberturas se piensan algo por debajo. ¿Cuál es su visión?

Aún ciertas fuentes privadas hablan al día de hoy de esa superficie a la cual se refieren, es más, el USDA sigue trabajando con un área cosechada para argentina de 4,8 M ha, por cierto 0,4 M ha por debajo del Ministerio de Agroindustria.

Si bien las diferentes fuentes locales difieren

sensiblemente respecto al área sembrada, observo que la mayoría coincide en que el aumento de área respecto al año anterior no superó el 20%. Esto me parece bastante pertinente. La intención de siembra inicial era porcentualmente mayor pero lamentablemente las condiciones climáticas en ciertos plots no ayudaron. No obstante el área de trigo en Argentina crece de manera significativa y es eso es extremadamente positivo.

Aquí no nos damos cuenta de los que representa un aumento de área de un 20%. En Francia en octubre/noviembre pasado (campaña 16/17) se reveló a nivel mediático "un aumento significativo del área de trigo", cuando vemos en términos porcentuales lo que representa este aumento: 1,6%, vemos que la referencia no es la misma.

5- De cualquier modo, descontamos desde ya un aumento de la producción de trigo argentino en la nueva campaña. ¿Hacia dónde se destinará? ¿Encontrará demanda que la sostenga? ¿Cuál es su perspectiva para los precios?

Totalmente. Si vemos diversas previsiones el aumento de la producción superaría de un cuarto respecto a 15/16, lo que generará saldos exportables bien por encima de lo que estábamos acostumbrados durante los años de intervención del mercado de trigo. Lo que hay que aclarar es que al 01 de diciembre próximo arrancaremos con un stock bien inferior al registrado al 01/12/15, con lo cual en términos de saldo, podríamos andar en 8/9 M ton, similar a 15/16.

Seguramente, clima mediante, la calidad, nótese allí % de proteína, aumentará lo suficiente para abastecer a Brasil y otros mercados latinoamericanos, africanos y próximos orientales.

Argentina tiene que reposicionarse en el segmento de 12,5% base seca a fin de atender el conjunto de necesidades del mercado y sobre todo lo que se le exige al origen argentino y no necesariamente a otros: ser corrector.

Y para ello no nos van a bonificar, de lo que se trata no es del premio (exceptuando los trigos 30/300 que





AÑO XXIV – N° 1774 – VIERNES 2 DE SETIEMBRE DE 2016

localmente siempre lo tendrán) sino de evitar el castigo, que a título de ejemplo este año superó los 30 USD/t. Ese castigo de 30 USD no fue a parar al bolsillo de ningún eslabón particular de la cadena, se lo llevó puesto el mercado de la pérdida absoluta de ganancia de todos los sectores. Es eso lo que hay que evitar de ahora en más.

* N. de E: Agradecemos profundamente a Leandro su colaboración con esta entrevista.



COMMODITIES

El costo fiscal de bajar un 5% los DEX de soja sería 16.000 millones de pesos

JULIO CALZADA-EMILCE TERRE

El costo fiscal de bajar las retenciones del complejo sojero del 30% al 25% en soja podría ser de \$ 16.685 millones, el 0,7% del total de la recaudación esperada del Gobierno Nacional para el 2016. La decisión del Gobierno en diciembre de 2015 de eliminar retenciones significó cerca de \$ 42.000 millones, el 1,9% de la recaudación nacional estimada para el 2016 y el 4% de la recaudación esperada de IVA y ganancias.

En el debate político y económico, los detractores o críticos del Gobierno Nacional afirman muchas veces que los problemas de financiamiento del Gobierno Nacional obedecen centralmente a la eliminación dispuesta por las autoridades de las retenciones al campo.

Cuadro N° 1: ¿Cuánto representa la baja del 5% en DEX de soja sobre la recaudación del Gobierno Nacional?

	Estimada 2016
Total recaudación Gobierno Nacional	2.232.318
DEX con alícuota del 30% en soja	100.109
DEX con alícuota del 25% en soja	83.424
Costo fiscal adicional de bajar DEX de soja a 25%	16.685
Relación de bajar 5% el DEX de soja sobre la recaudación nacional	0,75%

En millones de pesos.

Fuente: Administración Federal de Ingresos Públicos y estimación BCR

Por otra parte, los productores agropecuarios y en especial ACSOJA (Asociación de la Cadena de la Soja Argentina) vienen solicitando al Gobierno Nacional se cumpla el compromiso de reducir en el año 2017 la alícuota de retenciones del complejo sojero del 30% al 25% en el caso de las habas de soja y del 27% al 22% en la harina/aceite de soja. Otros cuestionan este reclamo por considerar que aumentaría, aún más, el déficit fiscal que registrarán las arcas nacionales en el 2016 y 2017.

¿Quién tiene razón en este debate? Para poder aportar alguna respuesta a estos interrogantes, hemos decidido aplicar una metodología propia para el cálculo del costo fiscal de estas medidas y su impacto en la recaudación nacional prevista para el 2016.

Nos formulamos cuatro preguntas que se exponen a continuación. De las cifras obtenidas arribamos a la conclusión que el desfinanciamiento del Gobierno Nacional no parece tener como culpable al campo por la eliminación de retenciones. Si bien no hay cifras oficiales desagregadas a nivel estadístico de los DEX, hemos aplicado un sistema de cálculo propio que nos arroja valores que creemos se acercan a la realidad. A continuación van las preguntas y sus respuestas.

Pregunta N°1: ¿Cuál sería el costo fiscal de bajar la alícuota de retenciones del complejo sojero del 30% al 25% en el caso de las habas de soja y del 27% al 22% en la harina/aceite de soja, tal como reclaman los productores y ACSOJA para el 2017?

De acuerdo a nuestras estimaciones, que constan en el cuadro N°1, el costo fiscal de la medida podría ser de 16.685 millones de pesos (a plata de hoy), lo cual representaría el 0,7% del total de la recaudación del Gobierno Nacional para el año 2016. En dólares, estaríamos hablando de cerca de 1.076 millones de U\$, aplicando un tipo de cambio 1 dólar= 15,5 pesos.

Este costo fiscal representaría el 1,6% de la recaudación conjunta prevista para el 2016 de los dos principales impuestos nacionales. Nos referimos a IVA y Ganancias, cuya percepción conjunta





AÑO XXIV – N° 1774 – VIERNES 2 DE SETIEMBRE DE 2016

Cuadro N°2: Costo fiscal de eliminar las retenciones en granos dejando la soja en el 30% o el 25%

	Estimada 2016
Total recaudación Gobierno Nacional	2.232.318
Costo fiscal de la eliminación de DEX con soja en 30%	41.795
% Costo fiscal DEX 30% a soja sobre recaudación nacional	1,9%
Costo fiscal de la eliminación de DEX con soja en 25%	58.479
% Costo fiscal DEX 25% a soja sobre recaudación nacional	2,6%

En millones de pesos.

Fuente: Administración Federal de Ingresos Públicos y estimación BCR

para el corriente año hemos estimado en 1.075.000 millones de pesos.

Pregunta N°2. Si el Gobierno Nacional no hubiera dispuesto la eliminación total de las retenciones a las exportaciones del campo. ¿Cuál podría haber sido en el año 2016 la recaudación total de derechos de exportación de todos los complejos granarios?

Si el Gobierno Nacional no hubiera dispuesto la eliminación total de las retenciones a las exportaciones del campo (excepto en soja), en el año 2016 -según nuestras estimaciones- la recaudación total de derechos de exportación de los complejos granarios podría haberse situado en 142.000 millones de pesos, aproximadamente. Este podría haber sido el aporte hipotético que podrían haber tributado los complejos soja, girasol, maíz, trigo, sorgo, cebada, maní, arroz, maíz pisingallo, porotos y otros; si no se hubieran eliminado o reducido las retenciones.

Para su cálculo, a la recaudación del 2015 se la corrigió teniendo en cuenta, por un lado, la retención de mercadería que hubo en los últimos meses del año pasado a la espera de los cambios en la normativa tributaria (derechos de exportación) y, por el otro, se computó la mayor competitividad que significaba para los bienes argentinos el salto devaluatorio del primer trimestre de este año.

Sin embargo, es lógico pensar también que sin la reducción dispuesta en los DEX no podría crecer demasiado –como finalmente lo hará- la siembra de maíz, trigo y girasol en la presente campaña (2016/2017). Según nuestros cálculos estos tres cultivos podrían sumar alrededor de 1,5 millones de hectáreas

adicionales al área sembrada el año pasado.

Pregunta N°3: Al decidir el Gobierno Nacional eliminar todos los DEX de los distintos complejos y dejar al poroto de soja en el 30% y a la harina/aceite de soja con una alícuota del 27%: ¿Cómo baja la recaudación de los DEX y cuál es el costo fiscal real de esta medida?

Ante esta decisión adoptada por el Gobierno Nacional en diciembre de 2015, estimamos que la recaudación de DEX por el complejo sojero llegará a ser en el año 2016 de aproximadamente 100 mil millones de pesos. En consecuencia, el costo fiscal de la medida ascendería a 42.000 millones de \$. Este costo fiscal representa:

- apenas el 1,9% de la recaudación nacional estimada por nosotros para el año 2016, la cual situamos en 2.230.000 millones de pesos.
- El 4% de la suma de la recaudación que estimamos para el año 2016 de los dos principales impuestos nacionales: IVA y ganancias.

Como vemos son cifras muy razonables y en absoluto siderales. Para aquellos que sostienen que el desfinanciamiento actual del Gobierno Nacional obedece a la eliminación de retenciones al campo, la realidad de esta razonable cifra desmiente totalmente dicha afirmación.

Pensemos que este costo fiscal (\$ 42 mil millones) se va a poder compensar claramente con la mayor área sembrada y rindes, gracias a la aplicación de más y mejor tecnología, que registrarán las cosechas de trigo, maíz, girasol, y más adelante la soja. El impacto multiplicador del campo se pondrá de manifiesto en la presente campaña 2016/2017

Pregunta N°4: ¿Que hubiera sucedido si el Gobierno Nacional hubiera dispuesto en diciembre de 2015 eliminar todos los DEX de los distintos complejos y dejar al poroto de soja en el 25% (en vez del 30%) y a la harina/aceite de soja con una alícuota del 22%





AÑO XXIV – N° 1774 – VIERNES 2 DE SETIEMBRE DE 2016

(en vez del 27%)? Recordemos que este nivel de alícuota es el que reclaman hoy los productores y ACSOJA para el 2017.

En esta alternativa hipotética estimamos que la recaudación de DEX del complejo sojero podría haberse situado en el año 2016 en aproximadamente 83.400 millones de pesos. En consecuencia, el costo fiscal de esta supuesta medida (que no se adoptó) podría haber sido de \$ 58.400 millones. Esta cifra hubiera representado:

- a) apenas el 2,6% de la recaudación nacional estimada por nosotros para el año 2016 (2.230.000 millones de pesos).
- b) El 5,4% de la suma de la recaudación de IVA y Ganancias que estimamos para el año 2016.

No luce como un costo fiscal irracional, teniendo en cuenta que esta caída en la recaudación se hubiera compensado con mayor producción de granos y aumento en el nivel de actividad económica en general.

Nota Metodológica: Procedimiento de cálculo utilizado frente a faltantes de información a la fecha

a) Como hicimos el año pasado en una nota del informativo semanal, para el año 2014 se procedió en primer lugar a agrupar las autorizaciones de ROEs Verdes (Declaraciones Juradas de Venta al exterior de productos agrícolas) en 16 categorías diferentes. Ellas son: soja, subproductos de soja (harinas y pellets), aceite de soja, girasol, subproductos de girasol, aceite de girasol, maíz, trigo pan, subproductos de trigo, sorgo, cebada, maní, arroz, maíz pisingallo, porotos y otros. A cada categoría se le consignaron las alícuotas de Derechos de Exportación.

b) Al tonelaje correspondiente a cada emisión de ROE Verde de los productos incluidos en las principales categorías se lo multiplicó por el precio FOB del día de la aprobación de la solicitud. Sobre dicho cálculo se aplicaron los derechos de exportación vigentes (DEX) en el 2014 y el resultado se convirtió a pesos al tipo de

Cuadro N°3: Recaudación estimada de Derechos de exportación para el complejo granario por categoría de producto

	Recaudación estimada por BCR DEX			
	2014	Partic.	2015	Partic.
Complejo soja	53.006	63,0%	52.848	69,6%
Complejo girasol	914	1,1%	911	1,2%
Maíz	7.640	9,1%	7.617	10,0%
Trigo y sus derivados	556	0,7%	555	0,7%
Sorgo	378	0,4%	377	0,5%
Cebada	1.078	1,3%	1.074	1,4%
Maní	340	0,4%	339	0,4%
Arroz	215	0,3%	214	0,3%
Maíz pisingallo	122	0,1%	122	0,2%
Porotos	53	0,1%	53	0,1%
Otro	100	0,1%	100	0,1%
Total derechos de exportación	64.401	76,6%	64.185	84,5%
Según AFIP	84.088	100,0%	75.939	100,0%

En millones de pesos.

Fuente: Estimación Bolsa de Comercio de Rosario en base a datos de UCESCI y AFIP.

cambio de cada día (según la comunicación "A" 3.500 del BCRA).

c) Luego de haber obtenido los DEX por cada ROE se procedió a recategorizar en 11 rubros: Complejo Soja, Complejo Girasol, maíz, trigo y sus derivados, sorgo, cebada, maní, arroz, maíz pisingallo, porotos y otros.

d) Finalmente para el año 2014 tomamos la recaudación total de Derechos de Exportación en la República Argentina que según AFIP ascendió a 84.088 millones de pesos (Ver cuadro N°3). El campo y la agroindustria habrían contribuido con aproximadamente 64.400 millones de pesos según las estimaciones que hicimos con nuestra metodología (76,6% del total). Luego obtuvimos los porcentajes de participación de cada categoría. Por ejemplo, el complejo sojero en el 2014 aportó el 63% del total de los DEX recaudados a nivel nacional.

e) Para el año 2015, tomamos la información de AFIP respecto de la recaudación total de DEX, la cual ascendió a 75.939 millones de pesos. Para calcular la recaudación de DEX del sector granario en dicho año procedimos a sumar tres rubros de acuerdo a la información que emite AFIP: a) DEX por exportaciones del reino animal, b) DEX por ventas al exterior de Grasas





AÑO XXIV – N° 1774 – VIERNES 2 DE SETIEMBRE DE 2016

Cuadro N° 4: Argentina. Estimación del costo fiscal en el año 2016 de la eliminación de los DEX en la producción de granos

	Recaudación estimada DEX 2015	Corrección por retención de grano pre-devaluación	Corrección por post- devaluación	Recaudación estimada DEX 2016	Recaudación estimada 2016 eliminando DEX	Costo fiscal por eliminación DEX (\$)
Complejo soja	52.848	1,30	1,7	116.794	100.109	16.685
Complejo girasol	911	1,30	1,7	2.013	0	2.013
Maíz	7.617	1,30	1,7	16.833	0	16.833
Trigo y sus derivados	555	1,30	1,7	1.226	0	1.226
Sorgo	377	1,30	1,7	832	0	832
Cebada	1.074	1,30	1,7	2.374	0	2.374
Maní	339	1,30	1,7	750	0	750
Arroz	214	1,30	1,7	473	0	473
Maíz pisingallo	122	1,30	1,7	269	0	269
Porotos	53	1,30	1,7	118	0	118
Otro	100	1,30	1,7	221	0	221
Total DEX granos, aceites y subproductos	64.185			141.904	100.109	41.795

En millones de pesos.

Fuente: Estimación Bolsa de Comercio de Rosario en base a datos de UCESCI y AFIP

y aceites animales y vegetales y c) DEX por productos de las industrias alimenticias, bebidas y líquidos. Esta suma nos da un total de DEX en el 2015 de 64.185 millones de pesos. Con las limitaciones del caso, hemos tomado esta cifra como la recaudación de DEX del complejo granario (complejos soja, girasol, maní, trigo, sorgo, etc)

Luego aplicamos a esta cifra (64.185 millones de U\$S en el 2015) el porcentaje de participación del año 2014 sobre cada categoría. Así surge que el complejo soja habría aportado a la recaudación nacional de DEX del 2015 cerca de 52.848 millones de pesos, aproximadamente el 69,6% del total (aclaramos: es el 69,6% sobre 75.939 millones de pesos). El segundo rubro en importancia en el 2015 habría sido el maíz, quien aportó 7.617 millones de pesos en concepto de DEX, cifra equivalente al 10% del total de DEX que se tributaron en Argentina. En tercer lugar se ubicó la cebada.

f) Con la recaudación de DEX del año 2015 calculada por categoría, intentamos estimar la posible recaudación de DEX para el año 2016 para cada una de ellas. Para ello tomamos los datos del 2015 y los multiplicamos inicialmente por un factor de conversión de 1,3 para computar que las exportaciones del año pasado se retrasaron a la espera de la devaluación que llegó finalmente a finales de año, en diciembre del 2015. En los meses de enero, febrero y marzo de 2016 las ventas al exterior y despachos de granos, harinas y

subproductos registran un importante crecimiento respecto a idéntico período del 2015 por la decisión de los productores agropecuarios y exportadores de vender sus stocks de mercadería a precios más elevados por la modificación en el tipo de cambio. Posteriormente, a los valores obtenidos por categoría (luego de multiplicar por 1,3) procedimos a volver a multiplicarlo por 1,7 para computar el efecto de la modificación del tipo de cambio. En efecto, recordemos que en el año 2015 el promedio del tipo de cambio comprador del Banco Nación Argentina fue de 9,14 pesos por dólar, en tanto que hemos estimado que el promedio durante el año 2016 será de 15,5 \$/U\$. Esto implica un 70% de incremento en la recaudación de los DEX por cambios en la cotización del dólar. Ese es el motivo por el cual aplicamos el factor de conversión de 1,7

Aclaramos lo siguiente: con esta metodología lo que hicimos fue suponer que los precios en U\$S de las mercaderías exportadas en el 2015 serán similares a los que rijan durante el 2016. Otro supuesto adoptado es que existirá un incremento en las cantidades físicas exportadas del 30% en el 2016 por mercadería que quedó sin despachar en el 2015 y otros aumentos en el volumen físico. Y hemos computado, además, un aumento del 70% en el tipo de cambio entre el 2015 y 2016 que aumenta los DEXs.

g) En consecuencia, si el Gobierno Nacional no hubiera dispuesto la eliminación total de las retenciones a las exportaciones del campo (excepto en soja), en el año 2016 -según nuestras estimaciones- la recaudación total de derechos de exportación de los complejos granarios podría haberse situado en 142.000 millones de pesos, aproximadamente. Ese sería el aporte hipotético de los complejos soja, girasol, maíz, trigo, sorgo, cebada, maní, arroz, maíz pisingallo, porotos y otros; sin eliminar las retenciones. Es lógico pensar que sin esa medida de política agropecuaria no podría crecer demasiado - como finalmente lo hará- la siembra de maíz, trigo y girasol en la presente campaña (2016/2017).





AÑO XXIV – N° 1774 – VIERNES 2 DE SETIEMBRE DE 2016

Cuadro N°5: Recaudación del Gobierno Nacional.

	año 2014	año 2015	año 2016 (BCR)
Total General	1.280.307	1.691.150	2.232.318
Impuestos	756.912	1.024.570	
Seguridad Social	399.799	544.591	
Recursos aduaneros	122.255	120.782	
Derechos de exportación	84.088	75.939	126.139
Recursos tributarios (1)	1.169.682	1.537.948	2.030.091

En millones de pesos.

Fuente: Administración Federal de Ingresos Públicos y estimación BCR

h) Pero el Gobierno Nacional decidió eliminar todos los DEX de los distintos complejos y dejar al poroto de soja en el 30% y a la harina/aceite de soja con una alícuota del 27%. Ante esta decisión, estimamos que la recaudación de DEX por el complejo sojero sería en el año 2016 de aproximadamente 100 mil millones de pesos. En consecuencia, el costo fiscal de la medida -de acuerdo a nuestra metodología de cálculo- ascendería a 42.000 millones de \$. Esto representaría apenas el 1,9% de la recaudación nacional estimada por nosotros para el año 2016, la cual situamos en 2.230.000 millones de pesos (ver cuadro N°5). Hemos adoptado los siguientes supuestos: la recaudación nacional en el 2016 crecería como lo hizo en el 2015, un 32% en el año. Este supuesto es muy prudente y entendemos se ajusta a la realidad.

i) Pero que hubiera sucedido si el Gobierno Nacional hubiera dispuesto este año eliminar todos los DEX de los distintos complejos y dejar al poroto de soja en el 25% y a la harina/aceite de soja con una alícuota del 22%, como reclaman los productores y ACSOJA para el 2017. En esta alternativa estimamos que la recaudación de DEX del complejo sojero sería en el año 2016 de aproximadamente 83.400 millones de pesos. En consecuencia, el costo fiscal de esta hipotética medida -de acuerdo a nuestra metodología de cálculo- ascendería a 58.400 millones de \$. Esto representaría apenas el 2,6% de la recaudación nacional estimada por nosotros para el año 2016, la cual ubicamos en 2.230.000 millones de pesos, como dijimos antes.

j) Finalmente: ¿Cuál sería el costo fiscal de bajar la alícuota de retenciones del complejo sojero del 30% al 25% en el caso de las habas de soja y del 27% al 22% en la harina/aceite de soja, tal como reclaman los

productores y ACSOJA para el 2017? De acuerdo a nuestras estimaciones, que constan en el cuadro N°1, el costo fiscal podría ser de 16.685 millones de pesos (a plata de hoy), lo cual representa el 0,7% del total de la recaudación del Gobierno Nacional para el año 2016. En dólares, estamos hablando de cerca de 1.076 millones de U\$S, aplicando un tipo de cambio de 1 dólar= 15,5 pesos.



COMMODITIES

Con la esperanza que la demanda externa sea la luz al final del túnel

EMILCE TERRE

En un año donde todas las miradas dejaron de estar puestas en la soja y se volcaron al trigo, maíz y girasol, el mundo nos enfrenta a una dura realidad: la mejora en la rentabilidad relativa de los cultivos se debió a un fenómeno puramente local, y en cierta medida “de única vez”. Con un agosto fuertemente bajista para los precios, las esperanzas están puestas en que la demanda externa sea capaz de “comerse”, nunca mejor dicho, el excedente de oferta de cereales. En soja, a contramano, los stocks globales se avizoran cada vez más ajustados y para peor, la nueva campaña podría estar amenazada por un evento Niña.

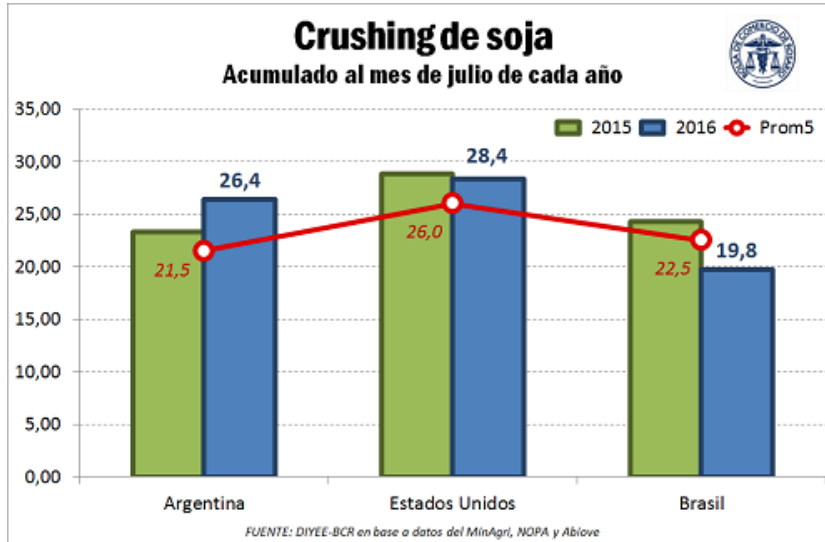
Con el comienzo del año 2016 las novedades en la comercialización de granos en nuestro país dieron impulso al ritmo de negocios, fundamentalmente orientados a la demanda externa. Dejaron de usarse los ROE como mecanismo de cuotificación de las exportaciones, al tiempo que se llevaron a cero las alícuotas de DEX para todos los productos menos los del complejo sojero, que se rebajaron en un 5%, y ello impactó mejorando la competitividad de los productos argentinos en un mercado global, como es el de los commodities agrícolas.

Sin embargo, los mercados internacionales de trigo y maíz están bien abastecidos en una campaña donde son varios los países que estarían en condiciones de





AÑO XXIV – N° 1774 – VIERNES 2 DE SETIEMBRE DE 2016



mostrado el precio local de la soja y, en segundo término, la aún destacable necesidad que exhibe la exportación de originar maíz en el corto plazo.

La bendita demanda de soja

Con relación al primero, el principal driver de la demanda de soja ha venido del lado de la demanda de poroto para procesar, que tal como muestra el gráfico adjunto, ha mostrado un acelerado nivel de actividad en el 2016.

En efecto, Argentina ha sido el único de los tres principales países abastecedores de la oleaginosa (tríada que completan

Estados Unidos y Brasil) cuyo volumen de crushing en el primer semestre de este año ha superado tanto al del mismo período del año anterior como al promedio de los últimos cinco años. En Argentina, los primeros tres meses del año 2016 (y que corresponden al último trimestre de la campaña 2014/15) ha alcanzado el máximo histórico para dicho período, y sobre esa base la molienda de soja de la campaña 2014/15 alcanzó un récord de 45,1 millones de toneladas.

En lo que va de la actual campaña comercial 2015/16 y que corresponde a los meses de abril-julio inclusive, los 16 millones de toneladas que se procesaron se encuentran un 5% por encima del promedio de los últimos cinco años, aunque algo por debajo del mismo período del año anterior.

En relación a las exportaciones, se anotaron a la fecha DJVE del complejo sojero -en toneladas de poroto equivalente- por 27,4 millones, cuando las compras totales de industria y exportación que informa el Ministerio de Agricultura ascienden a 33,9 millones de toneladas. En poroto, los compromisos de embarque suman 8 millones de toneladas, y las compras de la exportación 10,6 millones. En aceite y harina, las DJVE suman 18,5 millones mientras que la industria compró 23 millones. En suma, el sostén de este lado de la demanda para los precios en el corto plazo no pareciera demasiado robusto, y de hecho los precios de la harina

obtener cosechas récord y, con ello, los precios reaccionaron de forma acorde tocando en el primer caso su valor más bajo en la última década, y en el segundo el mínimo en siete años. A medida que se superó el período crítico para los cultivos en el Hemisferio Norte, las abultadas cosechas tienden a confirmarse y los precios profundizaron su trayectoria bajista.

En CBOT, el futuro más cercano de soja cayó un 18% en los últimos tres meses, mientras que el maíz cedió un 15% y el trigo blando un 13%. El trigo duro resiste algo mejor el embate, cayendo "sólo" un 6% en el mismo lapso. En Argentina, en tanto, la situación si bien coincide en lo bearish ha resultado la opuesta: la soja es la que mejor resistió el embate externo, cayendo un 2% en los últimos tres meses según la referencia de la Pizarra rosarina, mientras que el maíz cayó un 21% y el trigo un 14%.

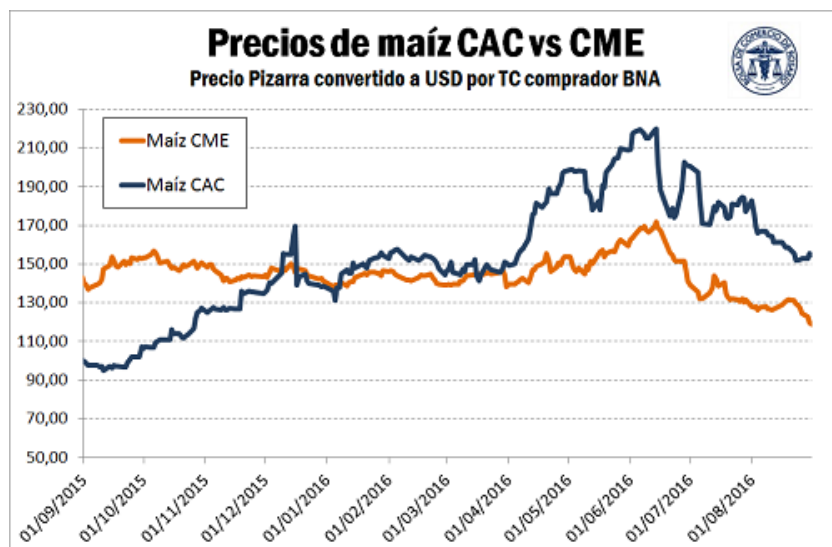
Sucede que por fuerza, los productos de los que estamos hablando son commodities y como tal, bienes homogéneos cuyo valor final está dado por su cotización internacional. En este marco, nuestro país se inscribe como tomador de precios y eventualmente la cotización de los granos debía acompasarse con lo que está sucediendo en el resto del mundo.

Sin embargo, y dado este panorama general, sobresalen dos puntos: en primer lugar, la relativa fortaleza que ha





AÑO XXIV – N° 1774 – VIERNES 2 DE SETIEMBRE DE 2016



de soja han comenzado a descender posiciones desde que tocasen un máximo relativo en el mes de mayo.

Bajo este escenario, la principal potencialidad alcista para la oleaginosa viene del lado de la oferta, que se avizora cada vez más ajustada en relación a la demanda. Con los productores argentinos volcados al maíz y girasol, se cree que el área sembrada con soja podría registrar una leve merma de superficie sembrada, quizás

del orden del 2%. Entre ello y un posible año Niña que podría impactar sobre los rindes, y en un mundo donde el stock de soja en relación al consumo viene mostrando tres años de caída consecutiva, cualquier sorpresa productiva tiene el potencial de mostrar un alto impacto en los precios.

Continúa fuerte la necesidad de originar maíz de la exportación

En el caso del maíz, por su parte, las exportaciones que reporta el SENASA para lo que va de la campaña actual 2015/16 y que comenzó en marzo resultan un 4% inferiores a lo que se

embarcó en el mismo período del año anterior. Sucede que esos grandes volúmenes exportados que vimos en los meses de febrero y marzo han comenzado a decaer desde entonces y hasta julio, mes en el que los envíos mensuales de maíz al exterior quedaron un 40% por debajo del séptimo mes del año pasado. En efecto, las continuas lluvias que afectaron la recolección del maíz justo cuando estaba listo para ser cosechado e impactaron retrasando los embarques que estaban programados para mediados de año.

Este retraso en la cosecha maicera llevó a que los precios en el mercado doméstico de maíz superasen los negociados en el mercado de Chicago, tal como muestra el gráfico adjunto. Sin embargo, a medida que la actividad retoma su ritmo normal la prima se va acotando y parece ser el momento propicio para que quien no haya cubierto sus ventas lo haga sin demoras.

A la fecha, la exportación ya ha anotado 19,3 millones de para embarcar en el presente año comercial, según consta en las declaraciones juradas de ventas al exterior, apenas se habían embarcado al 24 de agosto 11,4 millones de

Maíz 2015/16: Indicadores de exportación

Al 24/08/2016	2015/16	Prom 5 años	2014/15
ROE Verde /DJVE Presentadas*	19.323,30	13.592,49	14.080,30
Embarques Estimados	11.353,42	11.353,42	11.146,50
Relación s/ROE Verde	59%	84%	79%
Compras exportación	15.485,90	15.039,94	14.887,20
Relación s/ROE Verde	80%	111%	106%
Precios por fijar	517,80	1.617,66	2.696,80
	3%	11%	18%
Precios en firme	14.968,10	13.422,28	12.190,40
	97%	89%	82%
Falta embarcar	7.969,88	2.239,07	2.933,80
Falta comprar	3.837,40	-1.447,45	-806,90

* DJVE presentadas al 01/09/2016

Excepto porcentuales, las cifras están en miles de TM

Fuente: MINAGRI, UCESCI y estimaciones propias





AÑO XXIV – N° 1774 – VIERNES 2 DE SETIEMBRE DE 2016

toneladas, algo menos del 60%.

El volumen comprometido de 19,3 millones de toneladas resulta un 42% superior al promedio que se anotaba para esta altura del año en las últimas cinco campañas y restan, entonces, 8 millones de toneladas que el sector exportador se comprometió a embarcar en el ciclo comercial 2015/16 (aunque seguramente se sumará algo más de volumen en semanas venideras).

En tanto el sector exportador lleva comprado a la fecha unas 15,5 millones de toneladas de maíz. Ello implica que entre hoy y febrero del año próximo deberá salir a comprar al mercado doméstico algo más de 3 millones de toneladas. Aquí reside el principal factor de sostén para los precios mirando el mediano plazo. Si bien para la nueva campaña se estima que el área sembrada sumará algo más del 20% a la cobertura del ciclo precedente y, clima mediante, la oferta de maíz se hará más holgada, de aquí hasta entonces existe demanda para el grano.

La campaña triguera a paso firme, impávida frente a los vaivenes del mercado

En relación al trigo, al igual que en el resto de los productos, devaluación y supresión de retenciones mediante Argentina ha visto mejorar su margen de rentabilidad para la operatoria de exportación. A la fecha, las declaraciones juradas de ventas al exterior anotadas para trigo 2015/16 ya alcanzan los 7,4 millones de toneladas, un 90% por encima del promedio de las últimas cinco campañas. Sólo en el primer semestre del 2016, las exportaciones de trigo que informa el SENASA ya superan en un 130% los embarques del período enero-julio del año anterior, con 6,9 millones de toneladas.

Sin embargo, actualmente el margen de la exportación se ha comprimido y los precios se reacomodaron a la baja, enfriando el ritmo de negocios en la plaza local a la espera de mejores condiciones de acceso a los mercados.

Ello podría quedar en suspenso por unos meses, mientras se coloca la ingente oferta del Hemisferio Norte.

En tanto, el trigo en los campos Argentinos continúa creciendo en excelentes condiciones de salud. Según consignó GEA esta semana, pese a las heladas y la falta de agua superficial, el buen nivel de reservas hídricas y las generosas dosis de fertilizantes permiten mantener a pleno el optimismo para los rindes del cereal en la zona núcleo.

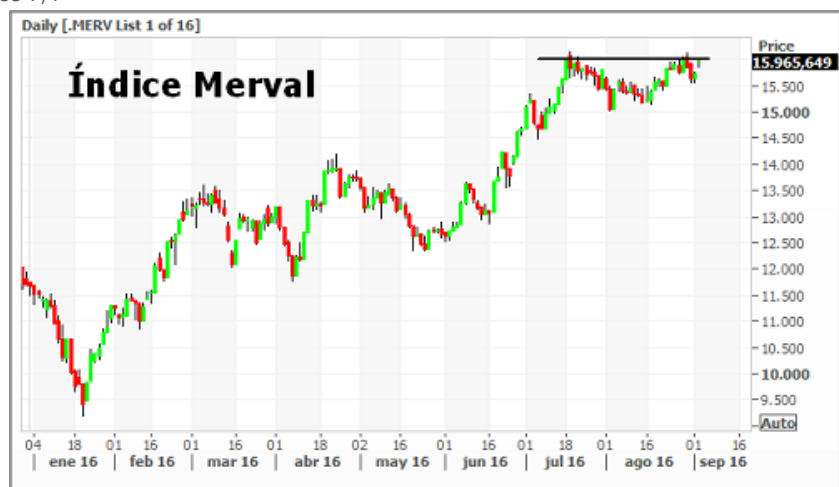


Nuevo desafío para la renta variable local

NICOLÁS FERRER

A pesar del impulso alcista registrado por las acciones durante los primeros nueve meses del año, el Índice Merval una vez más no logra consolidarse por encima de los 16.000 puntos, estableciéndose dicho nivel como una resistencia considerable y señalando un agotamiento para los fundamentos de la suba.

Si bien el mercado local cierra la semana en una nota alta, las últimas jornadas han evidenciado recortes en la mayoría de los títulos del Panel Principal, los cuales tras lograr recuperar las pérdidas de la primera mitad de agosto, vuelven a perder aceleración alrededor de los máximos históricos del Índice Merval. El hecho de haber





AÑO XXIV – N° 1774 – VIERNES 2 DE SETIEMBRE DE 2016

fallado una segunda vez en superar dicha barrera no hace más que consolidar su robustez. La próxima semana podría ser clave para definir el trayecto a seguir, y mantener un piso de entre 15.000 y 15.200 puntos es clave si se desea evitar que el retroceso adquiera una mayor gravedad.

La llegada de señales claras de recuperación del nivel de actividad continúa postergándose, acrecentando el grado de escepticismo vigente con respecto a los fundamentos macroeconómicos. El INDEC publicó esta semana el Estimador Mensual Industrial (EMI) correspondiente al mes de julio, mostrando una caída interanual de la actividad industrial del 7,9% para dicho período y cerrando así los primeros siete meses del 2016 con una baja acumulada del 4% respecto a la misma referencia para el año 2015. Los sectores que evidenciaron un mayor retroceso dentro de dicho período fueron las industrias metálicas básicas, con una caída interanual del -12,7% y el sector automotriz, el cual acumuló un retroceso del 13,4%. La realidad adversa del sector se refleja claramente en los títulos valores de empresas en régimen de oferta pública pertenecientes al mismo, como ser Siderar y Aluar, con rendimientos acumulados en lo que va del año de 0,9% y 19,6% respectivamente.

A su vez, la actividad de la construcción – de acuerdo al Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción del INDEC – con una caída mensual del 23,1% en el mes de julio (la más alta desde abril), registra en los

Principales Acciones de la Construcción e Industria Inmobiliaria

Título	Variación Acumulada 2016
Holcim (Juan Minetti)	114,2%
Dycasa	71,0%
IRSA Inversiones	68,6%
Índice Merval	36,7%
IRSA Propiedades Com.	31,2%
Consultatio	30,2%
Caputo	28,3%
Polledo	23,0%
TGLT	4,3%

Cartera Índice Merval Proyectada al 26/08/16

Título	Participación Estimada	Ponderación II Trim.	Variación
Petrobras Brasil	17,25%	25,19%	↓ -7,94%
Grupo Galicia	8,54%	9,95%	↓ -1,41%
Pampa Energía	8,36%	8,03%	↑ 0,33%
Cresud	8,22%	5,00%	↑ 3,22%
YPF	7,11%	7,46%	↓ -0,35%
Banco Macro	5,76%	6,10%	↓ -0,34%
Mirgor	5,59%	5,95%	↓ -0,36%
Siderar	5,10%	5,05%	↑ 0,05%
Banco Francés	4,85%	4,74%	↑ 0,11%
Comercial del Plata	4,48%	6,92%	↓ -2,44%
Tenaris	3,66%	4,14%	↓ -0,48%
Aluar	3,20%	3,60%	↓ -0,40%
Edenor	2,76%	2,63%	↑ 0,13%
Transener	2,29%	Ingresa	
San Miguel	2,17%	2,59%	↓ -0,42%
Consultatio	2,17%	2,65%	↓ -0,48%
Carbochlor	1,63%	Ingresa	
Celulosa	1,57%	Ingresa	
Endesa Costanera	1,48%	Ingresa	
Telecom	1,36%	Ingresa	
Petrolera del Conosur	1,34%	Ingresa	
Agrometal	1,14%	Ingresa	

Fuente: IAMC

primeros siete meses del año una caída acumulada del 14,1% con respecto a la mismo período en el 2015. En contraste con las metalúrgicas, los papeles asociados a la provisión de materiales de construcción y actividades inmobiliarias han tenido una performance mucho más favorable, señalando tal vez expectativas de que el mismo pueda recuperarse con mayor rapidez.

El inicio del último trimestre del año dará lugar a la entrada de nuevos papeles al Panel Principal, con la presencia de algunos títulos cuya participación en el índice líder del mercado local habría sonado impensada a principios de año. El furor por algunos papeles del Panel General les otorgó el volumen suficiente para ameritar su ingreso en la cartera que sigue el Índice Merval, cuya nueva ponderación proyectada sería la siguiente de acuerdo al Instituto Argentino de Mercado de Capitales:

A nivel internacional, los mercados norteamericanos cierran la semana con alzas marginales a pesar de que





AÑO XXIV – N° 1774 – VIERNES 2 DE SETIEMBRE DE 2016

el Departamento de Trabajo de los EE.UU. estimase que durante agosto se hayan agregado unos 151 mil empleos no agrícolas a la economía de aquel país, por debajo de los 180 mil previstos por los analistas. Ello da lugar a expectativas de que pueda prolongarse el actual nivel de tasas de referencia establecidas por la Reserva Federal.

Como ya suele ser frecuente, la semana trae nuevas adiciones al menú de renta fija emitida por el sector público, sólo que esta vez las mismas incluyen una alternativa a tasa fija en pesos, herramienta poco habitual en una economía que arrastra un considerable proceso inflacionario. La habitual emisión de Letras del Tesoro en dólares sólo resultó en la colocación de un título a 105 días por un total de u\$s 289,7 millones a una tasa nominal anual de 3,04%. Dicha colocación fue por el monto más bajo desde que el programa se encuentra en vigencia. A la vez, el Tesoro colocó un Bono en Pesos a tasa fija emitido a la par por un total de \$15.211 millones, adjudicando una tasa promedio ponderada del 22,86%.





AÑO XXIV – N° 1774 – VIERNES 2 DE SETIEMBRE DE 2016

PANEL DE MERCADO DE CAPITALES

Panel del mercado de capitales

Mercado de Capitales Regional

Plazo	Tasa promedio		Monto contado		N° Operaciones	
	Semana 26/08	Semana 19/08	Semana 26/08	Semana 19/08	Semana 26/08	Semana 19/08

MAV: CHEQUES DE PAGO DIFERIDO AVALADOS

0-30 días	23,14	25,61				
31-60 días	23,21	26,23				
61-90 días	23,37	26,53				
91-120 días	23,09	26,31				
121-180 días	23,23	26,90				
181-365 días		26,34				
Total			47.979.898	13.648.571	359	155

MAV: CAUCIONES

Plazo	Tasa promedio		Monto contado		N° Operaciones	
	Semana Actual	Semana Anterior	Semana Actual	Semana Anterior	Semana Actual	Semana Anterior
Hasta 7 días	26,94	26,82	292.415.079	296.004.691	1.630	1.664
Hasta 14 días	27,25	27,86	37.865.288	21.978.957	243	187
Hasta 21 días	28,00	28,50	447.340	3.037.500	2	2
Hasta 28 días	32,00		658.712		6	
> 28 días	28,47	28,11	2.417.855	1.620.642	20	20

Mercado de Capitales Argentino

02/09/16

Acciones del Panel Principal

Variable	Valor al cierre	Retorno		Beta	PER		VolProm diario (5 días)		
		Semana	Interanual		Emp. Sector	Emp. Sector			
MERVAL	15.965,65	1,20	45,16						
MERVAL ARG	14.672,64	0,14	41,35						
Petrobras Brasil	\$ 71,00	5,19	82,52	138,26	1,35	0,83	0,00	35,45	501.021
Grupo Galicia	\$ 45,70	-0,11	70,70	24,55	0,91	1,00	11,45	11,54	260.746
Pampa Energia	\$ 15,50	0,32	68,85	33,62	1,10	0,54	10,83	2,63	726.338
YPF	\$ 258,90	0,27	-13,56	18,29	1,06	0,83	246,86	35,45	47.940
Com. del Plata	\$ 3,02	-2,89	-3,21	-15,64	0,81	0,54	5,26	2,63	2.213.038
Mirgor	\$ 1.393,45	-1,52	481,07	157,69	0,58	0,58	11,60	11,60	4.098
Banco Macro	\$ 117,50	-1,59	92,17	48,93	1,02	1,00	10,79	11,54	94.625
Siderar	\$ 8,16	6,97	53,07	0,91	1,09	1,00	17,52	14,89	1.849.709
Banco Francés	\$ 101,30	-0,93	36,77	14,00	1,15	1,00	12,62	11,54	65.732
Cresud	\$ 26,70	1,52	102,27	50,42	0,86	0,70	0,00	26,74	467.931
Tenaris	\$ 205,20	-3,21	15,38	29,27	0,86	1,00	0,00	14,89	26.639
Aluar	\$ 9,45	-0,53	29,38	-19,57	1,06	1,00	27,16	14,89	368.889
Edenor	\$ 13,25	6,85	44,49	6,43	1,31	0,26	0,00	0,00	267.392
Consultatio	\$ 43,40	-1,03	124,75	30,24	0,54	0,75	11,16	40,08	58.701
San Miguel	\$ 121,40	-1,06	204,62	150,60	1,05	0,97	19,97	14,47	44.478

Títulos Públicos del Gobierno Nacional

02/09/16

Variable	Valor al cierre	Var. Semanal	TIR	Duration	Cupón	Próximo pago cupón
EN DÓLARES						
Bonar X (AA17)	1576,0	-0,19	2,87	0,59	7,00%	17/10/2016
Global 17 (GJ17)	1600,0	-0,31	2,33	0,70	8,75%	02/12/2016
Bonar 20 (AO20)	1765,0	0,86	4,48	3,42	8,00%	08/10/2016
Bonar 24 (AY24)	1784,0	0,22	5,20	4,11	8,75%	07/11/2016
Bonos AA26	1734,0	1,11	5,90	6,61	7,50%	22/10/2016
Discount u\$s L. Arg. (DICA)	2484,0	0,44	6,66	7,86	8,28%	31/12/2016
Discount u\$s L. NY (DICY)	2460,0	0,12	6,58	8,33	8,28%	31/12/2016
Par u\$s L. Arg. (PARA)	1085,0	-1,81	6,56	12,33	1,33%	30/09/2016
Par u\$s L. NY (PARY)	1060,0	-1,85	6,75	11,86	1,33%	30/09/2016
Bono AA46	1745,0	0,00	6,60	11,92	7,63%	22/10/2016
DOLLAR-LINKED						
Bonad 16 (AO16)	1500,0	0,13	5,38	0,14	1,75%	28/10/2016
Bonad 17 (AF17)	1472,0	0,34	4,25	0,45	0,75%	22/02/2017
Bonad 18 (AM18)	1455,0	-0,34	5,90	1,46	2,40%	18/09/2016
EN PESOS + CER						
Bogar 18 (NF18)	109,8	-5,10	3,93	0,77	2,00%	04/09/2016
Bocon 24 (PR13)	394,0	1,03	3,20	3,54	2,00%	15/09/2016
Boncer 21 (TC21)	102,0	0,00	-	4,49	2,50%	22/01/2017
Discount \$ Ley Arg. (DICP)	667,0	2,30	4,22	8,91	5,83%	31/12/2016
Par \$ Ley Arg. (PARP)	298,5	0,51	4,71	14,35	0,63%	30/09/2016
Cuasipar \$ Ley Arg. (CUAP)	502,0	-0,59	4,76	15,66	3,31%	31/12/2016

Mercado Accionario Internacional

02/09/16

Variable	Valor al cierre	Retorno			Máximo
		Semana	Interanual	Año a la fecha	
ÍNDICES EE.UU.					
Dow Jones Industrial	18.491,96	0,52%	12,93%	6,12%	18.668,44
S&P 500	2.179,98	0,51%	11,73%	6,66%	2.193,81
Nasdaq 100	4.798,74	0,31%	13,32%	4,47%	4.837,67
ÍNDICES EUROPA					
FTSE 100 (Londres)	6.894,60	1,24%	11,77%	10,90%	7.122,74
DAX (Frankfurt)	10.683,82	0,91%	3,55%	-0,55%	12.390,75
IBEX 35 (Madrid)	8.908,90	2,88%	-11,29%	-6,66%	16.040,40
CAC 40 (Paris)	4.542,17	2,26%	-2,40%	-2,05%	6.944,77
OTROS ÍNDICES					
Bovespa	59.616,40	3,35%	25,94%	37,61%	73.920,38
Shanghai Shenzhen Composite	3.067,50	-0,10%	-2,94%	-13,33%	6.124,04
Nikkei 225	16.925,68	3,45%	-6,91%	-11,08%	38.915,87





AÑO XXIV – N° 1774 – VIERNES 2 DE SETIEMBRE DE 2016

MONITOR DE COMMODITIES GRANOS

Monitor de Commodities Granos

Mercado Físico de Granos de Rosario 02/09/16

Plaza/Producto	Entrega	1/9/16	26/8/16	2/9/15	Var. Sem.	Var. Año
PRECIOS SPOT, CACR						
S/t						
Trigo	Disp.	2.130	2.150	1.050	↓ -0,9%	↑ 102,9%
Maíz	Disp.	2.320	2.275	910	↑ 2,0%	↑ 154,9%
Girasol	Disp.	5.200	5.200	1.850	0,0%	↑ 181,1%
Soja	Disp.	3.880	4.050	2.130	↓ -4,2%	↑ 82,2%
Sorgo	Disp.	2.000	2.000	960	0,0%	↑ 108,3%
FORWARD O FUTUROS						
US\$/t						
Trigo	Dic/Ene	149,0	150,0	135,5	↓ -0,7%	↑ 10,0%
Maíz	Mar/May	145,9	147,6	121,5	↓ -1,2%	↑ 20,0%
Soja	Abr/May	253,0	257,8	210,9	↓ -1,9%	↑ 20,0%

* Precios pizarra o estimados por Cámara Arbitral de Cereales de Rosario para mercadería con entrega enseguida, pago contado, puesto sobre camión y/o vagón en zona Rosario. ** Valores conocidos en la plaza para descarga diferida y pago contra entrega en condiciones Cámara.

Futuros de commodities agrícolas EE.UU., CBOT/CME 02/09/16

Producto	Posición	2/9/16	26/8/16	4/9/15	Var. Sem.	Var. Año
ENTREGA CERCANA						
US\$/t						
Trigo SRW	Disp.	137,1	140,9	168,2	↓ -2,7%	↓ -18,5%
Trigo HRW	Disp.	142,0	143,2	164,8	↓ -0,8%	↓ -13,8%
Maíz	Disp.	124,6	124,5	137,6	↑ 0,1%	↓ -9,4%
Soja	Disp.	355,9	364,0	322,3	↓ -2,2%	↑ 10,4%
Harina de soja	Disp.	345,8	354,1	346,0	↓ -2,3%	↓ -0,1%
Aceite de soja	Disp.	720,0	726,4	582,9	↓ -0,9%	↑ 23,5%
ENTREGA A COSECHA						
US\$/t						
Trigo SRW	Jul	164,0	167,5	178,9	↓ -2,1%	↓ -8,3%
Trigo HRW	Jul	165,1	166,7	186,6	↓ -1,0%	↓ -11,5%
Maíz	Dic	129,3	127,9	142,9	↑ 1,1%	↓ -9,5%
Soja	Nov	350,0	355,4	318,4	↓ -1,5%	↑ 9,9%
Harina de soja	Dic	338,8	347,8	338,2	↓ -2,6%	↑ 0,2%
Aceite de soja	Dic	728,4	735,2	589,3	↓ -0,9%	↑ 23,6%
RELACIONES DE PRECIOS						
Soja/maíz	Disp.	2,86	2,92	2,34	↓ -2,3%	↑ 21,9%
Soja/maíz	Nv/Dc	2,71	2,78	2,23	↓ -2,6%	↑ 21,5%
Trigo blando/maíz	Disp.	1,10	1,13	1,22	↓ -2,7%	↓ -10,0%
Harina soja/soja	Disp.	0,97	0,97	1,07	↓ -0,1%	↓ -9,5%
Harina soja/maíz	Disp.	2,78	2,84	2,51	↓ -2,4%	↑ 10,4%
Cont. aceite en crushing	Disp.	0,32	0,32	0,28	↑ 1,0%	↑ 16,0%

Precios de exportación de granos. FOB varios orígenes 02/09/16

Origen / Producto	Entrega	1/9/16	26/8/16	4/9/15	Var. Sem.	Var. Año
TRIGO						
US\$/t						
ARG 12,0% - Up River	Dic/Ene	180,0	190,0	230,0	↓ -5,3%	↓ -21,7%
EE.UU. HRW - Golfo	Cerc.	185,4	175,1	211,1	↑ 5,9%	↓ -12,2%
EE.UU. SRW - Golfo	Cerc.	162,8	155,5	199,4	↑ 4,7%	↓ -18,4%
FRA Soft - Rouen	Ago/Sep	180,4	182,4	168,9	↓ -1,1%	↑ 6,8%
RUS 12,5% - Mar Negro prof.	Cerc.	172,0	170,0	0,0	↑ 1,2%	#DIV/0!
RUS 12,5% - Mar Azov	Cerc.	150,0	150,0	0,0	0,0%	#DIV/0!
UCR Feed - Mar Negro	Cerc.	163,5	163,0	171,0	↑ 0,3%	↓ -4,4%
MAIZ						
ARG - Up River	Sep	170,8	163,9	156,5	↑ 4,2%	↑ 9,1%
BRA - Paranaguá	Cerc.	137,4	0,0	0,0		
EE.UU. - Golfo	Cerc.	163,7	159,5	169,7	↑ 2,6%	↓ -3,6%
UCR - Mar Negro	Cerc.	172,5	172,5	171,0	0,0%	↑ 0,9%
SORGO						
ARG - Up River	Cerc.	155,0	152,0	127,0	↑ 2,0%	↑ 22,0%
EE.UU. - Golfo	Cerc.	129,5	134,0	164,4	↓ -3,4%	↓ -21,2%
SOJA						
ARG - Up River	Cerc.	443,7	443,7	348,6	0,0%	↑ 27,3%
BRA - Paranaguá	Cerc.	407,4	419,1	336,5	↓ -2,8%	↑ 21,1%
EE.UU. - Golfo	Cerc.	400,0	430,0	353,2	↓ -7,0%	↑ 13,3%





AÑO XXIV – N° 1774 – VIERNES 2 DE SETIEMBRE DE 2016

TERMÓMETRO MACRO

TERMÓMETRO MACRO

Variables macroeconómicas de Argentina

02/09/16

Variable	Hoy	Semana pasada	Mes pasado	Año pasado	Var anual (%)
TIPO DE CAMBIO					
USD Com. "A" 3.500 BCRA	\$ 14,900	\$ 14,884	\$ 14,868	\$ 9,309	60,06%
USD comprador BNA	\$ 14,800	\$ 14,700	\$ 14,650	\$ 9,215	60,61%
USD Bolsa MEP	\$ 14,956	\$ 14,917	\$ 14,877	\$ 13,928	7,38%
USD Rofex 3 meses	\$ 16,150				
USD Rofex 10 meses	\$ 17,990				
Real (BRL)	\$ 4,61	\$ 4,59	\$ 4,63	\$ 2,48	85,95%
EUR	\$ 16,69	\$ 16,74	\$ 16,58	\$ 10,45	59,78%
MONETARIOS (en millones) - Datos semana anterior					
Reservas internacionales (USD)	31.931	32.251	33.784	33.684	-5,20%
Base monetaria (ARS)	670.630	673.474	658.427	519.869	29,00%
Reservas Internacionales Netas /1 (USD)	8.623	6.072	7.890	11.786	-26,84%
Títulos públicos en cartera BCRA (ARS)	997.253	978.978	860.872	548.793	81,72%
Billetes y Mon. en poder del público (ARS)		432.644	438.479	375.620	
Depósitos del Sector Privado en ARS		975.120	1.010.475	810.453	
Depósitos del Sector Privado en USD		12.681	12.373	8.348	
Préstamos al Sector Privado en ARS		796.558	797.053	662.964	
Préstamos al Sector Privado en USD		7.424	6.929	4.113	
M ₂ /2		1.030.832	1.022.515	876.976	
TASAS					
BADLAR bancos privados	23,50%	24,38%	23,75%	20,75%	2,75%
Call money en \$ (comprador)	25,50%	27,50%	27,25%	24,50%	1,00%
Cauciones en \$ (hasta 7 días)	26,94%	26,82%	27,46%	23,60%	3,34%
LEBAC 3 meses	26,79%	27,30%	28,44%	25,82%	0,97%
Tasa anual implícita DLR Rofex (Pos. Cer)	35,35%	30,10%	33,42%	18,53%	16,81%
COMMODITIES					
Petróleo (WTI, NYMEX)	\$ 44,44	\$ 47,33	\$ 40,83	\$ 46,25	-3,91%
Oro (Londres, UK)	\$ 1.324,70	\$ 1.321,30	\$ 1.358,90	\$ 1.137,75	16,43%
Plata	\$ 19,41	\$ 18,50	\$ 20,36	\$ 14,70	32,05%

/1 FIIN = Reservas Internacionales - Cuentas Corrientes en otras monedas - Otros Pasivos.

/2 M₂ = Billetes y monedas en poder del público + cheques cancelatorios en pesos + depósitos a la vista

