

# Analytico

Ricardo Delgado - Rodrigo Álvarez  
Directores

## LA “MALDITA” SOJA: HASTA USD 5.600 M MÁS PARA EL BCRA

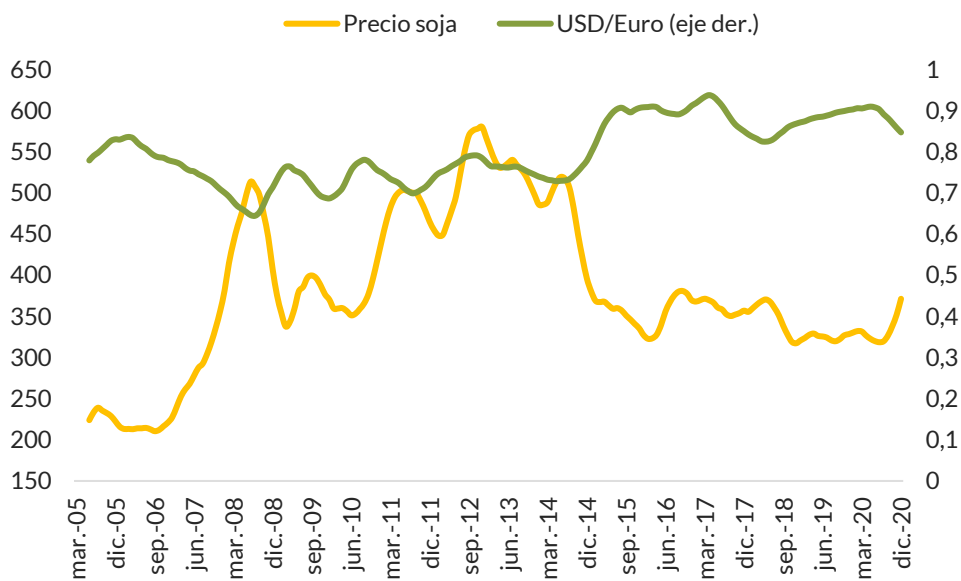
Por los elevados precios internacionales, este año el complejo sojero puede aportar hasta USD 5.600 millones más de los previstos a las reservas del BCRA y por encima de \$ 300.000 millones adicionales de recaudación fiscal. Un efecto que podría ser mayor –el saldo de cosecha sin liquidar es significativo- si el gobierno lograra comprimir la brecha cambiaría con una política sostenible de tasas de interés. De todas formas, algunas de las causas que explican el aumento de los precios de las commodities son transitorias. A su vez, los efectos sobre la economía real serán acotados.

- Impulsados tanto por factores financieros como reales, los precios de las principales commodities que exporta la Argentina crecen de forma sostenida desde agosto. La cotización de la soja en Chicago subió 55% y la del maíz 54% desde entonces. Son los niveles más altos desde 2013 para el maíz y desde 2014 para la soja. Se trata de un cambio favorable de cara a un acuerdo con el FMI que, posiblemente, tenga como objetivo central la acumulación de reservas. Un escenario de mayor ingreso de dólares comerciales puede redundar en menores condicionamientos futuros sobre la política económica.
- Con las estimaciones actuales de producción, y a precios de diciembre, **este año el complejo sojero podría aportar USD 4.000 millones** adicionales al mercado único y libre de cambios y **\$302.800 millones (+0,8% del PBI) más a la recaudación** por derechos de exportación. **En un escenario más optimista**, tomando los precios de los futuros de soja a mayo '21 (usd 504), esos valores **pueden llegar a usd 5.600 millones y \$357.000 millones**.
- El impacto podría ser aún mayor, ya que los productores sojeros aun disponen, de acuerdo con el Ministerio de Agricultura, de un **stock de 7,2 millones de toneladas** (14,5% de la cosecha del año pasado). Con la actual brecha cambiaría y las expectativas de devaluación aún activas, difícilmente ese stock pueda reducirse de manera significativa. Las declaraciones de exportación de soja en las primeras semanas de enero siguen bajas, en niveles de 2020, en tanto las de harina de soja se ubican por encima del promedio 2011-2019, al igual que las liquidaciones de trigo y maíz.
- Más allá del importante efecto financiero de los mayores precios, los impactos sobre el PBI serán bajos. En parte, porque se espera una menor cosecha, lo que implica una retracción de la actividad primaria, de su logística y de la producción de derivados asociada. A su vez, las exportaciones del complejo oleaginoso y cerealero apenas representan el 5% del producto.

## UN AUMENTO TRANSITORIO

- Más en detalle, la Bolsa de Cereales estima que la producción de soja caerá 5% respecto de la última campaña, principalmente por la falta de lluvias. Lo mismo sucede en Brasil, donde si bien se espera una producción récord por el crecimiento del área sembrada, será inferior a la proyectada. **En ambos países se concentra el 52% de la producción mundial de soja**, lo que significa que la evolución de las lluvias todavía condiciona los precios de corto plazo.
- El aumento de los precios también se explica por los bajos stocks remanentes al final de la campaña en los Estados Unidos y a las importaciones chinas, que marcarán un récord histórico de 100 millones de toneladas.
- Por el lado financiero, aparecen factores adicionales que impulsan al precio de la oleaginosa. Al igual que en el pasado, **un dólar más débil impacta en mayores precios de las commodities**. Como respuesta a la crisis causada por la pandemia, el aumento en la emisión monetaria y las bajas tasas de interés fue la respuesta unívoca de los gobiernos en todo el mundo, con especial intensidad en las economías desarrolladas.

### EL DÓLAR BARATO NOS AYUDA



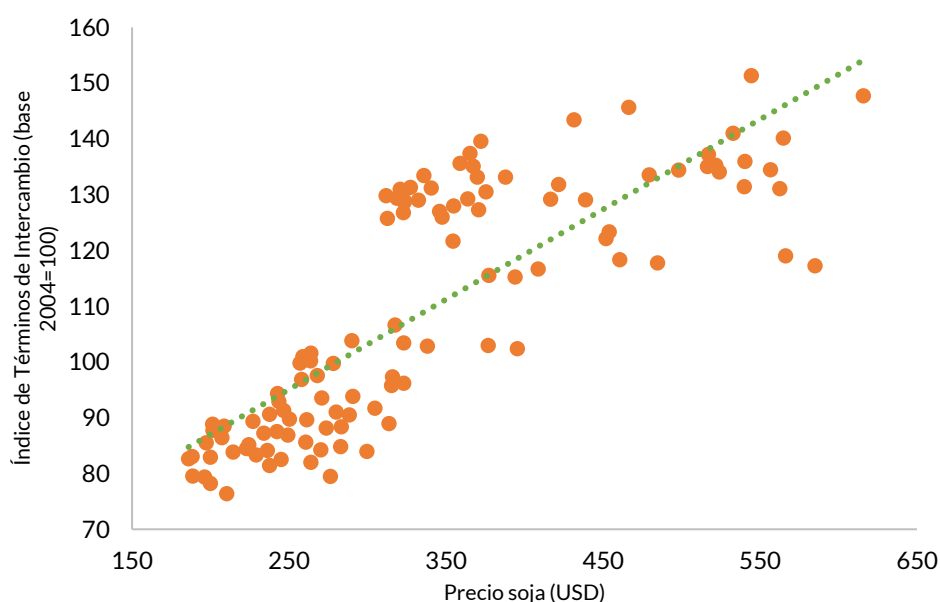
Fuente: Analytica en base a INDEC y Bloomberg.

- Lo relevante para explicar la debilidad (o fortaleza) del dólar es el diferencial de tasas de interés entre las economías o, lo que es lo mismo, la intensidad relativa de los estímulos aplicados. Por ahora, los retornos ajustados por riesgo son superiores en la Unión Europea respecto de los Estados Unidos, lo que explica que **la relación dólar / euro** haya pasado de 0,90 en dic-19 a 0,82 en dic-20 (-8,7%).
- No obstante, declaraciones recientes tanto de funcionarios europeos como norteamericanos sugieren que la debilidad del dólar no debe tomarse por garantizada, dado que se apunta a

mayores estímulos en Europa y menores en Estados Unidos. Janet Yellen, la nueva secretaria del Tesoro de EE.UU., señaló que no buscará un dólar deliberadamente débil y que su objetivo es que el tipo de cambio sea determinado por el mercado.

- De esta manera, el alza de la soja y del resto de las commodities se explica por elementos que pueden ser más **permanentes**, como el aumento de las importaciones de China, y por factores más **transitorios**, como las condiciones climáticas y la política monetaria de los Estados Unidos.
- En la Argentina, el precio de las exportaciones, que son principalmente agropecuarias (60% del total) y se transan en mercados competitivos, es tres veces más volátil que el de las importaciones. Así, **los términos del intercambio** (el cociente entre los precios de exportación y los de importación) dependen, en última instancia, de la evolución de los precios agrícolas. Como vemos en el gráfico, la correlación, calculada desde 1993, entre nuestros términos de intercambio y el precio de la soja es muy alta.

### EL IMPACTO DE LA SOJA EN LOS PRECIOS DE NUESTRO COMERCIO



Fuente: Analytica en base a INDEC y CBOT.

- El fuerte incremento de los términos de intercambio entre 2003 y 2012 (+67,7%) se reflejó en un periodo de desendeudamiento externo y acumulación de reservas. Pero desde el pico de 2012, cayeron 10%, y la mala respuesta de la política económica en los años siguientes hizo que tenga las consecuencias opuestas: mayor endeudamiento y menos reservas.
- A partir de marzo-abril, la soja generará mayores excedentes en el mercado de cambios que fortalecerán las reservas internacionales. Sin embargo, **no hay condiciones para garantizar que ese flujo sea permanente**, y el pasado así lo demuestra. La inteligencia del gobierno estará en aprovechar el mayor ingreso previsto de dólares para acomodar su política monetaria, con tasas de interés reales positivas, y lograr a reducir la brecha cambiaria y la inflación.