



AÑO XXXIV – N° 1786 – VIERNES 25 DE NOVIEMBRE DE 2016



**TRANSPORTE**

**El comercio marítimo mundial creció un 2,1% en el año 2015**

ALFREDO SESÉ

Con un crecimiento del 2,1% en el 2015 versus el 2014, el comercio marítimo internacional mostró un magro desempeño frente a la media histórica. Esa tasa, además, resultó inferior a las registradas durante la última década, cuando los volúmenes fueron mayores por la fuerte demanda de importaciones de China.

Página 2

**¿Hay un límite para el tamaño de los buques?**

ALFREDO SESÉ

Este es un tema de discusión entre los expertos debido a las implicancias que tiene para los distintos eslabones que componen la cadena logística. Por eso nos pareció interesante transcribir las ideas contenidas en un apartado de la "2016 Review of Maritime Transport" de la UNCTAD, publicada en noviembre.

Página 4



**COMMODITIES**

**Realidad y perspectivas del crushing de soja en Argentina y EE.UU.**

EMILCE TERRÉ

Argentina batió su récord en volumen procesado de soja para el primer trimestre del año en este 2016, mientras que EE.UU. lleva molido desde el inicio de su campaña comercial el segundo mayor volumen en su historia. Hora de detenerse a analizar dónde estamos en crushing y qué puede depararnos el futuro próximo.

Página 5

**El aceite de soja da impulso al complejo**

EMILCE TERRE

El rally alcista del aceite de soja ha dado fortaleza al grano, que cierra la semana en suba en CME. El mercado local se hizo eco de la suba y el productor comienza a soltar el grano. La recuperación de los márgenes de procesamiento se siente y la cadena sojera argentina se pone en movimiento.

Página 9

**Entra trigo, sale maíz**

SOFÍA CORINA Y EMILCE TERRÉ

El trigo arranca la nueva campaña a todo motor, sumando compras por más de 3 Mt del grano 2016/17 mientras que el maíz comienza a despedir el ciclo 2015/16 poniendo el pie en el desacelerador: con precios estables, los negocios se atan sobre todo a necesidades puntuales de compra.

Página 11



**FINANZAS**

**El diagnóstico reservado para la economía local mantiene en vilo al mercado**

NICOLÁS FERRER

Leer los titulares de las principales fuentes periodísticas en las últimas semanas significaba exponerse a una alta probabilidad de encontrar pesimismo respecto a la coyuntura económica local. El calendario de indicadores para septiembre y octubre se llenó de señales adversas. En renta variable, no obstante, persistieron moderados recortes de las pérdidas que tuvieron lugar tras las elecciones norteamericanas. El Central, tras mostrarse firme en el pasado reciente, ha dado lugar a fuertes recortes en su tasa de referencia. ¿Sabrá algo que el resto no?

Página 13

DESCARGA PDF

EDICIONES ANTERIORES

Estadísticas

PANEL DE CAPITALES

MONITOR DE COMMODITIES

TERMÓMETRO MACRO

DONDE ESTÁN





AÑO XXXIV – N° 1786 – VIERNES 25 DE NOVIEMBRE DE 2016



**TRANSPORTE**

**El comercio marítimo mundial creció un 2,1% en el año 2015**

ALFREDO SESÉ

Con un crecimiento del 2,1% en el 2015 versus el 2014, el comercio marítimo internacional mostró un magro desempeño frente a la media histórica. Esa tasa, además, resultó inferior a las registradas durante la última década, cuando los volúmenes fueron mayores por la fuerte demanda de importaciones de China.

De la **“Review of Maritime Transport”** del año 2016, publicada por la UNCTAD (*United Nations Conference on Trade and Development*) en noviembre del corriente año, vamos a extraer algunos datos sobre el comercio marítimo mundial.

En el primer cuadro puede verse la evolución que ha tenido el comercio marítimo internacional, medido en millones de toneladas, en algunos años seleccionados.

De acuerdo con esta publicación, los envíos se expandieron un 2,1 por ciento, un ritmo notablemente más lento que el promedio histórico y por debajo de las tasas registradas durante la última década, cuando los volúmenes fueron mayores por la fuerte demanda de importaciones de China. Por ejemplo, el aumento del comercio marítimo internacional del año 2014 con respecto al 2013 fue del 3,5%.

La evolución varió según el país y los segmentos de mercado, mientras que el comercio de los buques tanque tuvo un desempeño relativamente mejor que cualquier otro sector. Una de las principales influencias en el comercio marítimo en 2015 fue China. Durante la última década, China ha aportado las mayores proporciones de crecimiento del volumen de las importaciones, especialmente en las de productos a granel, que cayeron en 2015.

Según la UNCTAD, el crecimiento del comercio marítimo en toneladas-millas, que proporciona una medida más

precisa de la demanda de capacidad de transporte de buques, teniendo en cuenta las distancias recorridas, también se desaceleró ya que totalizó un estimado de 53.600 millones de toneladas-millas, por encima de un estimado de 52.700 millones de toneladas-millas en 2014, es decir un incremento del 1,7%.

Asimismo, se destaca que en 2015 los envíos de carga seca (*dry cargo*) representaron el 70,7 por ciento del total de los volúmenes de comercio marítimo, incluidos los cinco principales productos básicos a granel (mineral de hierro, carbón, grano, bauxita y alúmina, fosfato de roca, mercancías de menor importancia y el comercio en contenedores y la carga general/*break bulk*), mientras que el resto se componía del comercio de buques tanque, incluidos el petróleo crudo, los productos petrolíferos y el gas.

Como se ha señalado en los párrafos anteriores, el aumento del comercio mundial de mercancías fue del 2,1 por ciento aunque la economía mundial registró un crecimiento del 2,5 por ciento en 2015.

En 2015, los envíos de carga seca aumentaron un 1,2 por ciento, un ritmo mucho más lento que el crecimiento del 5 por ciento en 2014. El comercio de productos secos a granel ascendió a 4,8 mil millones de toneladas, con un descenso de 0,2 por ciento. El crecimiento se vio limitado por una caída en los envíos de los cinco principales productos a granel, en particular el carbón, que disminuyó un 6,9%, por

**Cuadro N° 1. Evolución del comercio marítimo mundial (años seleccionados)**

Año	Millones de toneladas	Año	Millones de toneladas
1970	2.605	2011	8.784
1980	3.704	2012	9.197
1990	4.008	2013	9.514
2000	5.984	2014	9.843
2010	8.409	2015	10.047
<b>2015 versus 2014</b>		<b>2,1%</b>	

Fuente: *Elaboración propia sobre la base de UNCTAD “Review of Maritime Transport 2016”* ([http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/rmt2016\\_en.pdf](http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/rmt2016_en.pdf), acceso 24/11/16).





AÑO XXXIV – N° 1786 – VIERNES 25 DE NOVIEMBRE DE 2016

**Cuadro N° 2. Distribución de las cargas de acuerdo con las flotas de cada tipo de buque**

Tipos de buques	Capacidad total de cargas
Buques que transportan petróleo	503 millones de dwt
Buques 'dry bulk' (que transportan mineral de hierro, granos, carbón y otros)	779 millones de dwt
Buques que transportan cargas generales	75 millones de dwt
Buques contenedores	245 millones de dwt
Otros tipos de buques	Aprox.205 millones de dwt

Fuente: Elaboración propia sobre la base de UNCTAD "Review of Maritime Transport 2016" ([http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/rmt2016\\_en.pdf](http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/rmt2016_en.pdf), acceso 24/11/16).

primera vez en aproximadamente tres décadas.

La desaceleración de las inversiones en construcción e infraestructura de China y la disminución de la producción de acero han afectado al comercio de mineral de hierro, que representó el 13,6%. Estando muy concentrado en China, el comercio de mineral de hierro se expandió un 1,9 por ciento en 2015, con una desaceleración muy significativa desde el 12,5 por ciento en 2014.

Al comienzo de 2016 la flota mundial de cargas llegó a 1.807 millones de dwt. El acrónimo "dwt" (del término en inglés *deadweight tonnage*), también llamado "tonelaje de peso muerto" (TPM), tonelaje de porte bruto, consiste en la medida para determinar la capacidad de carga sin riesgo de una embarcación, cuyo valor se expresa en toneladas métricas. Consiste en la suma de las masas (en lenguaje cotidiano pesos) que transporta un buque, e incluye el cargamento, el combustible propio del buque, las provisiones, el agua dulce para consumo humano, el agua de lastre, la tripulación, los pasajeros y sus

equipajes.

El término se usa frecuentemente para indicar el máximo peso muerto, es decir su tonelaje de peso muerto cuando el barco se encuentra completamente cargado, de modo que su francobordo esté en el punto de sumersión. Este porte bruto es la diferencia entre el desplazamiento de un buque a plena carga y el desplazamiento en rosca (buque vacío propiamente dicho).

Al referirnos a la flota mundial de cargas, estamos sumando los DWT de cada una de los buques que componen la misma, lo cual puede apreciarse en el cuadro N° 2.

En el Cuadro N° 3 se detallan los diez países o territorios propietarios de las flotas más grandes al 01/01/2016. La información ha sido extraída de la Tabla 2.3 de la **Review of Maritime Transport 2016** e indica el país o economía en la que la empresa que tiene la principal responsabilidad comercial por la embarcación se encuentra localizada, ordenada en forma decreciente por dwt.

**Cuadro N° 3. Distribución de los buques y capacidades de carga entre las economías de las empresas propietarias**

País o región económica	Cantidad de buques	Capacidad de cargas
Grecia	4.136	293.087 miles de dwt
Japón	3.969	228.980 miles de dwt
República Popular China	4960	158.884 miles de dwt
Alemania	3161	119.181 miles de dwt
Singapur	2553	95.312 miles de dwt
Hong Kong (China)	1448	87.375 miles de dwt
República de Corea	1634	78.834 miles de dwt
Estados Unidos	1995	60.279 miles de dwt
Reino Unido	1329	51.441 miles de dwt
Bermuda	418	48.453 miles de dwt

Fuente: Elaboración propia sobre la base de UNCTAD "Review of Maritime Transport 2016" ([http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/rmt2016\\_en.pdf](http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/rmt2016_en.pdf), acceso 24/11/16).





**AÑO XXXIV – N° 1786 – VIERNES 25 DE NOVIEMBRE DE 2016**

Los países o territorios mencionados en el Cuadro N° 3 tienen buques con un desplazamiento de aproximadamente 1.222 millones de dwt, es decir el 68% del total mundial.



## TRANSPORTE

### ¿Hay un límite para el tamaño de los buques?

ALFREDO SESÉ

**Este es un tema de discusión entre los expertos debido a las implicancias que tiene para los distintos eslabones que componen la cadena logística. Por eso nos pareció interesante transcribir las ideas contenidas en un apartado de la "2016 Review of Maritime Transport" de la UNCTAD, publicada en noviembre.**

Dada la importancia del tema, por los efectos que tiene sobre los distintos eslabones que componen la cadena logística (cargadores, transportistas, puertos, entre muchos otros), creemos interesante transcribir a continuación las ideas principales contenidas en la página 39 de la **"Review of Maritime Transport"** del año 2016, publicada este mes de noviembre por la UNCTAD y que hacen foco en el tamaño de los buques. El título de ese apartado es **"How big is too big?"**, que podría traducirse como ¿Qué tamaño es demasiado grande? La transcripción del apartado es, en realidad, una traducción libre pero creemos que refleja el espíritu de la nota y de su autor original.

"Los buques portacontenedores nunca han sido más grandes que en la actualidad y los valores de los fletes rara vez han sido menores. En marzo de 2016, la flota de buques de contenedores inactivos se situó en 1,6 millones de TEU's [abreviatura de *Twenty-Foot Equivalent Unit* o Unidad Equivalente a Veinte Pies]. En junio de 2016, por ejemplo, un remitente podía pagar menos de U\$S 800 por un contenedor de 40 pies enviado desde Shanghai a la costa oeste de Norteamérica.

La oferta excesiva de tonelaje es el resultado de decisiones de inversión pasadas y de un crecimiento de

la demanda más lento de lo esperado. Cuando se ordenó la construcción de los buques que entran actualmente en el mercado, los propietarios que colocaron las órdenes esperaban que la economía en 2016 fuera más fuerte. Los transportistas individuales suelen responder a esta situación intentando reducir los costos y a menudo invirtiendo en grandes buques portacontenedores modernos para ahorrar costos de combustible y lograr economías de escala y buscando fusiones para controlar mejor el mercado, que es necesario para llenar los nuevos buques grandes. Esto tiene sentido desde una perspectiva de empresa individual, pero desde una perspectiva más amplia tiene tres consideraciones adicionales:

En primer lugar, los buques antiguos pueden ser reemplazados, pero no salir del mercado. La sobrecapacidad por lo general permanece, a menos que se deseche y la mayor parte de la flota de buques contenedores es demasiado nueva para ser desguazada. Al final, todos los transportistas se enfrentan a fletes históricamente bajos. La sobreinversión no es del interés del negocio de línea regular.

En segundo lugar, los buques más grandes pueden recortar los costos unitarios de los transportistas, pero los costos totales del sistema no se reducen y podrían aumentar. Los costos de los mega-buques al sistema logístico pueden superar los beneficios. Los costos adicionales para los puertos, las compañías de seguros, los proveedores de transporte en el futuro y la estructura global de la red (es decir, con más transbordos pero menos servicios directos) conducen a mayores costos totales del sistema a medida que crecen los tamaños de los buques. Esto se aplica no sólo a los puertos y rutas que tienen que acomodar a los buques más grandes, sino que, debido a un efecto en cascada, también es relevante en muchos mercados de países más pequeños y en desarrollo. La inversión excesiva no es del interés de los socios logísticos de los transportistas.

En tercer lugar, a medida que los buques se hacen más grandes, necesitan ser llenados de carga. Como resultado, hay espacio para un menor número de operadores en los mercados individuales, lo que conduce a un proceso continuo de concentración. Si





AÑO XXXIV – N° 1786 – VIERNES 25 DE NOVIEMBRE DE 2016

bien los fletes más bajos pueden ser beneficiosos para los transportistas a corto plazo, a largo plazo existe el peligro de que haya más mercados con estructuras de mercado oligopolísticas. La sobreinversión no está en el interés a largo plazo de los cargadores, al menos en los mercados más pequeños.

Estas razones para no invertir en más y más grandes buques portacontenedores no son relevantes para los transportistas individuales. Como entidad comercial, dicho transportista debe considerar sus retornos y no aceptará permanecer detrás de los competidores. Sin embargo, para algunos transportistas, las des-economías de escala ciertamente se han alcanzado, ya que no pueden cubrir sus costos fijos si los buques no están razonablemente llenos.

A largo plazo, hay margen para una mayor consolidación. Los socios logísticos (puertos y proveedores de servicios ferroviarios y de camiones) harán todo lo posible para adaptarse al tamaño de los barcos en crecimiento y el tamaño óptimo del buque para el sistema logístico será mayor. Mientras tanto, la presión sobre los fletes marítimos continuará y los bajos costos comerciales resultantes pueden ayudar a la economía mundial a recuperarse.”.



## COMMODITIES

### El *crushing* de soja en Argentina y EE.UU.: realidad y perspectivas

EMILCE TERRÉ

Argentina batió su récord en volumen procesado de soja para el primer trimestre del año en este 2016, mientras que Estados Unidos lleva molido desde el inicio de su campaña comercial el segundo mayor volumen en su historia. Esta semana, el aceite de soja en el mercado de Chicago subió hasta tocar su máxima variación diaria permitida, mientras se recuperan los despachos de harina. Es hora de detenerse a analizar dónde estamos en actividad de *crushing* y qué puede depararnos el futuro próximo. En esta nota, los puntos más sobresalientes de un análisis

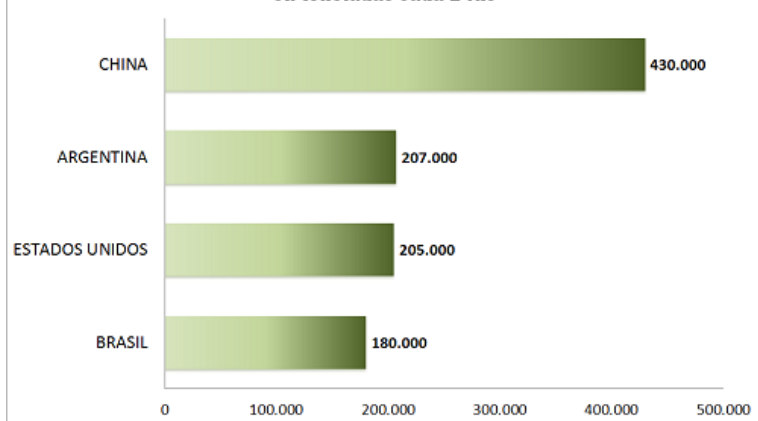
comparado del procesamiento de soja en Argentina y Estados Unidos.

### Argentina: 2° en el *ranking* mundial de procesadores de oleaginosas

Con capacidades de procesamiento de oleaginosas relativamente similares, Argentina y EE.UU. ocupan, respectivamente, el 2° y 3° puesto en el ranking mundial de países en volumen potencial de procesamiento. Nuestro país cuenta con una capacidad instalada de 206.000 toneladas cada 24 horas y Estados Unidos con 205.000 t/24h. Sólo China los supera, con una capacidad de molienda de 430.000 t/día (129 Mt anuales), de la cual sólo utiliza el 60%. Mientras tanto, Brasil tiene una capacidad instalada de procesamiento algo mayor a 180.000 t/día de acuerdo con ABIOVE.

La principal diferencia entre el caso argentino y el resto de los países mencionados es la concentración geográfica de las plantas fronteras adentro, ya que alrededor del 80% de la capacidad de molienda argentina se ubica en la zona del Gran Rosario, listas para despachar los productos derivados de la industrialización a distintos destinos a través de las terminales del Up-River Paraná. Como contracara del perfil netamente exportador de la industria procesadora de soja argentina se encuentra el perfil netamente dirigido al consumo interno de la industria China. Aunque este país puede procesar mucho más poroto que el resto del grupo, las producciones derivadas se

### Capacidad de procesamiento de oleaginosas -en toneladas cada 24hs-



5 / 18

VOLVER



**DIRECCIÓN  
DE INFORMACIONES  
Y ESTUDIOS ECONÓMICOS**  
BCR

Propietario: Bolsa de Comercio de Rosario  
Director: Cont. Julio A. Calzada  
Córdoba 1402 · S2000AWV Rosario · ARG  
Tel: 54 341 525 8300 / 410 2600 Int. 1330  
iyee@bcr.com.ar · [www.bcr.com.ar](http://www.bcr.com.ar)



**AÑO XXXIV – N° 1786 – VIERNES 25 DE NOVIEMBRE DE 2016**

consumen domésticamente. Los otros dos países mencionados, EE.UU. y Brasil, también son importantes exportadores de productos del complejo sojero, pero el consumo doméstico tiene un peso relativo muy superior al de Argentina. Nuestro excedente productivo en los derivados de la industria aceitera hace que nuestro país abastezca la mitad de las compras mundiales de harina y aceite de soja año a año.

**Privilegiar el agregado de valor hacia el frente exportador**

Si nos centramos en la comparativa entre Argentina y Estados Unidos, debe destacarse que si bien Norteamérica produce poco más del doble de soja que

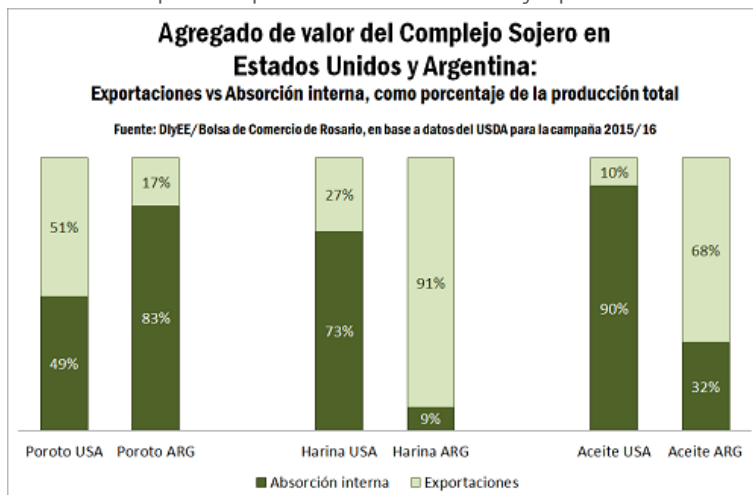
El “bajo” porcentaje de exportaciones de aceite de soja en relación a su producción se explica por la demanda del sector productor de biodiesel, y es, en gran medida, despachado al exterior. De los casi 2.700 millones de litros que se estiman producir en el año 2016, alrededor del 56% se exportaría.

En el gráfico que sigue se compara el consumo doméstico con las exportaciones para cada producto, en términos del porcentaje sobre la producción total respectiva.

**Argentina y EE.UU.: Un análisis de la evolución reciente del crushing**

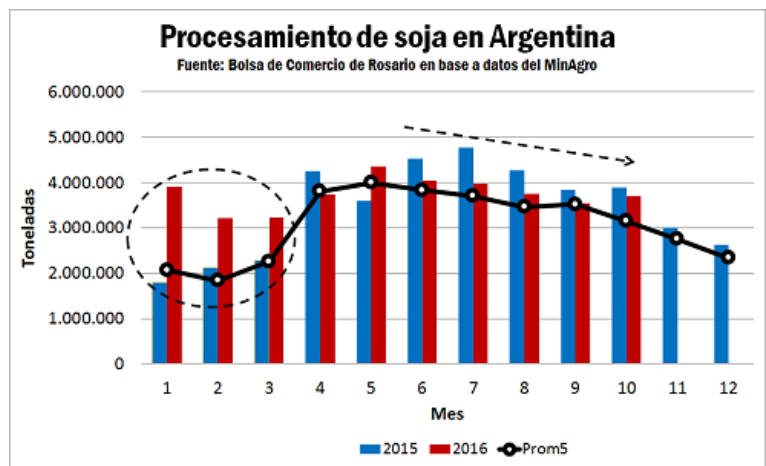
Mientras que Argentina batió récords en volúmenes de procesamiento a comienzos del año 2016 (correspondientes a los últimos meses del ciclo comercial 2014/15) para comenzar a decaer desde mes, Estados Unidos tuvo el inicio de campaña más promisorio de su historia en los meses de septiembre y octubre.

En el ciclo 2015/16 (abril 2015 a marzo 2016), Argentina registró el mayor volumen de procesamiento de soja de su historia con 45,1 Mt, un 17% por encima del año anterior. Desde julio en adelante, todos los meses el volumen procesado superó la media de los últimos cinco años, incluso cuando la disponibilidad de poroto se hace estacionalmente más escasa en Argentina en los meses de verano.



nuestro país, exporta proporcionalmente más poroto que subproductos. Mientras tanto, Argentina ha privilegiado estimular el agregado de valor en la industria procesadora de oleaginosas (similar a lo que hace China).

De este modo, mientras que Estados Unidos exporta el 82% del poroto de soja que produce, el 16% de la harina y apenas el 2% del aceite; en Argentina sólo se exporta el 22% de la producción de grano como tal, mientras que para la harina y el aceite de soja los envíos al exterior representan el 66% y 12% del output anual, según los datos del USDA para la campaña 2015/16.





**AÑO XXXIV – N° 1786 – VIERNES 25 DE NOVIEMBRE DE 2016**

Sólo en enero de 2016, por caso, se industrializaron casi 4 millones de toneladas, prácticamente el doble de lo que es usual para ese mes del año. Al mismo tiempo, el máximo estacional que normalmente se obtiene en el mes de mayo, durante el año 2015 ocurrió recién en julio con un volumen de 4,8 millones de toneladas, máximo histórico para nuestro país.

El fuerte impulso del *crushing* con el correr de los primeros meses del 2016 se explica en parte por el cambio de Presidente en diciembre de 2015 y de las políticas que afectan al agro que devinieron del mismo. A la espera de una rebaja en las retenciones, la actividad comercial estaba prácticamente paralizada a fines del año pasado y se iba acumulando stocks listos para ser procesados.

Una vez que el 17 de diciembre de 2015 se efectiviza la rebaja del 5% en las alícuotas de derechos de exportación para el complejo sojero, entre otras medidas, el retorno a la actividad fue a todo motor dando lugar al trimestre enero-marzo de mayor procesamiento de soja en la historia argentina.

Sin embargo, con el inicio de la nueva campaña 2015/16 en abril de este año, la fortaleza de la actividad de *crushing* comenzó a desinflarse. Por un lado, tenemos el dato obvio de la menor producción: de las 60,2 Mt de poroto que Argentina cosechó en el 2015, en el año 2016 se cayó a 55,3 Mt, según nuestras estimaciones. Pero, fueron las lluvias del mes de abril las que, además de cortar en dos las labores de trilla, pusieron presión sobre la infraestructura de los caminos y obstaculizaron posteriormente la salida del grano de los campos hacia distintos destinos. El fenómeno, por otra parte, repercutió en la condición del poroto que fue levantado.

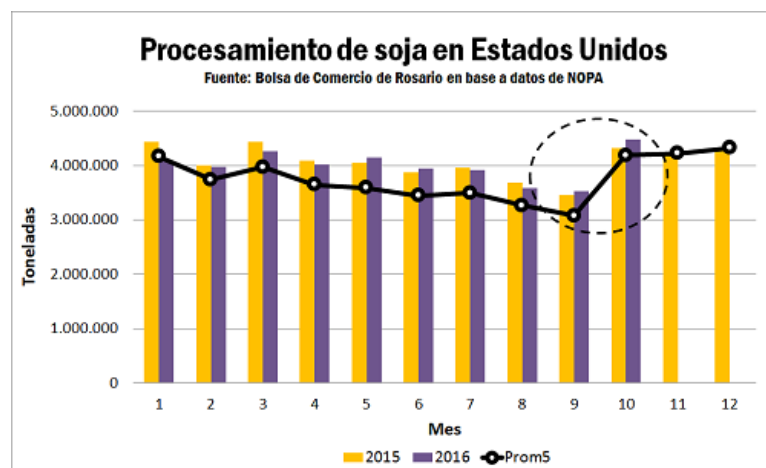
La recepción de grano húmedo y dañado complica su descascarado y con ello la posibilidad de mantener un buen estándar de atributos de calidad en los subproductos (principalmente contenido proteico de la harina y acidez del aceite). En este contexto, se atoraron las entradas de mercadería a las plantas, que, por momentos, debieron evitar de plano la recepción de mercadería por fuera de las tolerancias de recibo, a la que se le aplicaba

además fuertes descuentos. Márgenes de molienda más ajustados y lento *farmer selling* completaron la fotografía, explicando el amesetamiento de la actividad industrial.

Con el correr de los meses, sin embargo, la situación fue normalizándose. Lentamente la harina pudo colocarse en el mercado y hoy se encara el último trimestre del año con un panorama distinto: márgenes parcialmente recuperados, en parte debido a la buena performance del biodiesel en este 2016, altos stocks disponibles de soja en el país y buenas posibilidades de colocación de la mercadería. El volumen de procesamiento sólo en octubre fue de 3,7 millones de toneladas, que si bien quedó por debajo de los 3,9 del año pasado, aún se coloca por encima del 3,1 promedio de los últimos cinco años para un mes de octubre.

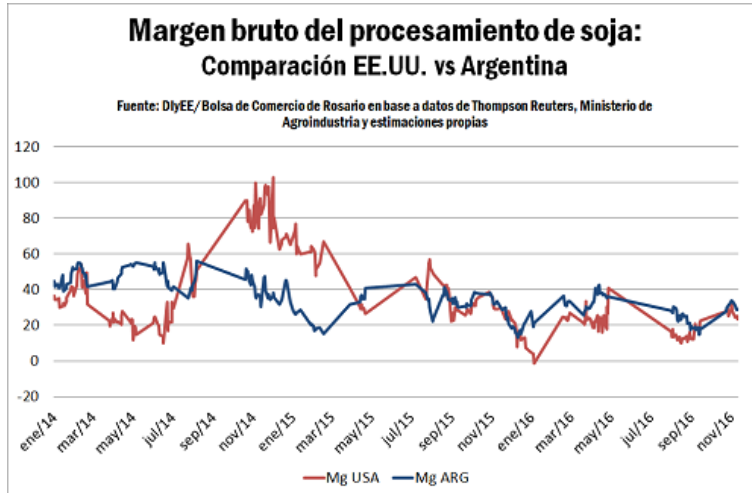
Estados Unidos, por su parte, demostró saber cómo aprovechar el vacío que deja Sudamérica en la provisión de subproductos de soja, en Brasil por escasez estacional y en Argentina por el lento ritmo de venta de los productores que ha sido comentado. De hecho, es probable que hasta enero la participación norteamericana en el comercio mundial permanezca alta, para recién a partir de marzo en adelante Sudamérica pase a tomar la posta.

Según los datos de *National Oilseed Processors Association* (NOPA), los dos primeros meses que van de la campaña 2016/17 se lleva acumulado un volumen de procesamiento de soja en Estados Unidos de 8 Mt, el segundo mayor en los registros (sólo por detrás del





AÑO XXXIV – N° 1786 – VIERNES 25 DE NOVIEMBRE DE 2016



registrado en dos primeros meses de la campaña 2007/08). Sólo la molienda de octubre, por 4,48 Mt, resulta el máximo para el décimo mes del año y el tercero más alto en general en la historia de la molienda de soja en Estados Unidos (tanto en diciembre 2013 como diciembre 2014 se contaron 4,50 millones).

Para cerrar el análisis, vale hacer foco en la evolución del *gross crush margin* o margen bruto de procesamiento que, siguiendo la fórmula del *Chicago Board of Trade* hemos calculado como la sumatoria el precio de los subproductos de soja (harina y aceite) ponderados por la participación en el rinde del poroto menos el valor del grano. De algún modo, se trata de restar al valor de venta de los productos obtenidos por la industrialización de la soja el valor de la materia prima.

En todos los casos hemos tomado los valores FOB a los simples efectos de simplificar la comparación, pero para

Argentina hemos corregido la fórmula presentada restando al precio de cada bien el derecho de exportación diferencial. El gráfico que sigue muestra la evolución de este número en los últimos años.

Puede verse que partiendo de niveles mínimos a fines del 2015/principios del 2016, tanto en Argentina como en Estados Unidos el *crush margin* comenzó una etapa de recuperación hasta promediar el segundo trimestre del año. A partir de allí una nueva caída se extiende hasta cerrado el tercer trimestre, para luego nuevamente emprender una carrera alcista hacia el cierre del año.

En la recuperación de los márgenes de esta última parte del año ha jugado un papel central el aceite de soja, único de los tres productos del complejo que analizamos que mostró una suba en relación al promedio del trimestre anterior.

La suba del aceite se sustenta en tres hechos principales: la retracción de la oferta disponible de aceite de palma en Asia e incrementó la dependencia en soja, la retracción de la actividad en Sudamérica hacia mediados de año que ajustó su output, sumado al impulso que tuvo tanto en Argentina como en Estados Unidos la producción de biodiesel, impulsando la demanda de aceite de soja. Esta semana, el gobierno norteamericano ha de hecho incrementado sorpresivamente el requerimiento de biodiesel para el año 2017, llevando los precios del aceite a tocar su máxima variación diaria permitida en la sesión previa al feriado por Acción de Gracias.

Lo que suceda en adelante dependerá de muchos factores, incluidos hasta dónde llegue la apreciación de la moneda americana en relación al real brasileño y al peso argentino, por la influencia que tiene sobre la competitividad de las respectivas exportaciones, qué suceda con las siembras en Sudamérica y cómo evolucione la alicaída demanda de harina y la potenciada demanda de aceite de soja en el mediano plazo.

**Evolución trimestral de los precios del Complejo Oleaginoso y el Margen Bruto de Crushing**  
-Precios FOB y crush margin en u\$s por tonelada-

TRIMESTRE	ARGENTINA				ESTADOS UNIDOS			
	SOJA	ACEITE	HARINA	MARGEN	SOJA	ACEITE	HARINA	MARGEN
1T-2016	328,67	668,47	297,93	29,63	342,34	692,96	320,88	19,98
2T-2016	363,92	725,64	338,32	35,54	374,36	741,81	356,45	22,99
3T-2016	404,96	757,93	358,29	22,49	408,85	779,11	382,95	14,78
4T-2016 (h/18 Nov)	379,00	778,85	336,00	31,02	387,70	825,34	359,22	27,00
Variación respecto al trimestre inmediato anterior	-6%	-1%	-8%	10%	-3%	0%	-7%	-21%
	11%	9%	14%	20%	9%	7%	11%	15%
	11%	4%	6%	-37%	9%	5%	7%	-36%
	-6%	3%	-6%	38%	-5%	6%	-6%	83%
Variación respecto a igual trimestre del año pasado	74%	88%	73%	129%	85%	88%	73%	32%
	98%	107%	94%	100%	96%	104%	90%	75%
	112%	121%	100%	69%	110%	118%	96%	36%
	108%	116%	104%	115%	109%	120%	104%	107%

Fuente: DlyEE/Bolsa de Comercio de Rosario en base a datos del Ministerio de Agroindustria y Thompson Reuters





AÑO XXXIV – N° 1786 – VIERNES 25 DE NOVIEMBRE DE 2016



**COMMODITIES**

**El aceite da impulso al complejo sojero**

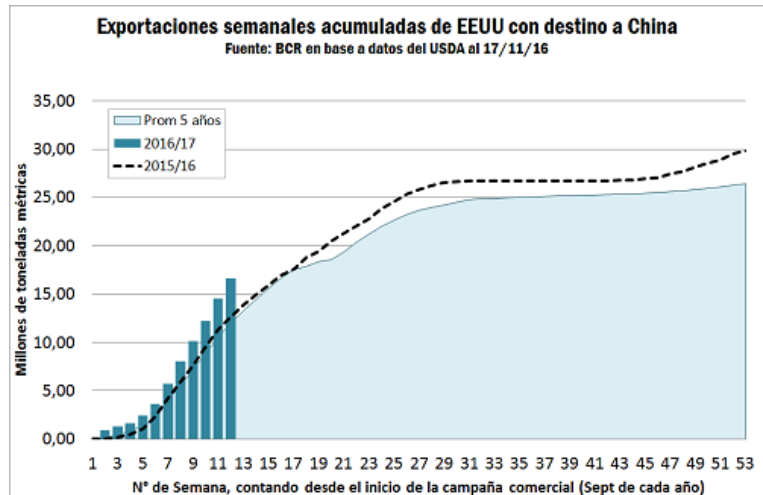
EMILCE TERRÉ

El rally alcista del aceite de soja ha dado fortaleza al poroto, que cierra la semana en suba en Chicago. El mercado local se hizo eco de la suba y el productor comienza a soltar el grano. La recuperación de los márgenes de procesamiento se hacen sentir, y la cadena sojera argentina se pone en movimiento.

La semana pasada decíamos que pese a la oferta de soja récord en la nueva campaña, la demanda parece más que dispuesta a ponerse a la altura. Tanto el *crushing* como la exportación de poroto en Estados Unidos avanzan a paso agigantado, permitiendo en gran medida eludir la baja estacional que normalmente se da en esta época de cosecha en Estados Unidos.

Efectivamente, las ventas estadounidenses de poroto de soja continúan avanzando a paso firme. Para esta semana, el USDA informó exportaciones por 1,8 millones de toneladas, muy por encima del rango de entre 1,2 y 1,5 millones que descontaba el mercado, lo cual colocó a la soja en su valor más alto de los últimos cuatro meses. Las exportaciones a China, puntualmente, suman 16,6 millones de toneladas desde inicios de la campaña, un 32% más que el año pasado a la misma altura del año pasado y un 38% más que el promedio de los últimos cinco años.

Con este escenario general, en la semana el mercado fue tomado por sorpresa con la decisión de Estados Unidos de incrementar el requerimiento de combustibles renovables para el año próximo, lo cual en última instancia se traduce en más demanda de aceite de soja para la fabricación de biodiesel. Apenas conocida la noticia, el mercado de Chicago reaccionó con un fuerte rally alcista en los futuros de aceite de soja, que por



momentos llegaron a tocar su máxima variación diaria permitida.

El cuadro que sigue muestra justamente cómo cambia la ecuación entre lo que se preveía y lo que finalmente se necesitará de combustibles renovables en el próximo año, basado en datos de *Oil World*.

El impulso a la industria del biodiesel se suma a otros elementos que vienen sosteniendo los precios del aceite de soja en este último tiempo: la demanda insatisfecha que ha dejado la escasa oferta disponible de aceite de palma desde Asia y el amesetamiento de la actividad de *crushing* a mediados de ese año en Sudamérica que ajustó la disponibilidad del derivado sojero.

En el caso de la harina por el contrario, la semana fue menos benevolente. En lo general su demanda se muestra más rezagada que la del aceite de soja, aunque cuando los precios caen lo suficiente se disparan compras de oportunidad, especialmente desde

**Requerimientos de combustibles renovables en Estados Unidos**

(Por año calendario, en millones de galones)

Combustible Renovable	Final 2017	Preliminar 2017	2016	Var% respecto a expectativa previa	Var% respecto al año anterior
<b>TOTAL</b>	<b>19.280</b>	<b>18.800</b>	<b>18.110</b>	<b>3%</b>	<b>6%</b>
Convencional	15.000	14.800	14.500	1%	3%
Avanzados	4.280	4.000	3.610	7%	19%
<i>Diesel en base a biomasa</i>	<i>2.000</i>	<i>2.000</i>	<i>1.900</i>	<i>0%</i>	<i>5%</i>
<i>Etanol celulósico</i>	<i>330</i>	<i>310</i>	<i>230</i>	<i>6%</i>	<i>43%</i>
<i>Sin diferenciar</i>	<i>950</i>	<i>690</i>	<i>530</i>	<i>38%</i>	<i>79%</i>

Fuente: DlyEE/Bolsa de Comercio de Rosario, en base a datos de Oil World



**AÑO XXXIV – N° 1786 – VIERNES 25 DE NOVIEMBRE DE 2016**

forrajeros que buscan aprovechar esos espacios. Sin embargo, el golpe en la demanda vino por un “tecnicismo” del mercado de Chicago ya que CBOT bajó el requerimiento para las entregas de harina de soja a partir del 15 de diciembre del 48% al 47,5% con una tolerancia de hasta 47%, y el mercado lo descontó en su precio.

**El mercado local se apalanca en la mejora externa**

De la mano de la recuperación en el mercado de Chicago, la soja en la plaza rosarina se mantuvo toda la semana por encima de \$ 4.000 y hasta un máximo de \$ 4.105/ton para la Pizarra del día martes. Cuando los valores ofrecidos mejoran un poco, el ritmo de negocios cobra impulso aunque hoy por hoy \$ 4.100/ton se ha convertido prácticamente en un piso.

Las fábricas, por su parte, se han mostrado más interesadas en ponerle precio firme a los negocios realizados con anterioridad que en mejorar las ofertas para comprar nueva mercadería. Sucede que frente a la expectativa de un fortalecimiento del dólar en la era Trump y a la vista que la baja estacional de noviembre no estaría siendo tan pronunciada como se temía, es mejor no correr riesgos, especialmente en una campaña donde los negocios sin precio en firme han estado muy por encima de la media.

A la fecha, según informa el Ministerio de Agroindustria,

**Soja 2015/16: Indicadores comerciales**

Al 16/11/2016	2015/16	Prom.5	2014/15
Producción	55,3	50,4	60,1
<b>Compras totales</b>	<b>41,4</b>	<b>41,2</b>	<b>46,8</b>
	75%	82%	78%
Con precios por fijar	5,4	3,2	3,4
	13%	8%	7%
Con precios en firme	36,0	38,0	43,4
	87%	92%	93%
<b>Disponible para vender*</b>	<b>10,0</b>	<b>6,4</b>	<b>9,7</b>
<b>Falta poner precio</b>	<b>15,4</b>	<b>9,6</b>	<b>13,1</b>

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

fábricas y exportadoras han comprado un total de 41,4 millones de toneladas de poroto de la cosecha 2015/16, de las cuales aún restan ponerle precio a 5,4 millones, o un 13% del total adquirido. Ese número se encuentra muy por encima de las 3,2 millones de toneladas (o un 8% de las compras) que es usual que reste sin cerrarse a esta altura del año, según se muestra en el cuadro que sigue.

De cualquier modo, sí queda claro que octubre y noviembre han visto recuperar el nivel de actividad del complejo sojero, al menos en relación a los dos meses previos. En primer lugar, las entregas comprometidas para las terminales de Rosario Norte y Rosario Sur sumaron, según consta en SIO Granos, unos 2,4 millones de toneladas en ambos meses. Comparados con los 1,7 de agosto o 1,9 de septiembre, se nota una mayor fluidez de la mercadería.

En segundo lugar, el Ministerio informó que en octubre se procesaron 3,7 millones de toneladas de soja, por encima de los 3,5 millones industrializados el mes anterior. Con ello, la molienda total de soja entre abril y octubre de este año (correspondiente al ciclo comercial 2015/16) suma 27 millones de toneladas, un 6,3% por encima del promedio de los últimos cinco años. Al mismo tiempo, se nota un cambio de aire frente a la expectativa que en los próximos meses las colocaciones de subproductos cobren impulso.

Por un lado, ya la producción y exportación de aceite de palma es estacionalmente baja entre enero y marzo, con lo que sus stocks mundiales recién podrían

recomponerse a partir de mediados del año próximo. Por el otro, la fuerte apreciación del dólar estadounidense frente a la depreciación del real brasileño y el peso argentino permite pensar en un mejor panorama relativo para nuestros despachos al exterior, al abaratar en cierto modo nuestras provisiones.

En relación al poroto, retomamos lo dicho al principio: la oferta es mucha, pero la demanda le sigue el paso. Así las cosas, el mundo hoy cuenta con que Sudamérica, según las últimas previsiones del USDA, sea capaz de levantar 7 millones más de toneladas de soja que el año anterior. Sin embargo estas cifras se basan, por





**AÑO XXXIV – N° 1786 – VIERNES 25 DE NOVIEMBRE DE 2016**

ejemplo, en una estimación de producción de 57 millones de toneladas para Argentina, número que hoy nosotros descartamos de plano. Ello nos da la pauta que cualquier problema ambiental que en los próximos meses afecte el óptimo desarrollo del cultivo traerá, como mínimo, mucha volatilidad al mercado.

Sin embargo, un corolario final. El 2017 quizás no sea el año donde los *fundamentals* propios del mercado triunfen por sobre el resto de las variables. El mundo atraviesa grandes cambios, entre la segregación de la Unión Europea y el viraje a una política al menos en lo aparente más intervencionista en Estados Unidos. Habrá que ver si estos cambios no resultan más que suficientes para sobre compensar los desvíos de la oferta y la demanda.



**COMMODITIES**

**Entra trigo, sale maíz**

SOFÍA CORINA Y EMILCE TERRÉ

**El trigo arranca su nueva campaña comercial a todo motor, sumando compras por más de 3 millones de toneladas del grano 2016/17 mientras que el maíz comienza a despedir el ciclo 2015/16 poniendo el pie en el desacelerador: con precios estables, los negocios se atan sobre todo a necesidades puntuales de compra.**

El trigo fue uno de los protagonistas del recinto físico de operaciones de nuestro mercado de granos. Con la trilla ya encaminada en el norte del país, si bien el inicio formal de la campaña 2016/17 será la semana próxima, se palpa el interés de la compra por asegurarse la originación de mercadería.

En el segmento más picante, se ofrecieron abiertamente \$ 2.350/t por la descarga inmediata, aunque exigiendo un peso hectolítrico de 78 y un nivel proteico de 10,5%. Si bien ellos son valores de calidad alcanzables en nuestra zona núcleo, los altos rindes

proyectados podrían atentar con el contenido de proteína. Por el trigo en condición Camara, en tanto, se pagaban abiertamente \$ 2.150/t.

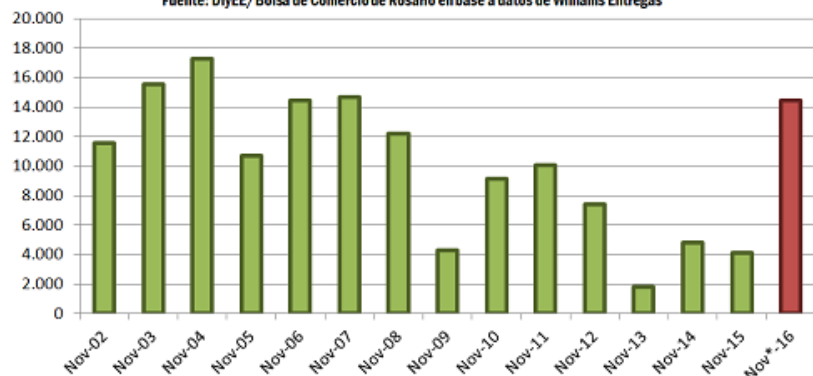
En tanto, como señal del intenso ritmo de actividad, los camiones cargados con trigo que ingresaron a las plantas de Rosario y alrededores arrasaron esta semana con 7.145 unidades (contando los ingresos hasta las 6 de la mañana). Ello representa un incremento del 91% respecto a la semana precedente y, si nos retrotraemos a noviembre de un año atrás, el incremento alcanza el 251%. En efecto, contando sólo los primeros 25 días del mes, ya se trata del noviembre más movido en casi una década.

Del lado de las compras realizadas por industria y exportación, el acumulado de la campaña 2016/17 asciende a 1,2 millones de toneladas, muy por encima de los 733 mil de la peculiar campaña pasada, cuando el mercado se encontraba expectante frente a la definición del balotaje por las elecciones presidenciales. Si bien aún estamos lejos de los años mozos, considerando que entre el 2005 y el 2007 para esta altura del año ya se superaban las 5 Mt, la tendencia del mercado del trigo es hacia una normalización del flujo de negocios.

Mientras tanto, la colecta prospera firme en el territorio argentino y las cosechadoras se aceleran ante pronósticos de lluvias intensas para el fin de semana. Además, se dieron a conocer las primeras cifras de rinde de lotes puntuales cosechados en la región núcleo

**Camiones ingresados con trigo a las terminales de la zona del Gran Rosario**

Fuente: DlyEE/ Bolsa de Comercio de Rosario en base a datos de Williams Entregas



Camiones ingresados a plantas de Rosario y alrededores hasta las 6:00 am de cada día.  
\* Noviembre 2016 sólo cuenta del 01 al 25 de noviembre inclusive, versus total de todo noviembre en cada año anterior.





**AÑO XXXIV – N° 1786 – VIERNES 25 DE NOVIEMBRE DE 2016**

dando muestra que si bien hay cuadros que superan los 50 qq/ha, hubo también fuertes pérdidas por el granizo dando resultados que no llegan a los 20 qq/ha.

El corazón triguero bonaerense, por su parte, padeció heladas tardías que, sumado a una insuficiencia hídrica, son condiciones que atentaría con su productividad. Aun con el cereal llenando granos, solo queda esperar los números en los monitores de las cosechadoras para confirmar el posible impacto. En tanto, las cifras a nivel nacional se mantienen en 12,5 - 13,4 Mt en base a lo estimados por las bolsas locales, volumen que posibilita volcar al mercado externo unas 8 millones de toneladas.

### El maíz desacelera, en el último tirón de una campaña para la historia

Con precios congelados en torno a los \$ 2.500/t para el grano disponible, todo indica que llegó a un *plateau*. Si bien el ritmo de negocios está lejos de detenerse, no demuestra el dinamismo de algunas semanas atrás.

Hemos mencionado en anteriores ocasiones que la campaña 2015/16 está en camino de batir todos los récords históricos en Argentina por volumen exportado, con más de 21 Mt, según consta en las Declaraciones Juradas de Ventas al Exterior que presentaron las firmas.

De este total, casi 18 Mt ya se han embarcado, mientras que el Ministerio de Agroindustria reporta que se han originado 18,4 Mt, casi un 90% del total de compromisos anotados con el extranjero.

Sin embargo, mirando los datos un poco más de cerca, en la campaña 2014/15 el sector exportador había comprado 17,35 millones de toneladas, cuando anotó para exportar 14,7 M y embarcó, estimativamente, unos 13,5 M. En otras palabras, le ha quedado un stock de mercadería comprada y no despachada de al menos dos millones y medio de toneladas, aproximadamente.

Así las cosas, si sumamos las compras que realizó en la campaña actual (18,5) y el stock

con que contaban de campañas anteriores (2,5), ya nos encontramos muy cerca del total de ventas anotadas para el ciclo 2015/16 actual. Es de suponer, entonces, que de aquí en más el "apuro" por comprar maíz (al menos del sector exportador) sólo se produzca frente a necesidades puntuales de mercadería, el grueso de los negocios ya puede darse por cerrado.

Con la mirada ya puesta en el nuevo ciclo, podemos destacar que las siembras a nivel nacional del cereal de verano superan el 40%, con algunos retrasos por bajas temperaturas. El cultivo en sus etapas vegetativas progresa muy bien, aunque las temperaturas frescas retardan el crecimiento. La semana próxima, en tanto, se inaugura la ventana de siembras tardías y de segunda sobre rastrojos de trigo.

En el mercado internacional, en tanto, el aluvión de producción de maíz está en condiciones de alcanzar un récord absoluto de 1.042 Mt en 2016/17, en base a la información del Consejo Internacional de Granos. Los altos suministros deprimen los precios por un lado, pero por otro, atraen a la demanda. Según la entidad, se prevé un sólido aumento del consumo animal además de un crecimiento sostenido en la población mundial. La industrialización del cereal para etanol y el almidón también proyectan un guarismo positivo. El uso total alcanzaría, en este marco, un nuevo pico de 1.026 Mt, marcando un incremento interanual del 5,8%.

### Maíz 2015/16: Indicadores de exportación

Al 16/11/2016	2015/16	Prom 5años	2014/15
<b>ROE Verde /DJVE Presentadas*</b>	<b>21,20</b>	<b>15,02</b>	<b>14,69</b>
<b>Embarques Estimados</b>	<b>17,76</b>	<b>13,84</b>	<b>13,50</b>
<i>Relación s/ROE Verde</i>	<i>84%</i>	<i>92%</i>	<i>92%</i>
<b>Compras exportación</b>	<b>18,40</b>	<b>17,39</b>	<b>17,35</b>
<i>Relación s/ROE Verde</i>	<i>87%</i>	<i>116%</i>	<i>118%</i>
Precios por fijar	0,34	1,49	2,31
	2%	9%	13%
Precios en firme	18,05	15,90	15,04
	98%	91%	87%
<b>Falta embarcar</b>	<b>3,45</b>	<b>1,17</b>	<b>1,19</b>
<b>Falta comprar</b>	<b>2,81</b>	<b>-2,37</b>	<b>-2,66</b>

\* DJVE presentadas al 24/11/2016

Excepto porcentuales, las cifras están en millones de toneladas

Fuente: MINAGRI, UCESCI y estimaciones propias





**AÑO XXXIV – N° 1786 – VIERNES 25 DE NOVIEMBRE DE 2016**

En Chicago, pese a que los precios en esta época del año suelen sufrir una presión bajista estacional (el USDA informó el lunes que el progreso de la cosecha ya alcanza un 97% del área), a lo que se le suma este año la cosecha récord, los valores negociados no muestran el comportamiento tan pesimista como el que se temía, apoyados en la robusta demanda de exportación que, combinado con el alza en la producción de etanol y cuellos de botella en la logística, dan soporte a los precios. Sin embargo, no todos los datos que llegan al mercado resultan tan auspiciosos. Con la coyuntura bajista del precio del barril de petróleo y la revaluación del dólar en Estados Unidos, las potenciales ganancias parecen de momento contenidas y de momento deberá bastar el consuelo que la caída no haya sido más estrepitosa de lo que fue. En lo sucesivo... el mercado proveerá.

al mercado de trabajo que corresponden al tercer trimestre y surgen de la Encuesta Permanente de Hogares. Con la tasa de actividad (población activa/total) manteniéndose constante, las variables que señalan un exceso de oferta de trabajo mostraron mejoras: la desocupación abierta cayó 0,8 puntos porcentuales (96 mil personas) para colocarse en un 8,5% (1.069.000 personas). El porcentaje de ocupados demandantes de empleo cayó 1,5 puntos porcentuales, en parte gracias a una disminución de 0,7 puntos porcentuales en la población sub-ocupada demandante.

En contraste, la caída del 0,8% mensual en el nivel de actividad medida por el Estimador Mensual de la Actividad Económica (EMAE) del INDEC para el mes de septiembre eliminó las chances de mostrar una continuación de la desaceleración del proceso recesivo que se había evidenciado durante agosto, cuando el mismo indicador mostrase un avance mensual del 0,3%. Con una caída interanual del 3,7% para septiembre en la serie desestacionalizada, el EMAE profundiza su retroceso en lo que va del año para alcanzar una baja del 2,4%.

La balanza comercial para los primeros 10 meses del año acumula un saldo positivo de u\$s 1.952 millones gracias a una sustancial caída de las importaciones (del 8,2% interanual) por encima del retroceso del valor del total exportado (del 2,1% interanual). Ello representa una sustancial mejora con respecto al déficit de u\$s



**FINANZAS**

**El diagnóstico reservado para la economía local mantiene en vilo al mercado**

NICOLÁS FERRER

Leer los titulares de las principales fuentes periodísticas durante las últimas semanas significaba exponerse a una alta probabilidad de encontrar pesimismo respecto a la coyuntura económica local. El calendario de indicadores para los meses de septiembre y octubre estuvo lleno de señales adversas. En renta variable, no obstante, persistieron moderados recortes de las pérdidas que tuvieron lugar tras las elecciones norteamericanas. El Banco Central, tras mostrarse firme en el pasado reciente, ha dado lugar a fuertes recortes en su tasa de referencia. ¿Sabrá algo que el resto no?

Si retrocedemos en orden cronológico a lo largo de la serie de publicaciones de indicadores económicos de las últimas dos semanas, tenemos que empezar hablando de tal vez el único informe de cariz positivo: los resultados referentes

**A pesar del déficit de Octubre, 2016 aún arroja un superávit comercial**  
Fuente: BCR en base a INDEC





**AÑO XXXIV – N° 1786 – VIERNES 25 DE NOVIEMBRE DE 2016**

1.142 millones que se registraba a la misma altura del año pasado (y que se profundizaría hasta alcanzar los u\$s 2.969). El principal artífice de dicho aumento ha sido la caída en el precio de combustibles y bienes intermedios.

Sin embargo, octubre no sólo mostró una contracción en el total comercializado sino que representó el primer mes con saldo negativo para el comercio de bienes, con las importaciones superando a las exportaciones en u\$s 114 millones. Mientras que el valor del total adquirido en el exterior cayó un 2,1% con respecto al año anterior, las exportaciones registraron una caída del 6,3% ante la fuerte caída de las cantidades de productos primarios (-5,9%) y manufacturas de origen agropecuario (-14,2%) vendidas al exterior.

En términos del consumo interno, las ventas de supermercados acumuladas a septiembre de 2016 registran un aumento del 27,1% con respecto a los primeros 9 meses del año anterior, mientras que en los centros de compras (shoppings) dicho guarismo cae al 24,5%. Ello representa casi ciertamente una caída sensible en términos reales bajo cualquier medida posible del alza de precios al consumidor. El capítulo correspondiente a Alimentos y Bebidas (que representaron en septiembre más de dos tercios de las ventas de supermercados) del Índice de Precios al consumidor de San Luis registró una alza interanual del 41,5%. Por otro lado, el valor de la Indumentaria dentro de dicho índice (que ponderó casi en un 45% en las

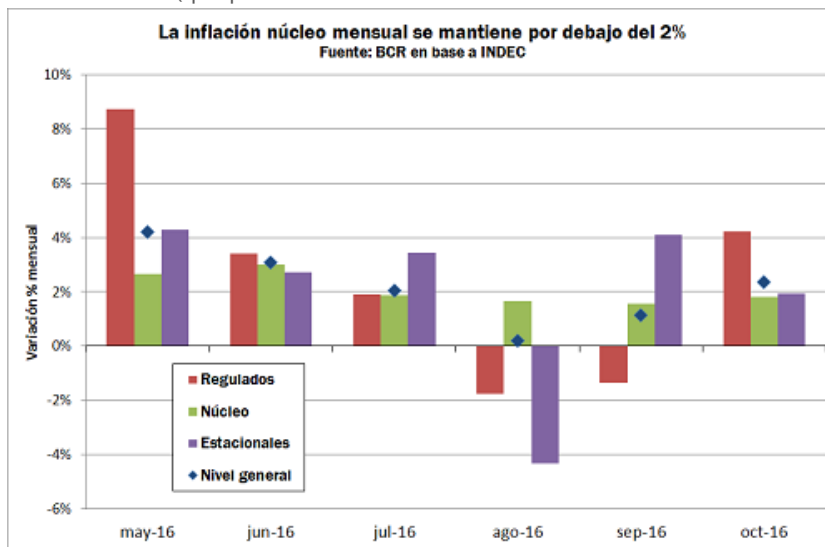
ventas de shoppings para septiembre) marcó una suba del 33,6%.

Antes de pasar a hablar de la evolución de los mercados durante la semana, nos resta hacer mención del dato de inflación correspondiente al mes pasado, cuya dinámica resulta fundamental en la contextualización de la baja de tasas instrumentada por el Banco Central. De acuerdo al INDEC, el Índice de Precios al Consumidor para la Ciudad Autónoma de Buenos Aires y partidos del Gran Buenos Aires registró un alza del 2,4% en su nivel general durante el mes de octubre, su variación mensual más alta desde junio de 2016. Ello significa que la suba acumulada para el semestre transcurrido desde la publicación del primer dato del índice es del 13,7%.

La interrupción de la tendencia descendente en la variación del nivel general podría llevar a suponer un fracaso momentáneo de los esfuerzos antiinflacionarios del BCRA, pero es innegable a su vez la influencia de la reversión en el ajuste en las tarifas de gas dictaminado por la corte suprema. Tras acumular una baja más de 28% entre los meses de agosto y septiembre, la apertura de "Servicios básicos y combustibles para la vivienda" del capítulo "Vivienda y servicios básicos" registró un alza del 25,9% durante octubre. El INDEC estima que dicha corrección a las tarifas aportó unos 0,9 puntos porcentuales a la suba del nivel general.

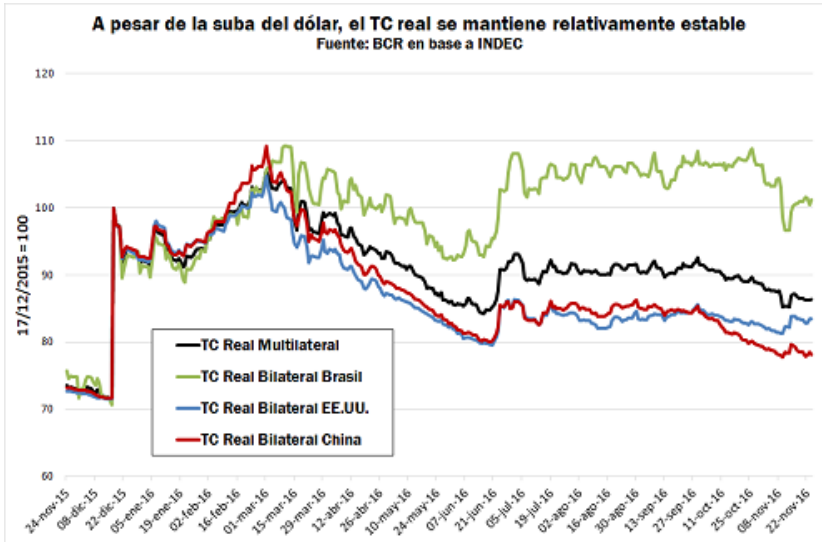
Ante dicha alza del ritmo inflacionario, algunos consideran contradictoria la decisión del Banco Central de dar lugar a una baja de 150 puntos básicos en su tasa de política monetaria (Lebac a 35 días) a lo largo de tres semanas para dejarla así actualmente en un nivel de 25,25%. Los críticos argumentan que se relaciona con presiones para incentivar el repunte del nivel de actividad y se preocupan por la medida en que ello pueda trasladarse al valor de dólar y precios, a pesar del hecho de que a lo largo de la última semana el BCRA logró contraer la base monetaria en \$ 27.748 millones a través de tanto el mercado primario como secundario de estos títulos.

La dirección del organismo se defendió





**AÑO XXXIV – N° 1786 – VIERNES 25 DE NOVIEMBRE DE 2016**



millones producto de un gasto primario que ha crecido a un ritmo del 32,2% y sólo que se ve compensado por ingresos primarios mayores en un 25,9%.

Finalmente, vemos que en este escenario el Índice Merval (+4,75% para la semana) acompañó las subas externas (con el S&P 500 cerrando la semana con un saldo positivo del 1,4%) a pesar de algunas tomas de ganancia en hacia el fin de la semana. Entre los componentes del Panel Principal se destacaron empresas relacionadas con la provisión de insumos intermedios como Siderar (+11,27%) y Holcim (+10,4%). Del otro lado del espectro, las empresas más

perdedoras de la semana fueron aquellas que menos ponderan en la cartera del Índice Líder, como Agrometal (-5,46%) y Central Puerto (-1,45%)

Dentro de la plaza de renta fija soberana, los títulos dolarizados con más duración continúan siendo los más castigados. El Bono a 2046 (AA46) y el Par Ley Argentina cierran la semana con caídas superiores al 2% que dejan su rendimiento al borde del 8%. En contraste, los títulos en pesos ajustados por CER de corto a mediano plazo se vieron más favorecidos por los inversores, con el TC21 liderando las ganancias del segmento con subas del 1,45%.

durante su última conferencia de prensa llevada a cabo el 22/11 por la presentación del último Informe de Estabilidad Monetaria afirmando la proposición teóricamente aceptable de que sus decisiones de política son tomadas con respecto a expectativas futuras y no a datos pasados en tanto estos no alteren estas últimas. Es por ello justamente que habría mantenido las tasas estables durante seis semanas a pesar de inflación para agosto y septiembre. Nadie podría negar que si la autoridad monetaria no prevé que la suba de octubre se traslade a meses posteriores, no estaría errada en ajustar las tasas en el presente: solo el tiempo le dará la razón.

Es cierto que el valor del dólar se ha mostrado al alza durante las últimas jornadas, pero en términos reales el peso se mantiene estable respecto a nuestros principales socios comerciales, habiendo acompañado la depreciación del resto de las monedas de países emergentes y encontrando cierto colchón en la reciente entrada de dólares producto del sinceramiento fiscal. Este hecho de la mano de la situación antes descripta del mercado laboral y el bajo nivel de utilización de recursos podrían servir como vía de escape ante la presión de la baja de tasas.

En dicho contexto, tal vez la variable más comprometedor sea la situación del erario público, que de acuerdo a información oficial del Ministerio de Hacienda y Finanzas Públicas acumula a octubre un crecimiento en el déficit primario de \$ 116,8 mil





AÑO XXXIV – N° 1786 – VIERNES 25 DE NOVIEMBRE DE 2016

**PANEL DE MERCADO DE CAPITALES**

**Mercado de Capitales Regional**

Plazo	Tasa promedio		Monto contado		N° Operaciones	
	Semana 18/11	Semana 11/11	Semana 18/11	Semana 11/11	Semana 18/11	Semana 11/11

**MAV/MERVAL: CHEQUES DE PAGO DIFERIDO AVALADOS**

0-30 días	26,01	25,92				
31-60 días	26,00	25,06				
61-90 días	26,02	25,88				
91-120 días	25,93	25,49				
121-180 días	25,56	25,99				
181-365 días	25,54	25,56				
<b>Total</b>			<b>154.812.514</b>	<b>154.547.935</b>	<b>1.051</b>	<b>1.804</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	22,69	23,74	296.585.405	333.752.215	1.660	1.831
Hasta 14 días	21,69	24,17	68.123.297	17.796.949	323	116
Hasta 21 días	22,90	26,00	20.208.417	146.600	84	3
Hasta 28 días	21,10	0,00	471.165	0	9	0
> 28 días	25,00	25,82	1.260.762	150.914	12	5

**Mercado de Capitales Argentino**

25/11/16

**Acciones del Panel Principal**

Variable	Valor al cierre	Retorno		Beta		PER		VolProm diario (5 días)	
		Semanal	Interanual	Emp. Sector	Emp. Sector	Emp. Sector	Emp. Sector		
<b>MERVAL</b>	17.168,64	4,75	30,36						
<b>MERVAL ARG</b>	15.758,59	4,68	16,33	25,73					
Petrobras Brasil	\$ 80,25	5,25	114,29	169,30	1,35	0,83	0,00	1,65	346.177
Grupo Galicia	\$ 44,30	0,91	20,08	20,73	0,89	0,99	10,61	10,74	328.663
Pampa Energia	\$ 22,10	6,76	81,15	90,52	1,11	0,44	26,35	1,65	1.596.192
Cresud	\$ 26,05	8,25	56,53	49,03	0,87	0,72	0,00	26,65	637.147
YPF	\$ 258,00	1,57	-7,15	18,20	1,13	0,83	0,00	1,65	82.119
Siderar	\$ 9,68	11,27	7,95	18,91	1,05	0,98	14,92	11,70	1.270.773
Banco Macro	\$ 111,85	0,81	33,43	41,77	1,03	0,99	9,60	10,74	53.841
Mirgor	\$ 398,50	1,22	175,68	121,08	0,53	0,53	10,67	10,67	9.925
Banco Francés	\$ 96,15	4,51	-7,54	8,21	1,11	0,99	12,19	10,74	70.899
Com. del Plata	\$ 3,16	9,72	-14,13	-11,73	0,83	0,44	3,31	1,65	2.471.114
Aluar	\$ 10,50	8,02	-12,43	-8,44	1,03	0,98	20,18	11,70	656.726
Tenaris	\$ 240,95	1,97	34,06	51,80	0,86	0,98	0,00	11,70	29.704
Edenor	\$ 21,25	6,52	64,09	70,68	1,24	0,25	0,00	2,24	458.465
Transener	\$ 11,80	10,28	49,56	42,68	1,32	1,32	0,00	0,00	544.619
San Miguel	\$ 103,00	1,38	114,84	112,62	1,00	0,98	14,69	15,55	29.484
Holcim	\$ 31,85	10,40	153,68	152,70	0,62	0,77	108,16	24,30	108.416
Consultatio	\$ 42,00	-0,71	54,23	26,04	0,52	0,29	11,38	4,82	59.347
Celulosa	\$ 20,40	6,81	87,16	106,27	0,86	0,43	0,00	0,00	77.455
Endesa Cost.	\$ 10,55	3,43	119,79	123,04	1,27	0,91	0,00	7,86	327.822
Central Puerto	\$ 173,00	-1,45	104,87	92,17	0,96	0,91	15,73	7,86	42.192
Carboolor	\$ 3,65	-0,27	40,38	40,38	0,63	0,83	0,00	1,65	301.913
Telecom Arg	\$ 56,40	-0,09	13,19	27,46	1,03	1,02	17,57	8,78	68.850
Agrometal	\$ 22,50	-5,46	312,09	204,05	0,96	0,87	38,55	19,28	76.875

**Títulos Públicos del Gobierno Nacional**

25/11/16

Variable	Valor al cierre	Var. Semanal	TIR	Duration	Cupón	Próximo pago cupón
<b>EN DÓLARES</b>						
Bonar X (AA17)	1607,1	0,35	1,28	0,38	7,00%	17/04/2017
Global 17 (GJ17)	1686,0	0,36	2,15	0,47	8,75%	02/12/2016
Bonar 18 (AN18)	1731,0	-4,36	3,14	1,85	9,00%	29/11/2016
Bonar 19 (AA19)	1615,0	0,00	4,86	2,16	6,25%	22/04/2017
Bonar 20 (AO20)	1776,0	0,97	4,24	3,32	8,00%	08/04/2017
Bonos AA21	1661,0	0,67	5,36	3,65	6,88%	22/04/2017
Bonar 24 (AY24)	1777,1	0,85	5,70	4,01	8,75%	07/05/2017
Bonos AA26	1621,0	-0,25	7,11	6,43	7,50%	22/04/2017
Discount u\$s L. Arg. (DICA)	2348,0	-0,21	7,23	7,30	8,28%	31/12/2016
Discount u\$s L. NY (DICY)	2357,0	-0,21	7,72	7,82	8,28%	31/12/2016
Par u\$s L. Arg. (PARA)	950,0	-2,06	7,87	11,72	1,33%	31/03/2017
Par u\$s L. NY (PARY)	958,0	-0,73	7,92	11,40	1,33%	31/03/2017
Bono AA46	1525,0	-2,80	7,85	10,94	7,63%	22/04/2017
<b>DOLLAR-LINKED</b>						
Bonad 17 (AF17)	1555,0	0,58	2,78	0,23	0,75%	22/02/2017
Bonad 18 (AM18)	1545,0	0,98	3,80	1,26	2,40%	18/03/2017
<b>EN PESOS + CER</b>						
Bogar 18 (NF18)	100,0	0,15	1,65	0,60	2,00%	04/12/2016
Bocon 24 (PR13)	396,4	-0,04	2,89	3,42	2,00%	15/12/2016
Boncer 20 (TC20)	102,0	0,39	4,45	3,23	2,25%	28/04/2017
Boncer 21 (TC21)	111,6	1,45	2,43	4,26	2,50%	22/01/2017
Discount \$ Ley Arg. (DICP)	700,0	0,65	4,22	8,87	5,83%	31/12/2016
Par \$ Ley Arg. (PARP)	320,0	0,63	4,49	14,30	1,18%	31/03/2017
Cuasipar \$ Ley Arg. (CUAP)	545,0	-2,15	4,56	15,48	3,31%	31/12/2016
<b>EN PESOS A TASA FIJA</b>						
Bono Marzo 2018 (TM18)	106,4	0,61	21,73	1,02	22,75%	05/03/2017
Bono Setiembre 2018 (TS18)	103,9	-0,10	21,04	1,40	21,20%	19/03/2017
Bono Octubre 2021 (TO21)	102,8	0,29	18,50	3,04	18,20%	03/04/2017
Bono Octubre 2023 (TO23)	99,5	1,23	16,98	3,94	16,00%	17/04/2017
Bono Octubre 2026 (TO26)	100,0	1,52	16,12	4,81	15,50%	17/04/2017

**Mercado Accionario Internacional**

25/11/16

Variable	Valor al cierre	Retorno			Máximo
		Semanal	Interanual	Año a la fecha	
<b>ÍNDICES EE.UU.</b>					
Dow Jones Industrial	19.152,14	1,51%	7,52%	9,91%	19.152,14
S&P 500	2.213,35	1,44%	5,96%	8,29%	2.204,80
Nasdaq 100	4.870,02	1,29%	4,22%	6,03%	4.911,76
<b>ÍNDICES EUROPA</b>					
FTSE 100 (Londres)	6.840,75	0,92%	6,96%	9,54%	7.129,83
DAX (Frankfurt)	10.699,27	0,33%	-5,49%	-0,41%	12.390,75
IBEX 35 (Madrid)	8.674,40	0,60%	-16,05%	-9,11%	16.040,40
CAC 40 (París)	4.550,27	1,02%	-8,00%	-1,87%	6.944,77
<b>OTROS ÍNDICES</b>					
Bovespa	61.559,08	2,43%	30,28%	41,68%	73.920,38
Shanghai Shenzhen Composite	3.261,49	2,15%	-10,29%	-7,85%	6.124,04
Nikkei 225	18.381,22	2,30%	-7,84%	-3,43%	38.915,87







AÑO XXXIV – N° 1786 – VIERNES 25 DE NOVIEMBRE DE 2016

**MONITOR DE COMMODITIES GRANOS**

**Monitor de Commodities Granos**

**Mercado Físico de Granos de Rosario**

25/11/16

Plaza/Producto	Entrega	25/11/16	18/11/16	26/11/15	Var. Sem.	Var. Año
<b>PRECIOS SPOT, CACR</b>						
\$/t						
Trigo	Disp.	2.210	2.300	1.320	↓ -3,9%	↑ 67,4%
Maíz	Disp.	2.500	2.600	1.300	↓ -3,8%	↑ 92,3%
Girasol	Disp.	4.650	4.750	2.000	↓ -2,1%	↑ 132,5%
Soja	Disp.	4.080	4.030	2.550	↑ 1,2%	↑ 60,0%
Sorgo	Disp.	2.100	2.050	1.350	↑ 2,4%	↑ 55,6%
<b>FORWARD O FUTUROS</b>						
US\$/t						
Trigo	Dic/Ene	141,5	145,0	158,0	↓ -2,4%	↓ -10,4%
Maíz	Mar/May	148,5	148,0	147,5	↑ 0,3%	↑ 0,7%
Soja	Abr/May	263,5	257,3	241,0	↑ 2,4%	↑ 9,3%

\* 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**

25/11/16

Origen / Producto	Entrega	24/11/16	18/11/16	27/11/15	Var. Sem.	Var. Año
<b>TRIGO</b>						
US\$/t						
ARG 12,0% - Up River	Dic/Ene	170,0	170,0	200,0	→ 0,0%	↓ -15,0%
EE.UU. HRW - Golfo	Cerc.	196,7	197,9	206,4	↓ -0,6%	↓ -4,7%
EE.UU. SRW - Golfo	Cerc.	182,4	184,0	196,5	↓ -0,9%	↓ -7,2%
FRA Soft - Rouen	Ago/Sep	175,2	181,9	184,0	↓ -3,6%	↓ -4,8%
RUS 12,5% - Mar Negro prof.	Cerc.	181,0	178,0	0,0	↑ 1,7%	
RUS 12,5% - Mar Azov	Cerc.	155,0	153,0	0,0	↑ 1,3%	
UCR Feed - Mar Negro	Cerc.	169,5	169,0	186,5	↑ 0,3%	↓ -9,1%
<b>MAIZ</b>						
ARG - Up River	Sep	186,7	179,3	175,3	↑ 4,1%	↑ 6,5%
BRA - Paranaguá	Cerc.					
EE.UU. - Golfo	Cerc.	162,5	161,6	167,4	↑ 0,6%	↓ -2,9%
UCR - Mar Negro	Cerc.	168,0	168,0	171,0	→ 0,0%	↓ -1,8%
<b>SORGO</b>						
ARG - Up River	Cerc.	161,0	158,0	132,0	↑ 1,9%	↑ 22,0%
EE.UU. - Golfo	Cerc.	153,9	148,0	166,7	↑ 4,0%	↓ -7,7%
<b>SOJA</b>						
ARG - Up River	Cerc.	391,8	380,4	330,6	↑ 3,0%	↑ 18,5%
BRA - Paranaguá	Cerc.	398,0	384,6	331,6	↑ 3,5%	↑ 20,0%
EE.UU. - Golfo	Cerc.	397,7	387,1	348,3	↑ 2,7%	↑ 14,2%

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

25/11/16

Producto	Posición	25/11/16	18/11/16	27/11/15	Var. Sem.	Var. Año
<b>ENTREGA CERCANA</b>						
US\$/t						
Trigo SRW	Disp.	145,4	149,9	171,1	↓ -3,0%	↓ -15,0%
Trigo HRW	Disp.	151,1	152,0	165,3	↓ -0,6%	↓ -8,6%
Maíz	Disp.	137,5	136,0	141,4	↑ 1,1%	↓ -2,8%
Soja	Disp.	384,3	365,1	320,8	↑ 5,3%	↑ 19,8%
Harina de soja	Disp.	353,6	342,2	311,3	↑ 3,4%	↑ 13,6%
Aceite de soja	Disp.	808,2	750,7	633,8	↑ 7,7%	↑ 27,5%
<b>ENTREGA A COSECHA</b>						
US\$/t						
Trigo SRW	Jul	165,3	166,7	180,2	↓ -0,9%	↓ -8,3%
Trigo HRW	Jul	166,3	166,8	179,4	↓ -0,3%	↓ -7,3%
Maíz	Dic	137,5	136,0	141,4	↑ 1,1%	↓ -2,8%
Soja	Nov					
Harina de soja	Dic	353,6	342,2	311,3	↑ 3,4%	↑ 13,6%
Aceite de soja	Dic	808,2	750,7	633,8	↑ 7,7%	↑ 27,5%
<b>RELACIONES DE PRECIOS</b>						
Soja/maíz	Disp.	2,80	2,68	2,27	↑ 4,1%	↑ 23,2%
Soja/maíz	Nv/Dc					
Trigo blando/maíz	Disp.	1,06	1,10	1,21	↓ -4,0%	↓ -12,6%
Harina soja/soja	Disp.	0,92	0,94	0,97	↓ -1,8%	↓ -5,2%
Harina soja/maíz	Disp.	2,57	2,52	2,20	↑ 2,2%	↑ 16,9%
Cont. aceite en crushing	Disp.	0,34	0,33	0,32	↑ 2,7%	↑ 8,0%





AÑO XXXIV – N° 1786 – VIERNES 25 DE NOVIEMBRE DE 2016

**TERMÓMETRO MACRO**

**Variables macroeconómicas de Argentina**

25/11/16

Variante	Hoy	Semana pasada	Mes pasado	Año pasado	Var anual (%)
<b>TIPO DE CAMBIO</b>					
USD Com. "A" 3.500 BCRA	\$ 15,535	\$ 15,482	\$ 15,186	\$ 9,685	60,41%
USD comprador BNA	\$ 15,300	\$ 15,300	\$ 15,000	\$ 9,590	59,54%
USD Bolsa MEP	\$ 15,570	\$ 15,540	\$ 15,181	\$ 14,003	11,20%
USD Rofex 3 meses	\$ 16,440				
USD Rofex 10 meses	\$ 18,300				
Real (BRL)	\$ 4,55	\$ 4,59	\$ 4,74	\$ 2,59	75,55%
EUR	\$ 16,45	\$ 16,36	\$ 16,66	\$ 10,27	60,23%
<b>MONETARIOS (en millones) - Datos semana anterior</b>					
Reservas internacionales (USD)	37.901	37.691	35.545	27.636	37,15%
Base monetaria (ARS)	717.870	723.317	707.528	551.862	30,08%
Reservas Internacionales Netas /1 (USD)	9.820	9.599	13.689	3.917	150,68%
Títulos públicos en cartera BCRA (ARS)	1.032.843	1.004.351	1.016.693	645.460	60,02%
Billetes y Mon. en poder del público (A)	454.066	455.789	442.216	385.361	17,83%
Depósitos del Sector Privado en ARS	1.047.214	1.050.395	1.016.633	858.852	21,93%
Depósitos del Sector Privado en USD	20.719	20.295	16.025	8.750	136,79%
Préstamos al Sector Privado en ARS	854.198	841.219	838.571	748.754	14,08%
Préstamos al Sector Privado en USD	8.914	8.930	8.618	3.146	183,34%
M <sub>2</sub> /2	1.111.672	1.102.774	1.066.232	967.005	14,96%
<b>TASAS</b>					
BADLAR bancos privados	20,38%	20,56%	20,69%	23,81%	-3,44%
Call money en \$ (comprador)	27,25%	23,00%	23,00%	21,00%	6,25%
Cauciones en \$ (hasta 7 días)	22,69%	23,74%	24,28%	23,44%	-0,75%
LEBAC 3 meses	24,36%	24,53%	25,54%	29,04%	-4,68%
Tasa anual implícita DLR Rofex (Pos. Cer)	31,21%	26,05%	27,68%		
<b>COMMODITIES</b>					
Petróleo (WTI, NYMEX)	\$ 45,96	\$ 45,69	\$ 48,70		
Oro (Londres, UK)	\$ 1.187,70	\$ 1.211,00	\$ 1.273,00	\$ 1.071,00	10,90%
Plata	\$ 16,48	\$ 16,58	\$ 17,73	\$ 14,25	15,65%

/1 FIN = 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

