



AÑO XXXIV – N° 1778 – VIERNES 30 DE SETIEMBRE DE 2016



**COMMODITIES**

**Reducir un 5% las retenciones a la soja haría duplicar el margen neto de los productores del Norte argentino**

JULIO CALZADA, EMILCE TERRE, SOFIA CORINA

En el sector se debate acerca de la posibilidad de que el Gobierno Nacional posponga la reducción en los derechos de exportación de la soja el año próximo. Analizamos en campos ubicados a 100, 300, 700 y 1.150 Km de las terminales portuarias del Gran Rosario, como impactaría bajar o no bajar las retenciones. Vimos que en el NOA y en localizaciones cercanas a los 1.000 Km, reducir apenas el 5% las retenciones generaría que casi se duplique el margen neto del productor.

Página 2

**¿Cómo está el mercado de granos? Recalculando**

EMILCE TERRÉ

Descontados niveles de oferta récord de maíz, soja y trigo, la campaña pone a prueba la capacidad de los observadores frente a una demanda global que no amaina y da más de una sorpresa. La relativa fortaleza que viene mostrando el trigo de mayor proteína en el mercado, el consumo forrajero, la robustez que exhiben en nuestro país las exportaciones de cereales mientras que a la industria procesadora de soja no le cierran los números son elementos que parecen combinarse para crear un campo minado en el que deben formarse las expectativas. El análisis de los puntos más sobresalientes, en 7 minutos de lectura.

Página 8



**FINANZAS**

**La plaza accionaria baila al ritmo de la volatilidad externa**

NICOLÁS FERRER

En las últimas jornadas la suerte de los inversores de renta variable se vio atada a acontecimientos foráneos que instalan perspectivas antagónicas. Mientras un acuerdo de la OPEP dispara a las acciones energéticas, la frágil situación del Deutsche Bank se instala como una nube gris sobre los mercados.

Página 13



**ECONOMÍA**

**Hasta el momento la lluvia de dólares vino por deuda y no por inversiones**

FEDERICO DI YENNO

Las inversiones extranjeras directas a fines de agosto del corriente año totalizaron 1.644 millones de dólares. Las inversiones anunciadas en 46.000 millones de dólares tardan en llegar y las salidas de dólares que generan los argentinos para vacacionar y ahorrar totalizan en el año 23.106 millones de dólares aumentando en 10.500 millones de USD más que el año pasado.

Página 15

DESCARGA PDF

EDICIONES ANTERIORES

Estadísticas

PANEL DE CAPITALES

MONITOR DE COMMODITIES

TERMÓMETRO MACRO

DONDE ESTÁN





AÑO XXXIV – N° 1778 – VIERNES 30 DE SETIEMBRE DE 2016



**COMMODITIES**

**Reducir un 5% las retenciones a la soja haría duplicar el margen neto de los productores del Norte argentino**

JULIO CALZADA, EMILCE TERRE, SOFIA CORINA

En el sector se debate acerca de la posibilidad de que el Gobierno Nacional posponga la reducción en los derechos de exportación de la soja el año próximo. Analizamos en campos ubicados a 100, 300, 700 y 1.150 Km de las terminales portuarias del Gran Rosario, como impactaría bajar o no bajar las retenciones. Vimos que en el NOA y en localizaciones cercanas a los 1.000 Km, reducir apenas el 5% las retenciones generaría que casi se duplique el margen neto del productor.

**Resumen:**

Un tema de candente actualidad para el sector es el debate acerca de la posibilidad de que el Gobierno Nacional posponga la reducción comprometida en los derechos de exportación del complejo sojero del 30% al 25% en poroto de soja y de un 27% a un 22% en los subproductos. Ante esta eventualidad, han surgido diversas opiniones. Algunas voces del norte del país remarcan la importancia de que el Gobierno Nacional cumpla con la promesa de reducir los DEXs con el objeto de mejorar los exiguos y bajos márgenes netos y brutos que tendrían los hombres de campo del NOA y NEA, debido a los altos costos y menores rindes. Ante este debate, decidimos ponerle números a la cuestión y analizar cuatro escenarios: se simuló la situación de cuatro tipos de productores, con campos ubicados a 100, 300, 700 y 1.150 Km de las terminales portuarias del Gran Rosario, desde donde se despacha casi el 80% de las exportaciones nacionales de granos y derivados. Pensemos que Quimilí (Santiago del Estero) está ubicada a 710 Km. del Gran Rosario, Resistencia a 712 Km. y la ciudad de Santiago del Estero a

754 Km. Cualquier campo en esa zona podría responder al análisis que hemos realizado. Por otra parte, Joaquín V. González en Salta, una excelente zona productora, está localizada a 1.150 Km de los puertos rosarinos.

En los cuatro casos quisimos ver los márgenes brutos y netos que se registrarían en dos situaciones: a) con precios al productor a cosecha –mayo 2017- con retenciones del 30% (Situación Actual) y b) con los posibles precios a cosecha que regirían si el Gobierno cumple con la promesa de reducir un 5% los DEX.

Obtuvimos las siguientes conclusiones que constan en el cuadro N°1:

- Si se reduce el derecho de exportación de la soja del 30% al 25%, los precios a cosecha (mayo 2017) que recibiría el productor podrían subir unos 20 U\$S la tonelada. Esto implicaría una suba del 7,6% respecto de los actuales precios a cosecha (con DEX del 30%). Lógicamente, habrá que ver como evoluciona el mercado y los precios internacionales de la oleaginosa en los próximos meses. Los márgenes brutos y netos son altamente sensibles al precio de la soja.
- De acuerdo a nuestras estimaciones y supuestos adoptados, en la actualidad con DEX del 30% en soja y sin la reducción del 5% comprometida por el Gobierno;

**Cuadro N° 1: Impacto de la reducción de DEX sobre margen bruto y neto soja de 1° 2016/17 en campos propios a distintas distancias de los puertos del Gran Rosario**

Precio forward May'2017 (U\$S/qq)									24,72
Precio forward May'2017 con DEX de 25% (U\$S/qq)									26,59
Variación									7,6%
Distancia de campo a GR:	100 Km		300 Km		700 Km		1150 Km		
DEX:	30%	25%	30%	25%	30%	25%	30%	25%	
Rinde qq/ha	40		35		25		25		
Ingreso Bruto (U\$S/ha)	989	1064	865	931	618	665	618	665	
Total de costos (U\$S/ha)	507		537		497		536		
Flete Largo (U\$S/ha)	59		107		108		147		
Incidencia s/ costos	12%		20%		22%		27%		
Margen Bruto (U\$S/ha)	482	557	328	394	121	167	82	129	
Imp., derechos y tasas	-177	-200	-131	-151	-53	-68	-42	-56	
Margen Neto	305	357	197	243	67	100	40	73	
Margen neto a 100 Km / margen neto de c/campo	1	1	1,5	1,5	4,5	3,6	7,6	5	
Margen Neto / Ingreso Bruto	31%	34%	23%	26%	11%	15%	6%	11%	

2 / 19

VOLVER





**AÑO XXXIV – N° 1778 – VIERNES 30 DE SETIEMBRE DE 2016**

existe margen bruto y neto positivo para las dos localizaciones más alejadas de Rosario o sea las del Norte Argentino. El problema es que esos márgenes son sumamente bajos medido en U\$/ha y ante algún problema climático se transformarían rápidamente en márgenes negativos. En el caso de los campos a 700 Km del Gran Rosario, el margen bruto es positivo en 120 U\$/ha y el margen neto oscilaría en 67 U\$/ha. En el caso del campo localizado en Joaquín V. González (Salta) a 1.150 km de Rosario, el margen bruto también sería positivo en 82 U\$/ha y el margen neto oscilaría en 40 U\$/ha. Son cifras realmente bajas, donde el productor "vivirá rezando y alambrando" para que todo salga bien a nivel productivo, más aún si es un productor que arrienda el campo. El riesgo climático, especialmente en esta campaña con probabilidades de año Niña, puede bajar los rendimientos y fácilmente pasar al terreno de márgenes negativos.

- Con DEX del 30% en los campos alejados de Rosario (700 y 1.150 Km), el flete camionero tiene un peso negativo realmente relevante. En el caso de los campos a 700 Km del Gran Rosario, el flete largo se lleva el 22% del total de los costos de implantación. En el caso del campo localizado en Joaquín V. González (Salta) a 1.150 km de Rosario, este porcentaje es mayor y aún más gravoso: el 27% de los costos de implantación se lo lleva el flete largo. En cambio, a 100 Km de Rosario ese peso es de apenas el 12% del total de costos.

- Para percibir la diferencia de rentabilidad que existe entre los campos localizados en las cercanías del Gran Rosario (con rindes importantes y menor costo de flete) respecto de los ubicados en Santiago del Estero, Chaco, Tucumán o Salta; resulta importante ver lo siguiente: un campo a 100 Km del Gran Rosario con DEX del 30% obtiene casi 7 veces el margen neto que lograría una hectárea similar en J. V. González en Salta. Si miramos los campos a 700 Km del Gran Rosario veremos que el campo a 100 Km del Gran Rosario obtiene casi 5 veces el margen neto que lograría una hectárea similar a 700 Km del Gran Rosario. Las diferencias de rentabilidad son claramente notorias, en perjuicio del norte argentino.

- Si se decide la reducción de las retenciones en soja el año próximo, esta medida podría ayudar muchísimo a los productores del norte argentino. En la actualidad, con DEX del 30% y de acuerdo a nuestros cálculos, un campo a 700 km del Gran Rosario tiene un bajo margen neto que equivale al 11% de los ingresos brutos del

productor. Si se reducen los DEX al 25% en el poroto, el margen neto subiría hasta alcanzar el 15% de los ingresos brutos de ese hombre de campo.

- El beneficio de la reducción de DEX, expresado en el punto anterior, es mucho más acentuado en el caso de los productores más alejados, como los ubicados a 1.150 Km del Gran Rosario. En la actualidad y con DEX del 30%, un campo en J. V González (Salta) tiene un margen neto tan bajo que equivale apenas al 6% de los ingresos brutos del productor. Si se reducen los DEX al 25% en el poroto, el margen neto subiría al punto de representar un 11% de los ingresos brutos de ese hombre de campo. Pensemos que con DEX del 30% el campo ubicado cerca de Rosario (100 Km) tiene un margen neto que equivale al 31% de los ingresos brutos del productor. Si se redujeran las retenciones, esta cifra se elevaría al 34%. **Como vemos, en el NOA y en localizaciones cercanas a los 1.000 Km, reducir apenas el 5% las retenciones genera que casi se duplique el margen neto, ya sea medido en U\$/ha o mirado a través del indicador "Margen Neto/Ingresos Brutos del Productor"**. Las cifras muestran la notable importancia que tiene para las localizaciones alejadas al Gran Rosario, esta baja del 5% en los DEX de soja. Final abierto. Veremos lo que resuelve el Gobierno Nacional, en un tema atado al déficit fiscal de este y el próximo año.

- Recordemos nuestras estimaciones realizadas en notas recientes del informativo semanal. El costo fiscal de bajar las retenciones del complejo sojero del 30% al 25% en soja podría ser de \$ 16.685 millones. Representaría el 0,7% del total de la recaudación esperada del Gobierno Nacional para el 2016 y 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 para el corriente año hemos estimado en 1.075.000 millones de pesos.

- La decisión del Gobierno en diciembre de 2015 de eliminar retenciones significó resignar recursos por cerca de \$ 42.000 millones para el 2016. Esta cifra podría representar el 1,9% de la recaudación nacional estimada para el 2016 y el 4% de la recaudación esperada de IVA y ganancias.





AÑO XXXIV – N° 1778 – VIERNES 30 DE SETIEMBRE DE 2016

**Nota completa**

Un tema de candente actualidad para el sector es el debate acerca de la posibilidad de que el Gobierno Nacional posponga la reducción comprometida en los derechos de exportación del complejo sojero del 30% al 25% en poroto de soja y de un 27% a un 22% en los subproductos. Ante esta eventualidad, han surgido diversas opiniones de los productores, dirigentes, Cámaras y Entidades. Algunas voces del norte del país remarcan la importancia de que el Gobierno Nacional cumpla con la promesa de reducir los DEXs en soja con el objeto de mejorar los exiguos y bajos márgenes netos y brutos que tendrían los hombres de campo del NOA y NEA, debido a los altos costos y menores rindes. Pesa en este análisis del Norte Argentino las erogaciones derivadas del transporte de la cosecha a los puertos de exportación, donde existe un elevado peso del flete camionero y ferroviario debido a distancias de entre 700 y 1.200 km a los puertos del Gran Rosario.

Ante esta situación, decidimos ponerle números a la cuestión y analizar cuatro escenarios:

- Se simuló la situación de cuatro tipo de productores, con campos ubicados a 100, 300, 700 y 1.150 Km de las terminales portuarias del Gran Rosario, desde donde se despacha casi el 80% de las exportaciones nacionales de granos, harinas y aceites. Como ejemplo pensemos que Quimilí (Santiago del Estero) está ubicada a 710 Km. del Gran Rosario, Resistencia a 712 Km. y la ciudad de Santiago del Estero a 754 Km. Cualquier campo en esa zona podría responder al análisis que hemos realizado. Por otra parte, Joaquín V. González en Salta, una excelente zona productora, está localizada a 1.150 Km de los puertos rosarinos.
- En los cuatro casos quisimos ver los márgenes brutos y netos que se registrarían en dos situaciones: a) con precios al productor a cosecha –mayo 2017- con retenciones del 30% para el poroto de soja (Situación

Actual) y b) con los posibles precios a cosecha que regirían si el Gobierno cumple con la promesa de reducir un 5% los DEX (bajarían del 30% al 25% en el caso del poroto de soja). En el cuadro N°2 aparecen los posibles precios de acuerdo a nuestras estimaciones y en función de los precios FOB de exportación actuales para Mayo 2017. El productor podría estar percibiendo cerca de 247,16 U\$S/tn si siguen las retenciones en sus niveles actuales (30% en soja) y 265,91 U\$S/tn si bajan los DEX al 25%. Aquí vemos la primera conclusión: el precio al productor a cosecha podría subir unos 19/20 U\$S/tn gracias a la reducción de las retenciones, lo que implicaría una suba del 7,6% respecto de los precios con un DEX del 30% como el actual.

- En el caso de los productores ubicados a 100 y 300 Km del Gran Rosario hemos supuesto que utilizarían un paquete tecnológico típico de la zona núcleo GEA-BCR con muy buena semilla. La inversión en fertilización será adecuada para el tipo de suelo en estudio y la aplicación de agroquímicos (herbicidas, insecticidas y fungicidas) se ajusta a un manejo característico de la región.
- Los modelos productivos en el norte del país (700 y 1.150 Km de distancia al Gran Rosario) reflejan cambios sustanciales respecto al manejo en la zona núcleo. Lo más destacable es que no se usan fertilizantes pero sí una mayor cantidad de insecticidas y herbicidas, producto del clima más cálido característico de la región. Además el desmalezamiento manual es una práctica que está más generalizada. Para la tarifa de cosecha se pacta un monto fijo y no un porcentaje del ingreso bruto como se utiliza en nuestra zona. Estos

**Cuadro N°2: Cálculo del FAS Teórico para la exportación. Precios que percibiría el productor a cosecha en soja**

Exportación de poroto de soja	MAGyP	Embarque May-17	
		DEX 30%	DEX 25%
Puertos Up River	Abr/Ago		
FOB comprador	375,00	370,38	370,38
FOB vendedor		372,22	372,22
a) Impuestos s/FOB		112,50	93,75
b) Gastos en puertos		4,93	4,93
c) Gastos comerciales s/FAS		6,71	6,71
Total gastos de fobbing		124,14	105,39
<b>FAS Teórico</b>		<b>247,16</b>	<b>265,91</b>

Fuente: IYEE-BCR en base a datos de MinAgri, Agrosud, J.J. Hinrichsen, Reuters. En U\$S/ton





**AÑO XXXIV – N° 1778 – VIERNES 30 DE SETIEMBRE DE 2016**

parámetros han sido incorporados en la estimación de costos de explotación.

- Se supone que el campo a 100 Km de Rosario tiene un excelente rinde de 40 quintales de soja por hectárea. En el ubicado a 300 Km del Gran Rosario el rinde es de 35 qq/ha. Los ubicados en el norte, lógicamente, tienen menores rindes: 25 qq/ha.
- En los cuatro casos se han computado erogaciones para siembra, pulverizaciones y labores de cosecha. El flete corto (chacra a acopio/cooperativa) es de 20 Km. En el flete largo se computaron las actuales tarifas de transporte que publica FADEAAC (Federación Argentina de Entidades Empresarias del Autotransporte de Cargas) reexpresadas en U\$S al tipo de cambio 1 U\$S= \$ 15,1.-
- No se han computado gastos de secada. Se computaron la comisión del acopio del 2% y la intervención del corredor del 1%.
- En el caso de las dos localizaciones cercanas al Gran Rosario se imputaron erogaciones por la contratación de un seguro para granizo, el cual asciende al 2% sobre un rinde de 30 quintales por hectárea. En las del Norte, se simuló la mitad: 2% sobre un rinde de 15 quintales.
  - No se computaron compras de equipos, rodados o máquinas herramientas, en ninguna alternativas de localización.
  - Los gastos de estructura comprenden comunicaciones, telefonía, honorarios legales y contables, asesoramientos varios, etc.

Los supuestos adoptados para las cargas tributarias fueron:

a) En los campos a 100 Km y 300 Km del Gran Rosario se supone que el productor agropecuario se encuentra radicado en la provincia de Santa Fe, produciendo y vendiendo dentro de la misma provincia. Es una persona inscripta como persona física ante la AFIP. Trabaja 200 hectáreas propias, haciendo soja de primera. No realiza otras actividades agropecuarias o ganaderas. Subcontrata la mayor parte de las labores. No tiene sembradora ni cosechadora propia. En el caso de campos a 700 Km del Gran Rosario (caso Santiago del Estero/Chaco) o a 1.150 Km de Rosario (J.V.Gonzalez-Salta) hemos supuesto que también se hace soja de primera y no se realiza otras actividades agropecuarias o ganaderas. Subcontrata la mayor parte de las labores.

b) Derecho de Registro e Inspección municipal. El productor no está alcanzado por este tributo comunal o municipal, ya que no tiene local habilitado. Se adoptó este supuesto para las cuatro localizaciones.

c) Impuesto sobre los Ingresos Brutos. En los campos a 100 km y 300 Km del Gran Rosario se supone que el productor se encuentra exento de este impuesto, ya que este productor produce y vende sus granos dentro de la Provincia de Santa Fe. Es importante destacar que el productor agropecuario paga en Santa Fe el impuesto sobre los ingresos brutos sobre los insumos que compra con una alícuota del 2% sobre el total de la compra neta sin IVA. El Impuesto sobre los ingresos brutos por la compra de insumos estaría computado en la estimación del margen bruto del productor al presupuestar la compra de insumos. También consideramos que el productor no paga Ingresos Brutos en localizaciones a 700 Km y 1.150 Km del Gran Rosario.

d) Impuesto a la Ganancia Mínima Presunta (IGMP). En las cuatro localizaciones supusimos que al pagar Impuesto a las Ganancias, los productores no pagarían este impuesto. La forma de cálculo del IGMP es multiplicar el 1% sobre el activo de la explotación. Luego esta cifra se la compara con el 35% del resultado fiscal. Si este último es mayor, no paga Impuesto a la Ganancia Mínima Presunta. Caso contrario paga la diferencia.

e) Impuesto al Valor Agregado. Tal como hemos indicado en otras ocasiones, este impuesto representa un verdadero problema para el hombre de campo. Las alícuotas vigentes son asimétricas en el sector granario. Ascienden al 10,5% sobre las compras de fertilizantes y labores contratadas y el 21% sobre el resto de los insumos (semillas y agroquímicos). Por la venta de granos, la alícuota aplicable es del 10,5%. Existe una falta de neutralidad en el IVA producto de dos factores: e.1) la asimetría de las alícuotas, 2) el IVA derivado de la venta de granos está expuesto a un régimen de retenciones y devolución, donde el reintegro del IVA se demora en el tiempo y le ocasiona costos financieros al productor. De un IVA del 10,5% en la venta de granos, se le acredita –de manera inmediata- al productor el 2,5% y se le retiene el 8%. Posteriormente, AFIP acredita





**AÑO XXXIV – N° 1778 – VIERNES 30 DE SETIEMBRE DE 2016**

el 7% (la denominada devolución del IVA) y el 1% queda como retención neta.

El "saldo de libre disponibilidad" surge como consecuencia de las retenciones practicadas al productor menos las devoluciones. El saldo a favor que se obtenga (el de libre disponibilidad) el productor puede utilizarlo para pagar otros impuestos nacionales, como pagar anticipo de impuesto a las ganancias.

El denominado "IVA Saldo técnico" surge por la diferencia entre el IVA generado por las compras y las ventas. En el caso de productores con actividades mixtas (agricultura y ganadería), éstos pueden recuperarlo mediante el IVA generado por las ventas en la ganadería o por ventas de granos u otros productos en futuros ejercicios. Es un saldo que no se pierde y se traslada de ejercicio en ejercicio. En realidad, las asimetrías en las alícuotas del IVA muchas veces generan saldos a favor del productor que representan inmovilizaciones de efectivo.

A pesar de estas consideraciones, hemos supuesto en las cuatro localizaciones que existe neutralidad en el IVA y que el productor recupera todo el saldo de libre disponibilidad en el presente ejercicio como anticipo de impuesto a las ganancias. Suponemos que no sufre perjuicios, ya que recupera rápidamente la devolución del 7% de IVA. No tiene costo financiero por la inmovilización de ese importe (costo de oportunidad) y la desvalorización por efectos de la inflación.

f) Impuesto inmobiliario provincial. Estimado en 20 U\$S por hectárea en los campos ubicados en la provincia de Santa Fe a 100 y 300 Km de Rosario. En las otras localizaciones del NOA/NEA se supone un costo de 15 U\$S/ha.

g) Impuesto a las Ganancias. Supondremos que la actividad agropecuaria es la única fuente generadora de ingresos de los productores de las cuatro localizaciones. Si estuvieran inscriptos como personas físicas podría deducir –para el cálculo del impuesto- otros gastos que no son directos pero la ley admite, como por ejemplo Aportes Jubilatorios, Obra Social, etc. Luego de determinar el resultado neto del contribuyente se le podrían practicar las deducciones personales de los

familiares a cargo: esposa, hijos, mínimo no imponible, deducción especial, etc. El resultado se convierte en la ganancia sujeta a impuesto a la cual se le aplica la tabla del artículo N°90 de la ley. A los fines de nuestras estimaciones y teniendo en cuenta la magnitud de utilidad gravable en el caso estudiado, decidimos aplicar una alícuota del 30% sobre dicha utilidad gravable para todas las localizaciones. En este importe estaríamos considerando el efecto conjunto de los dos impuestos (Ganancias y Ganancia Mínima Presunta).

h) Impuesto a los débitos y créditos bancarios (IDCB). La alícuota asciende al 6 por mil sobre cada operación de débito o crédito bancario. Las normas impositivas permiten tomar el 34% de lo abonado por este impuesto como crédito fiscal a cuenta del Impuesto a las Ganancias solamente en las acreditaciones en cuenta. Esto significa que de cada \$ 10 pagados por el IDCB por las acreditaciones en cuenta bancaria, pueden tomarse como crédito a cuenta de ganancias \$ 3,40.- Se ha supuesto en el ejercicio fiscal que la totalidad de los pagos por la compra de insumos, contratación de labores, pago de seguros y otros gastos se realiza con la emisión de cheques propios. En consecuencia, cada débito en cuenta corriente está alcanzado por este impuesto. Ha sido estimada la incidencia de este impuesto en 7 U\$S por hectárea en los campos ubicados en la provincia de Santa Fe a 100 y 300 Km de Rosario. En las otras dos localizaciones en el NOA y NEA se supone un costo de 4,30 U\$S/ha.

i) Tasa vial. En los campos ubicados en la provincia de Santa Fe a 100 y 300 Km de Rosario la abona el propietario del campo. Se estima en 7 litros de gasoil por hectárea al año por 19 \$ por litro. Esto nos da un valor de 8,81 U\$S por hectárea al aplicar un tipo de cambio de 1 U\$S=\$ 15,1. La tasa vial aplicada en la provincia de Santa Fe oscila entre 6 y 10 litros de gasoil por año por hectárea. En las otras dos localizaciones en el NOA y NEA (700 km y 1.150) se supone que los productores no pagan tasa vial a sus municipios.

j) Impuesto de sellos para contratos de compraventa de cereales y oleaginosas. Supondremos que- en las cuatro localizaciones- el contrato se registra en la Bolsa de Comercio de Rosario. En consecuencia, el productor pagará el 50% de la alícuota reducida de Impuesto de





**AÑO XXXIV – N° 1778 – VIERNES 30 DE SETIEMBRE DE 2016**

sellos que asciende a 0,5 por mil en la registración en Bolsa. El hombre de campo abonará el 0,25 por mil sobre el valor económico de la operación (importe bruto de la venta más IVA del 10,5%).

k) Impuesto a los bienes personales. Siempre expresamos lo mismo. Resulta muy difícil parametrizar este impuesto que depende del caso particular de cada contribuyente. No es lo mismo que el productor haya adquirido el campo el año pasado con un valor por hectárea de U\$S 10.000.-, a que lo haya heredado, razón por la cual abonará el impuesto según el avalúo fiscal. Por otra parte, la misma alícuota del impuesto es variable en función del patrimonio imponible. Supondremos que –en las localizaciones santafesinas– el productor tiene 200 hectáreas de campo a su nombre, más una camioneta y 10.000 U\$S ahorrados. En este caso hipotético, pagaría en concepto de impuesto a los bienes personales aproximadamente \$ 31.900.- en el año. A un tipo de cambio de 15,1 \$ por dólar, en 200 hectáreas, el importe que pagaría por este impuesto por hectárea ascendería a 10,5 U\$S.

En las otras dos localizaciones en el NOA y NEA (700 km y 1.150) se supone que los productores pagan el 50% que lo que abonan los productores santafesinos, por el menor valor de los campos (U\$S 5,25 por hectárea).

l) Aportes patronales y cargas sociales. Se supone –en las cuatro localizaciones– que el productor no tiene empleados a su cargo. Contrata las labores con terceros. En consecuencia, no tiene erogaciones por este concepto.

## Conclusiones

Las conclusiones que se obtuvieron y pueden verse en el cuadro N°2 fueron las siguientes:

- Si se reduce el derecho de exportación de la soja del 30% al 25%, los precios a cosecha (mayo 2017) que recibiría el productor podrían subir unos 20 U\$S la tonelada, pasando de 247,16 U\$S/tn a 265,91 U\$S/tn. Esto implicaría una suba del 7,6% respecto de los actuales precios a cosecha (con DEX del 30%). Lógicamente, habrá que ver como evoluciona el mercado y los precios internacionales de la oleaginosa

en los próximos meses. Los márgenes brutos y netos son altamente sensibles al precio de la soja.

- De acuerdo a nuestras estimaciones y supuestos adoptados, en la actualidad, con DEX del 30% en soja y sin la reducción del 5% comprometida por el Gobierno; existe margen bruto y neto positivo para las dos localizaciones más alejadas de Rosario o sea las del Norte Argentino. El problema es que esos márgenes son sumamente bajos medido en U\$S/ha y ante algún problema climático se transformarían rápidamente en márgenes negativos. En el caso de los campos a 700 Km del Gran Rosario, el margen bruto es positivo en 120 U\$S/ha y el margen neto oscilaría en 67 U\$S/ha. En el caso del campo localizado en Joaquín V. González (Salta) a 1.150 km de Rosario, el margen bruto también es positivo en 82 U\$S/ha y el margen neto oscilaría en 40 U\$S/ha. Son cifras realmente bajas, donde el productor “vivirá rezando y alambrando” para que todo salga bien a nivel productivo, más aún si es un productor que arrienda el campo. El riesgo climático, especialmente en esta campaña con probabilidades de año Niña, puede bajar los rendimientos y fácilmente pasar al terreno de márgenes negativos.

- Con DEX del 30% en los campos alejados de Rosario (700 y 1.150 Km), el flete camionero tiene un peso negativo realmente relevante. En el caso de los campos a 700 Km del Gran Rosario, el flete largo se lleva el 22% del total de los costos de implantación. En el caso del campo localizado en Joaquín V. González (Salta) a 1.150 km de Rosario, este porcentaje es mayor y aún más gravoso: el 27% de los costos de implantación se lo lleva el flete largo. En cambio, a 100 Km de Rosario ese peso es de apenas el 12% del total de costos.

- Para percibir la diferencia de rentabilidad que existe entre los campos localizados en las cercanías del Gran Rosario (con rindes importantes y menor costo de flete) respecto de los ubicados en Santiago del Estero, Chaco, Tucumán o Salta; resulta importante ver lo siguiente: un campo a 100 Km del Gran Rosario con un rinde 40 qq/ha obtiene –con DEX del 30%– casi 7 veces el margen neto que lograría una hectárea similar en J. V. González en Salta medido en U\$S/ha. Si miramos los campos a 700 Km del Gran Rosario veremos que el campo a 100 Km del Gran Rosario (con un rinde 40 qq/ha y DEX del 30%) obtiene casi 5 veces el margen neto que lograría una hectárea similar a 700 Km del Gran Rosario. Estamos hablando de inmuebles ubicados





AÑO XXXIV – N° 1778 – VIERNES 30 DE SETIEMBRE DE 2016

en localidades como Quimilí (Santiago del Estero), Resistencia o en el área de influencia de la ciudad de Santiago del Estero. Las diferencias de rentabilidad son claramente notorias, en perjuicio del norte argentino.

- Si se dispone la reducción de las retenciones en soja el año próximo, esta medida podría ayudar muchísimo a los productores del norte argentino. En la actualidad, con DEX del 30% y de acuerdo a nuestros cálculos, un campo a 700 km del Gran Rosario tiene un bajo margen neto que equivale al 11% de los ingresos brutos del productor. Si se reducen los DEX al 25% en el poroto, el margen neto subiría hasta alcanzar el 15% de los ingresos brutos de ese hombre de campo.

- El beneficio de la reducción de DEX expresado en el punto anterior es mucho más acentuado en el caso de los productores más alejados, como los ubicados a 1.150 Km del Gran Rosario. En la actualidad y con DEX del 30%, un campo en J. V González (Salta) tiene un margen neto tan bajo que equivale apenas al 6% de los ingresos brutos del productor. Si se reducen los DEX al 25% en el poroto, el margen neto subiría al punto de representar un 11% de los ingresos brutos de ese hombre de campo. Pensemos que con DEX del 30% el campo ubicado cerca de Rosario (100 Km) tiene un margen neto que equivale al 31% de los ingresos brutos del productor. Si se redujeran las retenciones, esta cifra se elevaría al 34%. **Como vemos, en el NOA y en**

**localizaciones cercanas a los 1.000 Km, reducir apenas el 5% las retenciones genera que casi se duplique el margen neto, ya sea medido en U\$/ha o mirado a través del indicador "Margen Neto/Ingresos Brutos del Productor".** Las cifras

muestran la notable importancia que tiene para las localizaciones alejadas al Gran Rosario, esta baja del 5% en los DEX de soja. Final abierto. Veremos lo que resuelve el Gobierno Nacional, en un tema atado al déficit fiscal de este y el próximo año.

- Finalmente recordemos nuestras estimaciones realizadas en notas recientes del informativo semanal. El costo fiscal de bajar las retenciones del complejo sojero del 30% al 25% en soja podría ser de \$ 16.685 millones. Representaría el 0,7% del total de la recaudación esperada del Gobierno Nacional para el 2016 y 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 para el corriente año hemos estimado en 1.075.000 millones de

pesos.

- La decisión del Gobierno en diciembre de 2015 de eliminar retenciones significó resignar recursos por cerca de \$ 42.000 millones para el 2016. Esta cifra podría representar el 1,9% de la recaudación nacional estimada para el 2016 y el 4% de la recaudación esperada de IVA y ganancias.



## COMMODITIES

### ¿Cómo está el mercado de granos? Recalculando

EMILCE TERRÉ

**Descontados niveles de oferta récord de maíz, soja y trigo, la campaña pone a prueba la capacidad de los observadores frente a una demanda global que no amaina y da más de una sorpresa. La relativa fortaleza que viene mostrando el trigo de mayor proteína en el mercado, el consumo forrajero, la robustez que exhiben en nuestro país las exportaciones de cereales mientras que a la industria procesadora de soja no le cierran los números son elementos que parecen combinarse para crear un campo minado en el que deben formarse las expectativas. El análisis de los puntos más sobresalientes, en 7 minutos de lectura.**

### El trigo podrá abundar en el mundo, pero no así en Argentina

A nivel global, si bien se descuenta que sea éste el tercer año consecutivo en que se rompa el récord histórico de nivel de inventarios de trigo, la demanda se está insinuando más robusta de lo que se esperaba. La gran duda que persiste es si será suficiente para absorber el excedente de oferta.

Según el informe trimestral de stocks en EEUU, al 30 de septiembre los inventarios sumaban 68,8 millones de toneladas, muy por encima de los 65,4 millones que en promedio esperaban ver los operadores y en el mayor nivel desde el año 1987. En un reporte de granos finos publicado por separado, se redujo sin embargo la previsión de producción total de trigo en EEUU a 62,9 millones de toneladas, desde las 63,2 que había publicado en el informe mensual de oferta y demanda





**AÑO XXXIV – N° 1778 – VIERNES 30 DE SETIEMBRE DE 2016**

que dio a conocer hace dos semanas.

No queda claro aún cómo quedarán las cifras finales de oferta para la nueva campaña estadounidense 2016/17 entre la combinación de mayores stocks y menor producción informada hoy, pero si tomamos el reporte mensual de oferta y demanda que el USDA publicó hace quince días, incluso con el aumento de 27 millones de toneladas que preveía para la producción mundial (por un total de 744,85 millones), el ratio stock/consumo de la campaña 2017/16 quedaría al mismo nivel del 34% de la campaña anterior ante la mayor demanda.

El *International Grain Council*, por su parte, publicó esta semana su informe mensual de estimaciones incrementó su previsión de producción global ante los buenos rindes que demostraría el cultivo en Canadá, Kazajistán y Australia y llegaría a sumar 747 millones de toneladas. Según la visión de este organismo, si bien la demanda mundial sumaría algunos millones de toneladas, no sería suficiente para absorber el exceso de oferta y el ratio stock/consumo subiría de 30% a 31%. Para Argentina, particularmente, el IGC prevé una producción 2016/17 de 14,2 millones de toneladas, casi 3 millones por encima del output obtenido el ciclo anterior.

Por otro lado, el IGC publica las primeras perspectivas para el ciclo 2017/18. Con las siembras del cultivo de invierno ya en marcha en el Hemisferio Norte, el clima ha sido mixto y las condiciones secas en partes de Europa, Ucrania y Rusia contrastan con las condiciones húmedas en las Planicies estadounidenses.

Agrega que pese a la amplia oferta global del cereal y los menores precios, no es probable que se registren notables variaciones en la superficie global a implantar con el cereal respecto a la campaña precedente ya que si bien EE.UU. podría implantar un área más acotada, las correcciones cambiarían en países de la región del Mar Negro suman competitividad a sus exportaciones y podrían expandir las siembras. En Europa, en principio,



no se esperan grandes modificaciones.

Si bien el precio global del trigo no logra despegarse demasiado de su mínimo en 10 años, se nota en las últimas semanas una suba relativa de la cotización del cereal de mayor calidad panadera en relación a las variedades de menor contenido proteico. De sostenerse, ello podría alentar el valor de la producción argentina ya que se inscribe normalmente dentro del primer grupo y en un año donde tanto la inversión puesta al cultivo como las condiciones atmosféricas generales vienen acompañando el buen desarrollo de las plantas, no hay a la fecha motivos para temer lo contrario.

Ahora bien, es cierto que las perspectivas de oferta en nuestro país lucen muy optimistas, con un incremento del área sembrada y buenas perspectivas de rindes, mas todo parece indicar que la relación stock/consumo para el ciclo 2016/17 se ajustaría notablemente en la nueva campaña. La robustez que demuestra demanda externa del cereal es el principal motivo.

Para comenzar, la oferta total del cereal podría mostrar una leve caída respecto a la campaña 2015/16, ya que si bien la producción sumaría hasta tres millones de toneladas para situarse en algún lugar en torno a los 14 millones, los stocks iniciales serán, con suerte, la mitad de abultados. De un carry in en torno a los 6,5 millones de toneladas en el ciclo 2015/16, en el 2016/17





AÑO XXXIV – N° 1778 – VIERNES 30 DE SEPTIEMBRE DE 2016

quedaría alrededor de los 3 millones de toneladas.

De lado de la demanda, tomando un consumo de molienda y balanceados promedio y con una proyección de exportaciones relativamente estables respecto al año anterior, se podría sumar un cuarto de millón de toneladas, en una previsión conservadora. Así las cosas, el ratio stock/consumo pasaría de 23% a 18%.

En este esquema podría resultar factible que el trigo muestre una revalorización hacia el segundo semestre del próximo año. Frente a esta previsión, en las últimas semanas llamó la atención de muchos vendedores la posibilidad que se abrió por un corto lapso de tiempo de colocar mercadería bajo un esquema de compromiso maíz + trigo a fijar, donde el productor se comprometía a entregar maíz y a cambio el comprador aseguraba que le recibiría trigo a cosecha reteniendo el vendedor la posibilidad de fijar el precio del cereal hasta el 2017, entre otras modalidades similares.

### La soja resiste el vendaval

Cosecha récord en el Hemisferio Norte, poca molienda, altos stocks, golpes que normalmente derrumban cualquier mercado, parecen no hacer mella en la oleaginosa que pasan las semanas y no se aleja demasiado de los \$ 4.000/tonelada. Sin embargo, a esos valores, ni los productores salen en masa a querer vender ni a la industria le cierran los márgenes para querer comprar.

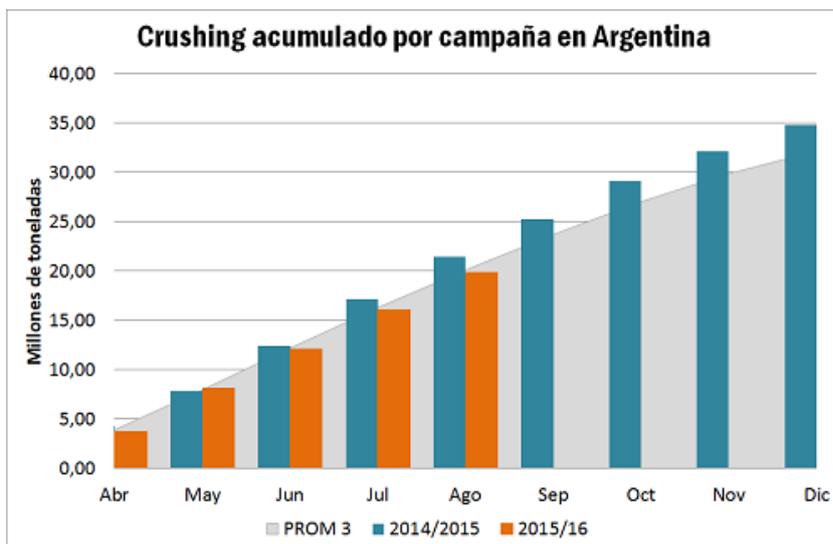
Para la industria aceitera exportadora, según nuestros cálculos internos, el precio FAS Teórico en poroto equivalente para una empresa que compra grano, lo procesa, y vende los

### Margen de la industria exportadora de soja en u\$s

CONCEPTO	ACEITE	PELLET	SEMILLA
Precios FOB MinAgri	767,00	330,00	
Precios FOB de Mercado (JJ Hinrichsen)	763,45	332,84	
DEX s/FOB MinAgri	-207,09	-89,10	
Gastos fobbing porcentuales	-12,13	-5,30	
Gastos fobbing en dólares	-6,70	-5,90	
<b>Precios FOB subproductos menos gastos de fobbing</b>	<b>537,52</b>	<b>232,54</b>	
Rendimiento del poroto	19,0%	71,0%	
<b>Valor grano-equivalente</b>	<b>102,13</b>	<b>165,10</b>	
<b>Precio teórico del poroto menos de gastos de fobbing</b>			<b>267,23</b>
Gastos compra mercado doméstico			-6,87
Recupero venta pellets de cáscara			5,04
<b>Precio FAS Teórico Bruto</b>			<b>265,40</b>
Gasto de industrialización promedio			24,00
<b>Precio FAS Teórico Neto</b>			<b>241,40</b>
<b>Precio FAS de Mercado</b>			<b>257,83</b>
<b>Margen NETO de la industria exportadora</b>			<b>-16,43</b>

Fuente: BCR en base a información de MinAgri, Reuters, JJ Hinrichsen, Agrosud y estimaciones propias

subproductos estaría al cierre de la semana en torno a los u\$s 241 dólares. Este valor puede entenderse como una capacidad teórica de pago de la industria, ya que es el que surge cuando al precio al que puede venderse el aceite y pellet de soja se le sustraen los costos de comercializar, procesar y cargar la mercadería (incluyendo derechos de exportación, costos portuarios y comerciales, y ponderando por el rendimiento de cada derivado). Ese sería, a grandes rasgos, el valor máximo al que podrá comprar el poroto en el mercado doméstico para no incurrir en pérdidas por su actividad.





AÑO XXXIV – N° 1778 – VIERNES 30 DE SEPTIEMBRE DE 2016

### Soja 2015/16: Indicadores comerciales

Al 21/09/2016	2015/16	Prom.5	2014/15
Oferta total	55,3	51,0	60,1
<b>Compras totales</b>	<b>36,1</b>	<b>37,2</b>	<b>42,3</b>
	65%	73%	70%
Con precios por fijar	5,8	3,6	4,3
	16%	10%	10%
Con precios en firme	30,4	33,6	37,9
	84%	90%	90%
<b>Disponible para vender*</b>	<b>15,3</b>	<b>11,1</b>	<b>14,2</b>
<b>Falta poner precio</b>	<b>21,0</b>	<b>14,7</b>	<b>18,6</b>

*BCR© sobre estimaciones propias y datos MinAgriSalvo especificación contraria, las cifras están expresadas en Mt. \* Excluye semilla y extrusado*

Sin embargo, el FAS de mercado (el precio que efectivamente paga por la oleaginosa) asciende actualmente a u\$s 257/tonelada. Con ello, por cada tonelada que se procesa no sólo no se obtienen ganancias sino que la industria está perdiendo 16 dólares. Pese a que esta construcción es "teórica" por múltiples razones (compara valores de compra y venta en un mismo momento de tiempo, supone costos promedio para las empresas cuando cada una, según su escala, afrontará distintos gastos de producción, comercialización y portuarios, y no considera otros gastos operativos y logísticos de las empresas más que los que se mencionan en el cuadro) sí da una idea que hoy, comprar grano en argentina y vender subproductos al exterior, no resulta rentable.

Respecto al mercado externo para la venta de subproductos de soja, en general, el valor FOB argentino de aceite de soja ha sido el más competitivo en el mes de septiembre en comparación con el FOB Paranaguá y el del Golfo americano, mientras que para la harina, por el contrario, el FOB argentino resultó muy superior al de los otros dos competidores. En este contexto la harina de soja, nuestro principal producto de exportación del complejo sojero, está abundando en la plaza doméstica sumando argumentos al lento ritmo de crushing.

Así las cosas, el mercado sojero viene muy pesado esta campaña. Hasta el mes de agosto, se habían procesado

menos de 19,8 millones de toneladas de la soja 2015/16 (un 32,9% de la producción), cuando a la misma fecha del año ya se habían molido 21,4 millones (el 35,5% de la producción estimada). El promedio de los últimos tres años, en tanto, arroja un crushing de 20,1 millones de toneladas (un 33,5% del output promedio).

Así las cosas, al 21 de septiembre entre el sector exportador y el industrial sumaban compras de soja 2015/16 por un total de 36,1 millones de toneladas, el 65% de la producción estimada, cuando a esta altura de la campaña anterior ya se había comercializado el

70% de la producción, unas 42,3 millones de toneladas. El promedio de las últimas cinco campañas, además, se ubica en 37,2 millones de toneladas. Por su parte, los embarques a la fecha sumaban 8,13 millones de toneladas, cuando a la misma fecha del año anterior se contaban ya 9,94 millones.

Respecto de la soja nueva, recientemente el gobierno ha admitido la posibilidad de anotar Declaraciones juradas de venta al exterior (DJVE) de la campaña 2016/17, siempre y cuando existiera un valor FOB de referencia para el día publicado por el Ministerio de Agricultura que posibilitara el cálculo de los derechos de exportación a abonar. De momento, no se anotaron ventas externas de poroto y subproductos de soja, mientras que las compras totales informadas por el Ministerio de Agroindustria suman 2,1 millones de toneladas, adelantando las 0,6 que se habían negociado a esta altura del año anterior.

### Oh lala, el maíz

El grano codiciado de esta temporada ha alcanzado nuevamente los \$ 2.400/ton abiertos esta semana incluso para el grano con descarga, mientras que para la entrega noviembre/diciembre se ofrecían abiertamente u\$s 155/tonelada, frente al interés de asegurarse la mercadería por parte de la exportación, del que algo hemos mencionado.





AÑO XXXIV – N° 1778 – VIERNES 30 DE SETIEMBRE DE 2016

## Maíz 2015/16: Indicadores de exportación

Al 21/09/2016	2015/16	Prom 5a	2014/15
<b>ROE Verde /DJVE Presentadas*</b>	<b>20,21</b>	<b>14,02</b>	<b>14,39</b>
<b>Embarques Estimados</b>	<b>13,76</b>	<b>12,22</b>	<b>11,93</b>
<i>Relación s/ROE Verde</i>	68%	87%	83%
<b>Compras exportación</b>	<b>17,19</b>	<b>16,04</b>	<b>16,04</b>
<i>Relación s/ROE Verde</i>	85%	114%	112%
Precios por fijar	0,46	1,63	2,50
	3%	10%	16%
Precios en firme	16,73	14,41	13,54
	97%	90%	84%
<b>Falta embarcar</b>	<b>6,45</b>	<b>1,80</b>	<b>2,45</b>
<b>Falta comprar</b>	<b>3,02</b>	<b>-2,02</b>	<b>-1,66</b>

\* DJVE presentadas al 30/09/2016

BCR© sobre estimaciones propias y datos MinAgri y USESCI. Salvo especificación contraria, las cifras están expresadas en Mt.

El fundamento de esta necesidad del sector de originar mercadería se fundamenta en que ya se comprometieron DJVE para la campaña 2015/16 por 20,45 millones de toneladas, 6 millones más de lo que se comprometió a la misma fecha del año anterior y en promedio en los últimos cinco años.

En tanto, las compras suman sólo 17,2 millones de toneladas, por lo que con lo que hay a mitad de septiembre la exportación tiene que comprar 3 millones de toneladas de maíz más, y eso sin contar que aún restan seis meses para dar por finalizado el ciclo comercial, durante el cual se pueden continuar anotando ventas (aunque por supuesto, el grueso se hace al comenzar la campaña).

En el mercado externo de referencia, en tanto, las cotizaciones se mantuvieron mayormente estables en la semana ya que incluso pese a la cosecha récord en Estados Unidos y las buenas perspectivas climáticas para su pronta recolección, la demanda continúa insinuándose muy robusta.

El día viernes el USDA publicó su reporte trimestral de stocks al 01 de septiembre en EEUU que, al coincidir

con la fecha de apertura del nuevo ciclo comercial, se traduce en el stock final para la campaña 2015/16. Con los 44,1 millones de toneladas informadas para el maíz, resulta levemente por encima de los 43,6 millones que estimaba en el informe mensual de oferta y demanda publicado hace quince días pero inferior a los 44,6 millones que en promedio descontaba el mercado. Esta noticia y la evidencia que más maíz se estaba usando como alimento para el ganado en EEUU dieron fortaleza al cereal en Chicago, que cerró la jornada en suba.

Por su parte, el Consejo Internacional de Cereales en su informe mensual de estimaciones ajustó a la baja su previsión de oferta mundial de maíz para la campaña 2016/17 a 1.027 millones de toneladas (pese a todo, aún

será el máximo de todos los tiempos) al mismo tiempo que levantó la previsión de demanda a 1.019 millones de toneladas (superará los mil millones de toneladas por primera vez en la historia). Ello no sería capaz sin embargo de evitar que el stock final suba por sexto año consecutivo, según el organismo.

Para cerrar, comentamos que las nuevas siembras de maíz han avanzado en la semana donde las condiciones de humedad en los suelos lo permitieron, coincidiendo finalmente con los últimos lotes que se cosechan del ciclo comercial anterior. De momento y si las lluvias que se avecinan consiguen dejar los acumulados que se esperan, las subas previstas en el área implantada podrán materializarse. Caso contrario, algunos lotes podrán irse a tardío o ya a hacer el cambio por soja. Una cosa está clara, *alea iacta est* y comenzamos a transitar los inicios de una campaña maicera que sin dudas dejará mucha tela para cortar.





AÑO XXXIV – N° 1778 – VIERNES 30 DE SETIEMBRE DE 2016



**FINANZAS**

**La plaza accionaria baila al ritmo de la volatilidad externa**

NICOLAS FERRER

En las últimas jornadas la suerte de los inversores de renta variable se vio atada a acontecimientos foráneos que instalan perspectivas antagónicas. Mientras un acuerdo de la OPEP dispara a las acciones energéticas, la frágil situación del Deutsche Bank se instala como una nube gris sobre los mercados.

Las acciones locales se encuentran en un tira y afloje entre quienes perciben que al rally iniciado a principios de año no le queda demasiado recorrido por delante y aquellos que consideran el temor de los demás una oportunidad para acumular tenencias a precios aún atractivos. Unos y otros jamás encuentran dificultades para argumentar su posición, pero las actuales circunstancias externas hacen dicha tarea un poco más fácil.

El mercado internacional de petróleo, con sus idas y vueltas geopolíticas, logró una vez más instalarse el centro de la escena en la jornada del miércoles. Durante la mañana, la Administración de Información Energética (EIA por sus siglas en inglés) reportó una caída semanal de 1,9 millones de barriles en los inventarios norteamericanos de crudo, echando por tierra las expectativas de analistas que ponían al dato en un saldo positivo de 3 millones de barriles. Horas más tardes, la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) anunciaría su primer acuerdo en ocho años para limitar la producción de crudo. Ambos sucesos dispararon al alza los futuros de petróleo, con los contratos de crudo WTI más cercanos ajustando con un alza del 5,3%, la suba más alta desde principios de abril

La agrupación decidió limitar su producción conjunta a un nivel de entre



32,5 y 33 millones de barriles diarios, lo cual representaría una caída de entre 240 y 740 mil barriles por día con respecto al volumen que se estima fue extraído en los países miembros durante el mes de agosto. La producción conjunta de estos países representó en 2015 un 40% de la producción global de petróleo y combustibles líquidos de acuerdo a la EIA, con lo cual sus decisiones pesan considerablemente en el panorama de oferta y demanda

Aún restan delinearse las particularidades de cómo se repartirá el racionamiento de la producción (habrá que esperar hasta noviembre para ello), pero se alcanzó un compromiso clave respecto a otorgar una mayor flexibilidad en términos de las cuotas no sólo a Libia y Nigeria —afectados por inestabilidad política— sino a





AÑO XXXIV – N° 1778 – VIERNES 30 DE SETIEMBRE DE 2016

**Cuadro N° 1: Performance del Panel Principal para el Tercer Trimestre de 2016**

Título	Cierre al 30/9/16	Rendimiento %	
		III Trim.	Acum. 2016
Índice Merval	16.675,68	14%	43%
Índice Merval Argentina	15.755,01	11%	26%
San Miguel	\$ 125,2	56%	158%
Petrobras Brasil	\$ 70,9	32%	138%
Cresud	\$ 27,3	28%	54%
Siderar	\$ 9,1	22%	13%
Consultatio	\$ 44,0	21%	32%
Pampa Energía	\$ 19,3	18%	66%
Edenor	\$ 14,8	13%	19%
Aluar	\$ 10,6	10%	-9%
Banco Macro	\$ 119,0	7%	51%
Grupo Galicia	\$ 47,0	2%	28%
Com. del Plata	\$ 3,0	3%	-16%
Mirgor	\$ 1.369,0	1%	153%
Tenaris	\$ 215,5	-1%	36%
Banco Francés	\$ 101,0	-2%	14%
YPF	\$ 278,0	-3%	27%

Irán, que recientemente vio eliminadas las sanciones comerciales impuestas por países de occidente que regían sobre sí. Este último elemento del acuerdo sirve como señal de una mayor flexibilidad en la negociación por parte de Arabia Saudita, que posee una posición de privilegio dentro del ente al dar cuenta de alrededor de un tercio de su producción conjunta.

El comportamiento alcista del crudo se reflejó en los papeles asociados al sector como Petrobras Brasil, Tenaris, e YPF, los cuales a pesar de arrancar la semana a la baja terminaron encontrándose entre los principales ganadores, como puede evidenciarse en nuestro Panel de Capitales.

No obstante dichas alzas, no sólo de petróleo vive el mercado, y hace rato que sobre las plazas accionarias se cierne un aire enrarecido a los actuales niveles. Semanas atrás hubiésemos adjudicado dicho temor a la incertidumbre con respecto a la decisión de política monetaria de la Reserva Federal, pero ello quedó atrás y otra historia reciclada vuelve a ser el foco de atención.

La coyuntura del Deutsche Bank, principal banco de Alemania, continúa deteriorándose tras haber sido

exigido unos u\$s 14.000 millones por parte del Departamento de Justicia norteamericano para prevenir un posible litigio dado su papel en la venta de derivados sobre deuda hipotecaria entre los años 2005 y 2007. La entidad ya había registrado en 2015 pérdidas por alrededor de la mitad de dicha suma, con lo cual difícilmente sea capaz de arribar a un acuerdo por el monto. Más recientemente su capitalización de mercado sufrió un nuevo golpe tras que se reportase que una serie de fondos de inversión moviesen su operatoria fuera del banco. A pesar de ello, compras de oportunidad alrededor de mínimos históricos para el papel han momentáneamente amilanado las preocupaciones vigentes con respecto a la posibilidad de una quiebra y un contagio hacia el resto del sistema financiero.

Sobre base semanal el Índice Merval cierra en máximos históricos, dejando un saldo positivo para el trimestre de 14%. En el siguiente cuadro podemos evidenciar los

**Cuadro N° 2: Cartera Projectada Índice Merval IV Trim. 2016 al 29/9/16**

Título	Ponderación		Variación (p.p)
	IV - Trim.	III-Trim.	
Petrobras Brasil	16,3%	24,6%	↓ -8,3%
Pampa Energía	8,1%	9,7%	↓ -1,6%
Grupo Galicia	8,1%	9,7%	↓ -1,6%
Cresud	7,8%	4,9%	↑ 2,9%
YPF	6,8%	7,6%	↓ -0,8%
Siderar	5,4%	5,3%	↑ 0,1%
Banco Macro	5,3%	5,8%	↓ -0,6%
Mirgor	5,0%	5,6%	↓ -0,6%
Banco Francés	4,6%	4,5%	↑ 0,1%
Com. del Plata	4,4%	6,5%	↓ -2,1%
Tenaris	3,5%	4,1%	↓ -0,5%
Aluar	3,5%	3,8%	↓ -0,3%
Edenor	2,7%	2,8%	↓ -0,1%
Transener	2,7%		
Holcim - Juan Minetti	2,3%		
San Miguel	2,2%	2,6%	↓ -0,4%
Consultatio	2,0%	2,5%	↓ -0,5%
Celulosa	1,9%		
Endesa Costanera	1,6%		
Central Puerto	1,6%		
Carboclor	1,5%		
Telecom Argentina	1,4%		
Agrometal	1,3%		





**AÑO XXXIV – N° 1778 – VIERNES 30 DE SETIEMBRE DE 2016**

resultados de los actuales componentes de su cartera, al igual que el rendimiento acumulado en lo que va del año. Las acciones relacionadas al sector agropecuario como San Miguel y Cresud fueron claras ganadoras, mientras que los bancos mostraron una performance bastante por debajo de la media.

Como venimos anticipando, hacia el final del año el Panel Principal tendrá una nueva cara, con una serie de títulos ingresando a la cartera y las acciones petroleras perdiendo ponderación en forma sensible, con lo cual el posible alza del petróleo de cara a los nuevos acuerdos de la OPEP podría no impulsar al indicador líder con la misma fortaleza que lo habían hecho en el pasado reciente. En la siguiente tabla publicamos la última cartera proyectada por el Instituto Argentino de Mercado de Capitales:

y ahorrar totalizan en el año 23.106 millones de dólares. Esta fuga de dólares minorista sirve en alguna medida para observar el excedente monetario que se tiene en la economía al momento o la aversión de los argentinos por la tenencia de pesos para ahorro no compensada por la tasa de interés real. Esto ejercería una presión muy grande sobre el nivel del dólar si no fuera por la gran emisión de deuda externa por parte del Estado Nacional, Provincias, Municipios y empresas. Hay que remarcar también la gran liquidación de divisas por parte del sector agroexportador que ayudó a mantener cierta estabilidad cambiaria hasta el día de hoy.

Observando la "salida de dólar minorista producida por los argentinos" se puede desagregar en:

Turismo (pasajes y gastos en el exterior) a agosto de 2015 se gastaron 5.795 millones de dólares frente a 6.798 millones de dólares a agosto de 2016. Esto arroja que los gastos por turismo en el exterior han aumentado **1.003 millones de dólares este año** hasta el momento.

El aumento más grande se ha dado con la salida del cepo cambiario en la conversión de pesos a dólares y la extracción de "dólares para tenencia". El año pasado prácticamente no se realizaron conversiones de pesos a dólares "financieros" en operaciones de conversión de plazos fijos en \$ a imposiciones en U\$. Sólo la salida de dólares del año pasado fue explicada por el dólar ahorro manifestado en las fuertes extracciones de



**ECONOMÍA**

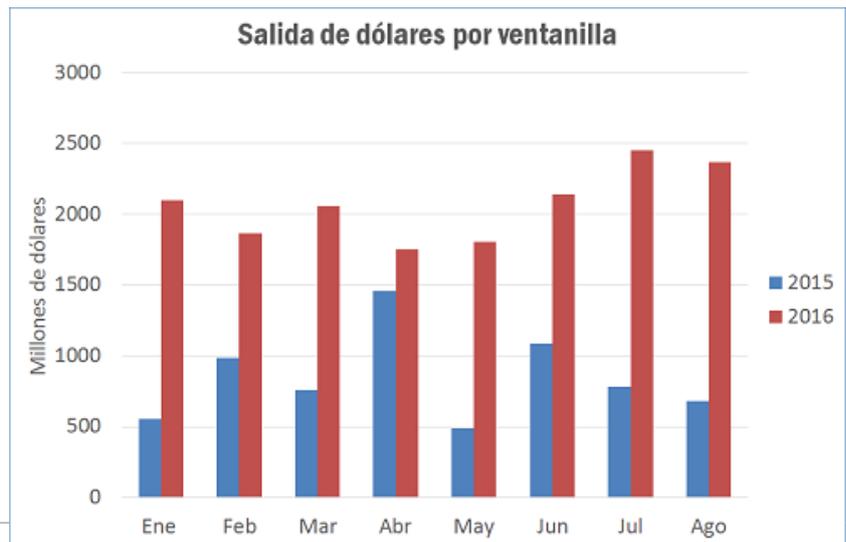
**Hasta el momento la lluvia de dólares vino por deuda y no por inversiones**

FEDERICO DI YENNO

**Las inversiones extranjeras directas a fines de agosto del corriente año totalizaron 1.644 millones de dólares. Las inversiones anunciadas en 46.000 millones de dólares tardan en llegar y las salidas de dólares que generan los argentinos para vacacionar y ahorrar totalizan en el año 23.106 millones de dólares aumentando en 10.500 millones de U\$D más que el año pasado.**

Las inversiones extranjeras directas a fines de agosto del corriente año totalizaron 1.644 millones de dólares. Las inversiones anunciadas por el Ministerio de Economía y Finanzas totalizan 46.000 millones de dólares para el período 2016-2019 presentando una demora importante, justo cuando más se las necesitan para reactivar la economía.

Por otro lado las salidas de dólares que generan los argentinos para vacacionar





**AÑO XXXIV – N° 1778 – VIERNES 30 DE SETIEMBRE DE 2016**

dólares billetes (en el balance cambiario).

Se puede decir que al año pasado el promedio de extracción de dólar ahorro era de 840 millones de dólares por mes. Con la eliminación de las restricciones para convertir pesos a dólares este numerario se ha expandido a un promedio aproximado de 1.500 millones de dólares mensuales. Junto con las conversiones financieras de plazos fijos en pesos a dólares (dólares que permanecen en el sistema bancario) la salida de dólares mensual por parte de los argentinos suma 2.000 millones de dólares por mes en promedio. Si tomamos datos anuales al día de hoy (Setiembre 2015 a setiembre 2016) en un año los plazos fijos en dólares aumentaron aproximadamente 5.000 millones de dólares.

Tomando los valores acumulados ante iguales períodos tenemos para el año pasado en los rubros citados una salida de capitales igual a 12.500 millones de dólares, mientras que este año el número ascendió a 23.106 millones de dólares aumentando en casi 10.500 millones de dólares. Este aumento está explicado básicamente por la conversión de pesos a dólares explicada anterior.

Mirando la evolución del dólar que con la salida del cepo se ha transformado en un régimen de tipo de cambio libre en donde el BCRA ha intervenido muy pocas veces, nos preguntamos cómo se ha podido mantener este valor en niveles relativamente estables ante semejante cantidad de dólares fugándose por turismo más lo asignado para tenencia de billete y ahorro en plazos fijos en U\$. La respuesta es simple: Deuda. Los ingresos reales de dólares por préstamos financieros, títulos de deuda y líneas de crédito totalizan en el año más de 18.000 millones de dólares y las "inversiones especulativas" que llegaron desde el exterior alcanzaron 1.200 millones de U\$. Si tomamos solamente los datos por emisión de deuda nacional y provincial descontando la emisión hecha para pagar a los fondos buitres alcanzamos la cifra de más de 30.000 millones de dólares y si sumamos las emisiones corporativas según diversas fuentes alcanzamos los 35.000 millones de dólares.

Visto desde el lado monetario este resultado se da

solamente por un exceso de pesos producido principalmente por el déficit fiscal actual y el acumulado del gobierno anterior. Este excedente de pesos va a parar a algún lado y como el gobierno busca disminuir la inflación con emisión acotada aumentando el nivel de actividad, la única salida es el endeudamiento externo. Esto permite financiar el déficit presupuestario sin producir presiones inflacionarias. El problema pasa por saber hasta qué punto se puede seguir en este camino, ya teniendo un largo historial negativo para aprender.

Los últimos datos arrojados por el Ministerio de Hacienda y Finanzas para la disminución del déficit fiscal no son alentadores en este sentido. Por lo tanto mientras más tarden en efectivizarse las inversiones extranjeras y cuanto más se demore en disminuir el déficit presupuestario más va a depender la economía del ahorro externo. Sabemos por experiencia que esto en algún momento termina, algo llamado "sudden stops"<sup>1</sup> que lo hemos visto en carne propia hace ya casi 15 años atrás.

<sup>1</sup> CAPITAL FLOWS AND CAPITAL-MARKET CRISES: The Simple Economics of Sudden Stops, Guillermo A. Calvo, Columbia University, 1998.





AÑO XXXIV – N° 1778 – VIERNES 30 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 16/09	Semana 09/09	Semana 16/09	Semana 09/09	Semana 16/09	Semana 09/09

**MAV: CHEQUES DE PAGO DIFERIDO AVALADOS**

0-30 días	22,88	23,03				
31-60 días	21,30	22,90				
61-90 días	22,15	22,88				
91-120 días	22,15	23,19				
121-180 días	21,04	23,28				
181-365 días	21,43	23,25				
<b>Total</b>			<b>28.498.200</b>	<b>15.994.801</b>	<b>275</b>	<b>246</b>

**MAV: CAUCIONES**

Plazo	Tasa promedio		Monto contado		N° Operaciones	
	Semana Actual	Semana Anterior	Semana Actual	Semana Anterior	Semana Actual	Semana Anterior
Hasta 7 días	25,76	25,68	297.315.237	295.935.157	1.938	1.765
Hasta 14 días	25,81	26,63	25.871.286	34.186.111	151	165
Hasta 21 días	24,43	28,50	887.279	40.000	17	1
Hasta 28 días		26,00		10.800		1
> 28 días	26,17	28,09	547.094	453.933	12	3

**Mercado de Capitales Argentino**

30/09/16

**Acciones del Panel Principal**

Variable	Valor al cierre	Retorno		Beta	PER		VolProm diario (5 días)		
		Semanal	Inter- anual		Emp. Sector	Emp. Sector			
<b>MERVAL</b>	16.675,68	1,43	73,70	42,84					
<b>MERVAL ARG</b>	15.755,01	1,88	69,67	25,74					
Petrobras Brasil	\$ 70,85	0,28	143,05	137,75	1,35	0,83	38,25	465.762	
Grupo Galicia	\$ 47,00	1,84	98,05	28,09	0,91	1,00	11,82	11,85	373.238
Pampa Energia	\$ 19,30	-0,77	138,27	66,38	1,10	0,54	13,86	2,62	1.141.024
YPF	\$ 278,00	5,10	35,33	27,36	1,06	0,83	268,18	38,25	108.124
Com. del Plata	\$ 3,03	-0,33	-1,95	-15,64	0,81	0,54	5,24	2,62	2.744.600
Mirgor	\$ 1.369,00	-3,56	384,13	153,16	0,58	0,58	11,66	11,66	3.316
Banco Macro	\$ 118,95	4,80	136,50	50,77	1,02	1,00	10,96	11,85	77.045
Siderar	\$ 9,09	5,33	73,60	12,83	1,09	1,00	19,68	14,89	2.372.136
Banco Francés	\$ 101,00	0,70	51,44	13,67	1,15	1,00	12,75	11,85	85.611
Cresud	\$ 27,25	1,87	108,02	53,52	0,86	0,70	0,00	25,68	504.026
Tenaris	\$ 215,50	9,73	31,38	35,76	0,86	1,00	0,00	14,89	66.042
Aluar	\$ 10,60	6,61	26,65	-9,36	1,06	1,00	24,99	14,89	1.456.115
Edenor	\$ 14,80	0,34	76,19	18,88	1,31	0,26	0,00	0,00	337.272
Consultatio	\$ 44,00	0,23	140,18	32,04	0,54	0,75	11,26	7,21	61.561
San Miguel	\$ 125,20	-6,91	213,37	158,45	1,05	0,97	21,59	14,93	43.481

**Títulos Públicos del Gobierno Nacional**

30/09/16

Variable	Valor al cierre	Var. Semanal	TIR	Duration	Cupón	Próximo pago cupón
<b>EN DÓLARES</b>						
Bonar X (AA17)	1608,5	0,53	3,03	0,51	7,00%	17/10/2016
Global 17 (GJ17)	1635,0	0,93	2,60	0,62	8,75%	02/12/2016
Bonar 20 (AO20)	1800,0	0,56	4,24	3,36	8,00%	08/10/2016
Bonar 24 (AY24)	1827,0	0,50	5,10	4,05	8,75%	07/11/2016
Bonos AA26	1771,0	0,06	5,74	6,57	7,50%	22/10/2016
Discount u\$s L. Arg. (DICA)	2513,1	-0,12	6,65	7,51	8,28%	31/12/2016
Discount u\$s L. NY (DICY)	2517,0	-0,12	6,59	8,31	8,28%	31/12/2016
Par u\$s L. Arg. (PARA)	1080,0	-1,82	6,49	12,52	1,33%	30/09/2016
Par u\$s L. NY (PARY)	1099,0	-0,90	6,54	12,12	1,33%	30/09/2016
Bono AA46	1780,0	1,14	6,63	11,86	7,63%	22/10/2016
<b>DOLLAR-LINKED</b>						
Bonad 16 (AO16)	1528,0	0,46	11,38	0,07	0,00%	28/10/2016
Bonad 17 (AF17)	1503,0	0,20	5,26	0,37	0,75%	22/02/2017
Bonad 18 (AM18)	1489,0	1,22	5,56	1,40	2,40%	18/03/2017
<b>EN PESOS + CER</b>						
Bogar 18 (NF18)	103,5	-6,71	3,34	0,77	2,00%	04/10/2016
Bocon 24 (PR13)	397,0	0,25	2,72	3,58	2,00%	15/10/2016
Boncer 21 (TC21)	106,3	0,90	2,66	4,41	2,50%	22/01/2017
Discount \$ Ley Arg. (DICP)	686,0	0,29	3,89	9,17	5,83%	31/12/2016
Par \$ Ley Arg. (PARP)	314,0	-0,32	4,35	14,56	0,63%	30/09/2016
Cuasipar \$ Ley Arg. (CUAP)	547,0	2,24	4,34	15,93	3,31%	31/12/2016

**Mercado Accionario Internacional**

30/09/16

Variable	Valor al cierre	Retorno		Año a la fecha	Máximo
		Semanal	Interanual		
<b>ÍNDICES EE.UU.</b>					
Dow Jones Industrial	18.308,15	0,26%	12,51%	5,07%	18.668,44
S&P 500	2.168,27	0,25%	12,80%	6,17%	2.193,81
Nasdaq 100	4.875,70	0,35%	16,28%	6,15%	4.895,50
<b>ÍNDICES EUROPA</b>					
FTSE 100 (Londres)	6.899,33	-0,20%	13,56%	10,47%	7.122,74
DAX (Frankfurt)	10.511,02	-1,09%	10,53%	-2,16%	12.390,75
IBEX 35 (Madrid)	8.779,40	-0,50%	-8,24%	-8,01%	16.040,40
CAC 40 (París)	4.448,26	-0,90%	0,49%	-4,07%	6.944,77
<b>OTROS ÍNDICES</b>					
Bovespa	58.367,05	0,00%	29,54%	35,41%	73.920,38
Shanghai Shenzhen Composite	3.005,51	-0,95%	-1,56%	-15,09%	6.124,04
Nikkei 225	16.449,84	-1,82%	-7,18%	-13,58%	38.915,87





AÑO XXXIV – N° 1778 – VIERNES 30 DE SETIEMBRE DE 2016

**MONITOR DE COMMODITIES GRANOS**

**Monitor de Commodities Granos**

**Mercado Físico de Granos de Rosario**

30/09/16

Plaza/Producto	Entrega	29/9/16	22/9/16	30/9/15	Var. Sem.	Var. Año
<b>PRECIOS SPOT, CACR</b>						
S/t						
Trigo	Disp.	2.050	2.100	1.000	↓ -2,4%	↑ 105,0%
Maíz	Disp.	2.385	2.385	1.000	→ 0,0%	↑ 138,5%
Girasol	Disp.	5.000	5.150	1.850	↓ -2,9%	↑ 170,3%
Soja	Disp.	3.900	4.000	2.130	↓ -2,5%	↑ 83,1%
Sorgo	Disp.	1.900	1.950	1.025	↓ -2,6%	↑ 85,4%
<b>FORWARD O FUTUROS</b>						
US\$/t						
Trigo	Dic/Ene	143,0	142,0	137,5	↑ 0,7%	↑ 4,0%
Maíz	Mar/May	146,9	147,0	121,0	↓ -0,1%	↑ 21,4%
Soja	Abr/May	250,0	256,8	212,8	↓ -2,6%	↑ 17,5%

\* 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**

30/09/16

Producto	Posición	30/9/16	23/9/16	2/10/15	Var. Sem.	Var. Año
<b>ENTREGA CERCANA</b>						
US\$/t						
Trigo SRW	Disp.	147,7	148,7	188,6	↓ -0,7%	↓ -21,7%
Trigo HRW	Disp.	152,7	154,9	183,9	↓ -1,4%	↓ -17,0%
Maíz	Disp.	132,6	132,5	153,2	↑ 0,1%	↓ -13,5%
Soja	Disp.	350,5	350,9	321,2	↓ -0,1%	↑ 9,1%
Harina de soja	Disp.	328,4	334,3	329,0	↓ -1,8%	↓ -0,2%
Aceite de soja	Disp.	732,8	734,3	613,8	↓ -0,2%	↑ 19,4%
<b>ENTREGA A COSECHA</b>						
US\$/t						
Trigo SRW	Jul	164,4	165,3	193,0	↓ -0,6%	↓ -14,8%
Trigo HRW	Jul	166,3	168,2	196,5	↓ -1,1%	↓ -15,4%
Maíz	Dic	132,6	132,5	153,2	↑ 0,1%	↓ -13,5%
Soja	Nov	350,5	350,9	321,2	↓ -0,1%	↑ 9,1%
Harina de soja	Dic	330,2	333,8	332,0	↓ -1,1%	↓ -0,5%
Aceite de soja	Dic	737,2	739,9	618,6	↓ -0,4%	↑ 19,2%
<b>RELACIONES DE PRECIOS</b>						
Soja/maíz	Disp.	2,64	2,65	2,10	↓ -0,2%	↑ 26,1%
Soja/maíz	Nv/Dc	2,64	2,65	2,10	↓ -0,2%	↑ 26,1%
Trigo blando/maíz	Disp.	1,11	1,12	1,23	↓ -0,8%	↓ -9,5%
Harina soja/soja	Disp.	0,94	0,95	1,02	↓ -1,7%	↓ -8,5%
Harina soja/maíz	Disp.	2,48	2,52	2,15	↓ -1,9%	↑ 15,4%
Cont. aceite en crushing	Disp.	0,34	0,33	0,30	↑ 1,1%	↑ 13,0%

**Precios de exportación de granos. FOB varios orígenes**

30/09/16

Origen / Producto	Entrega	29/9/16	23/9/16	2/10/15	Var. Sem.	Var. Año
<b>TRIGO</b>						
US\$/t						
ARG 12,0% - Up River	Dic/Ene	170,0	175,0	230,0	↓ -2,9%	↓ -26,1%
EE.UU. HRW - Golfo	Cerc.	201,1	200,8	222,4	↑ 0,1%	↓ -9,6%
EE.UU. SRW - Golfo	Cerc.	185,2	189,1	216,1	↓ -2,1%	↓ -14,3%
FRA Soft - Rouen	Ago/Sep	182,6	182,0	184,5	↑ 0,3%	↓ -1,1%
RUS 12,5% - Mar Negro prof.	Cerc.	169,0	169,0	0,0	→ 0,0%	#DIV/0!
RUS 12,5% - Mar Azov	Cerc.	148,0	149,0	0,0	↓ -0,7%	#DIV/0!
UCR Feed - Mar Negro	Cerc.	154,5	156,5	172,0	↓ -1,3%	↓ -10,2%
<b>MAIZ</b>						
ARG - Up River	Sep	172,2	169,1	163,9	↑ 1,8%	↑ 5,0%
BRA - Paranaguá	Cerc.					
EE.UU. - Golfo	Cerc.	161,1	162,8	179,6	↓ -1,0%	↓ -10,3%
UCR - Mar Negro	Cerc.	163,5	163,5	169,5	→ 0,0%	↓ -3,5%
<b>SORGO</b>						
ARG - Up River	Cerc.	156,0	159,0	141,0	↓ -1,9%	↑ 10,6%
EE.UU. - Golfo	Cerc.	135,6	138,0	178,7	↓ -1,7%	↓ -24,1%
<b>SOJA</b>						
ARG - Up River	Cerc.	443,7	443,7	334,1	→ 0,0%	↑ 32,8%
BRA - Paranaguá	Cerc.	404,2	406,0	352,4	↓ -0,4%	↑ 14,7%
EE.UU. - Golfo	Cerc.	389,8	392,3	359,0	↓ -0,6%	↑ 8,6%





AÑO XXXIV – N° 1778 – VIERNES 30 DE SETIEMBRE DE 2016

**TERMÓMETRO MACRO**

**TERMÓMETRO MACRO**

**Variables macroeconómicas de Argentina**

30/09/16

Variable	Hoy	Semana pasada	Mes pasado	Año pasado	Var anual (%)
<b>TIPO DE CAMBIO</b>					
USD Com. "A" 3.500 BCRA	\$ 15,263	\$ 15,168	\$ 14,900	\$ 9,436	61,76%
USD comprador BNA	\$ 15,100	\$ 14,950	\$ 14,800	\$ 9,340	61,67%
USD Bolsa MEP	\$ 15,239	\$ 15,158	\$ 14,946	#N/A	#N/A
USD Rofex 3 meses	\$ 16,000				
USD Rofex 10 meses	\$ 17,450				
Real (BRL)	\$ 4,71	\$ 4,71	\$ 4,61	\$ 2,40	96,23%
EUR	\$ 17,25	\$ 16,97	\$ 16,70	\$ 10,58	63,09%

**MONETARIOS (en millones) - Datos semana anterior**

Reservas internacionales (USD)	30.748	30.873	31.931	33.338	-7,77%
Base monetaria (ARS)	666.684	685.174	670.630	530.225	25,74%
Reservas Internacionales Netas /1 (USD)	7.583	7.843	8.623	11.161	-32,05%
Títulos públicos en cartera BCRA (ARS)	1.021.416	1.008.022	997.253	558.047	83,03%
Billetes y Mon. en poder del público (A)	439.130	439.630	431.785	377.475	16,33%
Depósitos del Sector Privado en ARS	999.082	988.294	1.019.605	837.338	19,32%
Depósitos del Sector Privado en USD	13.143	13.130	12.748	8.199	60,30%
Préstamos al Sector Privado en ARS	816.673	810.438	803.167	688.932	18,54%
Préstamos al Sector Privado en USD	8.074	8.061	7.588	3.852	109,61%
M <sub>2</sub> /2	1.039.723	1.027.310	1.050.481	904.446	14,96%

**TASAS**

BADLAR bancos privados	21,44%	22,13%	22,44%	21,00%	0,44%
Call money en \$ (comprador)	24,25%	25,75%	25,50%	23,00%	1,25%
Cauciones en \$ (hasta 7 días)	25,76%	25,68%	26,94%	23,52%	2,24%
LEBAC 3 meses	25,27%	25,28%	26,79%	26,04%	-0,77%
Tasa anual implícita DLR Rofex (Pos. Cer)	20,78%	18,59%	36,51%	17,47%	3,31%

**COMMODITIES**

Petróleo (WTI, NYMEX)	\$ 48,05	\$ 46,32	\$ 44,44	\$ 45,54	5,51%
Oro (Londres, UK)	\$ 1.322,50	\$ 1.339,10	\$ 1.324,70	\$ 1.140,75	15,93%
Plata	\$ 19,15	\$ 19,84	\$ 19,41	\$ 15,24	25,62%

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

/2 M<sub>2</sub> = Billetes y monedas en poder del público + cheques cancelatorios en pesos + depósitos a la vista

