

## **Resumen Principales Conclusiones**

*Análisis de rentabilidad agrícola esperada para el ciclo  
2015/2016*

Publicación conjunta del IERAL de Fundación Mediterránea y el  
Ministerio de Agricultura del gobierno de la Provincia de Córdoba

Junio de 2015

**Resúmen Monitor Agrícola IERAL – Ministerio de Agricultura del gobierno de la provincia de Córdoba**

**Rentabilidad esperada ciclo 2015/2016**

- De acuerdo a simulaciones realizadas, la rentabilidad esperada (ROA) de una Unidad Productiva que opera campo alquilado en Zona Núcleo (sudeste de Córdoba - 170 Km Puerto Rosario) se ubica en el 21,5% anual medida en pesos corrientes para el ciclo 2015/2016 (sistema de producción que incluye trigo, maíz y soja). Por su parte el ROA de una Unidad Productiva que opera campo alquilado en Zona Norte de Córdoba (zona Jesús María – 450 km de Puerto Rosario) se ubica en el 7,9% anual.
- De los números anteriores puede deducirse que explotaciones más alejadas de los puertos y con condiciones productivas menos favorables a las de la Zona Núcleo enfrentan una rentabilidad mucho más baja y un escenario económico mucho más complejo.

**Unidad Productiva Zona Núcleo (sudeste Córdoba) - Márgenes (en pesos corrientes/ha) y ROA esperados (nominal en pesos) –Ciclo 2015/16**

<b>Ingreso Bruto (FAS puerto)</b>	<b>13.604,9</b>	
Gastos de Comercialización	2.376,5	
<b>Ingreso Neto (en tranquera)</b>	<b>11.228,4</b>	
Insumos, Labores, Seguro, Cosecha	4.566,0	
Gastos de Estructura	1.523,8	
<b>Margen Neto</b>	<b>5.138,6</b>	
<b>Alquiler</b>	<b>en qq</b>	<b>16,0      14,0</b>
	<b>en pesos</b>	<b>3.148,3      2.754,7</b>
<b>Margen Neto desp Alquiler</b>	<b>1.990,4</b>	<b>2.383,9</b>
<b>Capital Invertido</b>	<b>9.238,1</b>	<b>8.844,5</b>
<b>ROA antes de IG</b>	<b>21,5%</b>	<b>27,0%</b>

Supuestos: Rinde esperado: Trigo (40qq), Soja 2da (33qq), Maíz (95qq), Soja 1ra (40qq)  
 Precios US\$/Tn: Trigo Ene'16 (144,2), Maíz Abr'16 (129,3) y Soja May'16 (228,7) / Dólar Mayo 2016: \$11,75  
 Fuente: IERAL / Ministerio de Agricultura Córdoba.

- Las rentabilidades estimadas se encuentran por debajo de las tasas que podrían obtenerse, por caso, asignando los fondos a un plazo fijo bancario (21%-23%) o adquiriendo un título del Banco Central (LEBAC 12 meses, 29% anual), inversiones de mucho menos riesgo que el asociado a la actividad de producir granos. También se ubican por debajo de la tasa de inflación esperada, considerando que el nivel general de precios probablemente suba en un escenario relativamente optimista un 24%/25% en los próximos doce meses.

**Unidad Productiva Zona Norte Córdoba - Márgenes (en pesos corrientes/ha) y ROA esperados (nominal en pesos) –Ciclo 2015/16**

<b>Ingreso Bruto (FAS puerto)</b>	<b>10.059,6</b>	
Gastos de Comercialización	2.859,1	
<b>Ingreso Neto (en tranquera)</b>	<b>7.200,4</b>	
Insumos, Labores, Seguro, Cosecha	3.723,6	
Gastos de Estructura	1.374,7	
<b>Margen Neto</b>	<b>2.102,2</b>	
<b>Alquiler</b>	<b>8,0</b>	<b>4,0</b>
en qq		
en pesos	1.574,1	787,1
<b>Margen Neto desp Alquiler</b>	<b>528,1</b>	<b>1.315,1</b>
<b>Capital Invertido</b>	<b>6.672,4</b>	<b>5.885,3</b>
<b>ROA antes de IG</b>	<b>7,9%</b>	<b>22,3%</b>

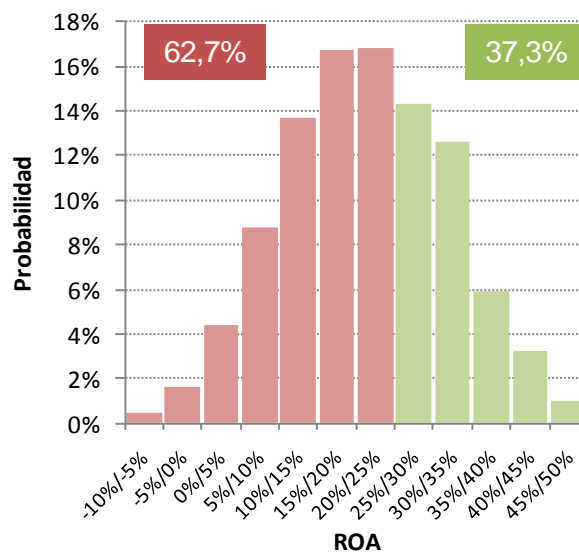
Supuestos: Rinde esperado: Trigo (25qq), Soja 2da (25qq), Maíz (70qq), Soja 1ra (32qq)  
 Precios US\$/Tn: Trigo Ene'16 (144,2), Maíz Abr'16 (129,3) y Soja May'16 (228,7) / Dólar Mayo 2016: \$11,75.  
 Fuente: IERAL / Ministerio de Agricultura Córdoba.

- Las tasas de rentabilidad estimadas se construyen sobre la base de costos actuales y precios esperados según cotizaciones de mercados de futuros, tanto de granos (MATBA) como de tipo de cambio (ROFEX). Suponen también determinado pago de alquiler de la tierra o renta del propietario del campo. En el caso del establecimiento Zona Núcleo, se trata de 16 quintales de soja y en el caso de Zona Norte 8 quintales de soja, pagados al inicio del ciclo (libres de riesgo).
- Debe advertirse que los alquileres supuestos en el análisis incorporan un ajuste en la renta del propietario respecto de los valores 2014/2015. Para el caso de Zona Núcleo, el propietario de la tierra estaría recibiendo un 37% menos que en el ciclo previo (renta ajustada por poder de compra). En la Unidad Productiva de Zona Norte, el ajuste incorporado es del 41%.
- Como puede deducirse, si el valor de los alquileres se reduce, la rentabilidad esperada del productor arrendatario se incrementa. Por caso, si en la Zona Norte el alquiler se define en 4 quintales de soja (en vez de 8), la rentabilidad esperada subiría al 22,3%. Lo anterior implica que un productor arrendatario puede tener una rentabilidad esperada más compatible con la inflación y el costo de oportunidad del capital sólo si el propietario de la tierra realiza un gran ajuste en su renta. En el caso antes referido, el propietario de la Zona Norte debería percibir sólo el 30% de la renta real del ciclo 2014/2015 (aceptar un ajuste del 70%) para que el productor arrendatario tenga algún incentivo a entrar al campo.
- En estas simulaciones base se supone que la Unidad Productiva logra rindes medios. Pero este supuesto debe levantarse para introducir el riesgo en el análisis, en función que en la producción de granos el clima puede jugar una mala pasada. Estimando la rentabilidad esperada para distintos logros productivos (los rindes siguen una distribución normal) surgen resultados que deben considerarse con atención: en el

caso de la Unidad Productiva de Zona Núcleo existe un 37% de probabilidad de que la rentabilidad nominal esté por encima del 25% anual, pero también hay casi un 30% de probabilidad que la rentabilidad nominal esté por debajo del 15% anual.

- La sensibilidad anterior indica lo siguiente: sólo con rindes por encima de la media la rentabilidad del productor arrendatario de la Zona Núcleo podría aproximarse a la tasa de inflación esperada, pero también existe la posibilidad de que los rindes se ubiquen por debajo de la media y que la rentabilidad se aleje considerablemente de la tasa de inflación (es decir, se haga muy negativa en términos reales).

**Unidad Productiva Zona Núcleo – Rentabilidad esperada (distribución de probabilidad) según rindes obtenidos**



Nota: Tasa de rentabilidad sobre Activos (ROA) nominal en pesos.  
Fuente: IERAL / Ministerio de Agricultura Córdoba.

- La rentabilidad esperada aumenta bajo algunos escenarios económicos diferentes al utilizado en el caso base. Por ejemplo, si el tipo de cambio de mayo de 2016, supuesto en \$11,7 por dólar (lo que vale actualmente en los futuros), se ubicara en \$12,75, la rentabilidad esperada sube a 41% en el caso de Zona Núcleo. Una mayor devaluación a la actualmente esperada por el mercado mejoraría la rentabilidad. Otro escenario sería suponer la eliminación de cupos a la exportación y de impuestos a la exportación de los cereales (trigo y maíz) por parte del próximo gobierno. En este caso la rentabilidad esperada para la unidad productiva del sudeste de Córdoba sube al 48,7%.

### Unidad Productiva Zona Núcleo – Rentabilidad Esperada en escenario base vs Rentabilidad Esperada sin retenciones al trigo y al maíz y sin cupos de exportación

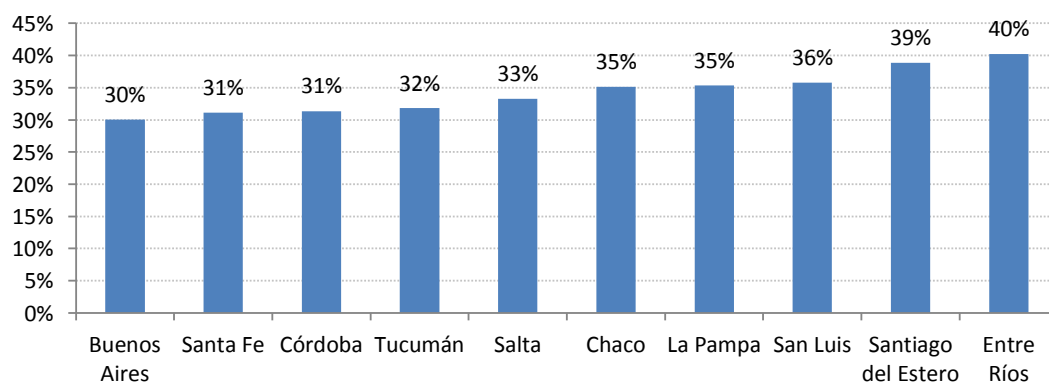
	Escenario Base: c/ROE's y Ret. a Maiz y Trigo	Escenario sin ROE's ni Retenc. a Maiz y Trigo
<b>Alquiler, 16 qq</b>	<b>3.148,3</b>	
Insumos, Labores, Seguro	3.439,8	
Cosecha	1.126,2	
Gastos de Estructura	1.523,8	1.538,5
<b>Capital Invertido</b>	<b>9.238,1</b>	<b>9.252,8</b>
<b>Ingreso Bruto (FAS puerto)</b>	<b>13.604,9</b>	<b>16.364,7</b>
Gastos de Comercializacion	2.376,5	2.608,7
<b>Ingreso Neto (en tranquera)</b>	<b>11.228,4</b>	<b>13.756,0</b>
<b>ROA antes de IG</b>	<b>21,5%</b>	<b>48,7%</b>

Nota: Tasa de rentabilidad sobre Activos (ROA) nominal en pesos.

Fuente: IERAL / Ministerio de Agricultura Córdoba.

- El análisis hasta aquí realizado se concentra en la rentabilidad sobre activos o ROA, sin considerar el origen de los fondos invertidos (si propios o de terceros). Un principio básico de las finanzas es que conviene endeudarse y apalancar una inversión solo si el costo del endeudamiento es inferior a la rentabilidad del proyecto. En este último caso la toma de deuda mejora el rendimiento sobre el capital propio (ROE según sus siglas en inglés).
- La rentabilidad esperada de la Unidad Productiva de la Zona Núcleo es del 21,5%, por lo que convendrá endeudarse para financiar al menos parte de la inversión agrícola sí y sólo sí se encuentra financiamiento a una tasa menor al 21,5%. Tomar deuda a tasas más altas implica deteriorar la rentabilidad del capital propio. Para tener una referencia, de acuerdo a la última información disponible en BCRA, la tasa de interés (promedio ponderada) cobrada por bancos al sector agrícola estaba en marzo 2015 en un rango de 30%-40% según provincias. Este nivel de tasas excede largamente la rentabilidad esperada incluso en el modelo de Zona Núcleo, por lo que financiarse a ese costo complicaría más aún el resultado económico.

### Producción de Cereales y Oleaginosas - Tasa de interés promedio cobrada por préstamos a tasa fija y adelantos en cuenta según BCRA – Marzo de 2015



Fuente: IERAL / Ministerio de Agricultura Córdoba en base a BCRA.

- Un productor arrendatario que enfrente un costo financiero similar o mayor a la rentabilidad esperada de su actividad, como sería el caso de quién viene financiando el negocio con crédito bancario o crédito de proveedores / clientes a tasas de mercado, se encontrará en una disyuntiva importante: a) reducir la escala productiva (hectáreas sembradas) hasta el tamaño que permiten los fondos propios a los efectos de obtener la mayor rentabilidad posible; b) mantener la escala productiva, tomar deuda a los efectos de completar la inversión, y reducir el retorno esperado sobre su capital propio.
- Ahora bien, la segunda opción antes referida, además de tener un efecto negativo sobre la tasa de retorno esperada, llevará al productor a un escenario de mayor riesgo. Debe recordarse que, ante diferentes perturbaciones (escenarios buenos o malos), la rentabilidad esperada de una inversión financiada (parcial o totalmente) con deuda tiene mayor variabilidad que la de la inversión financiada con capital propio, y esto se profundiza mientras mayor sea la relación deuda/capital. En otras palabras, tomar deuda a las tasas actuales y para la rentabilidad esperada de un productor arrendatario puede derivar en fuertes quebrantos en caso de no lograr resultados productivos medios o de haber algún deterioro en cualquiera de las variables del mercado respecto de lo que actualmente se proyecta.
- En síntesis, la rentabilidad agrícola se encuentra muy golpeada por la baja de precios internacionales y la suba de costos internos. Se ubica en niveles que no compiten, en muchos casos, contra inversiones financieras de mucho menor riesgo. La situación se complica más aún en aquellos casos donde se venía utilizando capital de terceros (deuda) para financiar la campaña. El próximo gobierno podría descomprimir la situación haciendo algunos cambios de política largamente reclamados, caso de la baja de retenciones y la liberación de los mercados de los cereales. Pero como no está claro que esto último vaya a ocurrir es de esperar que toda la presión se canalice hacia los propietarios de tierra, quienes deberán realizar un fuerte ajuste en los alquileres o un cambio radical en la forma de determinarlos (por caso, compartiendo plenamente los riesgos productivos con los productores), en caso que deseen mantener sus campos en producción de terceros.