



AÑO XXXIII – N° 1757 – VIERNES 6 DE MAYO DE 2016



ECONOMÍA

Bajar o no las tasas, esa es la cuestión

EMILCE TERRE

En la disyuntiva que recogen los medio de comunicación entre la aparente pretensión del Presidente del Banco Central Federico Sturzenegger, por un lado, de mantener altas las tasas de interés de referencia para marcarle el pulso a la inflación; y del Ministro de Hacienda y Finanzas Alfonso Prat-Gay por el otro, de bajarlas con el fin de impulsar las inversiones productivas y con ello la reactivación económica, se halla una de las disyuntivas más largamente discutidas en la historia de la política económica: la del desempleo versus la inflación.

Página 2



COMMODITIES

En soja, hasta el momento el 70% de las pérdidas del país son de Santa Fe

JULIO CALZADA-SOFIA CORINA

En soja, hasta el momento el 70% de las pérdidas del país por menores rindes son de Santa Fe. Se habrían perdido casi 2,4 millones de toneladas de poroto, exportaciones por 910 millones de U\$S (cerca del 20% de lo que podría haber exportado Santa Fe) y 600 millones de U\$S menos de ingresos para los productores santafesinos.

Página 4

Bajaría el consumo de gasoil en la presente campaña por las lluvias de Abril

JULIO CALZADA-CARINA FRATTINI

Caería el consumo de gas oil en Argentina para la campaña de granos 2015/2016 por la menor cosecha de soja por lluvias de abril y la menor siembra de trigo. Caería 3,4%. El consumo sería de 1.800 millones de litros, cuando el año pasado fue de 1.863. Implica un gasto cercano a 27.800 millones de pesos o 1.900 millones de U\$S.

Página 6

Histórica firmeza de los cereales frente a la soja

GUILLERMO ROSSI

Los futuros agrícolas de Chicago alternaron subas y bajas a lo largo de la semana, nuevamente con amplia participación de especuladores y siguiendo de cerca el avance de la siembra de verano en Estados Unidos, la evolución de la cosecha de soja en nuestro país y la condición de los cultivos de maíz en Brasil.

Página 10



FINANZAS

Se agranda el menú de títulos públicos

NICOLAS FERRER

Tras la salida del default, nuevas agencias y jurisdicciones del sector público salen a emitir deuda tanto a largo como corto plazo. Además de realizar un breve comentario sobre las flamantes colocaciones, destacamos dos títulos que resaltaron entre la abulia del Panel Principal del mercado accionario doméstico.

Página 14

DESCARGA PDF

EDICIONES ANTERIORES

Estadísticas

PANEL DE CAPITALES

MONITOR DE COMMODITIES

TERMÓMETRO MACRO

DONDE ESTÁN



MERCADO ARGENTINO DE VALORES S.A.





AÑO XXXIII – N° 1757 – VIERNES 6 DE MAYO DE 2016



ECONOMÍA

Bajar o no las tasas, esa es la cuestión EMILCE TERRE

En la disyuntiva que recogen los medios de comunicación entre la aparente pretensión del Presidente del Banco Central Federico Sturzenegger, por un lado, de mantener altas las tasas de interés de referencia para marcarle el pulso a la inflación; y del Ministro de Hacienda y Finanzas Alfonso Prat-Gay por el otro, de bajarlas con el fin de impulsar las inversiones productivas y con ello la reactivación económica, se halla una de las disyuntivas más largamente discutidas en la historia de la política económica: la del desempleo versus la inflación.

El capítulo 11 del libro *Macroeconomía en la Economía Global* de Larraín y Sachs (2002) dice en su primer párrafo: "(...) Por uno u otro motivo –habitualmente a partir de un déficit presupuestario crónicamente alto financiado con emisión-, el país ha atravesado un período inflacionario sostenido. Llega el momento, tal vez porque ha cambiado el panorama económico, en que de pronto se hace posible eliminar la fuente esencial de la alta inflación. (...) Sin embargo, el proceso está muy lejos de ser indoloro. Al reducirse el déficit y eliminar la fuente de inflación, el país pasa por un período de tasas de desempleo excepcionalmente altas. En otros tiempos, terminar con la inflación parece ser relativamente barato, sin un gran aumento del desempleo, y en ocasiones incluso con un auge de la economía."

Pareciese que, cíclicamente, hay un trade-off inevitable para quienes dirigen la política económica de un país: o se resignan a convivir con una alta tasa de inflación intentando sostener el nivel de actividad y con ello el empleo, o estabilizan el nivel general de precios a costa de soportar un aumento del desempleo.

El interrogante remite a la afamada Curva de Phillips. En su versión más difundida, el modelo postula que la evolución del desempleo en cualquier momento del tiempo equivaldrá a la tasa natural de desempleo (aquella mínima con la que siempre debe convivir cualquier economía, y se conforma de aquellas personas que renuncian a un trabajo para buscar otro,

jóvenes que recién comienzan a buscar su primer trabajo) menos una determinada proporción de la inflación que sorprenda al mercado (es decir, como diferencia respecto a la inflación que se esperaba de antemano). Es decir,

$$U = U_n - c (\pi - \pi^e)$$

Donde,

U = Tasa de desempleo efectiva

U_n = Tasa natural de desempleo

π = Inflación efectiva

π^e = Inflación esperada

c = una constante

De lo anterior, se deduce que si la inflación efectiva en un determinado período queda por encima de las expectativas que el público tenía al inicio (o en otras palabras, el término (π - π^e) resulta positivo), el desempleo tiende a bajar. Si por el contrario, la inflación cae inesperadamente por debajo de las expectativas el desempleo tiende a subir.

Intuitivamente, resulta que los salarios son fijados de antemano (por ejemplo, mediante convenios entre sindicatos y patronales) en base a las *expectativas* del nivel de actividad y de precios que estará vigente durante el período en cuestión. Si a posteriori el nivel de precios resulta ser superior a dichas expectativas, el empresario no sólo puede vender a precios más altos sino que además los salarios reales tenderán a caer y la contratación del "factor trabajo" se abarata. Si por el contrario, la inflación es sorpresivamente menor a la que tomaban como hipótesis de trabajo las partes, los salarios reales se encarecen en términos relativos. Cuando el desempleo aumenta, el poder de compra de la población se resiente lo cual determina una caída de la demanda agregada limitando las potenciales subas de precios. Así, desempleo e inflación son dos variables negativamente correlacionadas, sólo si la inflación resulta exactamente igual a la que se esperaba el desempleo se mantendrá al nivel de su mínima tasa natural.

Ahora bien, el gobierno podrá actuar sobre el nivel de empleo si es capaz de "sorprender" con una tasa de inflación distinta a la que el mercado esperaba, una vez ya fijados los salarios nominales (por ejemplo, si desea





AÑO XXXIII – N° 1757 – VIERNES 6 DE MAYO DE 2016

dar un impulso al mercado de trabajo puede hacerlo mediante una política fiscal de aumento del gasto público o con una política monetaria laxa que inyecte liquidez al mercado). Sin embargo, si en los períodos siguientes ya se descuenta la nueva tasa de inflación a la hora de negociar salarios, el factor sorpresa se agota así como también el efecto sobre el empleo. De ello resulta que la disyuntiva del modelo de Phillips entre inflación y desempleo sólo rige en el corto plazo, mientras que a largo plazo no habrá sobresaltos inflacionarios y el desempleo tiende a su nivel natural.

Trasladando el modelo teórico a la realidad actual argentina, más allá de cuánto tendrá de cierto o no la supuesta disputa entre el Palacio de Hacienda y el Banco Central, mucho se ha debatido en la semana sobre el valor que debería asumir uno de los principales instrumentos de la política monetaria: la tasa de interés. En las últimas licitaciones de Lebac, el Banco Central ha convalidado tasas que rondan en 38%. A estos niveles, el costo de financiación para las empresas se hace muy oneroso impactando sobre los planes de inversión, al tiempo que el consumo se pospone. Si bien este “enfriamiento” permite bajar la inercia inflacionaria, los niveles de actividad se resienten y con ello, previsiblemente, el empleo.

Las tasas altas tienen, además, el efecto adicional de frenar la depreciación de la moneda. Para un ahorrista medio que se debate entre comprar dólares o hacer un plazo fijo, evidentemente la mejora en el rendimiento de las colocaciones financieras en el mercado de capitales local desincentiva la demanda de dólares, quitando presión a su precio.

El dólar más bajo presta colaboración adicional al objetivo de controlar la inflación. Para todos aquellos bienes transables, cuyo precio interno dependerá del precio internacional y el factor de conversión (o tipo de cambio), un dólar más barato permite desinflar los valores domésticos de dichos productos. En otras palabras, se abarata la importación de bienes al país y enfría la vorágine exportadora. ¿A qué costo? A expensas de quienes venden productos sustitutos de los importados y de quienes producen para el mercado externo (entre ellos, los productores agropecuarios). El trade-off queda claro. Las tasas altas serán el bastión

que permitirían, efectivamente, controlar la inflación para el segundo semestre tal como pretende el gobierno, mientras que en aras de la reactivación económica se podría preferir dejarlas ceder algunos puntos. También, es claro el orden de prioridades para Sturzenegger quien en la presentación de la política monetaria para el año 2016 expuso, textualmente, el objetivo de “cumplir con lo que plantea la Carta Orgánica y su estricto orden de prelación (art. 3: ‘promover la estabilidad monetaria, la estabilidad financiera, el empleo y el desarrollo económico con equidad social’).”

Mientras tanto, desde el Poder Ejecutivo el panorama se torna en extremo delicado, ya que el ajuste fiscal vía reducción del gasto público suma al escenario recesivo, que cada vez se hace más evidente. De este modo, incluso si pretende atacar el problema inflacionario por la vía fiscal de reducción del déficit, ello puede agudizar los problemas de la economía real –tal y como predice el modelo de la Curva de Phillips, frente a la caída en la demanda agregada la inflación resultaría menor a lo esperado pero el desempleo se profundizaría.

En el contexto actual se torna imperioso que al menos los niveles de referencia de las tasas de interés no generen un sofocón adicional a la actividad económica, especialmente si se tiene en cuenta que en la multicausalidad de la inflación la suba de tarifas ha tenido en abril una ponderación notable, no así los elementos más directamente relacionados al costo del capital. Por otro lado, cabe tener en cuenta que frente al notable incremento que viene teniendo el stock de Letras del BCRA (los Títulos del Banco Central aumentaron cerca de un 40% o 150.000 millones en lo que va del año), toda suba en la tasa de interés impacta de lleno en el peso de dicha deuda y agrava el déficit cuasifiscal.

En criollo, si se ponen todas las fichas en el programa monetario de control de la inflación se corre el riesgo que la recesión se agudice, aumenten los índices de desempleo y, sí, la caída de ventas limitará el aumento de precios. O bien, si se gradúan los ajustes apostando a minimizar los costos en términos de actividad y empleo, el disciplinamiento de los precios no podrá ser todo lo estricto que se esperaba incumpliendo





AÑO XXXIII – N° 1757 – VIERNES 6 DE MAYO DE 2016

probablemente algunas de las metas monetarias y fiscales que se presentaron para el año 2016. Si se quiere, en este planteo cortoplacista no hay una respuesta "correcta", sino que exige asumir un juicio de valor: ¿crecimiento con inflación o precios estables con recesión?



COMMODITIES

En soja, hasta el momento el 70% de las pérdidas del país son de Santa Fe

JULIO CALZADA-SOFIA CORINA

En soja, hasta el momento el 70% de las pérdidas del país por menores rindes son de Santa Fe. Se habrían perdido casi 2,4 millones de toneladas de poroto, exportaciones por 910 millones de U\$S (cerca del 20% de lo que podría haber exportado Santa Fe) y 600 millones de U\$S menos de ingresos para los productores santafesinos.

GEA-BCR (Guía Estratégica para el Agro) realiza habitualmente un relevamiento de la denominada "Zona Núcleo GEA" integrada por el centro-sur y sur de la provincia de Santa Fe, norte de la provincia de Buenos Aires y sureste de la provincia de Córdoba. Allí contamos con 36 estaciones meteorológicas para desplegar nuestra tarea y un importante apoyo de nuestros informantes calificados. Esta zona núcleo se divide en cinco subzonas. La zona del centro-sur de Santa Fe (subzona I GEA) es la más afectada por el temporal de Abril. La caída en el rinde respecto a las estimaciones antes del temporal llega al 24%, es decir 10 qq/ha. En términos de producción eso significa una pérdida de 561 mil Tn (11%). El sur de Santa Fe (subzona II GEA) las pérdidas de rinde son de un 13% y se estiman en 315 mil Tn menos de producción (8%). En total, el sur santafesino imputa una pérdida de 876.536 tn. (Cuadro N°1)

Cuadro N° 1: Pérdidas por hectáreas en el centro-sur y sur de Santa Fe.

Soja 2015/16	De producción al 31/3/2016 en Tn		Pérdida de rinde al 31/3/2016 en qq/ha	
Centro-sur Santa Fe	561.027,5	11%	10	24%
Sur de Santa Fe	315.508,6	8%	5	13%
Total	876.536,1	10%		

4 / 18

VOLVER

A esta situación se suma el castigo en el precio de la mercadería que percibe el productor por el daño en la calidad del grano. Los porcentajes de daño son muy variables, siendo también el centro-sur de Santa Fe la zona más golpeada, con valores del 20-80%; y en el sur de Santa Fe es del 5-30%. Estas pérdidas aun no pueden cuantificarse con precisión, pero serán de gran magnitud.

Aún con el escaso avance de la cosecha al 2 de mayo procedimos a estimar las pérdidas económicas en la producción de soja de la provincia de Santa Fe por esta caída en los rindes, no incluyendo las muy fuertes pérdidas que sufrirán los productores por la caída en la calidad.

Si a la pérdida por caída del rinde en centro-sur santafesino estimada por GEA-BCR de 876.536 toneladas se le suma la estimación de pérdidas de tonelaje para el centro norte santafesino realizada por la Bolsa de Comercio de Santa Fe y el Ministerio de la Producción (aproximadamente 1,5 millones de toneladas), las pérdidas totales por caída en los rendimientos en la provincia de Santa Fe ascendería a 2.376.000 toneladas. Si valorizamos esa menor producción aplicando el precio de exportación del poroto de soja FOB Up River (383 U\$S la tonelada) arribaremos a la conclusión de que –estimativamente– la provincia de Santa Fe estaría perdiendo de exportar cerca de 910 millones de U\$S según consta en el cuadro N°2. Tengamos presente que estamos computando solamente la caída en los rendimientos en soja.

Si esa pérdida de producción de soja santafesina la multiplicamos por el precio de pizarra que informó la Cámara Arbitral de Cereales de la Bolsa de Comercio de Rosario el pasado 2 de mayo (\$ 3.610.- por tonelada), los menores ingresos brutos que percibirían los productores agropecuarios santafesinos ascenderían a cerca de 601 millones de dólares estadounidenses (ver cuadro N°2). Es plata que se esfumó de los bolsillos de los hombres de campo santafesinos en apenas 20 días de lluvia. Una cifra, por cierto, increíble e impactante, que va a faltar para aceitar la cadena de pagos a nivel provincial afectando fuertemente a proveedores de insumos, de maquinaria agrícola, contratistas, locadores, etc. y el propio Estado Nacional, provincial y





AÑO XXXIII – N° 1757 – VIERNES 6 DE MAYO DE 2016

Cuadro N°2: Pérdidas para los productores de soja de Santa Fe

En producción de soja por caída del rendimiento en el Centro-Sur de Santa Fe (Estimación GEA-BCR)	Tn	876.536
En la producción de soja por caída del rendimiento en el Centro-Norte de Santa Fe (Estimación Bolsa de Comercio de Santa Fe- Ministerio de la producción)	Tn	1.500.000
Posibles pérdidas en provincia de Santa Fe en soja por FOB Up River de poroto de soja	Tn	2.376.536
	U\$\$/tn	383
En las exportaciones de soja de Santa Fe por caída de rinde	U\$S	910.213.288
Precio de Pizarra Cámara Arbitral de Cereales BCR	\$/Tn	3.610
Menores ingresos brutos de productores santafesinos por caída del rinde en soja	\$	8.579.294.960
Menores ingresos brutos de los productores santafesinos por caída del rinde en soja. 1 U\$S= 14,2617 \$	U\$S	601.561.873

Fuente: Estimaciones Bolsa de Comercio de Rosario- Guía estratégica para el Agro al 02/05/16.

municipal con sus impuestos. Ni que hablar del impacto en las economías de los pueblos y las ciudades santafesinas.

En el cuadro N°3 hemos procedido a mostrar las diversas estimaciones de pérdidas en la producción nacional de poroto de soja emitidas por varias fuentes hasta el 2 de mayo de 2016. Ellas son: Ministerio de Agroindustria en su informe del 19/4/2016, Oil World, Sociedad Rural Argentina, Bolsa de Cereales de Buenos Aires, Thompson Reuters, Consejo Internacional de Cereales y un reconocido analista privado (Michael Cordonnier). Las mismas oscilan entre 1,3 y 4,1 millones de toneladas. La Bolsa de Comercio de Rosario la semana próxima informará su estimación de producción nacional de soja en su informe del mes de Mayo.

Tomando como punto de partida para nuestro análisis el escenario planteado por el Ministerio de Agroindustria de la Nación en su último informe, la pérdida a nivel nacional por caída en los rindes de soja sería de 3.300.520 toneladas. Si de acuerdo a nuestros cálculos cerca de 2.376.000 toneladas corresponden a la producción de la provincia de Santa Fe, lamentablemente nuestra provincia tiene una participación excluyente del 71% en la pérdida total nacional de

producción de soja por caída en los rindes. Y no estamos contabilizando el efecto final por los problemas de calidad (daños manchados, brotados, etc.)

En cuanto a las pérdidas económicas, Argentina dejaría de percibir exportaciones de poroto de soja por caída en los rindes por USD 1.275 millones, de los cuales aproximadamente 910 millones de dólares son pérdidas de exportaciones santafesinas (71% del total). En el cuadro N°4 puede verse también el posible impacto en la caída en los ingresos brutos de los productores

nacionales y santafesinos. A nivel nacional desaparecerán de los bolsillos de los hombres de campo cerca de 843 millones de U\$S, pero los de Santa Fe llevarán la peor parte: se les esfumarán cerca de 601 millones de U\$S.

Estas conclusiones surgen en base a los datos existentes, los cuales pueden llegar a modificarse en los próximos días con el avance de las tareas de recolección.

No se computan en estas estimaciones las pérdidas provinciales por afectación a la calidad en soja, las verificadas en maíz, lechería, ganadería vacuna y otras producciones regionales.

Cuadro N°3: Posibles pérdidas de rinde nacional. Campaña 2015/16.

Fuente de la estimación de soja	Al 31/03/2015 (antes de las lluvias)	Al 2/05/2016 (luego de las lluvias)	Variación
Ministerio de Agroindustria (al 19/4/2016)	60.917.050	57.586.530	-3.330.520
Oil World (al 20/4/2016)	58.000.000	55.000.000	-3.000.000
Sociedad Rural Argentina (al 20/4/2016)	60.000.000	55.814.157	-4.185.843
Bolsa de Cereales de Buenos Aires (21/04)	60.000.000	56.000.000	-4.000.000
Lanworth (Thomson Reuters) el 27/4/2016	63.100.000	61.800.000	-1.300.000
Michael Cordonnier, analista de Soybean & Corn Advisor Inc (25/04)	59.000.000	57.000.000	-2.000.000
Consejo Internacional de Cereales	60.900.000	57.600.000	-3.300.000

Fuente: Relevamiento Bolsa de Comercio de Rosario





AÑO XXXIII – N° 1757 – VIERNES 6 DE MAYO DE 2016

Cuadro N°4: Posibles pérdidas de rinde nacional y Santa Fe. Campaña 2015/16.

Fuente estimación de soja		AI	AI	Variación
		31/03/15 (antes de las lluvias)	19/04/16 (Ultimo día de lluvias)	
caída de producción nacional según Ministerio de Agroindustria para	Tn	60.917.050	57.586.530	-3.330.520
Posible caída de la producción de soja en Santa Fe	Tn		2.376.536	
FOB Up River poroto de soja (2/5/2016)	U\$/tn		383	
Pérdidas de exportaciones nacional por caída de rinde	U\$S		1.275.589.160	
Pérdidas de exportaciones de soja de Santa Fe por caída de rinde	U\$S		910.213.288	
% de Santa Fe en el total nacional s/ informe Ministerio Agroindustria (20/4/2016)	U\$S		71%	
Menores ingresos brutos de los productores a nivel nacional por caída de rinde (Precio pizarra: \$ 3.610.-)	U\$S		843.039.553	
Menores ingresos brutos de los productores de Santa Fe por caída de rinde (Precio pizarra \$ 3.610.-)	U\$S		601.561.873	
% participación de Santa Fe / Total Nacional s/ informe Ministerio Agroindustria (20/4/16)	U\$S		71%	

Fuente: Estimación Bolsa de Comercio de Rosario en base a Ministerio de Agroindustria, Sociedad Rural Argentina y Oil World.

El pedido de asistencia al Gobierno Nacional de los sectores productivos de la provincia de Santa Fe y de su Gobierno provincial se encuentra totalmente justificado ante la magnitud y gravedad de este evento climático sin precedentes. Hablamos de 900 millones de dólares por la caída en el rinde de soja, sin contar pérdidas por calidad. Otras entidades como CARSFE estiman las pérdidas sufridas por los excesos hídricos –a nivel provincial- en aproximadamente 2.700 millones de dólares, compuesta por 768 millones de U\$S en lechería, 689 millones de U\$S en ganadería bovina, 1017 millones de U\$S las pérdidas en agricultura y 250 millones de U\$S en otras producciones agropecuarias. Ni que hablar de la necesidad de reconstruir los caminos rurales y bachear las rutas nacionales y provinciales. Insistimos. La necesidad de que el Gobierno Nacional atienda los pedidos de los productores santafesinos está plenamente justificada por la magnitud de las pérdidas y los graves impactos sociales que van a perdurar por largo tiempo a lo largo y a lo ancho del territorio provincial.



COMMODITIES

Bajaría el consumo de gasoil del campo en la presente campaña por las lluvias de Abril

JULIO CALZADA-CARINA FRATTINI

Caería el consumo de gas oil en Argentina para la campaña de granos 2015/2016 por la menor cosecha de soja por lluvias de abril y la menor siembra de trigo. Caería 3,4%. El consumo sería de 1.800 millones de litros, cuando el año pasado fue de 1.863. Implica un gasto cercano a 27.800 millones de pesos o 1.900 millones de U\$S.

El consumo de gas oil en Argentina para la actual campaña de granos 2015/2016 podría ascender a 1.800 millones de litros de acuerdo a estimaciones formuladas por nuestra Dirección de Informaciones y Estudios Económicos. Esto implicaría para el sector un gasto cercano a 27.800 millones de pesos por la utilización de este combustible (aproximadamente 1.900 millones de dólares estadounidenses).

De acuerdo a nuestros cálculos, el consumo de gasoil para esta campaña granaria 2015/2016 presentaría una disminución del orden del 3,4% - respecto de la campaña pasada cuando la cadena granaria requirió 1.863 millones de litros. Las causas de esta baja responderían a una menor área sembrada y también menor producción de granos respecto de la campaña anterior 2014/2015.

Este año hubo una leve caída en el área sembrada total respecto del ciclo anterior. En efecto, la estimación de área sembrada para la República Argentina en la 2015/2016 es de 34.220.906 hectáreas, en tanto que en el ciclo pasado fue un 4% superior, llegando a 35.806.721 hectáreas. La caída en el área sembrada de trigo explica principalmente el factor citado.

En lo relativo a la producción, se verificaría un menor consumo de gasoil este año por la baja en la producción de soja debido al evento climático Niño que ha golpeado fuertemente al sector y las fuertes lluvias





AÑO XXXIII – N° 1757 – VIERNES 6 DE MAYO DE 2016

Cuadro N° 1: Consumo de gas oil en el proceso de producción de granos. Campaña 2015/16

	Superficie Sembrada	siembra	cosecha	laboreo	movimien- tos internos	transporte de insumos	gas oil producción de granos
	millones has.	consumo en millones de litros					
Maíz	4,20	18,90	50,40	21,00	16,80	3,36	110,00
Girasol	1,45	6,53	14,50	7,25	5,80	1,16	35,00
Sorgo	0,86	3,87	8,60	4,30	3,44	0,69	21,00
Soja	20,30	91,35	203,00	101,50	81,20	16,24	493,00
Arroz	0,21	0,97	3,44	1,07	0,86	0,17	7,00
Maní	0,39	1,77	11,30	1,97	1,57	0,31	17,00
Trigo	3,40	15,30	34,00	17,00	13,60	2,72	83,00
Avena	1,33	5,98	13,29	6,65	5,32	1,06	32,00
Centeno	0,33	1,49	3,32	1,66	1,33	0,27	8,00
Cebada Cerv.	1,47	6,60	14,67	7,34	5,87	1,17	36,00
Otros	0,65	1,24	2,75	1,38	1,10	0,22	7,00
Total	34,00	154,00	359,00	171,00	137,00	27,00	849,00

Fuente: Elaboración propia en base a informe Mensual de Estimaciones, datos del MINAGRI y encuesta a contratistas.

del mes de abril que generaron pérdidas de rinde, afectación a la calidad y retraso en las labores de campo. Como informara la BCR esta semana, sólo en la provincia de Santa Fe las pérdidas por caída en el rinde han sido estimadas en 2.376.000 toneladas de soja, representando el 70% de la pérdida nacional. La semana próxima nuestra Bolsa emitirá una cuantificación de las pérdidas a nivel nacional en soja al informar la nueva estimación para la campaña 2015/2016. A nivel del Ministerio de Agroindustria se informó recientemente que –por el momento- las pérdidas nacionales de producción de soja ascenderían a 3.330.000 toneladas.

En nuestros cálculos hemos supuesto que la producción nacional sería de 57,5 millones de toneladas, pero seguramente esta cifra tenderá a ser más baja pudiendo el consumo de gasoil disminuir respecto del valor estimado en este trabajo. Otro aspecto que se suma al menor consumo de gasoil en la presente campaña es la menor producción nacional de trigo que bajo de 12,8 millones de toneladas (2014/2015) a 9,6 millones en la actual campaña.

La menor producción de granos de este año implicará una menor demanda de combustible para el transporte, tanto en lo referente al flete corto como al envío de la producción a los puertos de salida al exterior y/o a la industria procesadora. La producción de granos es uno de los principales demandantes de hidrocarburos en Argentina, debido no sólo a los grandes volúmenes de

granos y productos derivados que se movilizan campaña tras campaña, sino también a la creciente incorporación de tecnología al proceso productivo agrícola, que deriva en una mayor utilización de maquinaria y equipos, dependientes del combustible líquido.

Para ello, se realizan cálculos sobre el probable consumo de gas oil dentro de la explotación agrícola como parte del proceso productivo (comprende la utilización de maquinaria agrícola en las principales labores culturales y movimientos internos de los rodados); y en el transporte de granos y subproductos desde la explotación

agrícola hacia puertos y fábricas, tanto por el modo ferroviario como por carretera. Debido a la complejidad de la tarea, se debieron realizar supuestos que podrían no tener una correlación perfecta con la realidad; por lo tanto, las cifras alcanzadas deben ser interpretadas como resultados aproximados.

Recordemos que la Sociedad Rural Argentina a través de su Instituto de Estudios Económicos y Negociaciones Internacionales ha estimado el consumo total de combustible del sector agropecuario argentino en 4.300 millones de litros anuales, computando todas las actividades agrícola-ganaderas tales como la producción de limones, forestaciones, frutas, hortalizas, todas las economías regionales, algodón, arroz, pasturas, adecuaciones de caminos y generadores eléctricos. Nuestras estimaciones se refieren solamente a la producción y transporte de los siguientes granos: soja, maíz, girasol, sorgo, arroz, maní, trigo, avena, centeno, cebada cervecera, alpiste, cártamo, colza, lino, cebada forrajera y trigo candeal.

Estimación del Consumo de gas oil en el proceso productivo. Campaña 2015/2016

Para obtener el volumen de combustible líquido utilizado en el proceso productivo, es decir, al interior de la explotación agrícola, se partió de los datos de área sembrada de los principales cultivos publicados por el Ministerio de Agricultura, Ganadería y Pesca de la





AÑO XXXIII – N° 1757 – VIERNES 6 DE MAYO DE 2016

Nación (MINAGRI) en el Informe Mensual de Estimaciones de la Dirección Nacional de Información y Mercados, y se realizaron los cálculos concernientes a la utilización de gas oil diferenciando por tipo de actividad

(siembra, cosecha, laboreo, etc.). En trigo, soja y maíz se utilizaron los datos de GEA-BCR.

Cuadro N°2: Consumo de gas oil en el transporte de granos por camión y ferrocarril. Campaña 2015/2016

Producción campaña 2015/2016 (*)	107	M Tn
Porcentaje de producción consumida en chacra (1)	8%	
Producción campaña 2015/2016 a transportarse	98	M Tn
Producción campaña 2015/2016 transportada por camión	87	M Tn
Carga promedio por camión	28	Tn
Flete corto + largo - % de producción transportada desde chacra a acopio y luego a fábrica/puerto (2)	50	
Flete corto + largo - producción transportada desde chacra a acopio y luego a fábrica-puerto	4.350	M Tn
Fleter largo - % de producción transportada desde chacra a fábrica/puerto (2)	50%	
Fleter largo - producción transportada desde chacra a fábrica/puerto	44	M Tn
Flete corto promedio (distancia media de chacra a acopio) (3)	50%	Km
Fleter largo promedio (distancia media de chacra a fábrica/puerto) (4)	350	Km
Fleter largo promedio (distancia media de acopio a fábrica/puerto) (5)	350	Km
Camión - consumo promedio de gas oil por km (6)	0,40	litros
Camiones que realizan flete corto + Largo	1,55	M Unidad
Distancia promedio de un camión que realiza flete corto + largo (en viaje de ida y vuelta)	701	Km
Distancia total recorrida flete corto + largo	1.087	M Kms
Consumo total de gas oil flete corto + largo	435	M Ltr
Camiones que realizan sólo flete largo	1,55	M Unidad
Distancia promedio de un camión que realiza sólo flete largo (en viaje de ida y vuelta)	700	Km
Distancia total recorrida sólo Flete Largo	1.088	M Km
Consumo total de gas oil sólo Flete Largo	435	M Ltr
Consumo Total Estimado de Gas Oil por transporte de granos por camión. Campaña 2015/2016	870	M Ltr
Producción Campaña 2015/2016 transportada por ferrocarril	11	M Tn
Ferrocarril - Consumo Promedio de Gas Oil por tn/km (7)	0,003571	litros
Fleter largo promedio - ferrocarril (en viaje de ida y vuelta) (8)	860	Km
Transporte Ferrocarril	9.460	M Tn/Km
Consumo Total Estimado de Gas Oil por transporte de granos por ferrocarril. Campaña 2015/2016	34	M Ltr
Consumo total de gas oil por transporte de granos	904	M Ltr

Fuente: Elaboración propia en base a datos del Informe Mensual de Estimaciones del SIIA -MINAGRI (Sistema Integrado de Información Agropecuaria), USDA y Ferrocámara.

En el cuadro N°1 se consignan las cifras obtenidas. Se han adoptaron los siguientes supuestos: Supuesto 1: el área sembrada es igual al área cosechada. Supuesto 2: El consumo de gas oil por hectárea se estima para maquinaria agrícola mediana.

Conforme la metodología utilizada todos los años por la Bolsa, el consumo de gas-oil en el proceso productivo para la actual campaña 2015/2016 podría llegar a ascender a 858 millones de litros.

Estimación del Consumo de gas oil en el transporte de granos. Campaña 2015/2016

El cálculo del consumo de combustible que demanda el transporte de los principales cereales y oleaginosas a puertos y fábricas es una tarea compleja debido a la heterogeneidad tanto de las operaciones llevadas a cabo por los integrantes del sistema de comercialización de granos, como de los recorridos realizados por la producción durante la campaña comercial.

Para realizar esta estimación se utilizó un modelo con ciertos supuestos, necesarios para llegar a una cifra aproximada de consumo de combustible por transporte, partiendo de los datos de volúmenes de producción esperados. Se utilizó información del Ministerio de Agricultura, Ganadería y Pesca de la Nación, publicadas en el Informe Mensual de Estimaciones de la Dirección Nacional de Información y Mercados. Las proyecciones de trigo, soja y maíz se extrajeron de los informes de GEA – Guía Estratégica para el Agro, BCR y, para el resto de los granos, se proyectaron los números de producción sobre la base de las estimaciones oficiales de superficie y el comportamiento histórico reciente de área cosechable y de rendimiento según base de datos oficial. Los valores que arroja el modelo utilizado se consignan en el cuadro N°2. En el análisis se distingue la producción transportada por camión y por ferrocarril. En esta metodología se adoptaron los siguientes supuestos:

a) El ocho por ciento (8%) de la producción de granos





AÑO XXXIII – N° 1757 – VIERNES 6 DE MAYO DE 2016

no se moviliza, dado que se consume al interior de la explotación agrícola.

b) El 50% del total de la producción pasa por acopio antes de transportarse al puerto o a la industria procesadora.

c) La distancia entre explotación agrícola y acopio es de 30 km.

d) La distancia entre explotación agrícola e industria procesadora y puertos de exportación es de 350 km.

e) La distancia entre acopio e industria procesadora y puertos de exportación es de 350 km.

f) Un camión representativo consume 0,40 litros de gasoil por km.

g) Un ferrocarril representativo consume la cuarta parte del gas oil que utiliza un camión para transportar una tonelada. de granos por km. (Fuente: Ferrocámara)

h) La distancia promedio recorrida por ferrocarril en flete Largo es de 430 km.

De acuerdo a nuestro modelo de estimación, el consumo de gasoil que demandaría el transporte de la producción por camión y ferrocarril ascendería en la campaña 2015/2016 a 941 millones de litros.

Consumo Total de gas-oil. Campaña 2015/2016
Teniendo en cuenta las cifras estimadas, tanto para el consumo de gas oil en el proceso productivo agrícola como en la movilización de los granos a lo largo de la campaña comercial 2015/2016 se obtiene la utilización total esperada de combustible diesel por la cadena agrícola en lo concerniente a granos, tanto en volúmenes como en términos monetarios. Los resultados se exponen en el cuadro N°3.

El cuadro N° 3 arroja las siguientes conclusiones:

a) En la campaña 2015/2016, se espera que el sector agrícola demande para la producción y comercialización de los cultivos citados anteriormente, un total aproximado de 1.800 millones de litros de gas oil.

b) Si se valúa la cifra anterior -al precio que rige actualmente para el Gas-oil Grado 2 (precio final con impuestos en provincia de Santa Fe)-, el sector gastaría este año alrededor de \$ 27.800 millones por la utilización de combustible.

Cuadro N°3. Consumo Total de gas-oil que demandaría la producción y transporte de granos. Campaña 2015/2016

Consumo de gas oil por el proceso productivo en Granos	858	M Ltr
Consumo de gas oil por transporte de granos	941	M Ltr
Consumo de gas oil cadena granaria	1.799	M Ltr
Precio final del gas-oil Grado 2 (con impuestos) en algunas localidades de Santa Fe). Mayo 2016	15,50	\$ Ltr
Valor del consumo de gas oil cadena granaria. Según precio final del gas-oil (con impuestos)	\$ 27.885	M \$
Valor del consumo de gas oil cadena granaria. Según precio final del gas-oil con impuestos	1.955	M u\$s

Fuente: Estimación Bolsa de Comercio de Rosario

c) Si a dicha cifra la convertimos a dólares estadounidenses de acuerdo al tipo de cambio oficial actual (14,26 \$ por U\$S al 02/05/2016), el sector gastaría en esta campaña cerca de 1.955 millones de U\$S estadounidenses en gas-oil.

Tengamos presente que estas cifras no están sobrevaloradas, ya que algunas máquinas cosechadoras tienen que usar el denominado "Diesel Euro", el cual registra en Santa Fe valores finales al productor que oscilan en 17 \$ y 17,40 \$/litro. Se adoptó un precio más bajo de \$ 15,50 el litro.

Comparación con la campaña anterior 2014/2015

Hemos visto que el consumo de gas oil en Argentina para la actual campaña de granos 2015/2016 podría ascender a 1.799 millones de litros. En la campaña pasada (2014/2015), según nuestras estimaciones, el consumo habría ascendido a 1.863 millones de litros (Ver cuadro N°4). En consecuencia, este año se registraría una disminución aumento en el consumo de gas-oil del 3,4% respecto del año anterior. Esto representaría 64 millones de litros de gasoil menos respecto de lo consumido el año anterior. Esta disminución obedecería a la reducción esperada en la producción de granos de nuestro país en la actual campaña, que ascendería a aproximadamente 107 millones de toneladas. En el ciclo pasado (2014/2015), la producción total se habría acercado a los 113,7 millones de toneladas. Las lluvias de abril han tenido y tendrán un efecto determinante y decisivo en el menor





AÑO XXXIII – N° 1757 – VIERNES 6 DE MAYO DE 2016

Cuadro N° 4. Comparación últimas dos campañas en el consumo de gas-oil que demanda la producción y transporte de granos

Consumo total de gas oil cadena granaria. campaña 2015/2016	1.799	M Ltr gas-oil
Consumo total de gas oil cadena granaria. campaña 2014/2015	1.863	M Ltr gas-oil
Menos consumo de gas-oil campaña 2015/2016 respecto de la anterior	-64	M Ltr gas-oil
Caída en el consumo de gas-oil en términos porcentuales (actual vs anterior)	-3,4%	
Producción total de granos estimada para 2015/2016	106.951.293	Tn
Producción total de granos campaña 2014/2015	113.764.125	Tn
Caída estimada en la producción de granos en la campaña actual /anterior (en términos relativos)	-6%	
Area sembrada estimada para la campaña 2015/2016	34.595.526	Ha
Area sembrada para la Campaña 2014/2015	35.806.721	Ha
Caída en el área sembrada en la campaña actual respecto la 2014/2015 (en términos relativos)	-3%	

Fuente: Estimación Bolsa de Comercio de Rosario

consumo de gasoil.

El descenso en la producción de granos de este año está centrado en los menores rindes que se esperan en soja, la menor cosecha de trigo según se fundamentó más arriba y en la reducción del 4% en la estimación del área sembrada, respecto a la campaña previa. Por lo expuesto, consideramos que la menor producción de granos de este año implicará una reducción en la demanda de combustible principalmente para el transporte, tanto en lo referente a flete corto como al envío de la producción a los puertos de salida y a la industria procesadora.



COMMODITIES

Histórica firmeza de los cereales frente a la soja

GUILLERMO ROSSI

Los futuros agrícolas de Chicago alternaron subas y bajas a lo largo de la semana, nuevamente con amplia participación de especuladores y siguiendo de cerca el avance de la siembra de verano en Estados Unidos, la

evolución de la cosecha de soja en nuestro país y la condición de los cultivos de maíz en Brasil.

Los futuros agrícolas de Chicago alternaron subas y bajas a lo largo de la semana, nuevamente con amplia participación de especuladores y siguiendo de cerca el avance de la siembra de verano en Estados Unidos, la evolución de la cosecha de soja en nuestro país y la condición de los cultivos de maíz en Brasil. El posicionamiento de cara al informe mensual del USDA que se publicará el martes generó volatilidad adicional. Los futuros de soja en CME finalizaron la semana con mejor desempeño que los cereales, que sienten la presión de las buenas condiciones climáticas en Estados Unidos.

Sin embargo, el mercado interno está sujeto a otros fundamentos, que mantienen los precios del trigo y el maíz notablemente firmes frente a la soja. Se espera que esta situación persista durante algún tiempo, condicionando las decisiones de cara al ciclo 2016/17. En este contexto, cabe anticipar un aumento de la superficie destinada a gramíneas, que en buena medida estará apoyado en una disminución del área sojera por fuera de los principales núcleos de producción. Faltan pocas semanas para que comience la siembra de trigo en el norte del país, mientras que la ventana del maíz se extiende desde septiembre hasta febrero.

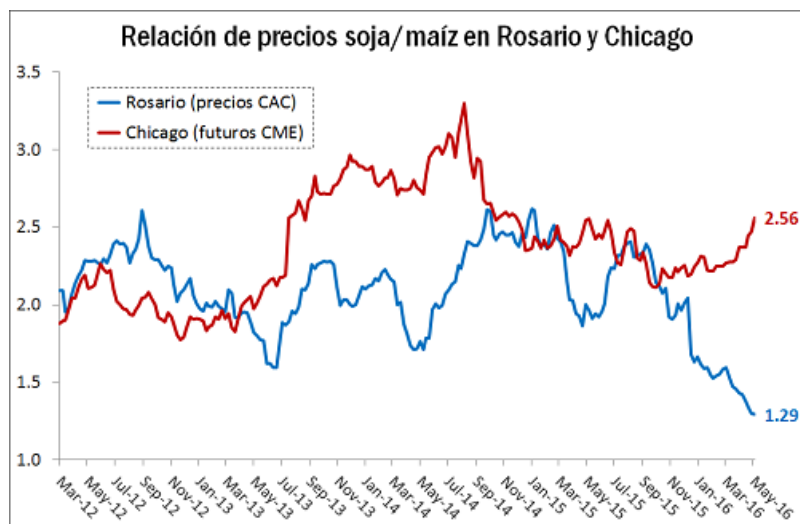
En el caso del maíz, la demora generada en los trabajos de recolección y la acumulación de buques esperando cargar –se estiman más de 70 a tres semanas sólo en Up River– condujo a los precios domésticos a niveles de \$ 2.800/ton, cifra equivalente a u\$s 198/ton. Se trata de un inusual premio de u\$s 50/ton frente a los futuros del mercado de Chicago y de casi u\$s 40/ton frente a los valores del cereal que el mercado reconoce para la entrega en junio. Esta distorsión se corregirá cuando las condiciones climáticas permitan acelerar la colecta o se produzca el ingreso a comercialización de los maíces de siembra tardía.

Para los exportadores la situación es de mucho nerviosismo ya que los compromisos acumulados





AÑO XXXIII – N° 1757 – VIERNES 6 DE MAYO DE 2016

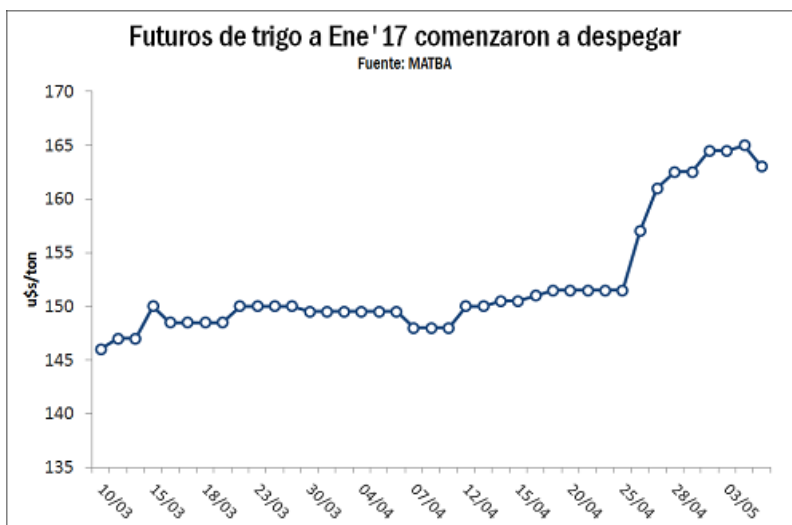


totalizan 16,6 Mt –el 85% debe embarcarse hasta septiembre inclusive- pero hasta el 27/04 sólo habían logrado comprar 10,5 Mt. Entre marzo y abril las exportaciones del cereal totalizaron 4,66 Mt. El ritmo mensual mínimo que debe exportarse del cereal entre mayo y septiembre asciende a 1,9 Mt. En este marco, el ratio de precios de la soja frente al maíz cayó por debajo de 1,30 y es casi la mitad del que se obtiene en los futuros de Chicago.

En el trigo, por su parte, la buena relación de precios frente a la soja se observa en aquellas partidas de alta calidad, que se intercambian a valores superiores a \$ 3.000/ton en distintas zonas del país. La demanda de la industria molinera, que luce retráida por su lento ritmo de compras en comparación con campañas anteriores, convalida cifras muy superiores a las vigentes por trigo de estándar Cámara cuando encuentra lotes de alto gluten y buen w. El mercado sigue operando con importantes premios ante los bajísimos parámetros de calidad que arrojó la última cosecha. Ante esta situación, quienes tienen oferta y espalda financiera se posicionan a la espera de mejores valores, a sabiendas de que cuando el consumo interno es el que demanda el potencial de suba es mayor que cuando sólo empuja la exportación.

De todos modos, a diferencia de lo que sucede con maíz, en el cereal panadero buena parte de los compradores muestra una posición relativamente larga de cara a los próximos meses, considerando el volumen de compras acumulado en la campaña en curso más el inventario remanente del año pasado, que fue realmente holgado. La industria molinera, que presenta un retraso del 30% en el volumen adquirido frente a la misma altura del año pasado, también arrastra stock. Buena parte de éste surge de las compras que efectuó de mercadería propiedad del sector exportador, que algunos analistas estiman entre 2 y 2,5 Mt durante el ciclo 2014/15.

A lo largo de la semana los precios del trigo condición Cámara fluctuaron entre \$ 2.200 y 2.400 por tonelada en la zona de Rosario. Se destaca la reciente mejora en los valores de la nueva cosecha, que se encuentran ahora en torno a u\$s 165/ton para entrega en diciembre o enero frente a sólo u\$s 150/ton hace 15 días. De todos modos, el interés de los productores por comenzar a fijar precio es absolutamente escaso, confiándose en el potencial de mejora del mercado. Tomando referencias FOB en torno a u\$s 195/ton para embarque diciembre en Up River con 12% de proteína, el margen de mejora para trigos de cosecha 2016/17



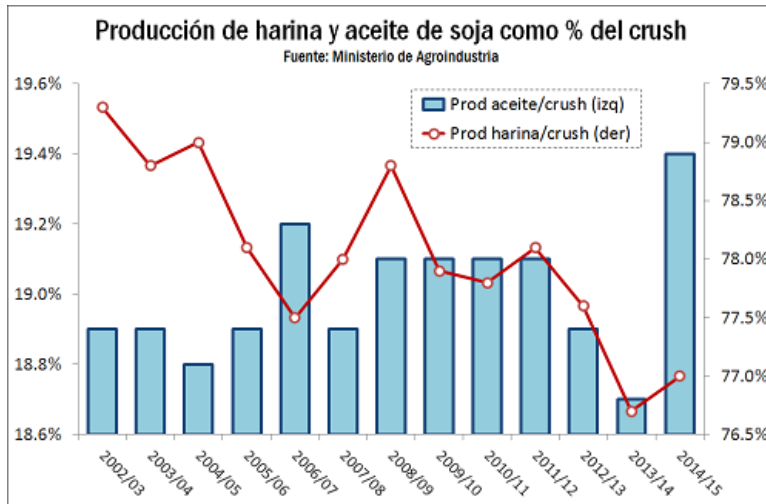
11 / 18

VOLVER





AÑO XXXIII – N° 1757 – VIERNES 6 DE MAYO DE 2016



que logren buena aptitud panadera sería superior al 10%.

Incierta calidad en la campaña de soja

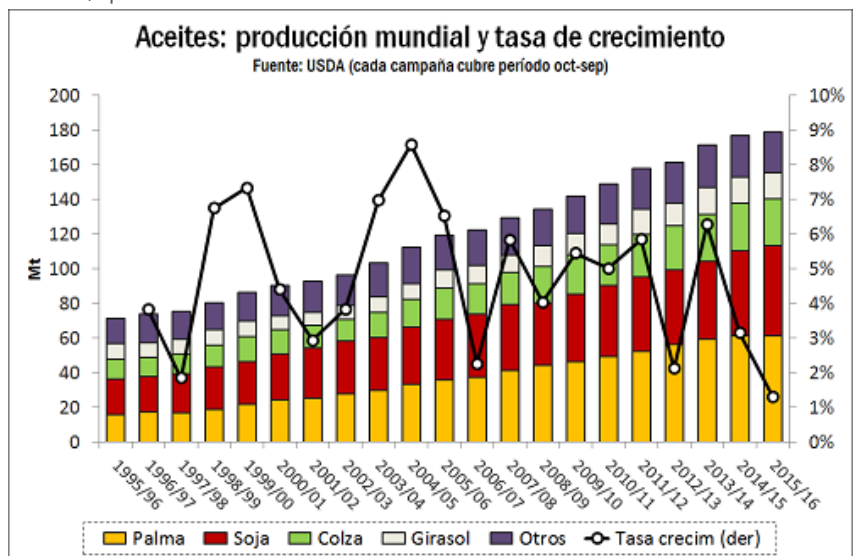
La humedad extrema del mes pasado, que quedó en los registros como el cuarto abril más lluvioso desde 1970, generó importantes daños en la producción de la oleaginosa. Todavía sin números definitivos que permitan valorar el quebranto, se requieren diferentes tipos de ajustes sobre las proyecciones iniciales: menor superficie cosechada debido a anegamientos, caída en los rindes por hectárea ante pérdidas del grano o disminución de su peso y deterioros en la calidad, que generarán importantes descuentos al ingresar a comercialización. La Bolsa de Rosario, a través de GEA – Guía Estratégica para el Agro, actualizará su estimación de la campaña el día miércoles 11 de mayo.

Además del drama que sufren los productores de las zonas más afectadas, el escenario es también preocupante para la industria, que en su conjunto se perfilaba con miras a procesar unas 47 Mt en el periodo abril-marzo, volumen requerido para atender la demanda del mercado internacional. Con las nuevas evidencias de caída en la producción

de la materia prima, las expectativas más optimistas se ubican ahora en el rango de 44 a 45 Mt, marginalmente por debajo del crushing del ciclo 2014/15 (45,1 Mt). Esto significa menor disponibilidad de harina y aceite para exportar a lo largo de la campaña, forzando a los compradores externos a recurrir a otras alternativas. En el caso de la harina, el direccionamiento de la demanda hacia Estados Unidos hizo subir fuertemente los precios en las últimas semanas. A lo largo de abril los futuros del subproducto en CME – posición julio'16- treparon nada menos que un 22,6%, su mejor desempeño en 18 meses.

El principal deterioro que presentan los lotes cosechados en Entre Ríos, gran parte de Santa Fe y el centro-este de Córdoba es la presencia de granos dañados. Si el defecto alcanza una alta proporción impide el procesamiento industrial en forma directa, obligando a mezclar las partidas para promediar calidad. A tal efecto, será crucial utilizar la producción obtenida en el extremo sur del área núcleo, que logró eludir lo más destructivo del temporal. La cosecha paraguaya sería también una buena alternativa, aunque sujeta a que se agilice el proceso de importación temporaria.

En cuanto a la calidad industrial del grano, las





AÑO XXXIII – N° 1757 – VIERNES 6 DE MAYO DE 2016

perspectivas para la nueva cosecha son aun inciertas. El escenario se conocerá en forma definitiva cuando finalicen los trabajos de recolección –el Ministerio de Agroindustria estimó un avance nacional del 41%, frente a 72% de promedio en los últimos cinco años- y se hagan las pruebas de laboratorio. La campaña pasada mostró muy bajos niveles de proteína, lo que dificultó la elaboración de harinas tipo HiPro, aunque un alto contenido de materia grasa. De hecho, datos oficiales indican que entre abril de 2015 y marzo de este año la producción de aceite de soja totalizó 8,75 Mt a partir de un procesamiento de soja de 45,1 Mt. El ratio de 19,4% resultante es un nuevo récord, y obedece tanto al muy buen tenor graso de la materia prima como a la mejora en los métodos de extracción.

Sólo un respiro en los aceites vegetales

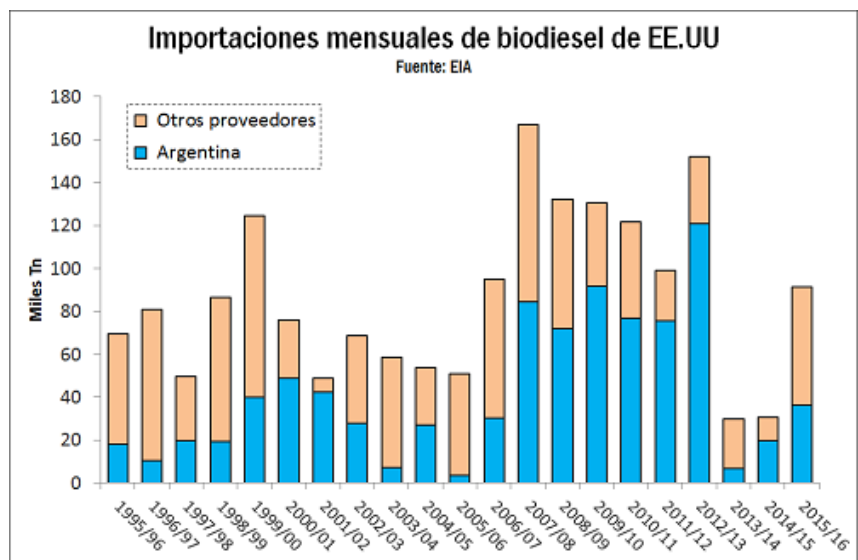
Marzo fue un mes de fuerte recuperación en los precios de los aceites vegetales, con ganancias del 10,7% para el aceite de soja en Chicago y del 9,8% para los contratos de aceite de palma que cotizan en Malasia. La tendencia corrigió a la baja en abril y durante la primera semana de mayo se mostró algo indefinida. Sin embargo, los fundamentos alcistas -lejos de haber cambiado- parecen reforzarse: Sudamérica tendrá menos disponibilidad de aceite para exportar debido a las pérdidas que sufrió la cosecha de soja en Argentina, mientras que lluvias por debajo de lo normal en el sudeste asiático durante las últimas semanas volverán a reducir la productividad de los palmares hacia el final del 2016.

Ante este escenario, la producción mundial de la campaña en curso se estancará en niveles cercanos a los del año pasado, al tiempo que el incremento proyectado en el consumo requerirá de una disminución de los stocks. La mayor utilización se apoya tanto en la firmeza de la demanda que están mostrando China e India –sus importaciones muestran un fuerte salto interanual en el primer trimestre del año- como en el incremento esperado en la producción de

biodiesel, que en 2015 experimentó su primera reducción desde el nacimiento de la industria con volúmenes relativamente importantes en la década de 1990. Las políticas de apoyo al uso de biocombustibles en Estados Unidos e Indonesia contribuyen a tal efecto.

La producción de aceite de palma en el período octubre-septiembre se encamina a caer frente a la campaña 2014/15, reducción que Oil World estima cercana al millón de toneladas. Se trata del primer retroceso desde el ciclo 1997/98, coincidente con el último fenómeno de «Niño» de gran intensidad. Esto reducirá los saldos exportables, forzando a los compradores a la búsqueda de sustitutos. Ante los ajustados inventarios de colza y el volumen relativamente limitado que puede aportar el girasol, se viene notando un crecimiento en la dependencia hacia el aceite de soja. La cotización de este producto frente al aceite de palma achicó notablemente su diferencial, lo que le concede mejores posibilidades de colocación en algunos mercados.

Pero la oferta exportable de aceite de soja en Argentina se verá contraída por la menor disponibilidad de materia prima para la industria y la expectativa de que se produzca un aumento en la producción de biodiesel, que durante el año pasado cayó a mínimos desde 2009. La recuperación de este sector se apoyará tanto en el mayor consumo interno esperado como en las





AÑO XXXIII – N° 1757 – VIERNES 6 DE MAYO DE 2016

posibilidades de colocación que se abren en el mercado norteamericano, mientras se espera el restablecimiento del comercio con Europa. Argentina fue proveedor del 56% del biodiesel importado por Estados Unidos durante el 2015, en buena medida gracias a la certificación que ha logrado la materia prima nacional ante la Agencia de Protección Ambiental del país del norte (EPA).

Dicho esto, se espera que el mercado de aceites vegetales permanezca tirante durante el resto del año, lo que requerirá precios sostenidos que atenúen la presión compradora e incentiven una expansión de la oferta para el año próximo, lo que no parece sencillo. Para las oleaginosas con mayor contenido de materia grasa se espera un repunte en la participación del aceite en el valor bruto del crushing. Incluso en semillas para las cuales lo más rentable es la extracción de la harina, los números del aceite podrían ganar participación. En el caso de la soja, significaría que tras cinco años de predominio de la harina como guía de las decisiones de industrialización, podría pasarse a una etapa en la que el aceite adquiera mayor relevancia en la ecuación.



FINANZAS

Se agranda el menú de títulos públicos

NICOLAS FERRER

Tras la salida del default, nuevas agencias y jurisdicciones del sector público salen a emitir deuda tanto a largo como corto plazo. Además de realizar un breve comentario sobre las flamantes colocaciones, destacamos dos títulos que resaltaron entre la abulia del Panel Principal del mercado accionario doméstico.

Históricamente, una de las deficiencias crónicas del mercado de capitales doméstico ha sido el nivel relativamente bajo de capitalización en papeles corporativos de renta variable en términos del tamaño de la economía –obstáculo que dificulta los procesos de llegada de flujos de inversión desde el exterior. No obstante, por el momento dicha escasez de alternativas para la colocación de fondos se ve compensada por la búsqueda de financiamiento del sector público, el cual ha expandido el abanico de títulos a disposición, con mayor variedad de

condiciones y nuevas jurisdicciones saliendo al ruedo.

En primera instancia, el Tesoro nacional se ha sumado a la emisión de títulos a corto plazo, la cual hasta el momento había sido a nivel estatal monopolizada por las Lebac. La nueva oferta del Tesoro surge por partida doble. Con un horizonte más cercano y estando denominadas en dólares estadounidenses se encuentran las Letras del Tesoro (o LETES), detalladas a continuación:

Las mismas se vuelven una alternativa atractiva para quienes desean incrementar su exposición hacia la moneda extranjera de cara a un posible escenario de bajas en las tasas licitadas en Lebac, aunque con un plazo suficientemente corto como para reposicionarse en renta variable si las perspectivas macroeconómicas mejoran hacia el segundo semestre. Se debe destacar también que el Ministerio de Hacienda y Finanzas Públicas de la Nación en su informe de resultados de la colocación declaró que buscaría recaudar hasta u\$s 3.000 millones a lo largo del año a través de este medio, con lo cual no sería suficiente renovar estas nuevas emisiones, sino que deberá expandirse el volumen colocado.

Un simple ejercicio nos permite apreciar alrededor de qué punto estos títulos se vuelven más atractivos que las ya tradicionales Lebac. Si tomamos como ejemplo la tasa anualizada de estas últimas a 98 días correspondiente a la licitación del último martes (34%) - con vencimiento el 10/08 - veremos que, si utilizamos el tipo de cambio de referencia Com. 3500 "A", cualquier valor del mismo por encima de \$15,28 / u\$s significará que la opción ofrecida por el tesoro es más atractiva. El ejemplo peca de diversos supuestos, pero sin embargo refleja cómo el mercado por el momento prevé una tasa

Cuadro N° 1: Letras del Tesoro emitidas el 5/5/16

Plazo	91 días	182 días
Vencimiento	08/08/2016	07/11/2016
Cupón	Cero	
Moneda	u\$s	
Monto adjudicado (M de u\$s)	223	224
Monto demandado (M de u\$s)	225	260
TNA de corte	3,50%	3,89%





AÑO XXXIII – N° 1757 – VIERNES 6 DE MAYO DE 2016

Cuadro N° 2: BONAC 2017

Plazo	1 año
Vencimiento	09/05/2017
Moneda	\$
Cupón	Tasa LEBAC más cercana a 90 días (o BADLAR 35 días + 290pb)
Frecuencia de pago	Trimestral
Monto adjudicado (M de \$)	10.584
Monto demandado (M de \$)	13.968
Precio	\$1.000 por c/ NV \$1.000

de depreciación del peso en línea con la apuntada por dicha relación, considerando que los futuros de dólar operados en ROFEX con vencimiento en julio habían ajustado el día jueves cerca de los \$15,26.

Por otro lado, el Tesoro también colocó bonos a tasa variable denominados en pesos con vencimiento a un año (BONAC 2017), detallado en el cuadro N° 2. Estos títulos a diferencia de las Letes, verán su rendimiento determinado por la evolución de las tasas operadas en Lebac, lo cual implica que si suponemos una relación inversa entre estas últimas y el tipo de cambio, las nuevas emisiones se comportaran de manera opuesta con respecto a su evolución. A nivel provincial, Neuquén ha sido la primera jurisdicción en tomar la posta del nivel federal en la carrera de la emisión de títulos de deuda. La provincia patagónica pudo obtener unos u\$s 235 millones a través de la colocación de un

bono a 12 años con un rendimiento del 8,625%, algo por debajo de la referencia inicial del 9%.

Una adquisición de alto perfil en el mercado accionario local

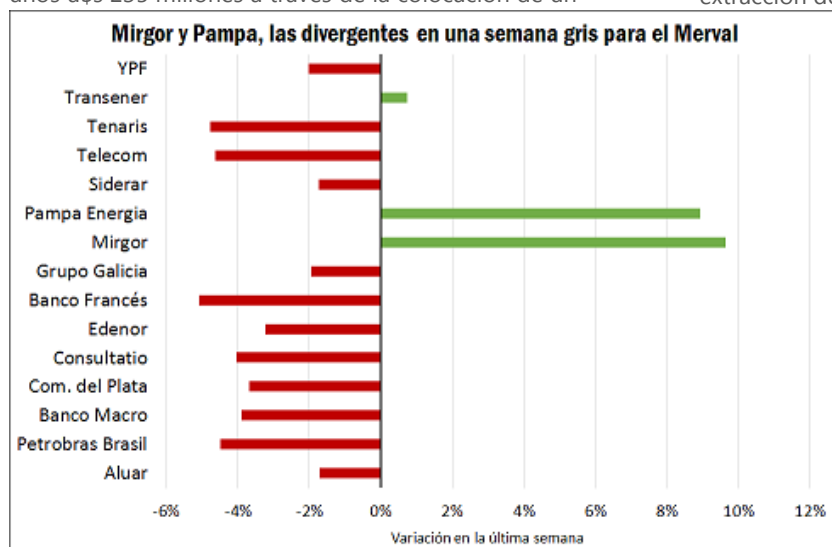
El Merval mostró un saldo bajista para la semana a espaldas de la mala performance del grueso de los títulos del Panel Principal. La jornada del martes vino de la mano de un combo de debilidad en las plazas externas y ausencia de cambios significativos en la curva de Lebac (de 38% a 37,5% para colocaciones a 35 días).

A nivel externo, la baja del petróleo ante el incremento en el ritmo de extracción en países de la OPEP afectó sensiblemente a las plazas norteamericanas, mientras que indicadores de actividad industrial de China y el Reino Unido mostraron nuevas contracciones. No obstante el pobre desempeño del mercado local ante el contagio, dos títulos evadieron la abulia de la plaza.

Por un lado, Pampa Energía cerró la semana con un alza de casi 9%, tras materializar la compra de un 67,2% del capital accionario de Petrobras Argentina por 892 millones de dólares, en el marco de la liquidación de activos que la empresa brasilera se encuentra realizando en Argentina y Chile. El remanente, correspondiente a concesiones de potenciales áreas de extracción de gas natural y campos de producción en

Bolivia, quedará en manos de esta última.

La otra compañía divergente es Mirgor, una de las recientemente incorporadas a la ponderación del índice Merval. La empresa resolvió, en una reunión de asamblea realizada el pasado viernes, distribuir dividendos en efectivo por \$40 millones (o unos \$0,66 por cada acción con un VN de \$0,1). A su vez, también se decidió distribuir dividendos en acciones por \$12 millones, aumentando el capital social hasta \$18 millones y resultando en un split de 3 a 1 que permitirá dar mayor liquidez al sus títulos





AÑO XXXIII – N° 1757 – VIERNES 6 DE MAYO DE 2016

PANEL DE MERCADO DE CAPITALES

Panel del mercado de capitales

Mercado de Capitales Regional

Plazo	Tasa promedio		Monto contado		N° Operaciones	
	Semana 29/04	Semana 22/04	Semana 29/04	Semana 22/04	Semana 29/04	Semana 22/04
MAV: CHEQUES DE PAGO DIFERIDO AVALADOS						
0-30 días	26,36	17,73				
31-60 días	22,60	18,41				
61-90 días	22,06	18,68				
91-120 días	22,81	18,63				
121-180 días	23,27	19,85				
181-365 días	24,6	20,47				
Total			31.231.119	35.993.087	313	457

MAV: CAUCIONES

Plazo	Tasa promedio		Monto contado		N° Operaciones	
	Semana Actual	Semana Anterior	Semana Actual	Semana Anterior	Semana Actual	Semana Anterior
Hasta 7 días	36,87	37,05	274.020.663	282.836.105	1.690	1.614
Hasta 14 días	36,24	35,49	30.082.730	24.778.579	176	179
Hasta 21 días		37,50		15.000		4
Hasta 28 días	36,00	35,95	692.118	283.956	3	4
> 28 días	37,15	35,85	3.233.319	1.179.728	6	19

Mercado de Capitales Argentino

06/05/16

Acciones

Variable	Valor al cierre	Retorno			Beta		PER		VolProm diario (5 días)
		Semanal	Interanual	Año a la fecha	Emp.	Sector	Emp.	Sector	
MERVAL	13.453,91	-1,93	11,01	15,28					
MERVAL ARG	12.987,90	-0,82	19,05	3,78					
Aluar	\$ 9,80	-1,71	5,05	-16,60	1,07	1,04	36,90	18,46	210.914
Petrobras Brasil	\$ 51,95	-4,50	-10,59	74,33	1,25	0,78	0,00	7,12	784.583
Banco Macro	\$ 87,80	-3,89	38,74	10,13	1,06	1,03	10,32	11,29	134.704
Com. del Plata	\$ 3,13	-3,68	-10,03	-12,29	0,82	0,67	1,26	0,63	1.914.256
Consultatio	\$ 35,65	-4,04	52,05	6,98	0,53	0,67	7,47	0,63	32.228
Edenor	\$ 10,50	-3,23	17,32	-15,66	1,32	0,26	8,36	1,67	209.914
Banco Francés	\$ 96,80	-5,10	33,74	7,14	1,19	1,03	13,90	11,29	74.510
Grupo Galicia	\$ 40,00	-1,96	59,50	8,70	0,98	1,03	12,12	11,29	365.216
Mirgor	\$ 1.450,00	9,65	611,54	168,02	0,69	1,03	16,44	11,29	12.930
Pampa Energia	\$ 12,80	8,94	62,44	10,34	1,07	0,67	5,96	0,63	1.104.686
Siderar	\$ 6,73	-1,74	-2,01	-15,84	1,13	1,04	18,47	18,46	677.346
Telecom	\$ 51,50	-4,63	2,18	11,96	1,01	1,04	14,95	18,46	41.148
Tenaris	\$ 183,50	-4,77	2,46	12,92	0,92	1,04	0,00	18,46	32.030
Transener	\$ 6,79	0,74	25,74	-17,90	1,31	1,31	56,17	56,17	181.391
YPF	\$ 283,50	-2,02	-21,34	28,89	1,02	0,78	24,21	7,12	42.962

Títulos Públicos del Gobierno Nacional

Variable	Valor al cierre	Var. Semanal	TIR	Duration	Cupón	Próximo pago cupón
EN DÓLARES						
Bonar X (AA17)	1440,0	-0,69	4,74	0,90	7,00%	17/10/2016
Bonar 24 (AY24)	1604,0	-0,77	6,72	4,34	8,75%	07/05/2016
Discount u\$s (DICA)	2110,0	-2,45	8,25	7,50	8,28%	30/06/2016
Bonar 20 (AO20)	1560,0	1,76	6,18	3,68	8,00%	08/10/2016
DOLLAR-LINKED						
Bonad 16 (AO16)	1389,0	-0,32	7,10	0,45	1,75%	NULL
Bonad 17 (AF17)	1350,0	0,00	7,47	0,75	0,75%	22/08/2016
Bonad 18 (AM18)	1285,0		8,94	1,74	2,40%	18/09/2016
EN PESOS						
Bogar 18 (NF18)	118,8			0,12	2,00%	04/06/2016
Par \$ Ley Arg. (PARP)	254,0			15,44	0,63%	30/09/2016
Discount \$ Ley Arg. (DICP)	518,0	0,97		0,01	5,83%	30/06/2016

Mercado Accionario Internacional

Variable	Valor al cierre	Retorno			Máximo
		Semanal	Interanual	Año a la fecha	
ÍNDICES EE.UU.					
Dow Jones Industrial	17.740,63	-0,19%	-1,02%	1,81%	18.351,36
S&P 500	2.057,14	-0,44%	-1,52%	0,60%	2.134,72
Nasdaq 100	4.330,17	-0,26%	-1,62%	-5,73%	4.816,35
ÍNDICES EUROPA					
FTSE 100 (Londres)	6.125,70	-1,86%	-11,05%	-1,87%	7.122,74
DAX (Frankfurt)	9.869,95	-1,68%	-13,48%	-8,13%	12.390,75
IBEX 35 (Madrid)	8.702,10	-3,59%	-22,17%	-8,82%	16.040,40
CAC 40 (Paris)	4.301,24	-2,89%	-13,41%	-7,24%	6.944,77
OTROS ÍNDICES					
Bovespa	51.694,95	-4,12%	-9,20%	19,23%	73.920,38
Shanghai Shenzhen Composite	2.913,41	-0,85%	-29,15%	-17,68%	6.124,04
Nikkei 225	16.106,72	-3,36%	-16,51%	-15,38%	38.915,87





AÑO XXXIII – N° 1757 – VIERNES 6 DE MAYO DE 2016

MONITOR DE COMMODITIES GRANOS

Monitor de Commodities Granos

Mercado Físico de Granos de Rosario

06/05/16

Plaza/Producto	Entrega	5/5/16	29/4/16	8/5/15	Var. Sem.	Var. Año
PRECIOS SPOT, CACR						
S/t						
Trigo	Disp.	2.380	2.250	970	↑ 5,8%	↑ 145,4%
Maíz	Disp.	2.800	2.800	1.000	→ 0,0%	↑ 180,0%
Girasol	Disp.	4.150	4.150	1.880	→ 0,0%	↑ 120,7%
Soja	Disp.	3.590	3.610	1.945	↓ -0,6%	↑ 84,6%
Sorgo	Disp.	2.000	2.000	1.030	→ 0,0%	↑ 94,2%
FORWARD O FUTUROS						
US\$/t						
Trigo	Dic/Ene	163,0	165,0	144,0	↓ -1,2%	↑ 13,2%
Maíz	Mar/May	152,0	153,0	129,5	↓ -0,7%	↑ 17,4%
Soja	Abr/May	253,0	253,0	229,5	→ 0,0%	↑ 10,2%

* 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

06/05/16

Producto	Posición	6/5/16	29/4/16	8/5/15	Var. Sem.	Var. Año
ENTREGA CERCANA						
US\$/t						
Trigo SRW	Disp.	166,5	175,6	175,1	↓ -5,2%	↓ -4,9%
Trigo HRW	Disp.	162,0	171,0	187,6	↓ -5,2%	↓ -13,6%
Maíz	Disp.	148,0	153,6	141,1	↓ -3,7%	↑ 4,9%
Soja	Disp.	377,1	375,2	361,7	↑ 0,5%	↑ 4,2%
Harina de soja	Disp.	376,1	366,1	347,4	↑ 2,7%	↑ 8,2%
Aceite de soja	Disp.	723,3	724,9	723,1	↓ -0,2%	↑ 0,0%
ENTREGA A COSECHA						
US\$/t						
Trigo SRW	Jul	170,4	179,5	176,9	↓ -5,1%	↓ -3,7%
Trigo HRW	Jul	166,6	175,8	186,8	↓ -5,2%	↓ -10,8%
Maíz	Dic	151,5	155,6	148,9	↓ -2,7%	↑ 1,7%
Soja	Nov	375,5	370,3	349,8	↑ 1,4%	↑ 7,4%
Harina de soja	Dic	371,8	363,5	337,2	↑ 2,3%	↑ 10,3%
Aceite de soja	Dic	741,6	744,0	729,9	↓ -0,3%	↑ 1,6%
RELACIONES DE PRECIOS						
Soja/maíz	Disp.	2,55	2,44	2,56	↓ 4,3%	↓ -0,6%
Soja/maíz	Nv/Dc	2,48	2,38	2,35	↑ 4,2%	↑ 5,5%
Trigo blando/maíz	Disp.	1,13	1,14	1,24	↓ -1,6%	↓ -9,3%
Harina soja/soja	Disp.	1,00	0,98	0,96	↑ 2,2%	↑ 3,8%
Harina soja/maíz	Disp.	2,54	2,38	2,46	↑ 6,6%	↑ 3,2%
Cont. aceite en crushing	Disp.	0,31	0,31	0,32	↓ -2,0%	↓ -5,3%

Precios de exportación de granos. FOB varios orígenes

06/05/16

Origen / Producto	Entrega	5/5/16	29/4/16	8/5/15	Var. Sem.	Var. Año
TRIGO						
US\$/t						
ARG 12,0% - Up River	Jun/Jul	200,0	200,0	235,0	→ 0,0%	↓ -14,9%
EE.UU. HRW - Golfo	Cerc.	197,6	197,5	231,6	↑ 0,1%	↓ -14,7%
EE.UU. SRW - Golfo	Cerc.	192,2	195,7	200,8	↓ -1,8%	↓ -4,3%
FRA Soft - Rouen	May/Jun	164,0	165,2	175,2	↓ -0,7%	↓ -6,4%
RUS 12,5% - Mar Negro prof.	Cerc.	190,0	185,0		↑ 2,7%	
RUS 12,5% - Mar Azov	Cerc.	174,0	165,0		↑ 5,5%	
UCR Feed - Mar Negro	Cerc.		167,0	181,0		↓ -6,6%
MAIZ						
ARG - Up River	Jun	176,7	175,1	170,7	↑ 0,9%	↑ 3,5%
BRA - Paranaguá	Ago	173,0				
EE.UU. - Golfo	Cerc.	167,2	175,5	173,3	↓ -4,7%	↓ -3,5%
UCR - Mar Negro	Cerc.	182,5	182,5	170,0	→ 0,0%	↑ 7,4%
SORGO						
ARG - Up River	Cerc.	156,0	161,0	148,0	↓ -3,1%	↑ 5,4%
EE.UU. - Golfo	Cerc.	155,1	160,4	217,9	↓ -3,3%	↓ -28,8%
SOJA						
ARG - Up River	Jun	379,2	387,5	371,5	↓ -2,1%	↑ 2,1%
BRA - Paranaguá	Cerc.	392,8	403,7	384,8	↓ -2,7%	↑ 2,1%
EE.UU. - Golfo	Cerc.	382,3	394,6	394,7	↓ -3,1%	↓ -3,1%





AÑO XXXIII – N° 1757 – VIERNES 6 DE MAYO DE 2016

TERMÓMETRO MACRO

TERMÓMETRO MACRO

Variables macroeconómicas de Argentina

06/05/16

Variable	Hoy	Semana pasada	Mes pasado	Año pasado	Var anual (%)
TIPO DE CAMBIO					
USD Com. "A" 3.500 BCRA	\$ 14,236	\$ 14,426	\$ 14,691	\$ 8,826	61,29%
USD comprador BNA	\$ 14,000	\$ 14,200	\$ 14,400	\$ 8,730	60,37%
USD Bolsa MEP	\$ 14,132	\$ 14,447	\$ 14,609	\$ 12,099	16,81%
USD Rofex 3 meses	\$ 15,590				
USD Rofex 9 meses	\$ 17,560				
Real (BRL)	\$ 4,06	\$ 3,94	\$ 4,01	\$ 2,79	45,57%
EUR	\$ 16,18	\$ 16,20	\$ 16,64	\$ 9,49	70,47%
MONETARIOS (en millones)					
Reservas internacionales (USD)	35.035	29.239	29.886	32.688	7,18%
Base monetaria (ARS)	565.377	578.466	594.243	450.064	25,62%
Reservas Internacionales Netas ¹ (USD)	16.024	10.355	10.127	17.376	-7,78%
Títulos públicos en cartera BCRA (ARS)	824.694	813.453	815.132	505.746	63,06%
Billetes y Mon. en poder del público (Al)	391.137	395.474	397.329	314.463	24,38%
Depósitos del Sector Privado en ARS	893.731	900.018	894.056	693.250	28,92%
Depósitos del Sector Privado en USD	11.787	11.830	11.939	7.461	57,98%
Préstamos al Sector Privado en ARS	775.856	769.823	767.493	593.527	30,72%
Préstamos al Sector Privado en USD	4.708	4.541	3.956	4.027	16,91%
M ₂ ²	920.130	908.458	950.402	758.712	21,28%
TASAS					
BADLAR bancos privados	27,75%	22,81%	29,81%	20,31%	7,44%
Call money en \$ (comprador)	36,00%	38,00%	36,50%	24,00%	12,00%
Cauciones en \$ (hasta 7 días)	37,05%	37,55%	35,74%	21,30%	15,75%
LEBAC 3 meses	34,00%	34,00%	34,00%	25,97%	8,03%
Tasa anual implícita DLR Rofex (Pos. Cer)	34,16%	1,65%		23,63%	10,53%
COMMODITIES					
Petróleo (WTI, NYMEX)	\$ 44,55	\$ 39,79	\$ 37,75	\$ 50,09	-11,06%
Oro (Londres, UK)	\$ 1.289,00	\$ 1.217,60	\$ 1.221,40	\$ 1.197,00	7,69%
Plata	\$ 17,47	\$ 15,22	\$ 15,06	\$ 16,89	3,43%

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

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

