



UNIVERSIDAD
AUSTRAL

**CENTRO DE
AGRONEGOCIOS
Y ALIMENTOS**

AGRO PERSPECTIVAS | Semana del 27 de septiembre al 3 de octubre



UNIVERSIDAD
AUSTRAL

CENTRO DE
AGRONEGOCIOS
Y ALIMENTOS



Autor

Dante Romano

Profesor del Centro de
Agronegocios y Alimentos de
la Universidad Austral

AGRO PERSPECTIVAS

El partido por retenciones cero recién comienza

En ocasiones donde un elemento cambia diametralmente la lógica de la formación de precios, dejamos atrás el formato habitual de factores fundamentales y atacamos el formato habitual de factores fundamentales elefante en habitación atacamos el elefante en la habitación, poniendo foco en el hecho disruptivo que, en este caso, fueron los tres días que duró el régimen de derechos de exportación cero.

Para calmar ansiedades, la discusión pasa por soja, donde la exportación declaró ventas por 14 M.Tn más de las que compró, trasladando un precio más bajo que la capacidad de pago sin retenciones, pero más alto que con derechos de exportación.

En adelante, se abre una pulseada que se dirimirá por oferta y demanda, donde los compradores estarán apurados por la cantidad de divisa que ingresaron y que no pudieron todavía convertir en grano, y los productores por necesidad financiera, y el hecho objetivo que ya los precios de 300 US\$/tn eran considerados buenos, por lo que una mejora importante sobre los mismos tampoco es para desdeñar.

La mejora por baja en derechos de exportación para soja era de 100 US\$/tn, pero por la sobre oferta los precios FOB cedieron 30 US\$/tn.

El precio interno de soja 24/25 inició en la zona de 340, pero cuando se vio que el programa se completaba, bajó hasta la zona de 330, generando el enojo de productores.

Argentina colocó al menos 20 buques de poroto a China y unas 300.000 tn de aceite de soja a India, y para hacerlo tuvimos que aceptar precios más bajos. Esto redujo la necesidad de que China deba comprar soja norteamericana, generando bajas en Chicago.

Viendo la diferencia entre mercadería declarada y comprada, el problema en términos netos para los compradores sería originar físicamente entre 5 y 8 M.tn. de soja y ponerle precio a entre 10 y 14 M.Tn. de soja.

En medio de todo esto una disposición permite reprogramar declaraciones realizadas con anterioridad a esta medida. Hay casi 4 M.Tn. de soja 24/25 que se podrían pasar, incluso hasta el nuevo ciclo.

El productor anticipó ventas, pero no tan agresivamente, sólo un mes. Esto les genera una liquidez adicional, pero si las ventas ahora se frenan, en poco tiempo tendría necesidad financiera nuevamente.

Los compradores declararon el equivalente al 88% de la producción de soja, nivel de operaciones en el mercado local que sólo se alcanza sobre el final del ciclo, en el “empalme de cosecha”.

De los 7.000 M que ingresaron los exportadores, sólo habrían conseguido comprar por unos 1.500. El resto es liquidez que implica un riesgo muy alto que podría llevarlos a ser más agresivo en sus compras.

Las declaraciones de exportación tienen mes de embarque, pero están escalonadas y tienen una posibilidad de prórroga de 60 días, por lo que no sería limitante.

Es difícil calcular una capacidad de pago, porque las primas FOB están a la baja, lo mismo que Chicago por la oferta argentina. Pero podemos estimar un techo de mercado en 380 con un piso en 280, que serían paridades sin derechos de exportación y con derechos de exportación respectivamente.

La negociación se dará entre productores que desde lo financiero pueden esperar un mes y luego podrían hacerlo, pero con costo, y exportadores que tienen la incomodidad de manejar la liquidez por el ingreso de divisas anticipado.

La posición de soja nueva no tiene un volumen tan complejo de manejar. Su precio es más consecuencia de ventas de disponible con recompras de nueva. Se llegó a pagar por encima de 320, nivel muy rentable para el productor, pero que implica 15% de derecho implícito de exportación.

¿Cuál será el nivel de derechos de exportación del ciclo nuevo? Debería ser un escalón menor al 26,5% actual, pero 0% parece un costo fiscal excesivo. De todas formas, por segunda vez, cuando hubo necesidad la alícuota bajó. El productor podría quedarse a la espera de alguna medida semejante, dilatando ventas.

Detalle

Vamos a circunscribir el análisis a la soja campaña 24/25, que es el foco del mercado, ya que en sólo una semana se declararon ventas al exterior por casi 12 M.Tn. y compras por 5 M.Tn. como detallaremos a continuación. Pero hagamos un repaso rápido por los otros mercados:

- En soja 25/26 se declararon ventas por 3,3 M.Tn y se compraron sólo 1,1. La operatoria es importante y marca una sobreventa, aunque son volúmenes manejables y falta mucho para que esto se haga exigible.
- En maíz 24/25, se declararon ventas por casi 3 M.Tn más de las que se compraron. Puede parecer poco, pero hablamos de un mercado donde el productor está muy retraído en ventas, por lo que no descartamos que los precios se calienten.
- El trigo es el que menos movimiento mostró. Si bien se presentaron declaraciones de ventas al exterior, había ya una posición comprada. El desfase es de sólo 700.000 tn y estamos a poco del ingreso de la cosecha, con muy poca venta del lado del productor. El mercado de trigo sigue así con un problema importante para el productor.

La dinámica del mercado de soja 24/25 día por día

Volviendo a la soja 24/25, cuando se conoció el lunes la medida, la cuenta era sencilla. El FOB oficial estaba en 400, los derechos de exportación de poroto eran de 26,5%, por lo que el ahorro impositivo era superior a los 100 US\$/tn. Pero esta cuenta era apresurada. Resultaba esperable que la presión vendedora se iba a disparar ante tamaña mejora de precio, afectando los valores a la baja.

Esto pasó en dos niveles: primero, cuando el exportador buscó vender al exterior presionó precios FOB a la baja y, segundo, cuando el productor se decidió a vender, el comprador local mejoró su margen. Los valores FOB bajaron aproximadamente 30 US\$/tn, por lo que partiendo de un valor del viernes previo en 300 US\$/tn, lo razonable hubiese sido que se buscaran los 370. El mejor valor pagado en la semana fue 360, pero luego vimos bajas para ubicarse el mercado más próximo a 340 el viernes.

La dinámica del mercado fue muy rápida. El lunes los sistemas no estaban listos para tomar declaraciones al 0% de impuesto, pero se operaron según SIOGRANOS más de 600.000 tn de soja a 360 US\$/tn en el mercado interno. Sumando los otros productos se llegaba a la conclusión de que en 15 ruedas se agotaba el saldo de 7.000 M US\$.

Pero el martes, cuando estuvo operativo el sistema para declarar, se presentaron DJVE por el 60% del monto del programa, con casi 7 M.Tn. de soja. Ese día se operaron en la rueda unas 1,4 M.Tn. de soja, y el precio subió algo mas a 363.



El miércoles comenzó a circular el rumor de que ese día podría completarse el cupo, por lo que los precios comenzaron a descender, pero igualmente se operaron 1,3 M.Tn., llevando las compras a precio a algo mas de 3 M.Tn. Finalmente, luego del cierre, ese mismo miércoles, se publicó un comunicado de ARCA diciendo que se había cumplido el monto admitido y se cerraba el programa. Se declararon ese día 5 M.Tn. adicionales, llevando el total a casi 12 M.Tn.

El jueves, con el programa ya cerrado, se volvió a marcar un descenso de precios, que llevó la soja a la zona de los 330 US\$/tn, marcando el viernes un rebote a la zona de los 340. Jueves se operaron 600.000 tn en el mercado interno y viernes menos de 300.000 tn. De esta forma se originaron casi 5 M.Tn. en una semana.

¿Qué implicó esto en los mercados externos?

Es importante dimensionar el impacto que esta medida tuvo también en el mercado internacional de soja. Se colocaron 5 M.Tn. de poroto de soja, 7 de harina y 2 de aceite de soja. En la semana se reportó que China originó más de 20 barcos de poroto desde Argentina, y que India se llevó unas 300.000 tn de aceite. La fuerte oferta concentrada de nuestro país en muy pocos días, terminó llevando los precios a la baja.

En el caso del poroto, se dio una reacción interesante con EE.UU. Recordemos que, en el marco de la guerra comercial, China no ha comprado soja desde este país, y nos acercamos a la cosecha norteamericana. Esto para EE.UU. es un problema, ya que sus exportaciones vienen muy atrasadas. Pero había gran expectativa, porque si bien China originó mucho sobre Sudamérica, la soja que habitualmente recibe en octubre, noviembre y diciembre, normalmente se origina en Norteamérica, porque tanto Argentina como Brasil están con sus saldos ya agotados, y en el caso de nuestro país, con la materia prima que se va vendiendo, destinándose a la industria.

Pero estos 5 M.Tn adicionales, más un volumen que se estima entre 8 y 10 M.tn que podrían provenir de Brasil, estarían dejando a China con una necesidad totalmente manejable con sus existencias. Esto afectó negativamente los precios de Chicago, y los farmers manifestaron enfáticamente su rechazo a la medida por medio de sus representantes.

En medio de todo esto, la presidencia argentina estuvo negociando un acuerdo con EE.UU. para que otorgara préstamos a nuestro país a fin de asegurar el pago de la deuda. En medio de las negociaciones, el secretario del tesoro norteamericano, comentó que esperaba que estas medidas cerraran las medidas de exención de impuestos a la exportación. Ello hace pensar que esta medida no debería repetirse en el futuro inmediato.

¿Cómo quedaron los volúmenes?

Finalmente quedamos con soja declarada como vendida del ciclo 24/25 por 44 M.Tn y compras a precio por unas 30 M.Tn. Esto deja una posición neta vendida de 15 M.Tn. De estas unas 5 M.Tn. están compradas a fijar, por lo que la necesidad física es menor.

Por otro lado, se permitió reprogramar las declaraciones de exportación hechas previamente a este régimen, por lo que se podría “achicar” el problema pasando unas 3,2 M.Tn. declaradas para embarcar en el corto plazo a la nueva cosecha.

En definitiva, el problema en términos netos sería originar físicamente entre 5 y 8 M.tn. de soja y ponerle precio a entre 10 y 14 M.Tn. de soja.

Si tomamos las ventas de productores totales a precio, estaría vendido el 61% de la producción, contra un promedio de 47% a esta época y un máximo histórico de 55%. Tomando los máximos históricos, normalmente llegamos a ese 61% a mediados de octubre. El productor anticipó ventas, pero no tan agresivamente, sólo un mes. Esto les genera una liquidez adicional, pero si las ventas ahora se frenan en poco tiempo tendría necesidad financiera nuevamente.

Por el lado de los vendedores, la mercadería comprometida asciende al 88% de la producción de este ciclo. Ese nivel de ventas se alcanza solamente en los últimos meses del ciclo, lo que llamamos el empalme. Realmente es muy grande la cantidad de mercadería a comprar.

¿Cómo nos imaginamos la dinámica de precios a futuro?

El productor vende por uno de los siguientes motivos: logística, necesidad de financiamiento y precio. Por el lado de la logística, a esta altura del año con la cosecha finalizada ya hace mucho, no hay apuro por conseguir espacios. Lo que se trilló o se entregó en puerto, en acopios y cooperativas, o se embolsó. Esto no generará ventas adicionales.

En cuanto a la necesidad financiera, están cubiertas aproximadamente por un mes. Pasado este momento podríamos ver necesidad del lado de productores. Hasta el momento, las tasas para tomar crédito eran muy altas, y el productor estuvo vendiendo más soja que maíz para financiarse. Pero esto podría cambiar si se espera una mejora sustancial del precio de la soja. Adicionalmente, como veremos, los exportadores tuvieron que ingresar al circuito una cantidad enorme de capitales por el anticipo del ingreso de divisas que esta norma implicaba. Esto podría llevar la tasa de interés a niveles más bajos, y reducir el incentivo a vender.

Llegamos así a la cuestión del precio. Antes de la medida, la soja en 300 US\$/tn originaba ventas a buen ritmo, ya que el valor comparado a los costos y la evolución de precios durante el último año, resultaba tentador. Pero, por otro lado, el cálculo de la capacidad de pago con cero tasas de derecho de exportación hace que un valor de 370 no parezca tan difícil de obtener. En ese sentido, la reacción del miércoles y jueves cuando los precios comenzaron a caer, fue muy negativa de parte del productor. Se observa fuerte reticencia a vender por debajo de 360 US\$/tn.

Analizando ahora la óptica del comprador, la fuerte oferta de soja argentina tergiversó el mercado FOB. Es muy difícil al momento hacer un cálculo de capacidad teórica de pago, porque al estar tan ofrecido el mercado, las puntas compradoras y vendedoras se ampliaron mucho, y resulta difícil saber cual es el mercado real. Esas primas además se apoyan sobre el mercado de Chicago, que cayó también porque la agresividad argentina les quitó mercados a los estadounidenses.

Por otro lado, el punto que hacen los compradores es que al momento la alícuota vigente es de 26,5% para el poroto, con un diferencial para la industria, y que los nuevos negocios deberían tomarse con esa paridad, independientemente del stock que puedan tener de ventas sin comprar, ya que esta es una posición de riesgo, y si bien a nivel sector están vendidos, es imposible saber a nivel de empresas particulares como está cada una.

Para la exportación hay dos problemas en cuanto a salir a comprar la mercadería faltante: uno temporal, teniendo en cuenta que las declaraciones de exportación tienen una ventana para embarcar. Sin embargo, están dosificadas en el tiempo, y tienen una prórroga que posibilita extender por 60 días más el plazo.

La cuestión más difícil de manejar pasa por la obligación que tuvieron de ingresar 7.000 M US\$ que deberían haber ingresado entre viernes pasado y miércoles. De estos, estimamos que unos 1.500 M US\$ se podrían haber trasladado al productor. Los 5.500 M US\$ restantes estarían dentro de la tesorería de los exportadores. Manejar esa liquidez implica riesgos muy altos.

En primer lugar, es un volumen difícil de absorber para los instrumentos locales. En segundo lugar, las normas internas de estas empresas implican límites a estas posiciones que podrían ampliarse, pero que en definitiva marcan que no es una posición que como compañía resulte sencillo de manejar. Finalmente, el riesgo que implica tener atado al riesgo argentino semejante capital, con una elección legislativa en medio, y el antecedente de lo ocurrido con la elección provincial en Buenos Aires.

En definitiva, el precio tendrá que descubrirse por oferta y demanda, entre un techo de capacidad de pago sin DEX estimado en 380 US\$/Tn, y un piso estimado con DEX en 280 US\$/tn. El máximo de la semana pasada en 360 y la ausencia de negocios en la zona de 330/340 son un primer indicio de lo que podría pasar. De corto plazo, ni compradores ni vendedores tendrían apuro. Los exportadores tienen el problema de los 5.500 M U\$S que estimamos tienen en sus manos, que deberían tratar de colocar cuanto antes.

En tanto, la temporalidad en el compromiso de ventas es manejable. Por el lado de productores, financieramente están cubiertos por un mes. Después de eso podrían cubrir su liquidez con maíz o postergar ventas tomando crédito a tasas relativamente altas para cubrir sus necesidades. En ese sentido, la expectativa de mejora entre 30 y 40 US\$/tn de base, justificaría la tasa.

¿Qué impacto tuvo todo esto en la soja nueva?

Las declaraciones de soja nueva fueron mucho menores. Tenemos un total de 3,3 M.Tn. declaradas y 1,1 compradas. El desfase es de 2,2 M.Tn. Esto podría ampliarse a 6 M.Tn. si los compradores finalmente aprovechan la posibilidad de prorrogar DJVE ya declaradas antes de este esquema al nuevo ciclo. De todas formas, aún con 6 M.Tn. vendidas para el complejo soja, hablamos de un volumen manejable para ir comprando en el mediano plazo.

Aquí colocar la liquidez durante un plazo tan largo para el exportador es un problema más grande. Sin embargo, como el monto es menor, esto podría calzarse contra fertilizantes que normalmente estas empresas también comercializan, pero normalmente de contado.

En cuanto a precio, si parece difícil calcular una paridad para la soja disponible, es todavía peor para la nueva. Las primas son intermitentes y muy volátiles, y el costo financiero de manejar por ocho meses la liquidez de ingresar las divisas es mucho mayor.

Por otro lado, la pregunta es ¿qué derecho de exportación tendremos en mayo 2026? Previo a esta medida, flotaba la expectativa de una nueva reducción en el impuesto. Ahora la pregunta es si podríamos ver una eliminación total. El costo fiscal de esto sería muy alto, pero el precedente se sentó. Independientemente del nivel que se anuncie, la pregunta es si en una situación extrema no se podría reeditar una medida temporal como esta.

Por el otro lado, tenemos los cálculos de rentabilidad. La soja venía en la zona de 290/295 y se había aproximado a 300 US\$/tn. En esos niveles la soja empezaba a llamar la atención. De la mano de la suba de precios a 360 en el disponible, se gatillaron operadores que vendían la soja vieja, y recompraban la nueva.

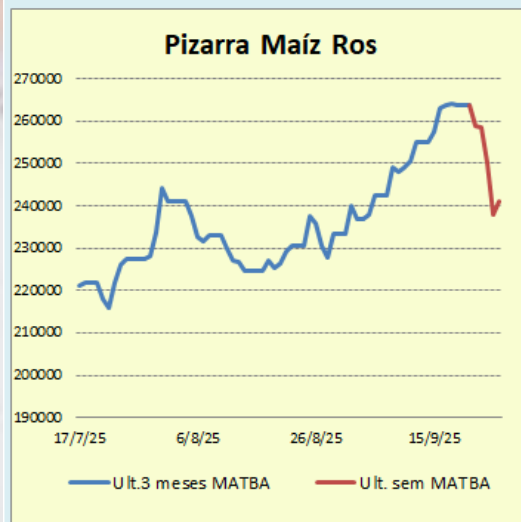
Estas compras trasladaron la fortaleza a la posición mayo 2026, que llegó a operar en 330 en momento particulares, pero por encima de 320 en varias ocasiones. Ese nivel generaría una rentabilidad muy buena, y sería compatible con un nivel de derechos de exportación del 15%. Eso llevó a un interés vendedor importante. Este mecanismo de traslación de la fortaleza de la soja vieja a la nueva podría sostenerse, con lo que podríamos ver oportunidades para la soja en términos de rentabilidad. No hablamos de vender agresivamente, pero sería imprudente dejar pasar rentabilidades importantes con tanta incertidumbre en medio.



GRÁFICOS

AGRO PERSPECTIVAS

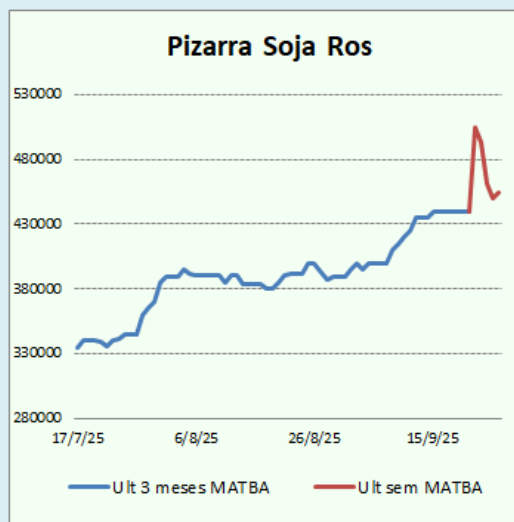
PIZARRA - MAIZ



PIZARRA ROSARIO

<u>26/9/2025</u>	<u>Var semana</u>	<u>Var mes</u>	<u>Var 3 meses</u>
241.011	-22.889	4.011	19.011
	-9,5%	1,7%	7,9%

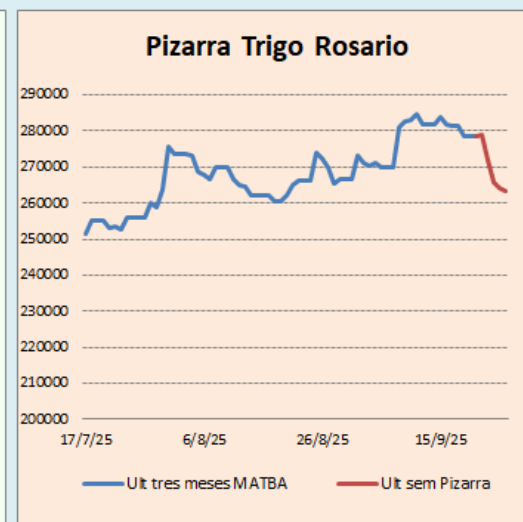
SOJA



PIZARRA ROSARIO

<u>26/9/2025</u>	<u>Var semana</u>	<u>Var mes</u>	<u>Var 3 meses</u>
455.000	15.200	60.000	115.000
	3,3%	13,2%	25,3%

TRIGO



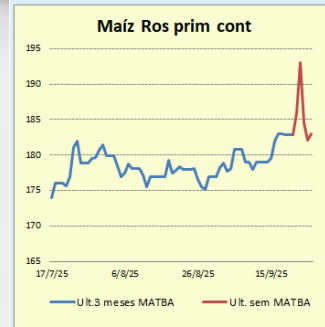
PIZARRA ROSARIO

<u>26/9/2025</u>	<u>Var semana</u>	<u>Var mes</u>	<u>Var 3 meses</u>
263.400	-15.140	-7.100	8.200
	-5,7%	-2,7%	3,1%

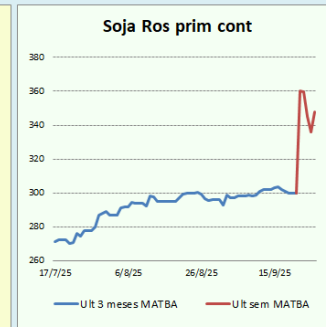


GRÁFICOS

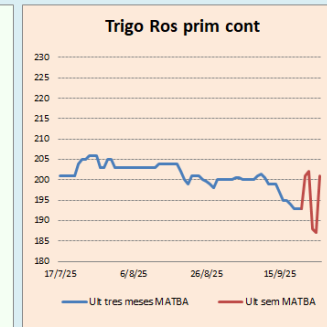
A3 - MAIZ



SOJA



TRIGO



A3

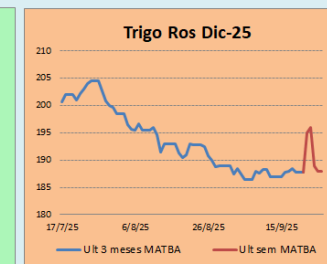
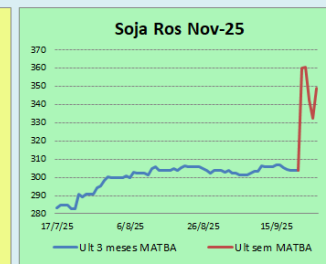
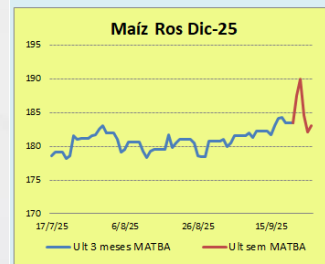
26/9/2025	Var semana	Var mes	Var 3 meses
183	0,2	4,9	9
	0,1%	2,7%	4,9%

A3

26/9/2025	Var semana	Var mes	Var 3 meses
348	48	51	77
	13,8%	14,7%	22,1%

A3

26/9/2025	Var semana	Var mes	Var 3 meses
201	8	0,5	0
	4,0%	0,2%	0,0%



A3

26/9/2025
183

Var semana	Var mes	Var 3 meses
-0,5	2,5	4,4
-0,3%	1,4%	2,4%

A3

26/9/2025
349,1

Var semana	Var mes	Var 3 meses
45,1	46,6	66,1
12,9%	13,3%	18,9%

A3

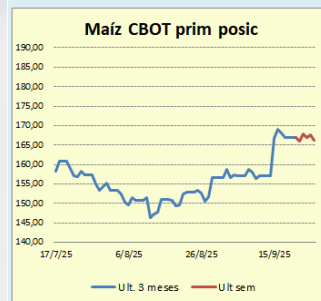
26/9/2025
188

Var semana	Var mes	Var 3 meses
0,2	0,5	-12,7
0,1%	0,3%	-6,8%



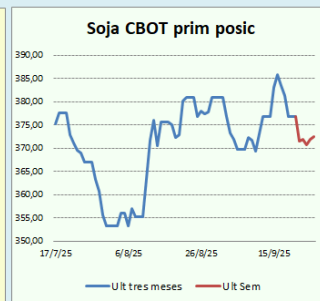
GRÁFICOS

CHICAGO - MAIZ



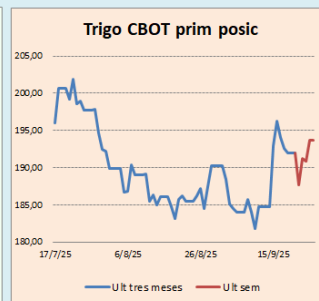
CBOT	Var semana	Var mes	Var 3 meses
26/9/2025	-0,8	8,8	7,9
166,13	-0,5%	5,3%	4,7%

SOJA

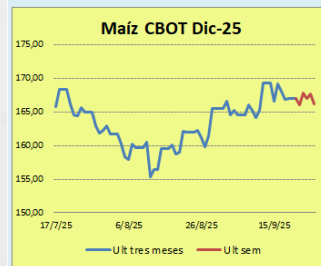


CBOT	Var semana	Var mes	Var 3 meses
26/9/2025	-4,3	0,6	-5,1
372,49	-1,2%	0,2%	-1,4%

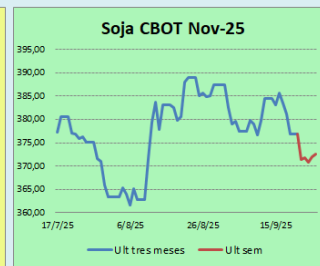
TRIGO



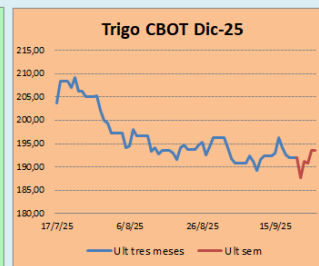
CBOT	Var semana	Var mes	Var 3 meses
26/9/2025	1,7	9,1	-2,4
193,64	0,9%	4,7%	-1,2%



CBOT	Var semana	Var mes	Var 3 meses
26/9/2025	-0,8	0,9	0,4
166,13	-0,5%	0,5%	0,2%



CBOT	Var semana	Var mes	Var 3 meses
26/9/2025	-4,3	-7,1	-4,7
372,49	-1,2%	-1,9%	-1,3%

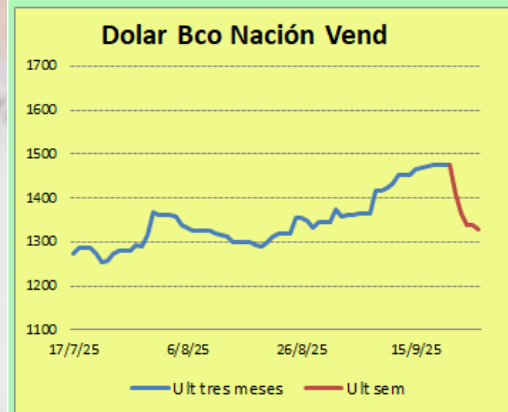


CBOT	Var semana	Var mes	Var 3 meses
26/9/2025	1,7	2,8	-10,0
193,64	0,9%	1,4%	-5,2%

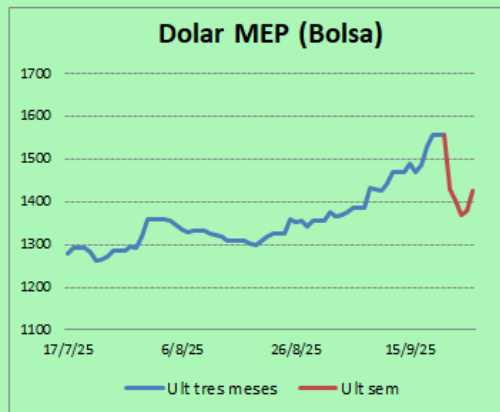


GRÁFICOS

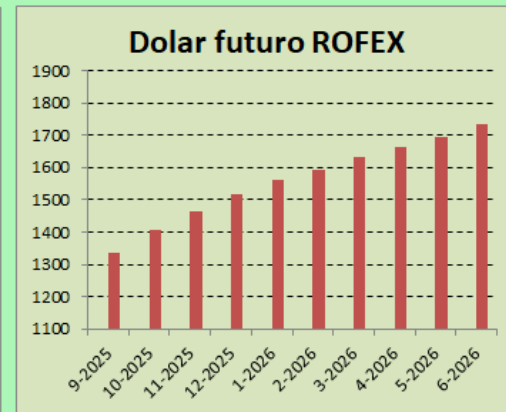
DÓLAR



<u>26/9/2025</u>	<u>Var semana</u>	<u>Var mes</u>	<u>Var 3 meses</u>
1.329,00	-145,50	-33,00	56,50
Dev anualizada	-570,9%	-30,2%	17,2%



<u>26/9/2025</u>	<u>Var semana</u>	<u>Var mes</u>	<u>Var 3 meses</u>
1.426,70	-129,0	49,7	147,1
Dev anualizada	-471,5%	42,4%	41,8%



<u>Prim posic</u>	<u>12-2025</u>	<u>2-2026</u>	<u>Tasa dev. implícita</u>
1.335,00	1.517,50	1.594,00	
Var	13,9%	15,5%	47,4%



**CENTRO DE
AGRONEGOCIOS
Y ALIMENTOS**