



**ECONOMÍA**

**Cinco preguntas sobre la deuda**  
EMILCE TERRÉ

Mientras se intenta dar por finalizado el enfrentamiento jurídico con los *holdouts* o fondos buitres, el endeudamiento nacional vuelve a ocupar la primera plana de los matutinos. Ahora bien, ¿a qué nos referimos cuando hablamos de deuda? ¿Argentina debe mucho o poco? ¿Endeudarse es algo malo? Sucintamente, trataremos de abordar uno a uno los principales interrogantes referidos a la deuda pública argentina.

Página 2



**COMMODITIES**

**Oferta y demanda de granos en 2015/16 y previsiones para 2016/17**

GUILLERMO ROSSI

Por estos días hay tres grandes interrogantes que concentran la atención de quienes siguen los mercados de granos en Argentina: (i) qué tan buena es la cosecha gruesa, (ii) qué puede suceder con la siembra de la próxima campaña y (iii) cuál será el comportamiento que seguirán los precios. Si bien anticipar el comportamiento del ciclo 2015/16 con menos del 10% de la cosecha gruesa recolectada puede parecer arriesgado, resulta fundamental delinear un escenario base sobre el cual las expectativas se irán modificando a lo largo del año. Esto es crucial a los fines de evaluar el potencial de suba o baja de los precios.

Página 5



**FINANZAS**

**A falta de crédito, CPD avalados**

NICOLAS FERRER

Hasta por debajo del 15% para plazos que iban de uno a dos meses, la operatoria de Cheques de Pago Diferido (ChPD), particularmente los avalados por Sociedades de Garantías Recíprocas (SGR), ha estado exhibiendo tasas de interés muy atractivas para conseguir liquidez. De allí el repunte del volumen en esta negociación..

Página 8

DESCARGA PDF

EDICIONES ANTERIORES

Estadísticas

PANEL DE CAPITALES

MONITOR DE COMMODITIES

TERMÓMETRO MACRO

DONDE ESTÁN





AÑO XXXIII – N° 1751 – MIERCOLES 23 DE MARZO DE 2016



**ECONOMÍA**

**Cinco preguntas sobre la deuda**

EMILCE TERRÉ

**Mientras se intenta dar por finalizado el enfrentamiento jurídico con los *holdouts* o fondos buitres, el endeudamiento nacional vuelve a ocupar la primera plana de los matutinos. Ahora bien, ¿a qué nos referimos cuando hablamos de deuda? ¿Argentina debe mucho o poco? ¿Endeudarse es algo malo? Sucintamente, trataremos de abordar uno a uno los principales interrogantes referidos a la deuda pública argentina.**

**¿A qué nos referimos cuando hablamos de deuda?**

La deuda pública es, por definición, aquella porción del gasto del Estado que no puede ser cubierta con los recursos genuinos en un período de tiempo determinado, y el gobierno decide financiar pidiendo préstamos directos (a entidades tales como organismos multilaterales o a otros gobiernos, normalmente) o bien, emitiendo títulos valores.

Según la localización del acreedor, la Deuda Pública puede ser clasificada en Externa (donde el acreedor es una o más personas físicas o jurídicas no domiciliadas en el país, o bien se trata de títulos colocados en mercados de capitales externos) o Interna (aquella porción de la deuda que se asume con personas físicas o jurídicas residentes dentro de las fronteras del país, o bien los títulos valores emitidos en el mercado de capitales del país).

Tal como explica Jarach en su libro **“Finanzas Públicas. Esbozo de una teoría general”**, esta distinción resulta relevante porque si la deuda es interna, se trata en definitiva de una obligación de los contribuyentes que pagan impuestos para con los tenedores de títulos o financistas del Estado. En otras palabras, es una deuda que se agota en transferencias recíprocas entre los agentes de una economía nacional y su problemática girará alrededor de la distribución de recursos entre los sectores que la componen y/o entre las sucesivas generaciones.

La deuda externa, en cambio, representa una deuda de la economía nacional en su conjunto, cuyo servicio deberá ser cubierto con el esfuerzo productivo del país, por lo que cobra relevancia asegurar que el fin último del endeudamiento contribuya (o al menos, no haga mermar) dicha capacidad de pago y asegurar que la trayectoria de la balanza de pagos permita conseguir las divisas necesarias para cumplir con los compromisos financieros asumidos.

Otra clasificación relevante de la deuda pública es la distinción entre deuda flotante y deuda consolidada, siendo la primera la que se deriva de necesidades de corto plazo de la administración pública (cuando existe un desfase entre el momento en que se acreditan los recursos tributarios y aquel en que tiene que desembolsar las obligaciones exigibles), mientras que la segunda hace referencia a los compromisos asumidos a mediano y largo plazo que presuponen un gasto por encima de la capacidad recaudatoria del gobierno y que exigen normalmente aprobación previa por parte del Congreso y la previsión en el Presupuesto Público de las erogaciones destinadas al servicio de la misma. Asimismo, la deuda pública puede ser clasificada en perpetua y amortizable, o la deuda a corto, mediano y largo plazo, entre otros, aunque por los alcances del presente artículo nos enfocaremos especialmente en la deuda consolidada externa e interna.

**¿Qué pasó con la deuda en los 12 años de gobierno kirchnerista?**

Como muestra el cuadro adjunto con datos oficiales del Ministerio de Economía, para el año 2003 la Deuda Bruta del Sector Público Nacional ascendía al 138,7% del Producto Bruto Nacional, de la cual el 57% correspondía a deuda externa del SPN. Habiéndose decretado la cesación de pagos del país el 24 de diciembre de 2001 durante la presidencia interina de Rodríguez Saa, y luego de tocar un máximo en el año 2002, el gobierno entrante del Dr. Kirchner tenía pendiente reorganizar la situación de la deuda con los principales acreedores.

El momento llegaría en el 2005, cuando el primer canje de deuda encarado por el entonces Ministro de Economía Roberto Lavagna bajó el peso de la deuda al





**AÑO XXXIII – N° 1751 – MIERCOLES 23 DE MARZO DE 2016**

60,7% del PBI, menos de la mitad de lo exigible dos años antes. A partir de allí, el cumplimiento de los servicios de la deuda dejó la misma por debajo 40% para el año 2009, mientras que el segundo canje encarado en el 2010 permitió que la Deuda Bruta represente menos de la tercera parte del producto.

El mínimo en la década se alcanzó en el año 2011, coincidentemente con el inicio del último período de gobierno de la Dra. Cristina Fernández de Kirchner, cuando el porcentaje de la Deuda Pública Bruta sobre el PBI fue del 33,3%. En ese momento, además, la deuda externa era el 40% de la deuda bruta total.

Desde entonces, el peso de la Deuda retomó una senda ascendente aunque más moderada que en la década anterior, y para el último dato disponible correspondiente al 2014 el ratio se ubicaba en el orden del 43%. Sin embargo, la gravitación de la deuda externa aumentó menos que proporcionalmente, pasando a representar el 30% del total. En otras palabras, la deuda aumentó fundamentalmente a costa de financiamiento interno, vía mercado de capitales local, colocación de títulos en instituciones públicas o privadas argentinas, etc.

Sin embargo, quizás el indicador que con más preocupación se veía es el del peso de la deuda en moneda extranjera como porcentaje de las reservas, ya que del 185,1% que representaba en el año 2010, para el año 2014 había escalado al 457,6% como consecuencia de la agudización del proceso de salida de capitales que sólo parcialmente pudo ser contenido con los controles más férreos del mercado cambiario.

### **¿Por qué el nuevo gobierno quiere emitir deuda?**

Habiendo enarbolado el desendeudamiento como uno de los principales logros del gobierno kirchnerista, el tema de la deuda vuelve a primera plana luego que la actual administración hiciese pública la intención de endeudarse con el fin, fundamentalmente, de pagarle a los denominados “fondos buitres” (fondos que compraron los bonos argentinos defaulteados a bajo precio, no se suscribieron a los canjes de los años 2005 ni 2010, y litigaron para cobrar el total de la deuda).

De cualquier modo, el fin último de formalizar este acuerdo sería “volver a los mercados de crédito”. En otras palabras, se toma la cancelación de lo adeudado como un primer paso para el ingreso de capitales a nuestro país con el fin de encarar obras de infraestructura, recomponer las reservas en manos del Banco Central, entre otros.

En relación a las obras de infraestructura se han mencionado diversos proyectos en estudio, de los cuales el que mayor resonancia cobró en campaña fue el del acueducto del norte del país, aunque también se espera que se encaren algunas obras claves en nuestra región, fundamentalmente en lo referido a infraestructura vial.

### **¿Cuánta deuda?**

Según trascendió, con el objeto de cumplir con esa deuda actualmente en default el gobierno planea suscribir bonos por un total de 15.000 millones. En términos relativos y según explicitó el Ministro de Hacienda en Davos, dicho total representa alrededor del 2% del PBI argentino.

Para poner en perspectiva todos los datos mencionados hasta aquí, cabe señalar que el 40% que representa la deuda pública argentina en términos de nuestro producto bruto interno se encuentra por debajo del 60% brasilero o el 48% de Méjico. Entre los países que sufren los *ratios* más elevados se destacan Japón con el casi 250%, Grecia con el 180%, Portugal e Italia con porcentajes de entre el 130% y 140% o Canadá, Francia, Irlanda y España donde prácticamente se igualan ambos montos. En Estados Unidos el ratio asciende al 73% mientras que en China apenas representa el 24%. Al respecto es muy interesante seguir la página <http://www.usdebtclock.org/world-debt-clock.html>, donde se actualiza minuto a minuto la evolución de la deuda de algunas de las economías más relevantes.

### **Y endeudarse, ¿es malo?**

No hay un consenso definitivo entre los especialistas en la materia respecto al nivel ideal de deuda pública. Así como a nivel privado todos de una u otra manera





AÑO XXXIII – N° 1751 – MIÉRCOLES 23 DE MARZO DE 2016

**INDICADORES DE SOSTENIBILIDAD DE LA DEUDA PÚBLICA**

Años seleccionados

INDICADORES		2002	2003	2005 (1)	2010 (1)	2014 (1)
COMO % DEL PBI (*)	Deuda Bruta del Sector Público Nacional	166,4%	138,7%	60,7%	36,1%	42,8%
	Deuda Externa del Sector Público Nacional	95,3%	79,2%	28,6%	13,4%	13,0%
	Intereses Totales Pagados	(2)	(2)	1,6%	1,2%	1,6%
	Servicios Totales Pagados	(2)	(2)	9,7%	7,4%	10,2%
COMO % DE DEUDA BRUTA	Deuda en moneda extranjera	79,1%	75,8%	51,4%	58,8%	64,9%
	Deuda Ajustable por CER	19,2%	21,8%	41,5%	23,2%	9,7%
	Intereses Totales Pagados	(2)	(2)	2,6%	3,4%	3,8%
	Deuda con Tasa Variable	34,8%	31,9%	35,7%	30,9%	38,4%
	Deuda Externa del Sector Público Nacional	57,3%	57,1%	47,1%	37,2%	30,4%
	Servicios de Capital - Vencimientos a 2 años	26,1%	23,0%	25,4%	20,6%	31,1%
Como % de Reservas	Deuda en moneda extranjera	1154,8%	959,6%	236,8%	185,1%	457,6%
	Deuda Externa del Sector Público Nacional	836,2%	722,5%	217,0%	117,2%	214,0%
Como % de Expos (*)	Deuda en moneda extranjera	415,1%	393,4%	141,4%	118,0%	167,3%
	Deuda Externa del Sector Público Nacional	300,6%	296,2%	129,6%	74,7%	78,3%
Como % de Rec Tribut	Intereses Totales Pagados	(2)	(2)	8,6%	5,4%	6,1%
	Servicios Totales Pagados	(2)	(2)	52,9%	32,7%	38,8%

Fuente: INDEC y Ministerio de Economía

(\*) Indicadores ajustados a partir del año 2004 a raíz de cambio en la metodología del cálculo del PBI publicada por el INDEC.

(1) Cálculo no incluye a la deuda no presentada al canje.

(2) Proceso de reestructuración de la deuda instrumentada en títulos públicos.

afrontamos algún tipo de deuda, todos los Estados Nacionales acuden a este mecanismo de financiación en mayor o menor medida en distintos momentos del tiempo. Ahora bien, en general, y siguiendo nuevamente el estudio de Dino Jarach mencionado *ut supra*, se plantean algunos aspectos de observancia respecto al monto y los fines del endeudamiento público, que a grandes rasgos se presenta en los siguientes párrafos.

Para comenzar, la finanza pública clásica asume que los gastos ordinarios deben cubrirse con recursos ordinarios, dejando a los recursos extraordinarios (como ser, empréstitos públicos) la financiación de gastos extraordinarios (v.gr., grandes obras de infraestructura o alguna situación de emergencia). En otras palabras, no sería racional endeudarse para afrontar gastos corrientes tales como el pago de salarios. Si los recursos tributarios no resultan suficientes para sostener la estructura misma del Estado en el largo plazo, debe

pulirse la correspondencia entre los mismos. En el corto plazo, si una situación coyuntural de inflación o desempleo requiere acudir a la deuda para hacer frente a gastos ordinarios del Estado, debe asegurarse que dicha situación no se sostenga en el tiempo ya que se hará imposible servirla.

Otra corriente asegura que la deuda pública debe utilizarse exclusivamente para aquellas obras públicas cuya explotación futura producirá los ingresos necesarios para cubrir el servicio de los intereses y la amortización de la deuda, aunque existe quienes se oponen a este planteo con el argumento que existen inversiones no autoliquidables en un sentido monetario que sin embargo revisten de gran utilidad para la economía de un país.

Una tercera línea postula desde un enfoque ético que el recurso del endeudamiento debe reservarse a inversiones que beneficiarán a las generaciones futuras,





**AÑO XXXIII – N° 1751 – MIERCOLES 23 DE MARZO DE 2016**

ya que sobre ellas recaerá el peso del pago de la misma.

A la vez, hay quienes defienden que frente a escenarios coyunturales de desempleo y depresión se justifica el déficit público (y por consiguiente, el endeudamiento del Estado) como mecanismo de sostener la demanda agregada y con ello colaborar en la superación de la crisis. Por el contrario, en momentos de bonanzas el Estado deberá bregar por un superávit que permita obtener recursos excedentes para el pago de la deuda.

Finalmente, y a partir de la crisis de deuda en la década del 80, lo que normalmente sí se acepta como límite al endeudamiento es lo referente a no cubrir sistemáticamente los servicios de la deuda con nueva deuda con el fin de evitar los esquemas del tipo Ponzi. Es decir, en el largo plazo, el Estado debe ser capaz de solventar sus propios gastos aunque llegados a este punto, el problema es definir qué entendemos por "largo plazo". Cabe observar que la principal economía del mundo, EEUU, arrastra hace casi dos décadas un aumento notable del porcentaje de su deuda en relación al PBI (ya lo dijo J.M. Keynes, en el largo plazo...).

Por otro lado, se acepta normalmente que la deuda interna, principalmente, genera un efecto *crowding out* ya que al emitir el gobierno títulos valores, los ahorristas utilizan sus recursos en adquirirlos limitando el financiamiento disponible para empresas privadas (con una salvedad, suele refutarse que en épocas de depresión si los ahorros se encontraban ociosos el Estado puede funcionar como canalizador de los mismos hacia la inversión). Ahora bien, sólo generará un efecto sobre el ingreso nacional aquella porción del financiamiento público que no desplace recursos de la inversión ni del consumo privado.

Otro punto que debe observarse con particular cuidado en el endeudamiento interno es el sesgo de la estructura tributaria con la que planean conseguirse los fondos para honrar los compromisos. Si ésta resulta regresiva, el rasgo se acentuará al transferir recursos de los pagadores de impuestos a los tenedores de títulos. Si en cambio los títulos se encuentran en manos de residentes pertenecientes a distintos estratos de ingresos y el sistema tributario resulta proporcionado, la

carga de la deuda también lo será.

En general, cabe decir que el límite al endeudamiento en el largo plazo es el crecimiento de la renta nacional, que asegure la obtención de los recursos necesarios para honrarla. Así, la deuda no es mala per se a menos que la misma menoscabe la capacidad misma de la economía como un todo para obtener un excedente de, al menos, la misma cuantía de los recursos que debe.



## COMMODITIES

### Oferta y demanda de granos en 2015/16 y previsiones para 2016/17

GUILLERMO ROSSI

**Por estos días hay tres grandes interrogantes que concentran la atención de quienes siguen los mercados de granos en Argentina: (i) qué tan buena es la cosecha gruesa, (ii) qué puede suceder con la siembra de la próxima campaña y (iii) cuál será el comportamiento que seguirán los precios. Si bien anticipar el comportamiento del ciclo 2015/16 con menos del 10% de la cosecha gruesa recolectada puede parecer arriesgado, resulta fundamental delinear un escenario base sobre el cual las expectativas se irán modificando a lo largo del año. Esto es crucial a los fines de evaluar el potencial de suba o baja de los precios.**

Por estos días hay tres grandes interrogantes que concentran la atención de quienes siguen los mercados de granos en Argentina. En primer lugar, ante estimaciones tan dispares, interesa saber que tan buena es la cosecha gruesa y cómo se espera que se desarrolle el flujo comercial del año, fundamentalmente en términos de ventas, industrialización y exportación. Esto es importante no solo desde el punto de vista sectorial, sino también para la macroeconomía: gran parte de los ingresos de dólares de los próximos meses estarán atados a las exportaciones agroindustriales. Además, interesa conocer las primeras percepciones de los analistas respecto de lo que puede suceder con la siembra de la próxima campaña. Esto es así debido a que el ciclo 2016/17 será el primero que responda en forma íntegra a los estímulos de política que se aplicaron en el mes de diciembre (reducción a 0% de





AÑO XXXIII – N° 1751 – MIERCOLES 23 DE MARZO DE 2016

**MATRIZ DE O&D ESTIMADA DE GRANOS 2015/2016 (volumen y valor)**

Productos	Stock Inicial	Prod.	Semilla y chacra	Ind. aceitera	Consum Dom.	Export	Stock Final	Precio FOB	Valor Export	Valor DEX
	Millones de toneladas							u\$s\$/tn	Millones US\$	
Trigo	3.8	9.6	0.6		5.9	6.0	0.8	180	1,080	0
Maíz	1.1	24.5	0.1		10.0	15.0	0.5	160	2,400	0
Sorgo	0.5	3.3			2.0	0.8	1.0	135	108	0
Soja	6.0	59.0	1.3	47.0	2.5	12.0	2.2	330	3,960	1,185
Girasol	0.5	3.2		2.9		0.3	0.5	395	119	0
Otros	1.2	9.2			3.1	5.2	2.3	250	1,290	0
<b>Total GRN</b>	<b>13.1</b>	<b>108.8</b>	<b>2.0</b>	<b>49.9</b>	<b>23.5</b>	<b>39.3</b>	<b>7.2</b>	<b>228</b>	<b>8,957</b>	<b>1,185</b>
<b>Aceites</b>										
Soja (*)		8.9			2.3	6.0	0.6	700	4,200	1,082
Biodiesel		1.6			0.8	0.8		625	500	100
Girasol		1.2			0.7	0.5	0.0	750	375	0
Otros		0.2				0.1	0.0	730	84	0
<b>Total ACT</b>		<b>11.9</b>			<b>3.8</b>	<b>7.4</b>		<b>700</b>	<b>5,200</b>	<b>1,200</b>
<b>Harinas y subprod</b>										
Soja		36.5			2.6	32.5	1.4	305	9,913	2,562
Girasol		1.3			0.7	0.6	0.0	140	78	0
Otros		0.3				0.0	0.3	160	1	0
<b>Total SBP</b>		<b>44.7</b>			<b>8.5</b>	<b>34.1</b>		<b>305</b>	<b>10,400</b>	<b>2,581</b>
<b>Total</b>						<b>80.8</b>		<b>304</b>	<b>24,600</b>	<b>4,928</b>
Complejo soja									18,073	4,828
Complejo girasol									572	0
Complejo triguero									1,225	19
Maíz									2,400	0
<b>Subtotal complejos</b>									<b>22,269</b>	<b>4,847</b>

los derechos de exportación a los cereales y el complejo girasol, eliminación de cupos de exportación, etc.). El tercer interrogante, que refiere al comportamiento que seguirán los precios, puede concluirse en función de los dos primeros, por lo que no nos detendremos en su tratamiento.

Comenzaremos por delinear el escenario de oferta y demanda de la campaña 2015/16. Para ello tomaremos como punto de partida la siguiente matriz de producción y usos de los principales granos en el país. Cabe señalar que a lo largo del ciclo en cuestión parte de la oferta disponible para atender las distintas demandas surgirá del remanente de stocks del año pasado, por un volumen particularmente grande en trigo y soja. Mientras que el cereal estuvo sujeto a un sistema de cuotas muy restrictivo que dificultó la

liquidación del stock, la comercialización de soja – prácticamente libre- fue retrasada en la búsqueda de resguardo frente a la inestabilidad de la economía.

La producción de soja 2015/16 fue estimada por GEA – Guía Estratégica para el Agro en 59 Mt, resultado de una superficie sembrada de 20,3 Mha y tomar rindes promedio por 30,3 qq/ha, deduciendo área no cosechada por 800.000 hectáreas. A ese volumen corresponde sumarle un inventario inicial cercano a 6 Mt. Este número es quizás el más discutible, ya que hay firmas privadas que lo estiman en torno a 4 Mt tras ajustes a la baja en las cifras de producción de años anteriores. Sin embargo, hay también estimaciones más altas. El Ministerio de Agroindustria lo calculó en 9 Mt en su informe mensual de febrero, mientras que para el USDA el remanente llega a 11,2 Mt (en todos los casos





**AÑO XXXIII – N° 1751 – MIERCOLES 23 DE MARZO DE 2016**

se trata de una proyección al 31 de marzo del inventario físico sobrante de cosechas anteriores).

Preliminarmente, unas 47 Mt se destinarían a la industria aceitera y cerca de 12 Mt irían al mercado de exportación sin transformación industrial. Dado que hay otros usos (semillas, balanceados, etc.) que también absorben oferta, se prevé una importante liquidación del stock. Esto es así ya que el costo de oportunidad de diferir las ventas –medido principalmente por la tasa de interés- ha ido en aumento en los últimos meses. Como todos los años, gran parte del flujo comercial se concentrará en el primer trimestre de la campaña (período abril-junio). Entre 2011 y 2015 el 30% de la cosecha ingresó al circuito en ese período de tiempo. Al volumen de este año serían casi 6 Mt mensuales, volumen que supera la capacidad instalada de crushing. Por eso gran parte de las exportaciones del grano se llevarán a cabo en este período, en la búsqueda de una salida rápida para semejante caudal de oferta.

A los precios actuales, las ventas externas del poroto aportarían u\$s 3.960 M, aunque el grueso provendrá de las exportaciones industriales. Si la calidad de la materia prima permite llegar a niveles de producción de aceite y harina por 9 y 36,5 Mt, respectivamente, los volúmenes exportados podrían ser entonces de 6 y 32,5 Mt. A valores conjeturales de u\$s 700/ton para el aceite y u\$s 305/ton para la harina –ligeramente superiores a los actuales- el ingreso de dólares del complejo industrial sojero ascendería a u\$s 14.113 M, cifra a la que podrían sumarse u\$s 500 M adicionales por biodiesel. En total, son algo más de u\$s 18.500 M por la soja y sus derivados. Con estos números, le quedará al fisco el equivalente en pesos de unos u\$s 4.800 M en concepto de derechos de exportación, que por ahora se mantienen en 30% para el grano y 27% para aceite y harina.

Otro complejo agroindustrial para destacar es el girasol, que promete un importante crecimiento frente al año pasado. La producción de esta oleaginosa se avizora en 3,2 Mt, a ser distribuida en más del 90% para la industria y menos del 10% para exportación sin procesar (hasta el momento las DJVE para embarcar grano de esta campaña suman 236.907 tn). A los precios internacionales actuales del aceite y los pellets,

su aporte en divisas se estima por encima de u\$s 550 M.

Entre los cereales, por lejos el más importante este año será el maíz. Sobre la base de una producción que GEA – Guía Estratégica para el Agro estima en 24,5 Mt, las exportaciones del período marzo-febrero están en condiciones de llegar a 15 Mt. De mantenerse el precio FOB en torno a u\$s 160/ton, el valor de las ventas al exterior llegará a u\$s 2.400 M a lo largo del período. En trigo, en tanto, se avizora un saldo exportable de 6 Mt. Posiblemente, cerca del 45% de ese total sea trigo pan, mientras que el 55% restante corresponderá a categorías de trigo de baja proteína, cuyo valor FOB sufre un descuento superior al 10%. Fijando un promedio ponderado de precios externos en u\$s 180/ton, las exportaciones del grano en todas sus categorías llegarían a u\$s 1.080 M. A este número se le podrían sumar ventas de harina por u\$s 150 M. Esto último parece algo optimista en función del declive que está experimentando el mercado brasileño. Por último, se cree que unas 3 Mt de cebada se colocarán en el exterior a cambio de u\$s 480 M.

En suma, entre los complejos de soja y girasol más cereales principales como maíz, trigo y cebada se esperan exportaciones por alrededor de 74 Mt de equivalente en grano. Solo en estas categorías el valor exportado superaría la marca de u\$s 23.000 M. Luego habría que sumar otros productos como sorgo, arroz o maní, haciendo que el total proyectado llegue a 76 Mt. Si el 90% utiliza camión son 2,4 millones de viajes, necesarios para llenar entre 1.500 y 2.000 barcos. Todo ello requiere logística de transporte y almacenaje, planeamiento, análisis de calidad, control y muchas otras cosas. Queda claro entonces que el campo y la agroindustria son, además de grandes proveedores de alimentos, aportantes netos de divisas y creadores de empleo a lo largo de toda la cadena de producción, transporte e industrialización.

### **Escenario preliminar para 2016/17**

Por lo general, los productores comienzan a delinear sus planes de siembra después de la cosecha gruesa, por lo que puede ser muy pronto para proyectar números para el próximo año. El movimiento de los precios durante los próximos meses será crucial, al igual





**AÑO XXXIII – N° 1751 – MIERCOLES 23 DE MARZO DE 2016**

que las condiciones financieras y las perspectivas climáticas al momento de la siembra. Al menos por ahora, se espera una primavera con menos agua que la de los años 2014 y 2015. No obstante, desde el punto de vista del análisis la formulación de proyecciones es algo sumamente intrigante.

Comenzando por la cosecha fina, en general se coincide en la expectativa de que habrá un incremento sustancial de la superficie, superior al millón de hectáreas. Los cultivos de trigo y cebada serían ampliamente beneficiados, aunque el primero ganaría más espacio que el segundo. Cabe esperar que la superficie de trigo se recupere en la provincia de Buenos Aires en mayor medida que en el resto del país, donde la gama de alternativas es mayor. La cebada, por su parte, ganaría una hectárea por cada cinco que avance el trigo.

Una consecuencia del crecimiento del área destinada a cereales de invierno es el avance de las siembras de segunda ocupación, que ganarán proporción en el caso de la soja. Posiblemente, la siembra de soja sobre rastrojos de cereales de invierno alcanzará un máximo histórico de entre 3 y 4 millones de hectáreas. Sin embargo, el área cubierta por la oleaginosa, sumando las siembras de primera y segunda, se encamina a sufrir un importante declive interanual, posiblemente superior al millón de hectáreas. Esto dependerá en gran medida

del comportamiento del mercado internacional, que podría empezar a descontar una caída de la producción argentina con valores más firmes de cara a los primeros meses del año 2017.

El maíz se avizora como el grano más beneficiado con el nuevo contexto y posiblemente sea el cultivo que experimente la mayor variación porcentual en la superficie. Algunos analistas estiman preliminarmente un 20% de incremento en el área, recuperando espacio en la zona núcleo, en donde la soja dominó el paisaje de los últimos años. Al menos para el año próximo se trata de una buena noticia en términos de sustentabilidad, ya que volverán las rotaciones, lo que atenuará el deterioro del suelo.

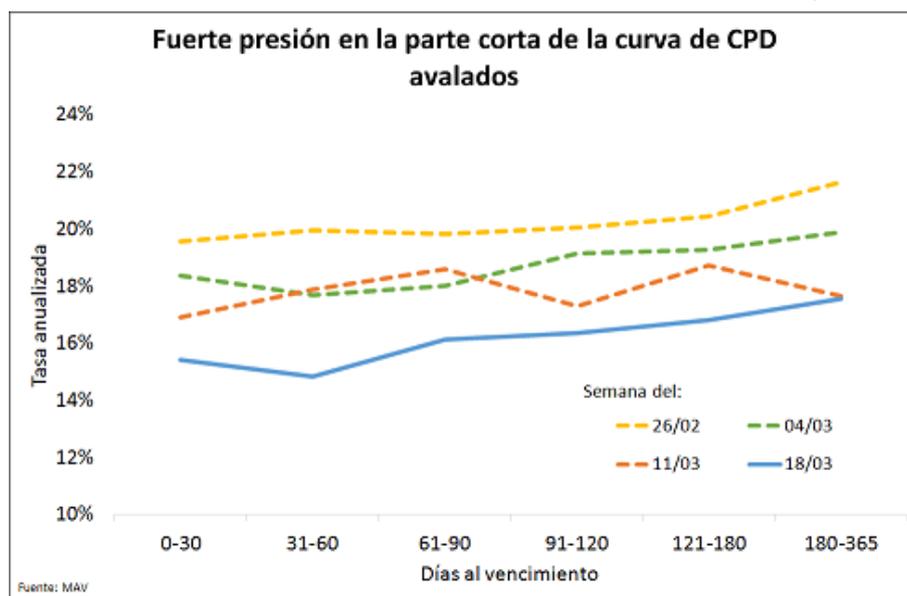


**A falta de crédito,  
CPD avalados**  
NICOLAS FERRER

**Hasta por debajo del 15% para plazos que iban de uno a dos meses, la operatoria de Cheques de Pago Diferido (ChPD), particularmente los avalados por Sociedades de Garantías Recíprocas (SGR), ha estado exhibiendo tasas de interés muy atractivas para conseguir liquidez. De allí el**

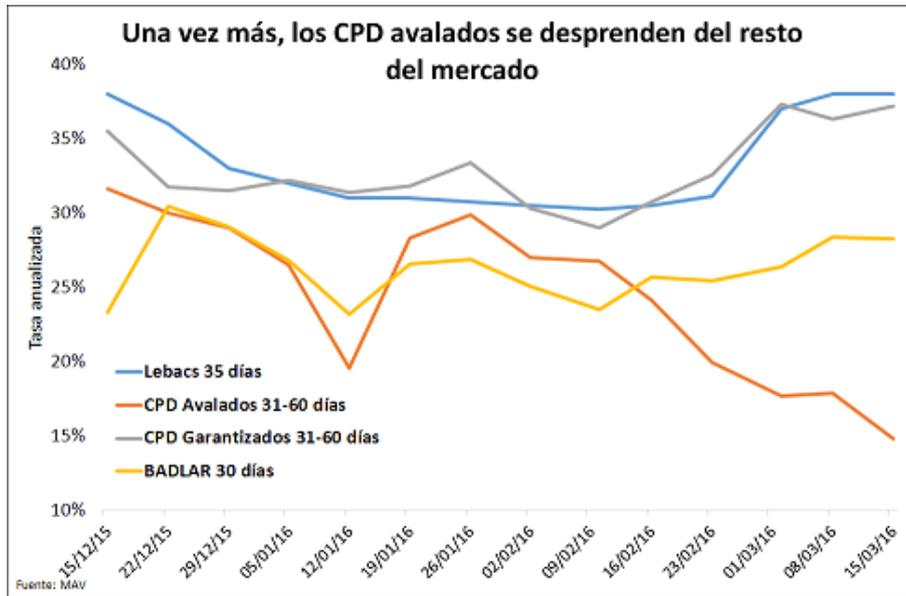
**repunte del volumen en esta negociación.**

La decisión de utilizar una vez más a principios de mes las Letras del Banco Central (Lebacs) como herramienta para aspirar el excedente de pesos con el fin de contener el alza del valor del dólar ha tenido como correlato un marcado encarecimiento del financiamiento. No obstante, no todas las fuentes de crédito han acompañado dicha dinámica: los cheques de pago diferido (CPD) – particularmente aquellos avalados por Sociedades de Garantías Recíprocas (SGR) – continúan siendo una alternativa





AÑO XXXIII – N° 1751 – MIERCOLES 23 DE MARZO DE 2016



(FCI).

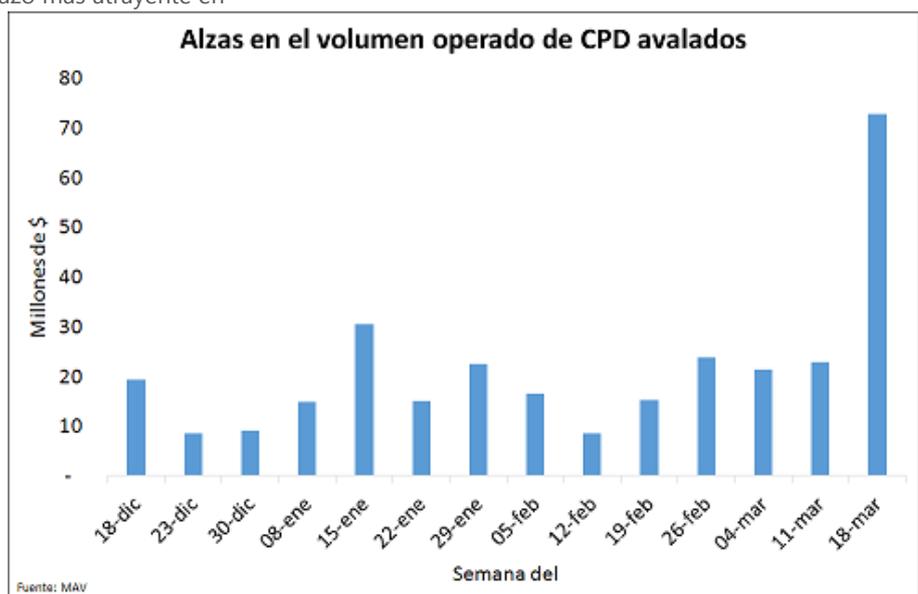
En nuestra edición anterior de este informativo, comentamos una serie de medidas de relevancia para el mercado de valores local que fueron introducidas a principios de la semana pasada. Estas consistían en una expansión de los requerimientos de inversión mínima en activos "inciso k" para los FCI PYME, a la vez que deslindaban al resto de los FCI de la obligación de destinar parte de su patrimonio a estos valores negociables, aunque estableciendo un cronograma de desinversión.

atractiva para obtener liquidez para quienes tienen acceso a ellos.

Como se puede evidenciar en el siguiente gráfico, los CPD avalados negociados en el Mercado Argentino de Valores (MAV) han mostrado en las últimas semanas una marcada divergencia en las tasas negociadas con respecto al resto del mercado de fondeo de corto plazo, llegando a negociarse por debajo del 15% para períodos de uno a dos meses, el plazo más atractivo en la última semana.

Pareciese que, en términos netos, las mismas han venido acompañadas en el corto plazo de un marcado incremento en la demanda de CPD avalados operados en MAV, como puede evidenciarse en el siguiente diagrama. El volumen en pesos operado durante la semana pasada fue tres veces y media lo que en promedio se había operado semanalmente durante el último mes.

Este sistema permite a personas físicas o jurídicas - clasificadas como PYMES - que sean socios partícipes de una Sociedad de Garantía Recíproca descontar cheques propios o de terceros en el mercado de valores, con el aval de la SGR. Dicha garantía provista otorga un mayor grado de seguridad al comprador, a la vez que su carácter permite incluirlo dentro del régimen de fomento a PYMES de la Comisión Nacional de Valores, con lo cual atraen la demanda por parte de Fondos Comunes de Inversión





AÑO XXXIII – N° 1751 – MIERCOLES 23 DE MARZO DE 2016

**PANEL DE MERCADO DE CAPITALES**

**Mercado de Capitales Regional**

Plazo	Tasa promedio		Monto contado		N° Operaciones	
	Semana 18/03	Semana 11/03	Semana 18/03	Semana 11/03	Semana 18/03	Semana 11/03
<b>MAV: CHEQUES DE PAGO DIFERIDO AVALADOS</b>						
0-30 días	15,41	16,90				
31-60 días	14,83	17,88				
61-90 días	16,13	18,58				
91-120 días	16,35	17,30				
121-180 días	16,79	18,71				
181-365 días	17,55	17,63				
<b>Total</b>			<b>72.786.105</b>	<b>22.862.728</b>	<b>573</b>	<b>306</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	36,27	38,85	204.831.345	166.837.173	1.372	918
Hasta 14 días	34,06	34,83	13.079.590	139.887.563	67	784
Hasta 21 días	35,00	36,50	97.323	3.982.196	6	34
Hasta 28 días	37,00		259.952		6	
> 28 días	35,25	38,05	2.346.017	5.395.853	4	19

**Mercado de Capitales Argentino**

23/03/16

**Acciones**

Variable	Valor al cierre	Retorno			Beta		PER		VolProm diario (5 días)
		Semanal	Inter-anual	Año a la fecha	Emp.	Sector	Emp.	Sector	
<b>MERVAL</b>	12.499,17	-0,38	9,74	7,01					
<b>MERVAL ARG</b>	12.837,84	-1,37	5,58	2,47					
Aluar	\$ 10,45	5,56	-1,99	-11,06	1,09	1,04	40,70	19,81	408.379
Petrobras Brasil	\$ 38,25	3,80	12,50	28,36	1,24	0,78	0,00	11,49	1.371.980
Banco Macro	\$ 96,00	-1,50	25,99	20,48	1,07	1,04	11,31	11,50	55.345
Com. del Plata	\$ 2,98	-5,41	-10,00	-17,04	0,82	0,67	1,24	0,62	2.240.526
Edenor	\$ 11,40	-0,87	4,59	-8,43	1,34	0,27	8,87	1,77	241.428
Banco Francés	\$ 100,50	-3,37	13,48	11,23	1,20	1,04	14,61	11,50	42.794
Grupo Galicia	\$ 41,50	-2,70	36,01	12,77	0,99	1,04	12,74	11,50	304.086
Pampa Energia	\$ 11,70	-4,88	24,20	0,86	1,08	0,67	5,74	0,62	1.327.400
Siderar	\$ 7,13	-3,91	-10,22	-16,80	1,13	1,04	18,72	19,81	712.040
Tenaris	\$ 170,50	-3,12	2,45	4,92	0,91	1,04	0,00	19,81	42.436
Transener	\$ 6,60	-4,35	-7,69	-20,19	1,33	1,33	58,56	58,56	220.296
YPF	\$ 257,00	5,11	-27,43	16,84	1,00	0,78	22,45	11,49	65.999

**Títulos Públicos del Gobierno Nacional**

Variable	Valor al cierre	Var. Semanal	TIR	Duration	Cupón	Próximo pago cupón
<b>EN DÓLARES</b>						
Bonar X (AA17)	1488,0	-1,85	6,72	0,97	7,00%	17/04/2016
Bonar 24 (AY24)	1558,5	-1,36	7,76	4,21	8,75%	07/05/2016
Discount u\$s (DICA)	2081,0	-2,80	8,01	7,65	8,28%	30/06/2016
Bonar 20 (AO20)	1568,0	-0,13	7,39	3,64	8,00%	08/04/2016
<b>DOLLAR-LINKED</b>						
Bonad 16 (AO16)	1387,0	-0,22		0,55	1,75%	28/04/2016
Bonad 17 (AF17)	1390,0	3,35	9,14	0,85	0,75%	22/08/2016
Bonad 18 (AM18)	1265,0			1,86	2,40%	18/09/2016
<b>EN PESOS</b>						
Bogar 18 (NF18)	128,0		-1,56	0,13	2,00%	04/04/2016
Par \$ Ley Arg. (PARP)	255,0		3,65	15,14	0,63%	31/03/2016
Discount \$ Ley Arg. (DICP)	520,0	-1,52	4,12	9,98	5,83%	30/06/2016

**Mercado Accionario Internacional**

Variable	Valor al cierre	Retorno			Máximo
		Semanal	Interanual	Año a la fecha	
<b>ÍNDICES EE.UU.</b>					
Dow Jones Industrial	17.502,59	1,02%	-2,82%	0,45%	18.351,36
S&P 500	2.036,71	0,53%	-2,56%	-0,29%	2.134,72
Nasdaq 100	4.402,56	-0,04%	-0,64%	-4,15%	4.816,35
<b>ÍNDICES EUROPA</b>					
FTSE 100 (Londres)	6.199,11	0,38%	-11,69%	-0,69%	7.122,74
DAX (Frankfurt)	10.022,93	0,40%	-16,52%	-6,70%	12.390,75
IBEX 35 (Madrid)	8.927,10	-0,40%	-22,90%	-6,47%	16.040,40
CAC 40 (París)	4.423,98	-0,87%	-13,06%	-4,60%	6.944,77
<b>OTROS ÍNDICES</b>					
Bovespa	49.655,68	3,86%	-3,69%	14,43%	73.920,38
Shanghai Shenzen Composite	3.010,79	4,89%	-18,44%	-14,93%	6.124,04
Nikkei 225	17.000,98	0,16%	-13,76%	-10,68%	38.915,87



AÑO XXXIII – N° 1751 – MIERCOLES 23 DE MARZO DE 2016

**MONITOR DE COMMODITIES GRANOS**

**Mercado Físico de Granos de Rosario**

23/03/16

Plaza/Producto	Entrega	22/3/16	16/3/16	25/3/15	Var. Sem.	Var. Año
<b>PRECIOS SPOT, CACR</b>						
S/t						
Trigo	Disp.	1.950	1.950	890	0,0%	119,1%
Maíz	Disp.	2.120	2.090	955	1,4%	122,0%
Girasol	Disp.	3.850	3.900	1.830	-1,3%	110,4%
Soja	Disp.	3.120	3.075	1.965	1,5%	58,8%
Sorgo	Disp.	1.950	2.000	1.050	-2,5%	85,7%
<b>FORWARD O FUTUROS</b>						
US\$/t						
Trigo	Dic/Ene	148,5	147,0	150,0	1,0%	-1,0%
Maíz	Mar/May	148,0	143,9			2,8%
Soja	Abr/May	216,8	217,5	227,5	-0,3%	-4,7%

\* 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.

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

23/03/16

Origen / Producto	Entrega	22/3/16	16/3/16	25/3/15	Var. Sem.	Var. Año
<b>TRIGO</b>						
US\$/t						
ARG 12,0% - Up River	Cerc.	190,0	190,0	230,0	0,0%	-17,4%
EE.UU. HRW - Golfo	Cerc.	204,6	212,6	256,8	-3,8%	-20,3%
EE.UU. SRW - Golfo	Cerc.	193,5	195,0	232,9	-0,8%	-16,9%
FRA Soft - Rouen	Cerc.	159,7	161,4	203,0	-1,0%	-21,3%
RUS 12,5% - Mar Negro prof.	Cerc.	180,0	178,0	0,0		1,1%
RUS 12,5% - Mar Azov	Cerc.	155,0	155,0	0,0		0,0%
UCR Feed - Mar Negro	Cerc.	162,5	160,5	192,5	1,2%	-15,6%
<b>MAIZ</b>						
ARG - Up River	Cerc.	162,6	162,4	172,4	0,1%	-5,7%
BRA - Paranaguá	Ago	155,6	0,0	0,0		
EE.UU. - Golfo	Cerc.	164,6	163,5	182,3	0,7%	-9,7%
UCR - Mar Negro	Cerc.	165,0	165,0	170,0	0,0%	-2,9%
<b>SORGO</b>						
ARG - Up River	Cerc.	159,0	159,0	158,0	0,0%	0,6%
EE.UU. - Golfo	Cerc.	166,3	165,7	234,2	0,4%	-29,0%
<b>SOJA</b>						
ARG - Up River	May	340,9	335,6	375,6	1,6%	-9,2%
BRA - Paranaguá	Abr	352,0	344,0	377,2	2,3%	-6,7%
EE.UU. - Golfo	Cerc.	351,7	345,9	392,0	1,7%	-10,3%

**Futuros de commodities agrícolas EE.UU., CBOT/CME**

23/03/16

Producto	Posición	23/3/16	16/3/16	25/3/15	Var. Sem.	Var. Año
<b>ENTREGA CERCANA</b>						
US\$/t						
Trigo SRW	Disp.	170,1	173,0	190,7	-1,6%	-10,8%
Trigo HRW	Disp.	173,5	177,8	206,9	-2,4%	-16,1%
Maíz	Disp.	145,1	145,0	155,5	0,1%	-6,7%
Soja	Disp.	332,6	328,7	359,6	1,2%	-7,5%
Harina de soja	Disp.	298,6	295,1	357,7	1,2%	-16,5%
Aceite de soja	Disp.	735,4	720,7	684,3	2,0%	7,5%
<b>ENTREGA A COSECHA</b>						
US\$/t						
Trigo SRW	Jul	173,0	175,7	192,4	-1,6%	-10,1%
Trigo HRW	Jul	177,6	181,3	208,8	-2,1%	-15,0%
Maíz	Dic	152,0	152,2	164,6	-0,1%	-7,7%
Soja	Nov	337,0	332,5	351,7	1,4%	-4,2%
Harina de soja	Dic	306,9	302,8	347,9	1,3%	-11,8%
Aceite de soja	Dic	750,2	735,0	693,8	2,1%	8,1%
<b>RELACIONES DE PRECIOS</b>						
Soja/maíz	Disp.	2,29	2,27	2,31	1,1%	-0,9%
Soja/maíz	Nv/Dc	2,22	2,19	2,14	1,5%	3,8%
Trigo blando/maíz	Disp.	1,17	1,19	1,23	-1,7%	-4,4%
Harina soja/soja	Disp.	0,90	0,90	0,99	0,0%	-9,7%
Harina soja/maíz	Disp.	2,06	2,04	2,30	1,1%	-10,5%
Cont. aceite en crushing	Disp.	0,36	0,36	0,30	0,5%	18,4%





AÑO XXXIII – N° 1751 – MIERCOLES 23 DE MARZO DE 2016

**TERMÓMETRO MACRO**

**TERMÓMETRO MACRO**

**Variables macroeconómicas de Argentina**

23/03/16

Variable	Hoy	Semana pasada	Mes pasado	Año pasado	Var anual (%)
<b>TIPO DE CAMBIO</b>					
USD Com. "A" 3.500 BCRA	\$ 14,426	\$ 14,509	\$ 14,730	\$ 8,802	63,89%
USD comprador BNA	\$ 14,200	\$ 14,300	\$ 14,500	\$ 8,710	63,03%
USD Bolsa MEP	\$ 14,425	\$ 14,583	\$ 14,917	\$ 12,063	19,58%
USD Rofex 3 meses	\$ 15,595				
USD Rofex 9 meses	\$ 17,700				
Real (BRL)	\$ 3,94	\$ 3,90	\$ 3,70	\$ 2,75	43,39%
EUR	\$ 16,20	\$ 16,38	\$ 16,64	\$ 9,65	67,87%
<b>TASAS</b>					
BADLAR bancos privados	30,31%	27,94%	23,38%	18,69%	
Call en \$	29,00%	29,00%	18,00%	13,00%	
Cauciones en \$ (hasta 7 días)	36,27%	38,85%	28,86%	23,72%	
LEBAC 3 meses	34,00%	34,00%	29,20%	26,22%	
Tasa anual implícita FUT DLR Rofex	19,08%	26,92%	19,69%	31,05%	
<b>COMMODITIES</b>					
Petróleo (WTI, NYMEX)	\$ 39,82	\$ 38,46	\$ 29,44	\$ 49,21	
Oro (Londres, UK)	\$ 1.217,60	\$ 1.228,50	\$ 1.239,75	\$ 1.195,60	
Plata	\$ 15,25	\$ 15,60	\$ 15,71	\$ 16,93	

/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