



AÑO XXXIV – N° 1804 – VIERNES 21 DE ABRIL DE 2017



COMMODITIES

Santa Fe: tradición en la producción de trigo

ESTEBAN MOSCARIELLO

El cultivo de trigo tiene una historia más que centenaria en nuestro país y en la provincia de Santa Fe. En los últimos años la superficie provincial promedió las 700.000 ha, dando lugar a una producción superior a 2 millones de tn. La molienda de trigo en Santa Fe se acerca a las 800 mil toneladas anuales, representando cerca del 14% del total nacional. Con ello se producen alrededor de 600 mil toneladas de harina por año, suficientes para cubrir las necesidades de 7 millones de personas. Santa Fe cumple un rol crucial también en las exportaciones del cereal. En los últimos cinco años fue el punto de despacho de entre el 45 y 60% de los embarques nacionales del cereal.

Página 2

Los retrasos definen a la soja

EMILCE TERRÉ

Mientras que las lluvias de abril aún retrasan las labores de cosecha, la espiral descendente en la que han entrado los precios retrasó los negocios. El avance de la trilla a la fecha se encuentra 21 puntos porcentuales debajo de la media en 5 años, y el 85% de la soja aún no tiene precio en firme.

Página 3

Entre la incertidumbre del maíz y el optimismo por el trigo

SOFÍA CORINA – EMILCE TERRÉ

El comportamiento generoso de las lluvias en ambos hemisferios del globo está dando tela para cortar en el mercado. Los atrasos en las labores, tanto de siembra de maíz en Estados Unidos como de cosecha en Argentina, le imprimen volatilidad a los precios aunque los abultados stocks limitan

la suba.

Página 5



FINANZAS

Fondos Comunes de Inversión: ¿qué deja el primer trimestre de 2017?

LEANDRO FISANOTTI

Los FCI constituyen, como industria, el principal inversor institucional de la Argentina, dinamizando el ahorro público hacia el sistema financiero. Al configurar una sencilla vía de acceso de los ahorristas hacia el mercado de capitales, resultan una pieza fundamental para el desarrollo de un mercado robusto y la inclusión financiera de los ciudadanos.

Página 8

¿Lebacs o silobolsa: existe alguna ventaja a esta altura de la campaña?

NICOLÁS FERRER

La cosecha de soja 16/17 llega de la mano de precios deprimidos en el exterior y un dólar que se percibe como atrasado, dando lugar a una merma en los ingresos del productor. Con tasas reales positivas para colocaciones en pesos, ¿conviene quedarse sentado en el grano? Analizamos qué prevén los mercados a término.

Página 9

DESCARGA PDF

EDICIONES ANTERIORES

Estadísticas

PANEL DE CAPITALES

MONITOR DE COMMODITIES

TERMÓMETRO MACRO

DONDE ESTÁN





AÑO XXXIV – N° 1804 – VIERNES 21 DE ABRIL DE 2017



COMMODITIES

Santa Fe: tradición en la producción de trigo

ESTEBAN MOSCARIELLO *

El cultivo de trigo tiene una historia más que centenaria en nuestro país y en la provincia de Santa Fe. En los últimos años la superficie provincial promedió las 700.000 ha, dando lugar a una producción superior a 2 millones de tn. La molienda de trigo en Santa Fe se acerca a las 800 mil toneladas anuales, representando cerca del 14% del total nacional. Con ello se producen alrededor de 600 mil toneladas de harina por año, suficientes para cubrir las necesidades de 7 millones de personas. Santa Fe cumple un rol crucial también en las exportaciones del cereal. En los últimos cinco años fue el punto de despacho de entre el 45 y 60% de los embarques nacionales del cereal

El cultivo de trigo tiene una historia más que centenaria en nuestro país y en la provincia de Santa Fe, jurisdicción que ha sido gran protagonista en su desarrollo. Si bien los primeros registros de molinos harineros son de finales del siglo XVIII en Córdoba, la producción del cereal en el actual territorio argentino no alcanzó volúmenes importantes hasta el establecimiento de las primeras colonias agrícolas en el siglo XIX.

La primera colonia agrícola se fundó en cumplimiento de los principios civilizadores de Bernardino Rivadavia: la fundó el señor Barber Baeauement en San Pedro, provincia de Buenos Aires, en julio de 1825. Pero este esquema de trabajo rural no despegó por completo hasta la década de 1860, en la zona centro y oeste de Santa Fe. El movimiento colonizador tuvo su punto de partida en Esperanza (ahora, cabecera del Departamento Las Colonias) en 1856 y se prolongó por varias décadas, siempre con nuestra provincia en la delantera. En el marco de este gran movimiento productivo y colonizador, en 1884 se funda el Centro Comercial del Rosario (hoy Bolsa de Comercio de Rosario) que contribuyó al desarrollo económico de la región y el país, tal como hoy lo sigue haciendo.

En los veinte años posteriores a 1870 se establecieron en Santa Fe alrededor de 200 colonias agrícolas. En segundo lugar se destacó la provincia de Entre Ríos, con 130. Con la nueva configuración agrícola que fue adquiriendo la zona central del país, la producción de trigo –entre otros cultivos, como maíz y lino- comenzó a crecer exponencialmente. Se estima que en el año 1870 se sembraron algo más de 70.000 ha. Para 1890 la cifra llegaba a 1,2 millones de ha, mientras que en la campaña 1909/1910 la superficie trepó por encima de las 6 millones de ha. El récord histórico se marcó en el año 1928, con 9,2 millones de ha.

El centro y sur de Santa Fe fue sin dudas el gran motor del crecimiento del cereal panadero. Para 1895 el área sembrada de trigo en nuestra provincia llegaba a 1,03 millones de ha, que representaba el 50.2% del área total sembrada a nivel nacional. Esto se plasmó en una mayor circulación de la riqueza en el territorio provincial y un fuerte derrame del campo a las ciudades, que comenzaron a crecer vertiginosamente. También se expandió la actividad industrial.

Nuestra provincia puede atribuirse también otro hito: el primer negocio de exportación del cereal de la Argentina, efectivizado en 1878 por comerciantes rosarinos con destino a Europa. Este fue el primer embarque de trigo que demostró la gran valentía empresarial de Carlos Casado del Alisal, impulsor del Banco de Santa Fe, del ferrocarril y visionario creador de la colonia Candelaria (hoy Casilda). Se embarcaron 4.500 toneladas del cereal en seis veleros hacia Glasgow. Al principio los barcos cargaban el cereal junto con otros productos, como carnes o lana. El volumen no era significativo, pero con los años el

Cuadro N° 1: El trigo y la provincia de Santa Fe (en miles de tn)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Producción de trigo en Santa Fe	994	1.827	1.534	1.369	1.333	2.519	1.872
Participación en producción nacional	8%	11%	10%	17%	15%	20%	17%
Molienda en Santa Fe	814	788	790	664	737	771	732
Participación en molienda nacional	13%	12%	13%	13%	13%	14%	13%
Exportaciones desde Santa Fe	1.745	4.695	7.008	1.206	799	2.431	5.828
Particip. en exportaciones nacionales	44%	60%	65%	49%	43%	63%	59%

Fuente: Ministerio de Agroindustria/ Bolsa de Comercio de Rosario





AÑO XXXIV – N° 1804 – VIERNES 21 DE ABRIL DE 2017

crecimiento se aceleró: ya en 1893 las ventas externas superaron el millón de toneladas, casi el doble del consumo interno de aquel momento.

Queda claro entonces la relevancia que tuvo el territorio provincial en los primeros años de desarrollo de esta importante gramínea. Con el paso del tiempo su evolución no estuvo exenta de vaivenes, en función de los avatares económicos, climáticos y las intervenciones que los diferentes gobiernos hicieron del cultivo. En los últimos años la superficie provincial promedió alrededor de 700.000 ha, dando lugar a una producción superior a 2.0 millones de toneladas.

La molienda de trigo en Santa Fe osciló recientemente entre 700.000 y 800.000 toneladas anuales, representando cerca del 14% del total nacional. Con ello se produjeron alrededor de 600.000 toneladas de harina por año, suficientes para cubrir las necesidades de consumo de 7 millones de personas, suponiendo que se cumple la media nacional de 85-90kg de harina por habitante al año. Esto implica que aquí en Santa Fe surge la materia prima para la elaboración de productos farináceos necesarios (pan, galletas y otros productos de panadería) para alimentar todos los años al doble de los habitantes que tiene nuestra provincia.

De acuerdo a información de la Bolsa de Comercio de Rosario los ingresos por exportaciones de trigo de la Argentina ascendieron en el 2016 a 2.071 millones de dólares, un 3,5% del total nacional del ingreso de divisas por exportaciones. De acuerdo a privados el sector agropecuario aporta en concepto de exportaciones 26.500 millones de dólares. La Bolsa estima que el 46% de las exportaciones en Argentina son generadas por la producción de granos y su industrialización posterior (harinas, pellets, aceites, biodiesel y otros subproductos). La producción de trigo en el ciclo 2015/2016 fue de 10,9 millones de toneladas. En la campaña 2016/2017 el gobierno nacional estimó la producción de trigo en 18,4 millones de toneladas, un 65% más que la campaña anterior y un área en 6.36 millones de has., con un crecimiento en

un 45.5%. Las estimaciones de las Bolsas y privados se encuentran un poco más abajo de esta estimación de producción.

Santa Fe cumple un rol crucial también en las exportaciones del cereal. En los últimos cinco años fue el punto de salida de entre 45 y 60% de los embarques nacionales del cereal, concretados desde las aduanas de Rosario y San Lorenzo. Si tenemos en cuenta a la banca, el comercio y el transporte concluiremos que aquí se asienta toda la cadena: el financiamiento, la producción, comercio, industria y los puertos. Esta cadena tiene que seguir creciendo en el futuro. Es una fuente de desarrollo económico regional muy potente y que es necesario saber apreciar.

** Coordinador Comisión de Desarrollo Regional de la Bolsa de Comercio de Rosario*

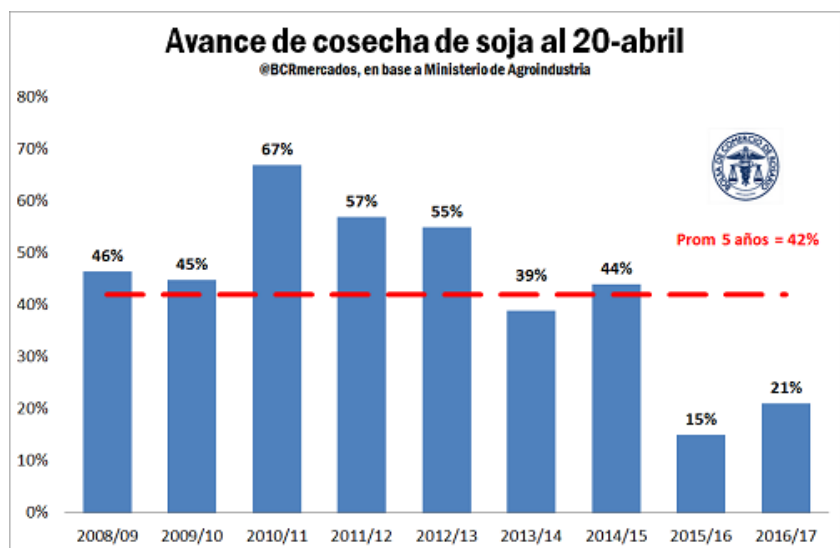


COMMODITIES

Los retrasos definen a la soja

EMILCE TERRÉ

Mientras que las lluvias de abril aún retrasan las labores de cosecha, la espiral descendente en la que han entrado los precios retrasó los negocios. El avance de la trilla a la fecha se encuentra 21 puntos porcentuales debajo de la media en





AÑO XXXIV – N° 1804 – VIERNES 21 DE ABRIL DE 2017

5 años, y el 85% de la soja aún no tiene precio en firme.

Toda la franja este de la provincia de La Pampa, el sudeste de Buenos Aires y algunos puntos del sur de Córdoba se encuentran aún con excesos de humedad en los suelos, impidiendo el paso de las cosechadoras. En el resto de la región productiva, apenas las condiciones permiten completar las labores de trilla, se avanza. Pese a ello, en muchos lotes las condiciones aún no son óptimas potenciando los riesgos que la apertura de vainas se traduzca en pérdida de producción.

En este marco hasta el 20 de abril se había completado el 21% de la cosecha a nivel nacional. Si bien ello se encuentra por encima del 15% que se registraba hace un año atrás, dicha comparación es espuria dadas las enormes dificultades por excesos hídricos de la campaña precedente. Si tomamos el promedio de los últimos 5 años, el avance normal para esta época del año resulta del 42%, y ahí sí se evidencia mejor los problemas que enfrenta hoy el sector productivo.

A la ansiedad que generaron las intensas lluvias de principios de abril se le suma una espiral bajista de los precios que intentan hacer pie en los \$ 3.600/t pero aún se encuentran muy lejos de los valores que exige la oferta para desprenderse de la mercadería. Sucede que los valores de la oleaginosa se encuentran al mismo nivel en pesos que hace un año atrás, pese a que la inflación oficial del año pasado rondó el 40%, y ello desalentó las transacciones.

Para mediados de abril, las compras de exportación e industria suman 14,8 millones de toneladas de soja 2016/17. Si bien este volumen se encuentra en línea tanto con la originación de mercadería del ciclo anterior como del promedio de las últimas 5 campañas, apenas el 32% de esos compromisos se han hecho con precio en firme cuando el año pasado esta modalidad ascendía al 42% y el promedio de los últimos 5 años es del 50%. En el mejor de los casos (aunque es una clara sobreestimación) pueden sumarse como "mercadería con precio en firme" los 2,1 millones de toneladas que suma el interés abierto en MATba y los 2,0 millones de ROFEX, pero aun así estaríamos hablando de alrededor de un tercio de la producción.

La presión de los precios es muy difícil de sortear, por dos motivos: en primer lugar, la fluidez de la oferta en el mercado mundial ha presionado los valores externos de referencia un escenario global. A medida que se va cerrando la cosecha en Brasil, las proyecciones de producción son corregidas a la suba semana a semana, siendo la última de estas revisiones la difundida el jueves por Abiove –Asociación Brasileña de Industrias Aceiteras- con una previsión récord de 110,7 millones de toneladas. Este número se encuentra 2,4 millones de toneladas por encima de lo previsto el mes pasado, al tiempo que incrementó la estimación de exportaciones de 60,3 millones de toneladas, por encima también de los 59,8 millones que descontaba en el informe anterior.

Soja 2016/17: Indicadores comerciales

Al 12/04/2017	2016/17	Prom.5	2015/16
Oferta total	56,0	51,2	55,3
Compras totales	14,8	14,2	14,9
	26%	28%	27%
Con precios por fijar	10,1	7,1	8,7
	68%	50%	58%
Con precios en firme	4,7	7,1	6,2
	32%	50%	42%
Disponible para vender*	37,6	34,2	36,9
Falta poner precio	47,7	41,3	45,6

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

Simultáneamente, se anticipa que este año Estados Unidos siembre la mayor superficie de su historia con la oleaginosa, unos 36,2 millones de hectáreas. De completarse, ello significaría que el grano continuará llegando a buen ritmo al mercado al menos durante todo el 2017 opacando el efecto sobre el mercado de las desavenencias argentinas.

El segundo motivo reside en que el encarecimiento de la moneda argentina en relación al dólar impacta de lleno en la competitividad de nuestras mercaderías para ser colocada en el





AÑO XXXIV – N° 1804 – VIERNES 21 DE ABRIL DE 2017

mercado internacional, sobre todo en un contexto donde la inflación aún no deja de ser un escollo. El índice de tipo de cambio real multilateral que elabora el Banco Central (y pondera el valor del peso en término de las monedas de nuestros principales socios comerciales, incluyendo Brasil, Canadá, Chile, Estados Unidos, México, Uruguay, China, India, Japón, Reino Unido, Suiza, Zona Euro) cayó un 17% desde diciembre de 2015 a la fecha, erosionando toda la ganancia de competitividad que se había logrado con el “sinceramiento cambiario” del fin del cepo.

Revaluación de la moneda argentina e inflación se traducen en encarecimiento de los bienes argentinos en el mundo. En un contexto de debilitamiento del precio del poroto de soja en la plaza global, se comprende entonces por qué el sector exportador está trabajando a contra-margen. El FAS Teórico para la actividad de exportación se acerca a los US\$ 232/t, por lo que comprar el grano en el mercado interno a un precio mayor a ese implica que se incurrirá en pérdidas por la venta al exterior. Frente a un precio doméstico de US\$ 236,6/t, resulta claro que despachar poroto no es rentable.

La industria exportadora en cambio (que compra poroto y exporta subproductos, mayormente harina y aceite) se encuentra en una posición algo mejor pero en absoluto holgada. Con un FAS teórico grano-equivalente de US\$ 236,9/t, si bien hoy la actividad resulta rentable se ve a las claras que las posibilidades de aumentar el precio que están dispuestos a pagar por adquirir el grano es por demás de acotada. Para peor, los envíos de biodiesel argentino a Estados Unidos (mecanismo que significó un muy interesante Premium para quienes vendían “soja EPA”) corren peligro, ya que Norteamérica está analizando si éstos incurrían en dumping.

Para formarse una idea de hasta qué punto podrá resistir el productor sin vender o cuándo el sector comprador deberá deponer las armas y mejorar sus ofrecimientos, resta definir también qué rol asumirá la importación de poroto desde los países vecinos en lo sucesivo. Por lo pronto, en febrero se compraron más de 240.000 toneladas mayormente paraguayas, un 800% más que el mismo mes del año anterior y un gran

salto desde las 4.000 toneladas que se habían comprado el mes anterior. Si bien resta conocer la cifra de marzo, readmisión de importaciones temporarias mediante, Argentina se encamina a cerrar la campaña 2015/16 con el mayor volumen de soja importada, para su transformación industrial y posterior exportación, desde el ciclo 2008/09.



COMMODITIES

Entre la incertidumbre del maíz y el optimismo por el trigo

SOFÍA CORINA - EMILCE TERRÉ

El comportamiento generoso de las lluvias en ambos hemisferios del globo está dando tela para cortar en el mercado. Los atrasos en las labores, tanto de siembra de maíz en Estados Unidos como de cosecha en Argentina, le imprimen volatilidad a los precios aunque los abultados stocks limitan la suba.

La siembra de los *farmers* del norte evoluciona pausadamente, cubriendo sólo un 6% del área de intención para el maíz en comparación con los 12% anotados a la misma fecha del año pasado. Si la siembra del cereal se traslada luego de la segunda quincena del mes mayo, se introduce un componente de riesgo en el rendimiento al ubicar el periodo crítico en condiciones climatológicas adversas. En este marco, los pronósticos poco alentadores para los próximos días en el *Midwest* americano mantienen en alerta a los operadores ya que podría profundizar el pase de superficie a la soja, como ha sucedido en otros años húmedos.

En los lotes argentinos la colecta de maíz se encuentra trabada por la falta de piso, el deterioro de los caminos internos y la alta humedad atmosférica que impide el secado del grano. El avance de la cosecha se ubica un poco más del 20%, marcando un retraso de 10 puntos porcentuales respecto a la media de las últimas 5 campañas. Por su parte, la zona núcleo maicera concentra sus fuerzas en levantar la soja por su mayor riesgo de desgrane, relegando al maíz para su cosecha a mediados de mayo.





AÑO XXXIV – N° 1804 – VIERNES 21 DE ABRIL DE 2017

Maíz 2016/17: Indicadores de exportación

Al 12/04/2017	2016/17	Prom 5 años	2015/16
ROE Verde /DJVE Presentadas*	7,32	9,92	14,50
Embarques Estimados	3,20	2,56	3,18
<i>Relación s/ROE Verde</i>	<i>44%</i>	<i>26%</i>	<i>22%</i>
Compras exportación	10,88	9,50	9,06
<i>Relación s/ROE Verde</i>	<i>149%</i>	<i>96%</i>	<i>62%</i>
Precios por fijar	2,24	1,67	0,65
	21%	18%	7%
Precios en firme	8,63	7,83	8,41
	79%	82%	93%
Falta embarcar	4,12	7,36	11,32
Falta comprar	-3,55	0,43	5,44
	<i>* DJVE presentadas al</i>		<i>12/04/2017</i>

Excepto porcentuales, las cifras están en millones de toneladas

Fuente: MINAGRI, UCESCI y estimaciones propias

A pesar de esta prima climática, las mayores reservas del cereal a nivel global anunciadas por el USDA provocaron que los comerciales se declarasen bajistas y sumaran 1,8 millones de toneladas vendidas en el mercado de Chicago. Las optimistas perspectivas de producción para Brasil resultan el principal factor que pesa sobre las cotizaciones.

Bajo este contexto de incertidumbre que reina entre los elementos positivos y negativos para los precios, éstos se mantienen lateralizados y fluctúan entre los u\$s 140 y 146 por tonelada en el mercado internacional en lo que va del mes de abril.

En tanto, en nuestro mercado local, el cereal parece no sentir la presión de cosecha producto de la activa demanda exportadora. La entregas inmediata se fortalecieron hacia \$ 2.350/t, mientras que los forward a mayo siguen firmes en u\$s 150/t. La gran gama de posiciones ofrecidas en el mercado físico refleja los posibles problemas de logística que están padeciendo las terminales portuarias.

Un tema que se destaca es la generalización que ha tenido el uso y costumbre de no bonificar el grado 1 a

aquellos oferentes que entreguen grano de mejor calidad que el estándar, aunque sí se penaliza el de grado 3 (de menor calidad que la Condición Cámara, correspondiente a un Grado 2). Este elemento no debe soslayarse, ya que si quienes se ocupan por cosechar con menor humedad, manejar correctamente el grano en los procesos del acopio o sembrar híbridos de buena genética no reciben la bonificación correspondiente, es cuestión de tiempo hasta que esta inversión en genética y manejo retroceda, con el grave perjuicio que significaría para la cadena maicera toda en Argentina.

Optimismo trigueño

En el marco general de la tónica bajista para los precios de los commodities agrícolas, sobresale el caso del trigo con interesantes elementos de sostén para el mediano plazo. Estados Unidos, después de haber aumentado en casi 10 millones de toneladas su flujo de oferta durante los últimos tres años hasta los 63 Mt que produjo en la 2016/17, sembraría en el ciclo 2017/18 la menor área con trigo de su historia con 18,6 Mha, un 8% menos que el año anterior.

Mientras tanto, los mercados de trigo en Europa evidenciaron un interesante rally este último tiempo con el contrato operado en Londres tocando su máximo en dos años frente al temor que despiertan las condiciones demasiado secas para el desarrollo del cultivo en Francia y otras regiones productivas claves del continente. Si bien de momento la falta de humedad erosionó los rindes proyectados pero la producción global seguiría siendo mayor a la del año pasado, no se descarta que de no revertirse pronto estas condiciones la previsión de oferta se siga recortando, máxime en un contexto donde el nivel de stocks no resulta todo lo abultado que se pensaba.





AÑO XXXIV – N° 1804 – VIERNES 21 DE ABRIL DE 2017

Trigo Up-River Rosario: FAS Teórico para la exportación

Fecha: 19/04/2017



ITEMS	TRIGO
	US\$/t
FOB OFICIAL SAGPyA (embarque cercano)	188,0
TRIBUTOS A LA EXPORTACIÓN	0,0
a. Alícuota Derechos de Exportación 0%	
FOB DE MERCADO cercano (*)	190,0
GASTOS EN PUERTO UPR	6,04
a. Costo elevación 3,00	
b. Almacenaje 0,27	
c. SENASA (Certif. fitosanit. y arg. calidad) 1,17	
d. Independence Surveyor 0,24	
e. Despachante de Aduana 0,05	
f. Comisión corredor FOB 0,91	
g. Estibaje (crane tax) 0,40	
TOTAL GASTOS (PUERTO + DEX)	6,04
Precio CAC Rosario (AR\$) 2.450,0	
Tipo de cambio cpr BNA (AR\$/US\$) 15,4	
FAS DE MERCADO EQUIVALENTE EN USD/t	159,1
GASTOS COMERCIALES	2,74
Gastos variables	1,45%
a. Diferencia por calidad (TG, prot, PH, etc.) -1,02%	
b. Impuesto de sellos 0,03%	
c. Impuesto a las transferencias bancarias 0,60%	
d. Registro en Bolsa 0,05%	
e. Comisión corredor FAS 1,00%	
f. Prefinanciación de la exportación 0,72%	
g. Financiación por IVA 0,08%	
Gastos fijos	0,44
h. Análisis 0,44	
FAS TEORICO	181,2
AR\$ 2.791,0/t	
MARGEN BRUTO	22,1
US\$/t	

los valores FOB comparativos han perdido algo de competitividad respecto a orígenes del Mar Negro aún si resultan atractivos en relación a las primas de la región del Golfo estadounidense, aunque el constante encarecimiento de la moneda argentina en el mundo no colabora.

El cuadro que sigue muestra el desglose del FAS Teórico para las exportaciones desde el Up River rosarino. Éste se entiende como una "capacidad de pago" de la exportación, en el sentido que arroja el máximo valor que podría pagarse para que al afrontar las erogaciones necesarias para cargar ese grano en puerto la actividad no arroje un resultado negativo. Como surge del cuadro, hoy la exportación del cereal de invierno deja un interesante margen bruto para el sector, algo por encima de los US\$ 20/t.

Mientras comienzan a hacerse definiciones para la próxima campaña, en base a las abundantes reservas hídricas de los suelos argentinos, la buena relación insumo-producto, la mejora en el margen bruto de producción que analizamos en el artículo de la semana pasada y el contexto de recortes productivos en el resto del mundo que frente a cualquier inclemencia climática podría impulsar un salto de los precios, las condiciones preliminares para avanzar sobre el área sembrada resultan optimistas. Pese a

que la cebada presentará competencia en el sudeste de Buenos Aires, hoy pensar en un área sembrada en el rango de las 5,3 a 5,5 millones de hectáreas a nivel nacional para la campaña 2017/18 parece razonable

En el plano local, los precios del trigo no sólo no han mostrado ningún desliz bajista sino que por momentos las oportunidades de negocio de la exportación. A la fecha, se esperan embarcar en lo que resta de abril 333.000 toneladas de trigo argentino, un tercio de las cuales saldrían desde el Up River rosarino.

Evaluando las condiciones de negociación, pese a que





AÑO XXXIV – N° 1804 – VIERNES 21 DE ABRIL DE 2017



FINANZAS

Fondos Comunes de Inversión: ¿qué deja el primer trimestre de 2017?

LEANDRO FISANOTTI *

Los FCI constituyen, como industria, el principal inversor institucional de la Argentina, dinamizando el ahorro público hacia el sistema financiero. Al configurar una sencilla vía de acceso de los ahorristas hacia el mercado de capitales, resultan una pieza fundamental para el desarrollo de un mercado robusto y la inclusión financiera de los ciudadanos.

El primer trimestre del año deja un saldo más que favorable para la industria de Fondos Comunes de Inversión, que se consolida como el actor protagónico entre los inversores institucionales, tanto por su capacidad de atender las necesidades corporativas como por la agilidad para captar participaciones de pequeños ahorristas. En términos de patrimonio administrado, el tercer mes del año marcó un incremento del 7,2% respecto del cierre del mes anterior (lo que representa unos 30.000 millones de pesos, que se explican por el rendimiento de las inversiones por 1,9% y nuevos aportes de los cuotapartistas por 5,3%).

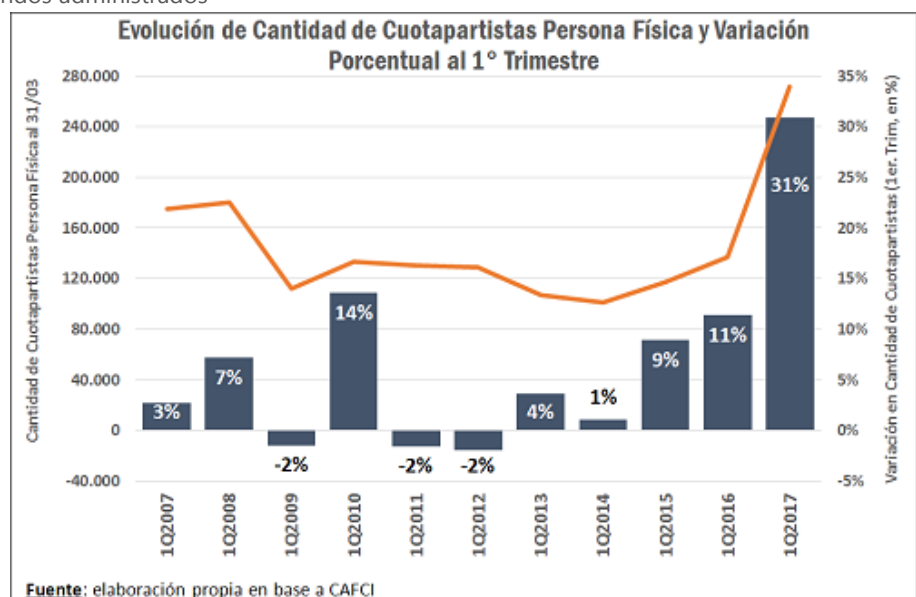
En lo que va de 2017, el total de fondos administrados por la industria de FCI abiertos trepó en unos \$ 125.676 millones, lo que implica un crecimiento del 39% respecto del nivel en el que finalizó el año anterior. Si se mide en dólares, el incremento en el tamaño de la industria durante los primeros tres meses de 2017 fue del 43%, un resultado – mire por donde se mire – extraordinario, y que colma de expectativas hacia futuro en lo que refiere al desarrollo del mercado de capitales en la Argentina. A fin de establecer una comparación, en el mismo período del año anterior se registró una

contracción en los fondos administrados del 13%, medido en dólares estadounidenses, que se explicó principalmente por la salida de los inversores desde los fondos de administración de liquidez (*money markets*) tras la liberación de restricciones operativas y cambiarias que pesaban sobre las tesorerías corporativas.

Si se analiza la composición de los fondos administrados, puede observarse que la mayor parte de los FCI disponibles en la Argentina corresponden a fondos en pesos (95% del total bajo gestión), y se concentran en inversiones de renta fija. El 71% del monto total de fondos en pesos y el 87% de los fondos nominados en dólares corresponde a carteras de instrumentos de renta fija. Los fondos de mercado de dinero explican, por su parte, algo menos del 12% del total de los *asset under management* locales actualmente. Esto marca una contracción notoria desde el 25% que representaba este rubro al cierre de 2015.

La dinámica, la inclusión financiera y el desafío de crecimiento

En resumidas cuentas, la industria de Fondos Comunes de Inversión en la Argentina se encuentra en una senda de marcado crecimiento. Los hitos pueden hallarse en la





AÑO XXXIV – N° 1804 – VIERNES 21 DE ABRIL DE 2017

expansión del volumen de fondos administrados, con elocuentes tasas de expansión (52% en 2016, 61% en 2015, 82% en 2014 y 61% en 2013). No obstante, es tan relevante esto como referir que la industria ha crecido notablemente en su base de inversores. Considerando las personas físicas que invierten en Fondos Comunes de Inversión, la base de cuentas cuotapartistas creció un 92% en 2016 y el primer trimestre del año deja un saldo más que alentador. Entre enero y marzo, la cantidad de inversores se expandió en un 31% considerando las personas humanas y un 13% entre los inversores persona jurídica. Esta variación positiva representa un máximo en la serie histórica y tiene una traducción que no puede pasarse por alto: cada vez más argentinos acceden a invertir en el mercado de capitales a través de los fondos comunes de inversión, bajo un esquema seguro y transparente, movilizándolo hacia la inversión. Esto es, ni más ni menos que, más desarrollo para un mercado de capitales que lo necesita, más financiamiento para las empresas locales y más inclusión financiera para que los ahorristas – pequeños o grandes – se conviertan en inversores.

Los desafíos que quedan por delante no son menores. El crecimiento exhibido por la industria entusiasma, aunque queda mucho camino por recorrer. En la actualidad, el stock de fondos administrados por las sociedades gerentes de fondos comunes de inversión totalizan algo más del 5% del PBI, guarismo que se encuentra muy por debajo de nuestros pares regionales. Chile supera el 16% y Brasil trepa por encima del 40%. La buena noticia detrás de esto es que tan solo el catch up regional permitirá expandir la industria y dinamizar el mercado. Claramente, esto deberá estar asociado también a la posibilidad de generar nuevos instrumentos y soluciones financieras que permitan captar y gestionar el ahorro del público.

Para concluir, un aspecto que no debe pasarse por alto es que el propio crecimiento de los fondos comunes de inversión impone beneficios en el mercado en su conjunto. Dinamiza las operaciones, da liquidez y profundidad. Permite agregar el ahorro y que este sea gestionado profesionalmente hacia inversiones en el ámbito de la oferta pública. Establece una matriz de propiedad del capital y pasivo con sesgo hacia la profesionalización, lo que genera incentivos para la

adopción de prácticas de buen gobierno corporativo. Esto a la postre incrementa la sustentabilidad y valor de las empresas. Estudios demuestran que los inversores están dispuestos a pagar entre un 10% y un 15% más por las acciones de las empresas que adoptan buenas prácticas de gobernanza, y al promover su adopción incrementan el valor de sus inversiones al tiempo que mejoran la gestión empresarial. Ni más ni menos que un círculo virtuoso.

**Licenciado en Administración. Magíster en Finanzas. Director de Pellegrini S.A. Gerente de Fondos Comunes de Inversión. Gerente de Desarrollo del Mercado Argentino de Valores S.A. y Director de Rosario Administradora Sociedad Fiduciaria S.A. Las opiniones son responsabilidad del autor.*



FINANZAS

¿Lebacs o silobolsa? ¿Existe alguna ventaja a esta altura de la campaña?

NICOLÁS FERRER

La cosecha de soja 16/17 llega de la mano de precios deprimidos en el exterior y un dólar que se percibe como atrasado, dando lugar a una merma en los ingresos del productor. Con tasas reales positivas para colocaciones en pesos, ¿conviene quedarse sentado en el grano? Analizamos qué prevén los mercados a término.

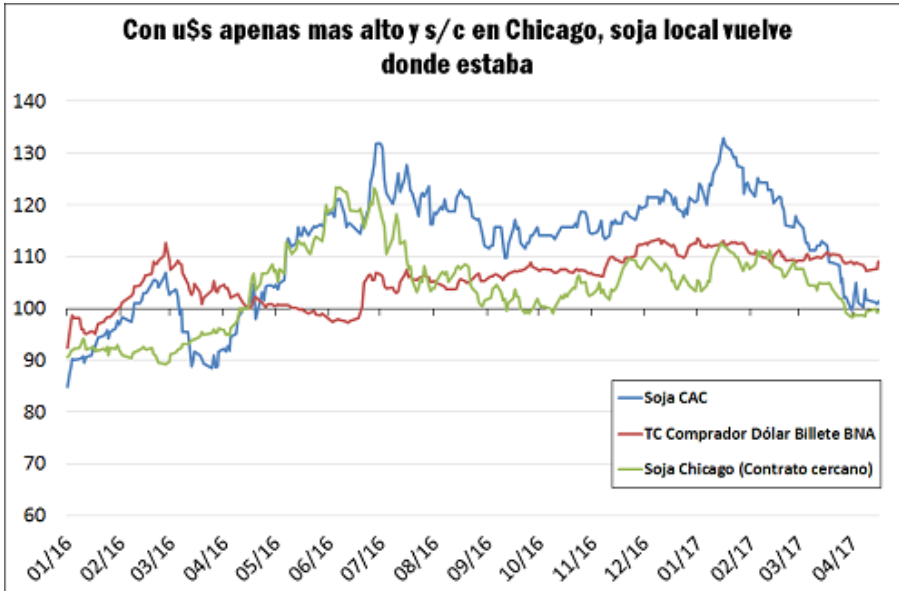
El remate del primer lote de soja 2016/17 en el Mercado Físico de Granos de Rosario conmemora el inicio de una nueva campaña comercial para la oleaginosa, el cual de momento se encuentra marcado por una cruda realidad: el valor en pesos del cultivo se encuentra prácticamente en el mismo nivel del año pasado a pesar de una inflación que tiene un piso de 24,3% para el último año de acuerdo a INDEC¹.

La ecuación es simple, se espera un volumen récord de producción (cercano a 180 millones de toneladas de acuerdo a USDA) mientras que la afluencia de divisas desde el exterior mantiene el tipo de cambio casi sin cambios respecto al año anterior, dando lugar a una sensible caída en el poder adquisitivo del cultivo.





AÑO XXXIV – N° 1804 – VIERNES 21 DE ABRIL DE 2017



dichos contratos con respecto al último valor disponible de la pizarra de la Cámara Arbitral de Cereales de Rosario. Debemos aclarar que dichos valores son aproximaciones a los obtenibles a través de operaciones de captura de tasa producto de factores como comisiones, costos comerciales y de almacenamiento y la base existente entre los mercados a término y disponible.

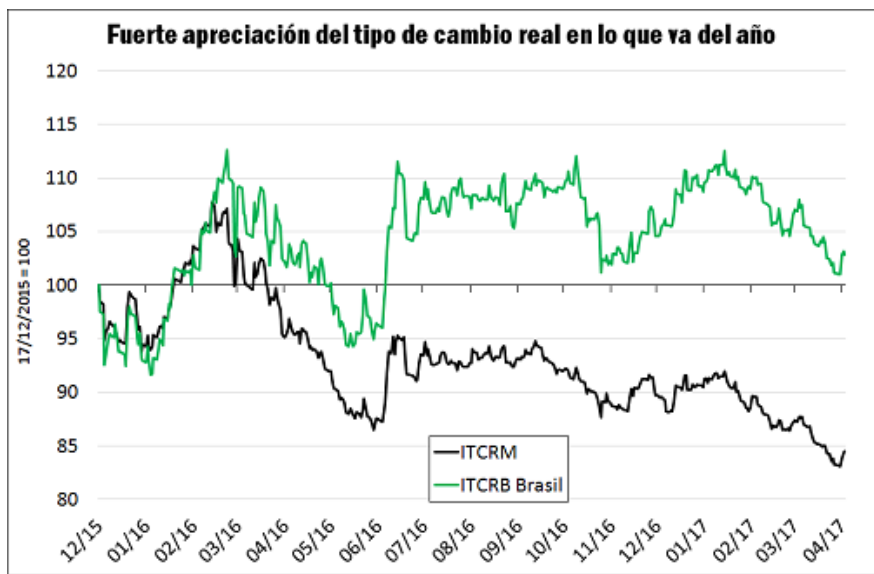
En primera instancia, el análisis de las tasas implícitas en los contratos de futuros de dólar muestra que tras la reciente suba del tipo de cambio, el margen de

El tipo de cambio real multilateral, por su parte, alcanzó sus niveles más bajos desde mediados de 2015, y gran parte de la reciente apreciación del mismo ha provenido de la pérdida de competitividad cambiaria que manteníamos frente a Brasil.

rendimiento en dólares de las Letras del Banco Central con respecto a la depreciación esperada de la moneda es limitado, encontrándose relativamente arbitrado con respecto a estas. No obstante, esta tasa de devaluación esperada —corolario de las tasas ofrecidas por las colocaciones en pesos— no se encuentra asegurada, ya que como producto de la política monetaria y el fuerte ingreso de divisas, el mercado ha tendido a sobreestimar el tipo de cambio a futuro en el último año.

En tanto ha perdurado la estabilidad del tipo de cambio, las colocaciones en pesos en títulos como las Letras del Banco Central han otorgado una alternativa de bajo riesgo para defenderse de la inflación, siendo este factor el eje central de la política monetaria del BCRA. Cabe preguntarse entonces, ¿es conveniente en un escenario con una política monetaria tan estricta postergar la venta del cultivo con esperanzas de que su valorización a medida que avance el ciclo comercial compense el incremento general de precios? Veamos qué prevén los mercados de futuros.

El siguiente cuadro muestra el valor de los contratos de soja de MatBA con entrega en Rosario para lo que resta de 2017 y el tipo de cambio de referencia 3500 "A" para cada mes de acuerdo a los contratos de futuros de dólar de ROFEX. A su vez, incluimos las tasas implícitas en





AÑO XXXIV – N° 1804 – VIERNES 21 DE ABRIL DE 2017

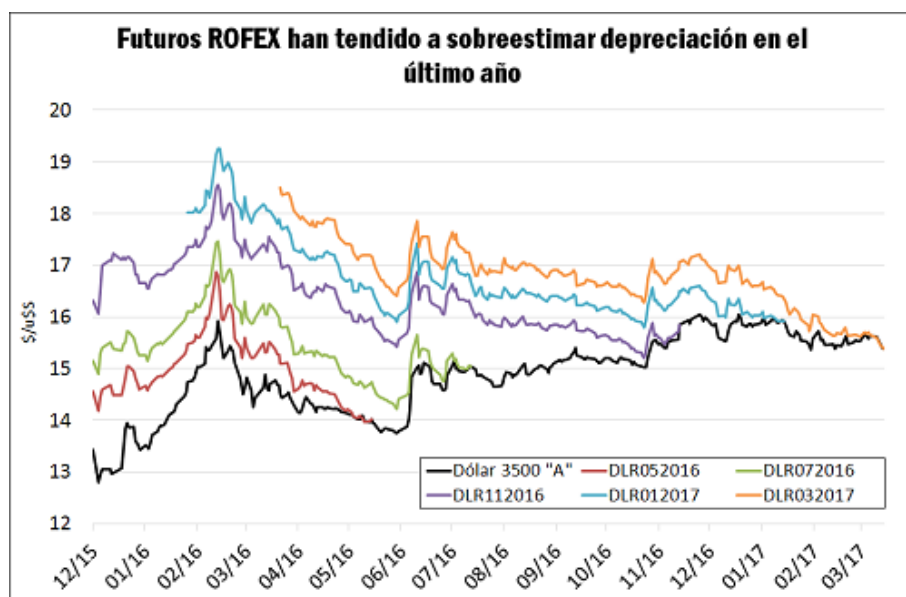
Cuadro N° 1: Tasas implícitas en futuros de Soja MatBA y Dólar ROFEX

Datos al		19/04/2017			
Soja Pizarra CAC (\$/t)		3600			
Dólar 3500 "A"		15,4767			
Soja Pizarra CAC (u\$s/t)		232,6			
Vencimiento	Soja ROS MatBA (u\$s)	Vto.	TI	TA	
42856,00	235,2	23-05	1,1%	12,6%	
42917,00	240,8	24-07	3,5%	14,1%	
43040,00	250,2	22-11	7,6%	13,0%	
	Dólar ROFEX (\$/u\$s)	Vto.	TI	TA	
42856,00	15,81	31-05	2,2%	20,3%	
42917,00	16,34	31-07	5,5%	21,1%	
43040,00	17,38	30-11	12,3%	20,7%	
	Soja ROS MatBA (\$/t)		TI	TA	
42856,00	3.719		3,3%	41,6%	
42917,00	3.933		9,3%	40,0%	
43040,00	4.348		20,8%	37,4%	
Licitación Lebacs Marzo-17					TA
Mayo (28 días)					24,25%
Julio (91 días)					22,50%
Noviembre (210 días)					20,6%

Fuente: @BCRMercados en base a BCRA, ROFEX, MatBA y CACR.

En cuanto al carry evidenciado en soja, este muestra tasas anualizadas en dólares de entre 12% y 14%. No obstante, su atractivo cae considerablemente si se consideran los costos de almacenamiento y el costo financiero que esto implica, con lo cual la alternativa se encuentra limitada a quienes se encuentren favorablemente posicionados en ambos aspectos.

En resumidas cuentas, el grueso del atractivo de las colocaciones en pesos se encuentra en vencimientos más cercanos, y este podría esfumarse rápidamente ante un nuevo recorte en las tasas de interés (producto de una menor inflación) o un tipo de cambio alcista. A mediano plazo, colocarse en Lebacs o fijar un tipo de cambio a través del mercado de futuros resulta casi indiferente en término de su rendimiento en pesos. A su vez, el comportamiento reciente del dólar con respecto al mercado a término y la falta de señales que apunten a una escasez de la divisa norteamericana en el mercado a corto y mediano plazo insinúa que es improbable que la moneda se deprecie más allá de lo que prevén los futuros.



¹ Variación registrada por el IPC para CABA y partidos del GBA entre abril 2016 y marzo 2017.

² Por ejemplo, desde la salida del cepo cambiario, el tipo de cambio comprador del dólar billete del Banco Nación (de acuerdo a datos relevados por Thomson Reuters) superó al tipo de cambio de referencia del BCRA en aproximadamente \$ 0,10 / u\$s..



AÑO XXXIV – N° 1804 – VIERNES 21 DE ABRIL DE 2017

MONITOR DE COMMODITIES GRANOS

Monitor de Commodities Granos

Mercado Físico de Granos de Rosario

19/04/17

Plaza/Producto	Entrega	19/4/17	12/4/17	20/4/16	Var. Sem.	Var. Año
PRECIOS SPOT, CACR						
\$/t						
Trigo	Disp.	2.480	2.430	2.200	↑ 2,1%	↑ 12,7%
Maíz	Disp.	2.330	2.310	2.590	↑ 0,9%	↓ -10,0%
Girasol	Disp.	4.180	4.160	4.130	↑ 0,5%	↑ 1,2%
Soja	Disp.	3.600	3.500	3.500	↑ 2,9%	↑ 2,9%
Sorgo	Disp.	1.750	1.850	2.000	↓ -5,4%	↓ -12,5%
FORWARD O FUTUROS						
US\$/t						
Trigo	May	173,0	170,0	153,0	↑ 1,8%	↑ 13,1%
Maíz	Abr	155,5	155,0	182,0	↑ 0,3%	↓ -14,6%
Soja	May	237,2	236,9	252,1	↑ 0,1%	↓ -5,9%

* 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

19/04/17

Producto	Posición	19/4/17	12/4/17	19/4/16	Var. Sem.	Var. Año
ENTREGA CERCANA						
US\$/t						
Trigo SRW	Disp.	149,3	159,2	178,7	↓ -6,2%	↓ -16,5%
Trigo HRW	Disp.	148,0	158,0	175,2	↓ -6,3%	↓ -15,5%
Maíz	Disp.	140,8	145,3	151,4	↓ -3,0%	↓ -7,0%
Soja	Disp.	347,9	348,2	362,1	↓ -0,1%	↓ -3,9%
Harina de soja	Disp.	339,4	344,7	336,3	↑ -1,5%	↑ 0,9%
Aceite de soja	Disp.	703,7	688,7	766,8	↑ 2,2%	↓ -8,2%
ENTREGA A COSECHA						
US\$/t						
Trigo SRW	May	149,3	164,0	181,6	↓ -9,0%	↓ -17,8%
Trigo HRW	May	148,0	162,6	179,2	↓ -9,0%	↓ -17,4%
Maíz	May	140,8	136,4	150,3	↑ 3,2%	↓ -6,3%
Soja	May	347,9	360,6	315,6	↓ -3,5%	↑ 10,2%
Harina de soja	May	339,4	344,4	306,2	↑ -1,4%	↑ 10,8%
Aceite de soja	May	703,7	816,8	690,0	↓ -13,8%	↑ 2,0%
RELACIONES DE PRECIOS						
Soja/maíz	Disp.	2,47	2,40	2,39	↑ 3,0%	↑ 3,3%
Soja/maíz	My/My	2,47	2,64	2,10	↓ -6,6%	↑ 17,6%
Trigo blando/maíz	Disp.	1,06	1,10	1,18	↓ -3,3%	↓ -10,2%
Harina soja/soja	Disp.	0,98	0,99	0,93	↓ -1,4%	↑ 5,0%
Harina soja/maíz	Disp.	2,41	2,37	2,22	↑ 1,6%	↑ 8,5%
Cont. aceite en crushing	Disp.	0,32	0,31	0,34	↑ 2,6%	↓ -6,1%

Precios de exportación de granos. FOB varios orígenes

19/04/17

Origen / Producto	Entrega	19/4/17	13/4/17	21/4/16	Var. Sem.	Var. Año
TRIGO						
US\$/t						
ARG 12,0% - Up River	Cerc.	190,0	190,0	200,0	— 0,0%	↓ -5,0%
EE.UU. HRW - Golfo	Cerc.	195,4	199,2	210,7	↓ -1,9%	↓ -7,3%
EE.UU. SRW - Golfo	Cerc.	179,6	183,6	201,5	↓ -2,2%	↓ -10,8%
FRA Soft - Rouen	Cerc.	173,2	175,6	153,0	↓ -1,4%	↑ 13,2%
RUS 12,5% - Mar Negro prof.	Cerc.	187,0	188,0	185,0	↓ -0,5%	↑ 1,1%
RUS 12,5% - Mar Azov	Cerc.	168,0	166,0	165,0	↑ 1,2%	↑ 1,8%
UCR Feed - Mar Negro	Cerc.	180,5	180,0	167,0	↑ 0,3%	↑ 8,1%
MAIZ						
ARG - Up River	Cerc.	162,3	165,8	177,1	↓ -2,1%	↓ -8,3%
BRA - Paranaguá	Cerc.	147,7				
EE.UU. - Golfo	Cerc.	159,0	162,6	172,2	↓ -2,2%	↓ -7,6%
UCR - Mar Negro	Cerc.	172,5	171,5	174,0	↑ 0,6%	↓ -0,9%
SORGO						
ARG - Up River	Cerc.	158,0	158,0	162,0	— 0,0%	↓ -2,5%
EE.UU. - Golfo	Cerc.	148,4	152,0	161,2	↓ -2,3%	↓ -7,9%
SOJA						
ARG - Up River	Cerc.	345,4	344,1	381,2	↑ 0,4%	↓ -9,4%
BRA - Paranaguá	Cerc.	362,7	362,8	392,3	↓ 0,0%	↓ -7,5%
EE.UU. - Golfo	Cerc.	362,3	363,9	389,6	↓ -0,4%	↓ -7,0%





AÑO XXXIV – N° 1804 – VIERNES 21 DE ABRIL DE 2017

TERMÓMETRO MACRO

TERMÓMETRO MACRO

Variables macroeconómicas de Argentina

21/04/17

Variable	Hoy	Semana pasada	Mes pasado	Año pasado	Var anual (%)
TIPO DE CAMBIO					
USD Com. *A 3.500 BCRA	\$ 15,404	\$ 15,174	\$ 15,582	\$ 14,360	7,27%
USD comprador BNA	\$ 15,200	\$ 15,000	\$ 15,400	\$ 14,100	7,80%
USD Bolsa MEP	\$ 15,200	\$ 15,321	\$ 15,598	\$ 14,292	6,36%
USD Rofex 3 meses	\$ 16,319				
USD Rofex 10 meses	\$ 18,120				
Real (BRL)	\$ 4,89	\$ 4,87	\$ 5,06	\$ 4,04	21,19%
EUR	\$ 16,44	\$ 16,17	\$ 16,86	\$ 16,10	2,15%

MONETARIOS (en millones) - Datos semana anterior

Reservas internacionales (USD)	52.696	52.091	51.618	29.239	80,23%
Base monetaria (ARS)	776.726	779.781	812.191	578.466	34,27%
Reservas Internacionales Netas /1 (USD)	23.339	15.633	14.458	10.355	125,40%
Títulos públicos en cartera BCRA (ARS)	1.052.374	1.063.877	1.068.130	813.453	29,37%
Billetes y Mon. en poder del público (A1)	512.480	521.463	510.218	396.078	29,39%
Depósitos del Sector Privado en ARS	1.123.694	1.146.812	1.117.011	894.410	25,64%
Depósitos del Sector Privado en USD	24.757	23.537	23.457	11.834	109,20%
Préstamos al Sector Privado en ARS	956.185	958.115	939.192	763.366	25,26%
Préstamos al Sector Privado en USD	10.580	10.525	10.124	4.562	131,92%
M ₂ /2	795.751	776.726	781.873	565.975	40,60%

TASAS

BADLAR bancos privados	18,75%	18,44%	18,69%	30,88%	-12,13%
Call money en \$ (comprador)	24,75%	24,00%	22,50%	38,50%	-13,75%
Cauciones en \$ (hasta 7 días)	20,84%	20,70%	20,70%	37,50%	-16,66%
LEBAC a un mes	24,25%	22,25%	22,25%	38,00%	-13,75%
Tasa anual implícita DLR Rofex (Pos. Cer)	38,16%	27,37%	126,62%	-0,25%	38,42%

COMMODITIES (u\$s)

Petróleo (WTI, NYMEX)	\$ 50,65	\$ 53,11	\$ 48,04	\$ 43,18	17,30%
Oro (Londres, UK)	\$ 1.281,50	\$ 1.274,30	\$ 1.249,05	\$ 1.249,25	2,58%
Plata	\$ 17,98	\$ 18,46	\$ 17,50	\$ 17,00	5,77%

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

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

Indicadores macroeconómicos de Argentina (INDEC)

21/04/17

Indicador	Período	Último Dato	Dato Anterior	Año anterior	Var. a/a
NIVEL DE ACTIVIDAD					
Producto Bruto Interno (var. % a/a)	IV Trimestre	-2,1	-2,1	2,7	
EMAE /1 (var. % a/a)	ene-17	1,1	1,1	0,8	
EMI /2 (var. % a/a)	feb-17	-3,5	-1,1	-0,1	

ÍNDICES DE PRECIOS

IPC GBA-CABA (var. % m/m)	mar-17	2,4	2,5		
Básicos al Productor (var. % m/m)	mar-17	0,2	1,2		
Costo de la Construcción (var. % m/m)	mar-17	1,1	1,7	1,2	29,6

MERCADO DE TRABAJO

Tasa de actividad (%)	IV Trimestre	45,3	46,0		
Tasa de empleo (%)	IV Trimestre	41,9	42,1		
Tasa de desempleo (%)	IV Trimestre	7,6	8,5		
Tasa de subocupación (%)	IV Trimestre	10,3	10,2		

COMERCIO EXTERIOR

Exportaciones (MM u\$s)	feb-17	3.888	4.252	4.143	-6,2%
Importaciones (MM u\$s)	feb-17	4.010	4.340	4.034	-0,6%
Saldo Balanza Comercial (MM u\$s)	feb-17	-122	-88	110	-211,5%

/1 EMAE = Estimador Mensual de Actividad Económica.

/2 EMI = Estimador Mensual Industrial.

