



FIRST

CORPORATE FINANCE ADVISORS

Número 135, Octubre 2015

> Banking

Newsletter de novedades
financieras



Newsletter

de novedades financieras

Estimados Lectores:

Con esta nueva entrega de nuestra Newsletter, les presentamos un análisis del comportamiento de las principales variables financieras durante el mes de Octubre de 2015.

En esta ocasión, les acercamos como “Especial del Mes” un análisis del funcionamiento de los futuros de dólares en el Mercado a Término de Rosario - ROFEX y la incidencia de las nuevas regulaciones.

Hasta la próxima entrega...

Miguel Ángel Arrigoni

Chairman & CEO

- ✓ En octubre se colocaron **18 series de fideicomisos financieros**, una serie más que en el mes anterior. Las emisiones en pesos totalizaron **AR\$ 2.446 M¹** y las emisiones dollar-linked ascendieron a **USD 70 M**.
- ✓ En lo que se refiere a **Obligaciones Negociables**, **15 fueron las compañías que emitieron**. Las emisiones en pesos totalizaron **AR\$ 4.281 M**. No se registraron emisiones dollar-linked durante el mes de octubre.
- ✓ Se emitieron Letras en pesos por **AR\$ 37.883 M** y Letras en dólares por **USD 1.023 M**.
- ✓ Se negociaron **AR\$ 957 M** en el mercado de cheques de pago diferido, con una tasa promedio de **18,14%**.
- ✓ **El promedio mensual de la tasa Badlar bancos privados** aumentó respecto al mes previo y alcanzó los **21,60%**.
- ✓ Al 31 de octubre, **los depósitos promedio** del sistema bancario totalizaron **AR\$ 1.255.157 M**, lo que representa un incremento intermensual del **2,4%**.
- ✓ Al 31 de octubre, el **stock promedio de préstamos privados** aumentó **3,7%** respecto al mes anterior, alcanzando **AR\$ 739.762 M**.

¹ La abreviatura M refiere a valores expresados en millones.

Contenido

Resumen Ejecutivo	2
Mercado de Capitales.....	4
1. Fideicomisos Financieros	4
2. Acciones	6
3. Bonos Soberanos	7
4. Obligaciones Negociables	10
5. Lebac y Nobacs	13
6. Cheques De Pago Diferido.....	14
Sistema Bancario	16
1. Tasas De Interés	15
2. Depósitos.....	17
3. Préstamos	20
Especial del Mes.....	21
Emisiones de Deuda Corporativa - Balance 2015	20
Contactos	29

A continuación se expone nuestro relevamiento de octubre con las novedades de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires y la Bolsa de Comercio de Rosario.

1. Fideicomisos Financieros

En octubre se registraron 18 emisiones de fideicomisos financieros por un monto total de AR\$ 3.109 M². Dicho volumen representa un aumento del 41,58% en comparación con el mes anterior y del 49,22% respecto a octubre de 2014.

Figura 1 Colocaciones de Fideicomisos Financieros – Octubre de 2015.

Ref	Fideicomiso	Participación FirstCFA / Z&A	Fiduciante	Monto (ARS M)	Título Senior					Inc. K - PyME
					Cupón	Tasa (*)/Mg de Corte	Tasa Real (**)	Calif	Dur	
1	AMFayS 20		AMFAYS	43,51	B+3%(24%-30%)	27,98%	28,71%	AAA	5,30	-
2	Secubono 124		Carsa S.A.	152,48	B+2%(22,5%-30%)	26,59%	27,35%	AAA	4,80	-
3	Consubond 116		Frávega S.A.C.I. e I.	226,62	B+2%(24%-31%)	27,20%	27,20%	AAA	3,70	-
4	Red Mutual XL		Asociación Mutual Unión Solidaria	74,40	B+4,5(22%-30%)	26,26%	30,89%	AAA	9,00	-
5	Fava XXXV		Favacard S.A.	82,00	B+2,5%(22%-29%)	26,99%	29,57%	AAA	3,10	-
6	Garbarino 114		Garbarino S.A.I.C. e I. - Compumundo S.A.	245,50	B+2%(21,5%-29%)	22,48%	26,03%	AAA / AAA	2,30	-
7	Decreditos XI		Decréditos S.A.	39,66	B+3%(24%-32%)	30,50%	31,08%	AAA	7,40	-
8	Centrocard XV		Centro Card S.A.	86,40	B+4%(26%-33%)	28,98%	29,00%	AA	6,60	-
9	Comafi Personales VII		Banco Comafi S.A.	198,45	B+3%(22%-32%)	28,39%	28,72%	AAA	11,20	-
10	Megabono 143		Electrónica Megatone S.A.	244,21	B+2%(22%-29,5%)	25,98%	27,10%	AAA	5,20	-
11	Columbia Personales XXXVII		Banco Columbia S.A.	61,93	B+2,5%(23,5%-31%)	26,17%	27,15%	AAA	2,70	-
12	Ribeiro LXXXI		Ribeiro S.A.C.I.F.A. e I.	124,46	B+2,5%(23%-30%)	26,00%	27,59%	AAA	4,80	-
13	Mila IX		Micro Lending S.A.	58,61	B+3%(24%-32,5%)	31,41%	32,33%	AAA	8,00	-
14	Supervielle Créditos 90		Banco Supervielle S.A.	250,00	B+Mg(20%-31%)	5,50%	30,91%	AAA	9,40	-
15	Tarjeta Actual XV		Actual S.A.	51,74	B+3,5%(26%-31%)	29,00%	29,00%	AA+	6,70	-
16	Consumo Vida V		Cooperativa de Crédito, Consumo y Servicios Sociales La Plata Ltda. - Credymand S.A. - Promotora Social Vida S.A.	68,50	B+3%(20%-30%)	26,26%	31,96%	AAA	5,40	-
17	Garbarino 117		Garbarino S.A.I.C. e I. - Compumundo S.A.	357,48	B+2%(21,5%-29%)	26,13%	29,05%	AAA / AAA	4,10	-
TOTAL				2.445,9						

² Las emisiones en dólares se expresan considerando el tipo de cambio vendedor de Banco Nación del día hábil anterior a la colocación del fideicomiso.

Ref	Fideicomiso	Participación FirstCFA / Z&A	Fiduciante	Monto (USD M)	Título Senior				Inc. K - PyME
					Cupón	Tasa de Corte	Calif.	Dur	
18	Vicentin Exportaciones V		Vicentin S.A.I.C.	USD 70,00 / \$ 80,00	1,50%	4,24%	AA-	12,2	-
TOTAL				70,0					

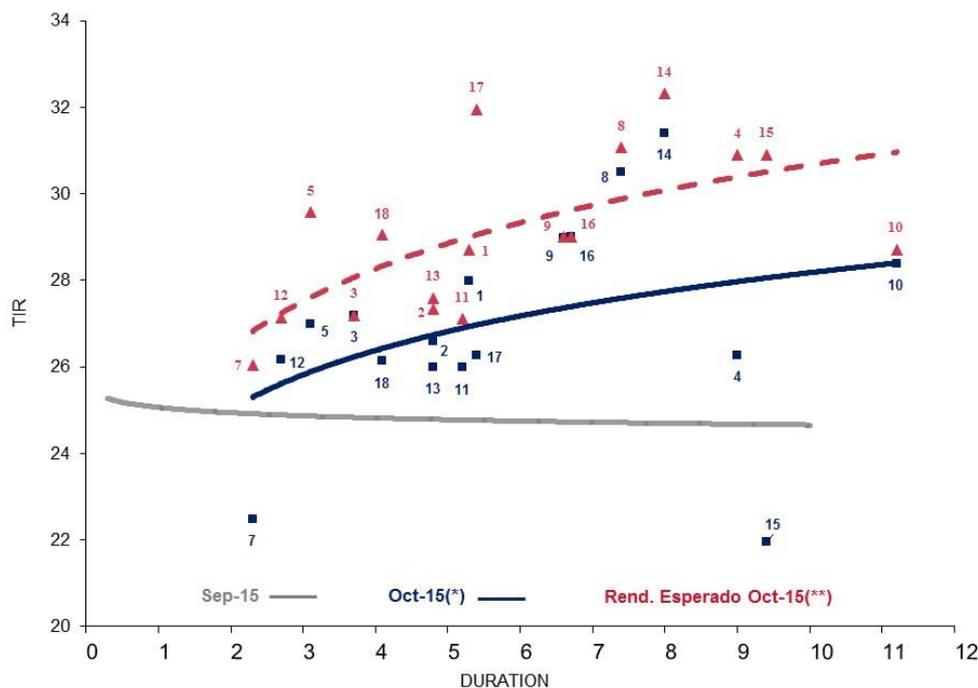
-  Participación First Corporate Finance Advisors S.A. como Asesor Financiero.
-  Participación Zubillaga & Asociados S.A. como Agente de Control y Revisión.
- (*) Tasa de Corte calculada con el cupón mínimo del título.
- (**) Rendimiento Real calculado con tasa badlar informada en el día de la colocación.

Fuente. Elaboración propia en base a BCBA y BCR

Teniendo en cuenta la cantidad de emisiones, hubo un incremento del 5,9%, mientras que interanualmente no se registran variaciones. En el periodo bajo análisis se ha emitido el fideicomiso Vicentin Exportaciones V bajo la modalidad *dollar-linked*.

En el décimo mes del año, no se han emitido fideicomisos que se encuentren comprendidos en el punto 35.8.1 Inciso "k" de la Resolución N°37.163 de la Superintendencia de Seguros de la Nación.

Figura 2 Curva de rendimientos de Títulos Senior de Fideicomisos Financieros en Pesos – Octubre de 2015.



Fuente. Elaboración propia en base a BCBA y BCR.

(*) Para el cálculo de la tasa de corte se consideró el cupón mínimo como tasa aplicable.

(**) Para el cálculo del rendimiento esperado se consideró que la Tasa Badlar del día de la colocación se mantiene constante hasta la amortización final de cada título.

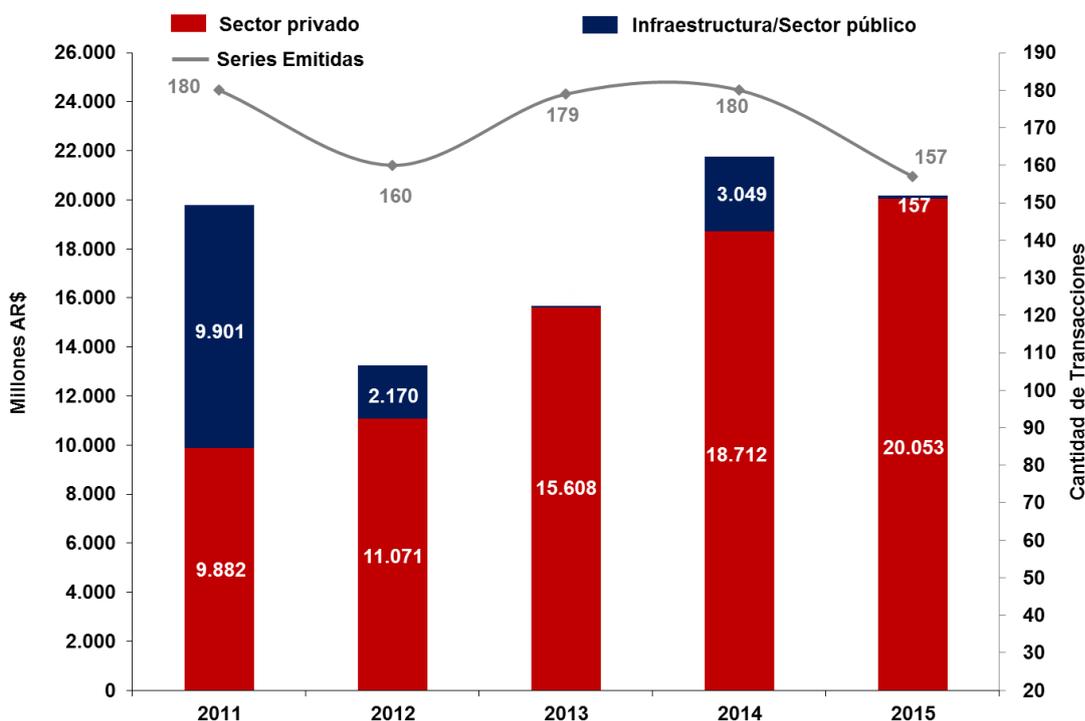
La tasa de corte informada para los bonos senior en pesos colocados promedió el 25,92% (TNA 23,27%), lo que significa un aumento de 121 bps en comparación con las colocaciones efectuadas en septiembre. Asimismo, el spread sobre la Tasa Badlar se ubicó en 1,67%, lo cual implica una suba mensual de 57 bps.

Por otra parte, el rendimiento esperado del título, es decir considerando la tasa de corte informada y la Tasa Badlar informada en el día de la colocación, para los bonos senior promedió 29,04% (TNA 25,77%). De este modo, el spread sobre la Tasa Badlar se ubicó en 417 bps, lo que representa un aumento mensual de 31 bps.

Durante octubre, no se registraron emisiones de cupón fijo. Respecto a las emisiones de cupón variable, el 41% de las emisiones tuvo una duration inferior a los 5 meses, un 53% se ubicó en el rango de duration de 5 a 10 y el 6% restante tuvo una duration superior a los 10 meses.

La siguiente figura representa las emisiones en moneda local de fideicomisos financieros realizadas durante los primeros diez meses de los últimos cinco años. Veremos que en cuanto a cantidad de transacciones, el acumulado en 2015 arroja el menor valor desde 2011.

Figura 3 Evolución de Fideicomisos Financieros en pesos (excluyendo sintéticos). Período: 2011 - 2015.



Fuente. Elaboración propia en base a BCBA y BCR.

2. Acciones

Durante el décimo mes del año el índice Merval registró un alza del 26,96%, ubicándose en los 12.461,25 puntos. Medido en dólares, el indicador registró una suba mensual del 25,27% y cerró el mes 1.305,40 puntos.

Las acciones en su conjunto presentaron resultados positivos, con 71 papeles en alza y solo 1 sin cambios, a lo largo de las 21 ruedas. En cuanto a las empresas del panel líder, todas las especies obtuvieron resultados positivos.

El monto total operado en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires totalizó AR\$ 79.871 M, con un promedio diario de AR\$ 3.803 M; un 8,32% por debajo del monto promedio registrado en septiembre. Las negociaciones en acciones totalizaron AR\$ 5.501 M, con un promedio diario de AR\$ 261,96 M, un 53,81% por encima de los valores registrados en el mes precedente.

En el plano internacional, las bolsas de la región tuvieron comportamientos positivos durante el mes de octubre. El índice Bovespa, de la bolsa de Brasil, mostró una suba del 1,8% en moneda local y del 4,22% si se lo mide en dólares. El Mexbol de la Bolsa de México registró un crecimiento de 4,48% en moneda local y de 7,06% si se lo considera en dólares.

Figura 4 BCBA – Variaciones mensuales y anuales

PANEL LÍDER Merval				PANEL LÍDER Merval			
	Cotización	Var. % OCT	Var. % OCT-14 / OCT-15				
Aluar	9,95	18,45%	21,65%	Mayor Alza de Acciones			
Petroleo Brasileiro	33,30	13,85%	-57,20%				
Banco Macro	84,00	53,71%	49,73%	OCT			
Sociedad Comercial del Plata	3,42	7,21%	81,91%	OCT-14/ OCT-15			
Siderar	7,89	38,42%	15,18%	Pampa Holding	57,14%		123,35%
BBVA Francés	104,25	44,19%	78,97%	Banco Macro	53,71%		49,73%
Grupo Financiero Galicia	36,20	45,67%	86,60%	Baja de Acciones			
Pampa Holding	13,20	57,14%	123,35%	Var. %			
Tenaris	173,85	4,10%	-32,81%	OCT			
YPF	290,00	35,51%	-36,89%	OCT-14/ OCT-15			

INDICES BURSATILES (en USD)

	Cierre OCT	Var. % OCT		Cierre OCT	Var. % OCT
Dow Jones	17.663,54	8,47%	Bovespa	11.868,05	4,22%
S&P 500	2.079,36	8,30%	Merval	1.305,40	25,28%
Nasdaq	5.053,75	9,38%	MEXBOL	2.698,45	7,06%
FTSE	9.825,34	7,12%	IPSA	5,5329	4,64%
Nikkei	158,10	8,81%	Colcap	0,4207	6,61%

COMMODITIES (en USD)

	Cierre OCT	Var. % OCT		Cierre OCT	Var. % OCT
Petróleo (WTI)	46,59	2,26%	Trigo	191,81	1,80%
Oro onza Troy	1.142,11	2,42%	Maíz	150,49	-1,42%
Plata	15,55	7,09%	Soja	324,73	-0,92%

Fuente. Elaboración propia en base a IAMC, Reuters y Ámbito Financiero

3. Bonos Soberanos

Respecto de los bonos en pesos indexados, la mayoría experimentaron resultados positivos en octubre, destacándose entre aquellos con performance positivo, al igual que el mes anterior, el Par Pesos 2005 con una suba mensual del 40,3%. Entre los que tuvieron rendimientos negativos se destaca, al igual que el mes anterior, el Bocon 2016, con una caída del 47,7%. Mientras que el Par Pesos 2010 no sufrió variación en el precio.

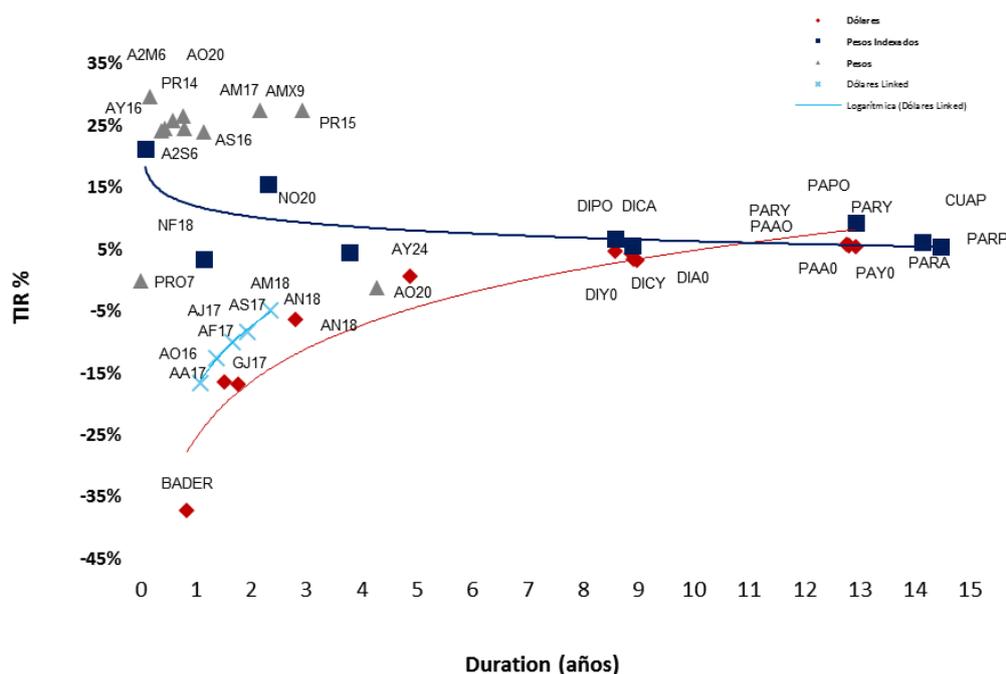
Los bonos en pesos mostraron en su mayoría resultados positivos. Sobresaliendo, el BONAR 2017 con una suba del 5,2%. El único título con resultado negativo fue el Bocon Prov. 4° en \$, con una caída del 61,8%.

En lo que se refiere a las emisiones nominadas en dólares los títulos mostraron en su mayoría resultados positivos. Entre los que tuvieron performance positiva sobresale el Discount USD NY 2010 con un aumento del 17,7%. Mientras que entre los que sufrieron caídas en los precios, se destaca el BONAR 2018 con una disminución del 3,2%

Con relación a los títulos públicos atados al dólar (dollar-linked), todos experimentaron subas en los precios, sobresaliendo el BONAD 2016, con un aumento del 4,4%.

Figura 5

Evolución de la curva de rendimientos de títulos en moneda nacional, moneda nacional indexada, títulos en USD y títulos dolar-linked. Datos al 31-10-15.



Fuente. Elaboración propia en base a IAMC y MAE

Figura 6

BCBA – Bonos soberanos – Datos técnicos al 31-10-15

Cód.	Descripción	En PESOS				Var.Precio	
		Cierre	Paridad	TIR	MD	30d	YTD
		31-10-15		Anual			
Pesos Indexados							
PR12	Bocon 2016	4,6	98,6%	21,3%	0,1	-47,7%	-90,5%
NF18	Bogar 2018	130,0	98,5%	3,4%	1,2	5,7%	-14,2%
NO20	Bogar 2020	197,2	73,6%	15,6%	2,3	-1,7%	-10,4%
PR13	Bocon 2024	312,0	90,8%	4,6%	3,8	18,3%	28,9%
DICP	Discount Pesos 2005	448,3	102,7%	5,6%	8,9	23,5%	77,3%
PARP	Par Pesos 2005	195,0	57,8%	5,5%	14,5	40,3%	114,3%
PAP0	Par Pesos 2010	116,1	34,4%	9,3%	12,9	0,0%	39,8%
DIP0	Discount Pesos 2010	405,0	92,8%	6,8%	8,6	22,7%	72,3%
CUAP	Cuasipar	307,0	64,9%	6,2%	14,1	27,9%	91,9%
Pesos							
AS16	BONAR 16	103,3	101,0%	24,5%	0,8	3,6%	6,2%
PRO7	Bocon Prov. 4° en \$	0,6	59,1%	***	-	-61,8%	-94,5%
PR14	Bocon Cons. 7°	25,2	99,1%	29,7%	0,2	2,0%	-74,2%
PR15	Bocon Cons. 8°	158,5	88,8%	27,6%	2,9	3,6%	7,3%
AM17	BONAR 2017	104,4	102,0%	23,9%	1,1	5,2%	7,6%
AMX9	BONAR 2019	102,0	98,5%	27,4%	2,2	4,1%	6,3%
A2M6	BONAC 2016	104,8	102,0%	24,1%	0,4	3,1%	-
AY16	BONAC 2016	108,5	101,1%	24,6%	0,4	2,6%	-
A2S6	BONAC 2016	105,4	102,6%	26,6%	0,8	3,8%	-
AL16	BONAC 2016	106,8	102,6%	25,7%	0,6	3,4%	-

*** TIR mayor a 500%

Fuente: Elaboración propia en base a IAMC

En DOLARES							
Cód.	Descripción	Cierre 31-10-15	Paridad	TIR Anual	MD	Var.Precio	
						30d	YTD
<i>Dólares</i>							
AA17	BONAR X	1.357,0	141,6%	-16,4%	1,5	-3,1%	17,0%
AN18	BONAR 2018	1.500,0	151,2%	-6,3%	2,8	-3,2%	3,1%
AY24	BONAR 2024	1.445,5	145,1%	0,7%	4,9	7,5%	15,6%
DICY	Discount USD NY 2005	2.100,0	152,5%	3,3%	9,0	10,5%	34,2%
DICA	Discount USD AR 2005	1.906,0	138,4%	4,4%	8,9	10,5%	25,4%
PARY	Par USD NY 2005	775,0	81,0%	5,4%	12,9	4,7%	11,5%
PARA	Par USD AR 2005	748,5	78,2%	5,7%	12,8	2,3%	14,3%
PAA0	Par USD AR 2010	741,0	77,4%	5,8%	12,8	9,0%	19,2%
PAY0	Par USD NY 2010	750,0	78,4%	5,7%	12,8	-1,1%	21,0%
DIA0	Discount USD AR 2010	1.854,0	134,6%	4,7%	8,6	11,4%	23,6%
DIY0	Discount USD NY 2010	2.060,0	149,6%	3,5%	8,9	17,7%	35,5%
GJ17	Global 2017	1.470,0	148,4%	-16,7%	1,8	4,3%	27,8%
BADER	BADER	1.370,0	141,8%	-37,1%	0,8	3,5%	-
AO20	BONAR 2020	1.405,0	146,3%	-1,2%	4,3	-	-
<i>Dólares Linked</i>							
AO16	BONAD 2016	1.160,0	121,4%	-16,5%	1,1	4,4%	32,6%
AM18	BONAD 2018	1.138,0	118,8%	-4,9%	2,4	0,7%	-
AF17	BONAD 2017	1.150,0	120,2%	-12,6%	1,4	2,1%	-
AJ17	BONAD 2017	1.145,0	119,8%	-10,1%	1,7	-	-
AS17	BONAD 2017	1.142,0	119,5%	-8,4%	1,9	-	-

Fuente: Elaboración propia en base a IAMC

4. Obligaciones Negociables

Durante el mes de octubre, 15 compañías emitieron deuda en el mercado de capitales. En total se colocaron 18 series: tres Valores de Corto Plazo, una emisión bajo Régimen PyME y el resto bajo Régimen General.

Las emisiones totales en pesos alcanzaron un volumen de AR \$ 4.281 M, mientras que no se registraron emisiones dollar-linked.

En este periodo se registraron las siguientes emisiones comprendidas en el punto 35.8.1 Inciso k) de la Resolución N°37.163 de la Superintendencia de Seguros de la Nación: Central Térmica Loma de la Lata S.A. Clase A, Invap S.E. Clase III, Integración Eléctrica Sur Argentina S.A. Clase III, YPF S.A. Clase XLIII, Jose Cartellone Construcciones Civiles S.A. Clase II/ Serie I Adicional, Euro S.A. Clase I, CGM Leasing Argentina S.A. Serie IX/ Clase A \$, CGM Leasing Argentina S.A. Serie IX/ Clase B \$ y Axion Energy Argentina S.A. Clase VI.

Por otro lado, el spread promedio sobre Tasa Badlar (considerando los títulos que licitaron margen) se situó en 1,11%, lo que representa una disminución de 35 bps respecto al mes pasado.

Teniendo en cuenta las emisiones en pesos registradas en el mes bajo análisis, el promedio de la tasa real de corte se ubicó en 24,64% (TNA 22,23%), lo que significó una caída de 48 bps en comparación a septiembre.

Figura 7

Obligaciones Negociables colocadas en Octubre de 2015

Empresa	Serie/ Clase	Particip. First CFA	Monto (M)	MDA	Plazo	Duration	Tasa / Margen de Corte	Cupón	Tipo	Calif.	TIR	
CENTRAL TÉRMICA LOMA DE LA LATA S.A.	Clase A		282,44	AR	36 meses	27,60	Margen	0,00%	Badlar + Margen (Max 6%) (Max 35%)	ON	A-	23,0%
CORDIAL COMPAÑÍA FINANCIERA S.A.	Clase 8		54,00	AR	9 meses	8,40	Fija	28,50%	Fija	ON	A1	23,0%
	Clase 9		88,75	AR	18 meses	15,36	Margen	5,95%	3 meses 27%, luego Badlar + Margen	ON	A	30,1%
CFN S.A.	Serie V		58,56	AR	12 meses	11,26	Margen	5,50%	Badlar + Margen	VCP	A2	30,1%
TOYOTA COMPAÑÍA FINANCIERA DE ARGENTINA S.A.	Clase 16		130,00	AR	21 meses	15,62	Margen	3,48%	Badlar + Margen	ON	Aaa	27,3%
TARJETA NARANJA S.A.	Clase XXXI		370,85	AR	18 meses	15,48	Margen	4,50%	3 meses 27%, luego Badlar + Margen	ON	AA-	28,8%
ROMBO COMPAÑÍA FINANCIERA S.A.	Serie 30		192,40	AR	24 meses	17,90	Margen	4,25%	Badlar + Margen	ON	Aa2 / AA	28,3%
INVAP S.E.	Clase III		200,00	AR	60 meses	30,00	Precio	107,30%	Badlar	ON	A-	23,2%
INTEGRACION ELECTRICA SUR ARGENTINA S.A.	Clase III		125,00	AR	12 meses	9,54	Margen	0,00%	Badlar + Margen	VCP	A2	23,9%
YPF S.A.	Clase XLIII		2.000,00	AR	96 meses	47,64	Margen	0,00%	Badlar + Margen (Min 0%)	ON	AA	23,2%
JOSE CARTELLONE CONSTRUCCIONES CIVILES S.A.	Clase II/ Serie I Adicional		32,00	AR	24 meses	16,80	Precio	114,50%	28% 12 meses, luego Badlar + 4,5%	ON	A-	19,7%
EURO S.A.	Clase I		12,00	AR	36 meses	17,48	Margen	(1,00%)	Badlar + Margen (Max 6%)(Max 35%)	ON PYME	A-	21,8%
MERCEDES BENZ COMPAÑÍA FINANCIERA ARGENTINA S.A.	Clase 26		5,00	AR	12 meses	11,04	Fija	27,23%	Fija	ON	A+	30,2%
	Clase 27		145,00	AR	18 meses	14,52	Margen	3,90%	Badlar + Margen	ON	AA	28,1%
PUENTE HNOS S.A.	Clase 4		65,40	AR	12 meses	10,78	Fija	30,00%	Fija	VCP	A1	33,6%
CGM LEASING ARGENTINA S.A.	Serie IX/ Clase A \$		7,00	AR	30 meses	12,56	Fija	28,99%	Fija	ON	BBB	33,2%
	Serie IX/ Clase B \$		63,00	AR	40 meses	16,59	Margen	0,00%	Badlar + Margen (Min 8%)	ON	BBB	23,8%
AXION ENERGY ARGENTINA S.A.	Clase VI		450,00	AR	60 meses	38,12	Margen	0,00%	Badlar + Margen (Max 6%)	ON	AA+	23,4%
TOTAL			\$ 4.281,40									



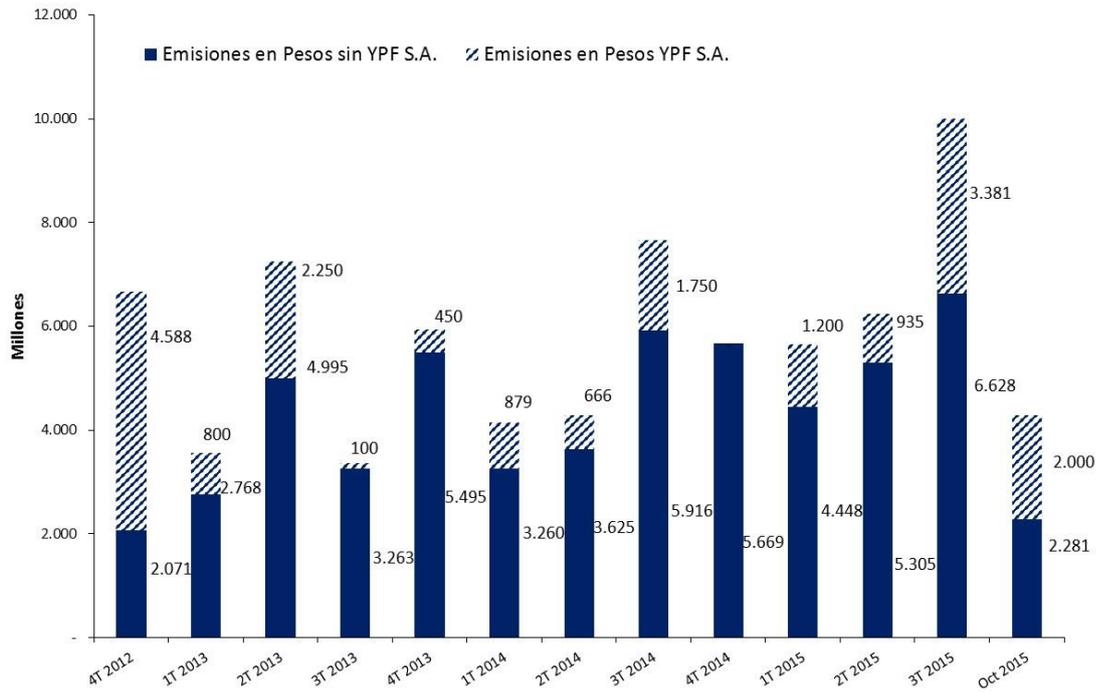
Participación de First como Asesor Financiero.

Fuente. Elaboración propia en base a BCBA y BCR.

En las figuras presentadas a continuación se expone la evolución en las colocaciones, tanto en pesos como en dólares, desde el cuarto trimestre del 2012, diferenciando las emisiones de YPF S.A. de las del resto de las emisoras.

Figura 8

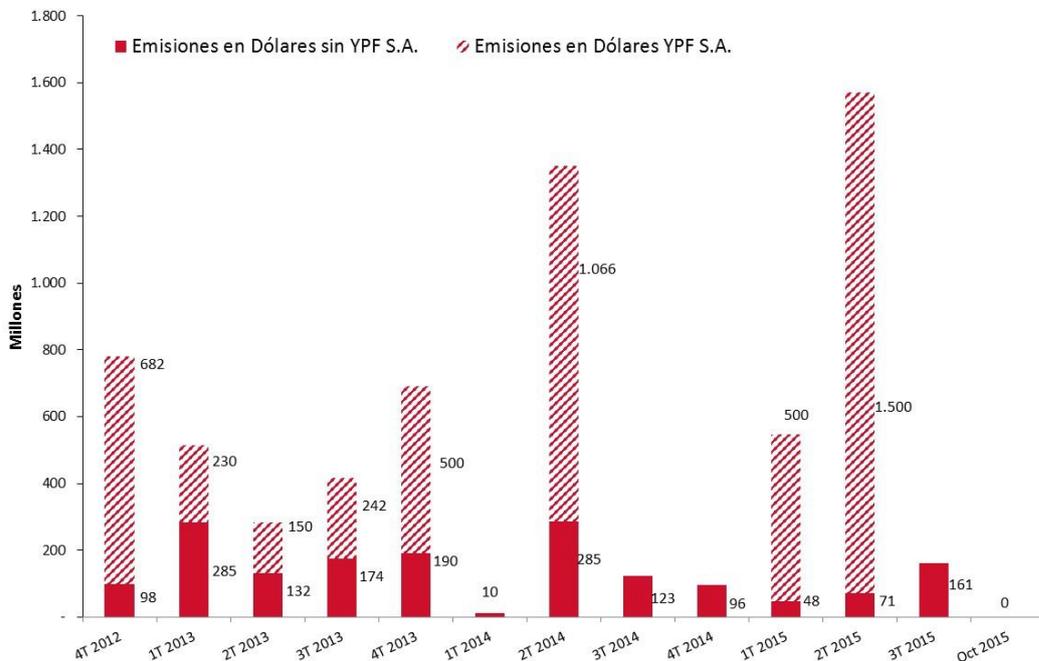
A) Emisiones en Pesos de Obligaciones Negociables.



Fuente. Elaboración propia en base a BCBA y BCR.

Figura 9

B) Emisiones de Obligaciones Negociables dolar-linked

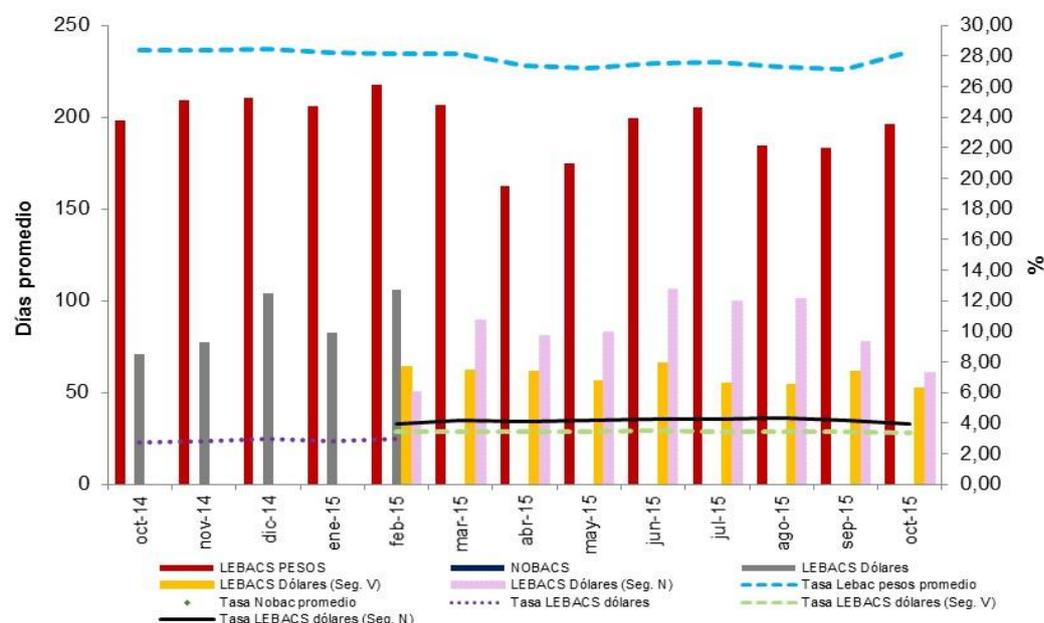


Fuente. Elaboración propia en base a BCBA y BCR.

5. Lebacs y Nobacs

Durante el mes de octubre, el Banco Central colocó Letras en pesos por AR\$ 37.883 M y Letras en dólares por USD 1.023 M. De estas últimas, USD 875 M correspondieron al Segmento V y USD 149 M pertenecieron al Segmento N³.

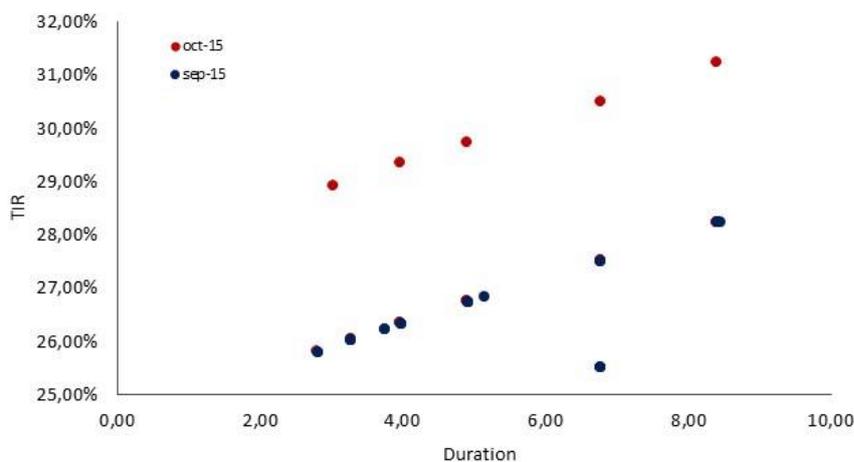
Figura 10 Días y tasas promedio de las licitaciones Lebacs y Nobacs.



Fuente. Elaboración propia en base a BCRA

El plazo promedio de las colocaciones de Lebacs en pesos fue de 196 días aproximadamente, mientras que la tasa promedio ponderada pagada alcanzó el 28,34%. Por otro lado, el plazo promedio de las colocaciones de Lebacs en dólares del Segmento V y del Segmento N ascendió a 53 y 61 días, respectivamente, y las tasas promedio ponderadas pagadas por estas fueron 3,39% y 3,97%.

Figura 11 Curva de rendimientos de Lebacs en pesos – Octubre - Septiembre 2015



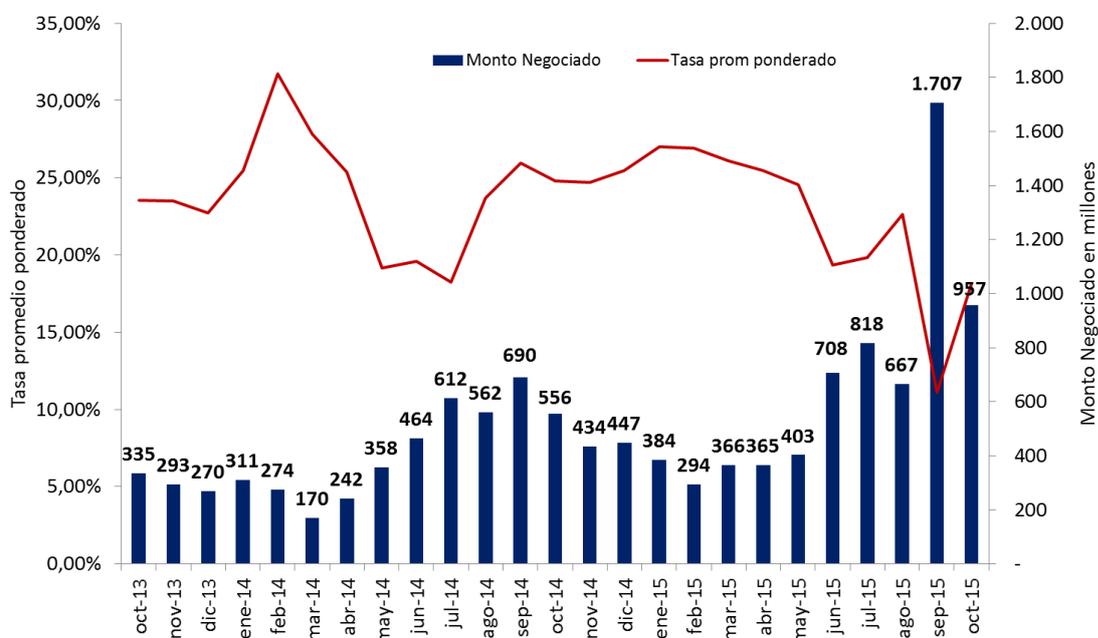
Fuente. Elaboración propia en base a BCRA

³ Según la Comunicación "A" 5711 del día 10 de febrero de 2015. Para mayor detalle, ingresar a <http://www.bcra.gov.ar/pdfs/comytexord/P50522.pdf>

6. Cheques de Pago Diferido

En el mes de octubre se negociaron AR\$ 957 M en el mercado de cheques diferidos. Representa una disminución mensual de -43,9% y un aumento del 72,1%, respecto a igual mes de 2014.

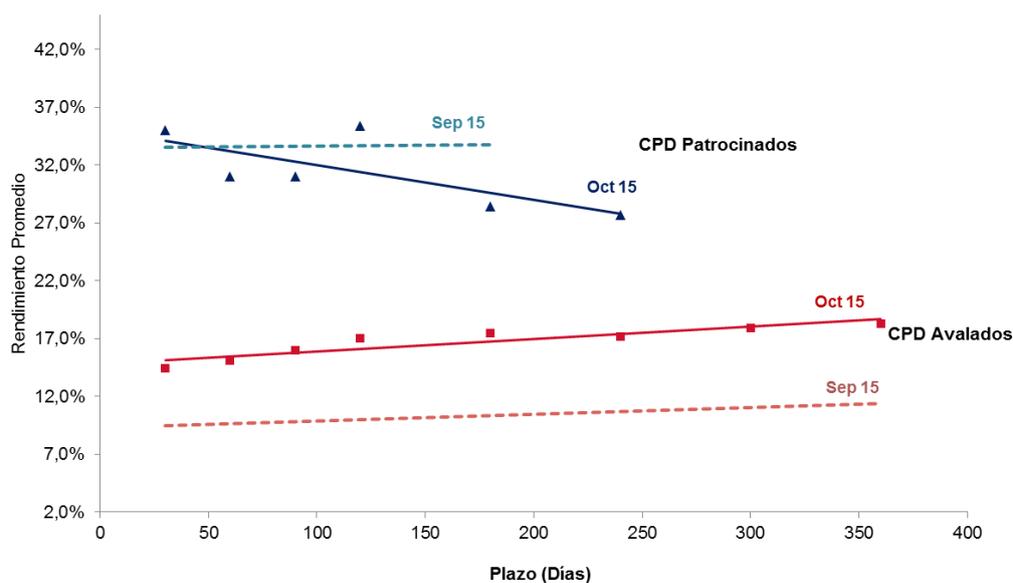
Figura 12 Negociación Bursátil de Cheques de Pago Diferido



Fuente: Elaboración propia en base a IAMC

En total se negociaron 9.314 unidades, lo que representa una disminución mensual de -29,8%. Asimismo, la proporción de CPD avalados fue de 93,52% y el plazo promedio del total negociado disminuyó a 219 días.

Figura 13 Curva de rendimientos de Cheques de Pago Diferido (Promedio por plazo)



Fuente: Elaboración propia en base a BCBA

La tasa promedio para los CPD avalados fue 17,40%, mientras que para los patrocinados fue 28,80%.

Dentro de los cheques avalados, el 19% de las transacciones se concentraron en plazos de hasta 90 días, el 15,3% entre 90 y 180 días y el 65,7% restante, en plazos mayores a los 180 días.

En cuanto a los patrocinados, las operaciones con plazos hasta 90 días abarcaron el 2,90% y el 97,10% se concentró en plazos mayores a 90 días.

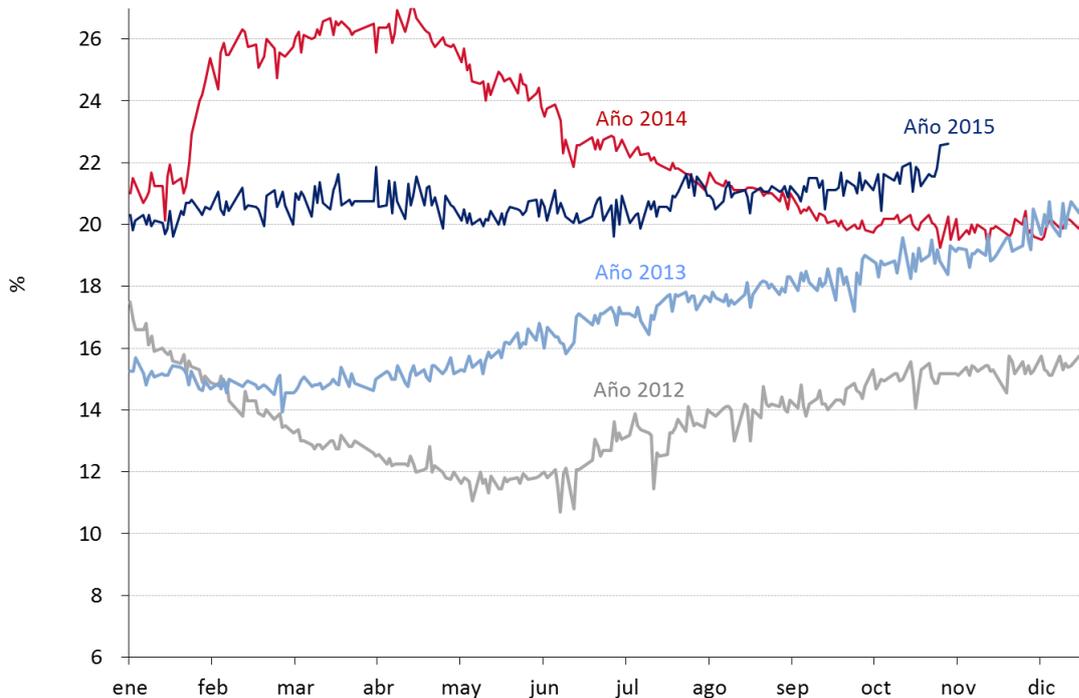
La tasa de interés promedio ponderada de los cheques de pago diferido totales de octubre registró un aumento intermensual del 63%, alcanzando un valor de 18,14%.



1. Tasas de Interés

Al 31 de octubre, la tasa de interés promedio del mercado de Call y la Badlar bancos privados aumentaron con respecto a septiembre.

Figura 14 Evolución tasa Badlar: evolución diaria comparativa 2012-2015



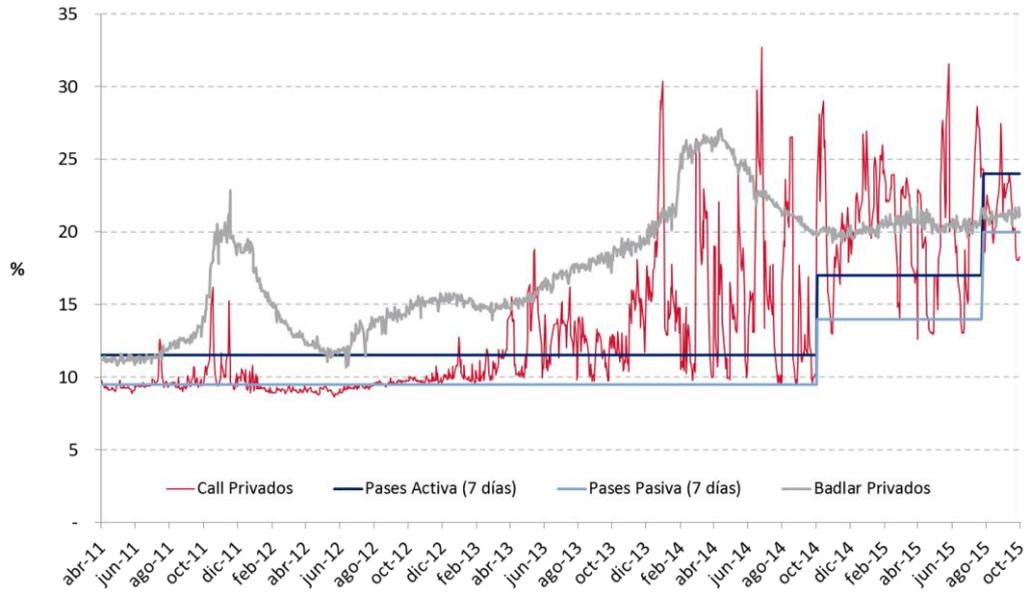
Fuente. Elaboración propia en base a BCRA con datos al 31-10-15

El promedio mensual al 31 de octubre de la tasa de captación de fondos a nivel mayorista (BADLAR Bancos Privados) fue de 21,60%, aumentando 52 bps respecto al promedio del mes anterior. A nivel minorista, la tasa de encuesta realizada por el BCRA, en promedio, presentó un aumento mensual de 3 bp, cerrando en 23,46%.

En el mercado interbancario, la tasa de Call en promedio aumentó 156 bps en relación al mes anterior, cerrando al 31 de octubre en 21,68%.

Durante el mes bajo análisis, el BCRA aumentó las tasas de pases activas y pasivas a 27% y 23%, respectivamente.

Figura 15 Tasas de corto plazo



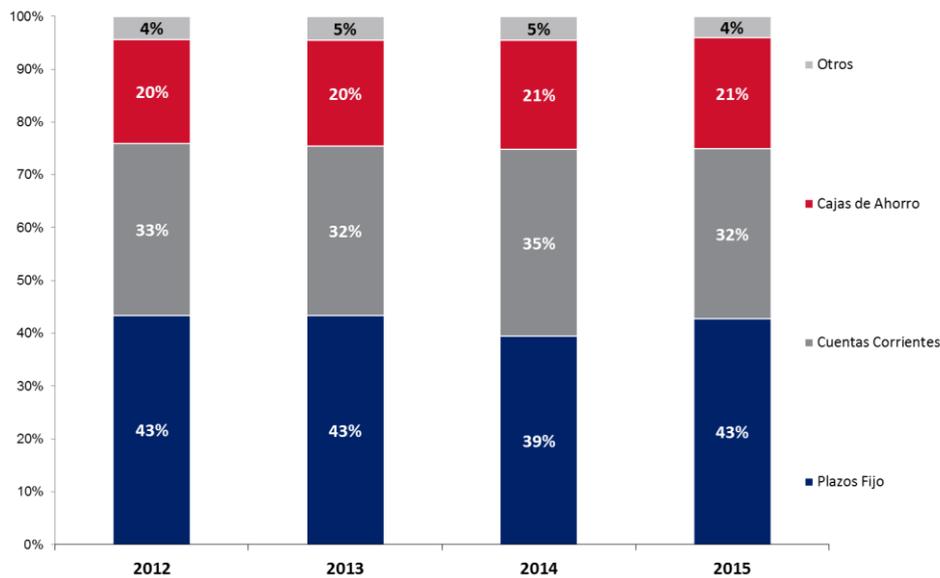
Fuente. Elaboración propia en base a BCRA con datos al 31-10-15

2. Depósitos

Al 31 de octubre, los depósitos promedio del sistema financiero totalizaron AR\$ 1.255.157 M, que medidos contra el monto promedio del mes anterior, representan un incremento de 2,4%. En términos interanuales, la tasa de crecimiento de la captación de fondos ascendió a 34,4%.

Si se analizan los depósitos totales promedio por tipo de moneda, los nominados en pesos se incrementaron en 2,1% con respecto al mes anterior y aumentaron 33,8% en forma interanual, alcanzando AR\$ 1.152.502 M.

Figura 16 Composición de los Depósitos totales del Sistema Financiero



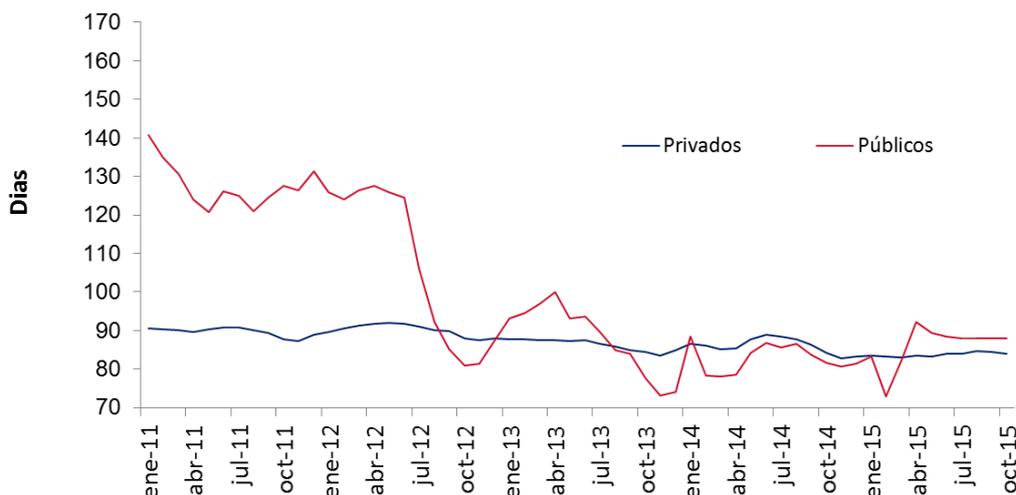
Fuente. Elaboración propia en base a BCRA con datos al 31-10-15

En cuanto a los nominados en dólares, los mismos disminuyeron 3,0% respecto al mes previo y aumentaron 24,9% en términos interanuales.

Los depósitos a Plazo Fijo en moneda nacional dentro del sector privado aumentaron 2,1%, mientras que en dólares tuvieron una variación mensual del 1,8%. A su vez, las colocaciones mayoristas en ambas monedas (mayores a un millón de pesos), aumentaron 3,1%.

Con respecto a los plazos de colocación dentro del sector privado, los mismos se mantuvieron con respecto a agosto alcanzando un promedio de 84 días.

Figura 17 Plazos Fijos: evolución de los días promedio de colocación (ene-11 a oct-15)



Fuente. Elaboración propia en base a BCRA con datos al 31-10-15

Considerando los saldos diarios informados al 31 de octubre, los depósitos promedio del sector privado aumentaron 2,8% respecto del mes anterior, alcanzando AR\$ 907.500 M. Dentro de esta categoría, los depósitos realizados en Plazo Fijo, presentaron un incremento del 2,2%, en comparación al promedio del mes precedente.

Los depósitos promedio del sector público aumentaron 1,4% respecto del mes anterior, alcanzando AR\$ 347.656 M de acuerdo a los datos disponibles al 31 de octubre. Dentro de esta categoría, los depósitos realizados en Plazo Fijo aumentaron un 1,6% en relación al promedio del mes anterior.

Figura 18 Variación mensual de Depósitos Privados

	Sector Privado										
	Var. Mensuales				Var. Anuales				Total USD		
	Total	% s/ Dep.Tot.	C.C. + C.A.	P.F.	Total	C.C. + C.A.	P.F.	Total	Tot. en USD	Var. Mens.	% s/ Dep Tot.
2014											
Ene	539.450	69,6%	1,7%	3,5%	2,4%	24,4%	30,6%	27,2%	7.157	5,2%	9,7%
Feb	550.559	68,5%	-0,4%	4,5%	2,1%	24,3%	33,7%	28,5%	7.270	1,6%	10,6%
Mar	558.144	68,5%	-1,2%	3,8%	1,4%	22,7%	35,4%	28,7%	6.844	-5,9%	9,9%
Abr	574.700	68,7%	1,4%	4,7%	3,0%	22,1%	39,7%	30,2%	6.710	-2,0%	9,5%
May	589.533	69,4%	3,3%	2,1%	2,6%	25,2%	39,1%	31,6%	7.169	6,8%	10,0%
Jun	605.403	69,8%	5,3%	0,3%	2,7%	26,3%	38,3%	31,6%	7.187	0,3%	9,8%
Jul	620.200	70,5%	5,4%	-0,2%	2,4%	28,5%	34,8%	31,1%	7.124	-0,9%	9,5%
Ago	625.816	70,0%	0,4%	1,4%	0,9%	30,7%	31,1%	30,5%	7.118	-0,1%	9,6%
Sep	636.122	69,8%	2,1%	1,2%	1,6%	30,6%	29,0%	29,5%	7.146	0,4%	9,6%
Oct	647.781	69,3%	2,6%	0,9%	1,8%	31,3%	27,5%	29,1%	7.175	0,4%	9,5%
Nov	661.253	69,2%	2,1%	1,9%	2,1%	33,2%	26,6%	29,7%	7.268	1,3%	9,5%
Dic	685.877	69,1%	6,4%	1,0%	3,7%	33,0%	28,0%	30,2%	7.323	0,8%	9,2%
2015											
Ene	702.522	70,3%	2,2%	3,3%	2,4%	33,6%	27,8%	30,2%	7.337	0,2%	9,3%
Feb	721.696	69,1%	1,5%	4,0%	2,7%	36,1%	27,1%	31,1%	7.786	6,1%	9,4%
Mar	743.857	69,6%	0,6%	5,9%	3,1%	38,6%	29,6%	33,3%	8.004	2,8%	9,5%
Abr	768.519	71,2%	0,9%	5,8%	3,3%	38,0%	30,9%	33,7%	7.857	-1,8%	9,1%
May	796.872	72,1%	3,5%	3,6%	3,7%	38,2%	32,9%	35,2%	8.295	5,6%	9,4%
Jun	825.559	72,3%	4,1%	3,5%	3,6%	36,7%	37,0%	36,4%	8.262	-0,4%	9,1%
Jul	853.000	71,9%	5,4%	1,5%	3,3%	36,6%	39,3%	37,5%	8.243	-0,2%	8,9%
Ago	863.593	71,7%	-0,3%	2,8%	1,2%	35,7%	41,3%	38,0%	8.356	1,4%	9,0%
Sep	882.986	72,0%	2,1%	2,5%	2,2%	35,7%	43,2%	38,8%	8.413	0,7%	9,0%
Oct	907.500	72,3%	3,3%	2,2%	2,8%	36,5%	45,1%	40,1%	9.151	8,8%	9,6%

Fuente. Elaboración propia en base a BCRA con datos al 31-10-15

Figura 19 Variación mensual de Depósitos Públicos

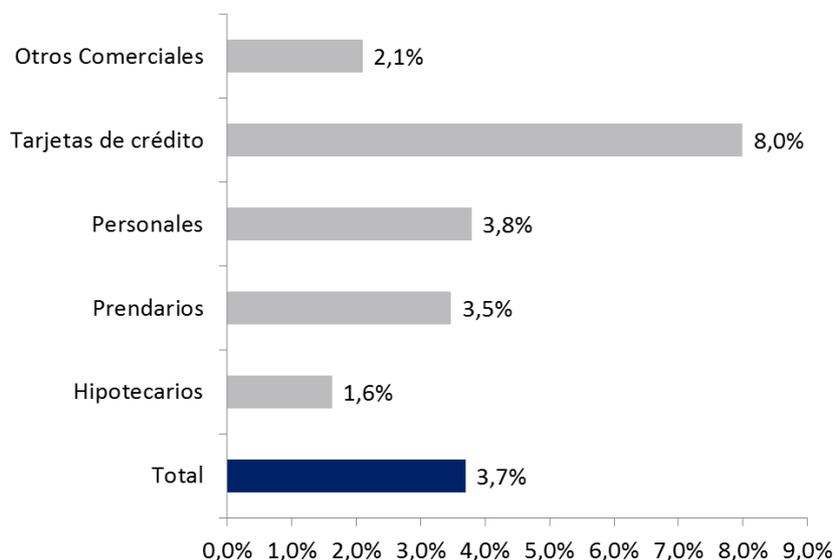
	Sector Público										
	Var. Mensuales				Var. Anuales				Total USD		
	Total	% s/ Dep.Tot.	C.C. + C.A.	P.F.	Total	C.C. + C.A.	P.F.	Total	Tot. en USD	Var. Mens.	% s/ Dep Tot.
2014											
Ene	235.824	30,4%	-1,4%	-21,8%	-8,5%	26,5%	-10,2%	13,6%	1.790	13,5%	5,7%
Feb	253.560	31,5%	-4,3%	32,2%	7,5%	25,1%	2,0%	16,6%	1.726	-3,6%	5,7%
Mar	256.172	31,5%	1,1%	1,0%	1,0%	24,5%	4,3%	17,4%	1.656	-4,1%	5,4%
Abr	261.942	31,3%	6,1%	-3,1%	2,3%	24,0%	0,9%	15,8%	1.678	1,3%	5,4%
May	260.022	30,6%	2,2%	-5,7%	-0,7%	23,9%	-11,4%	10,3%	1.327	-20,9%	4,4%
Jun	262.245	30,2%	10,8%	-15,6%	0,9%	31,9%	-20,4%	11,5%	1.551	16,9%	5,1%
Jul	259.886	29,5%	-0,8%	-2,3%	-0,9%	28,4%	-20,2%	10,6%	1.568	1,1%	5,2%
Ago	268.158	30,0%	1,0%	9,7%	3,2%	27,6%	-14,7%	11,7%	1.262	-19,5%	4,2%
Sep	275.462	30,2%	2,6%	3,6%	2,7%	28,5%	-13,0%	12,5%	1.313	4,0%	4,2%
Oct	286.309	30,7%	5,0%	2,0%	3,9%	32,4%	-15,7%	12,9%	1.244	-5,2%	3,9%
Nov	294.842	30,8%	4,5%	-0,3%	3,0%	37,6%	-22,5%	12,0%	1.307	5,1%	4,0%
Dic	307.012	30,9%	9,9%	-9,4%	4,1%	42,1%	-17,7%	19,2%	1.752	34,0%	4,6%
2015											
Ene	297.133	29,7%	-11,4%	16,6%	-3,2%	27,6%	22,7%	26,0%	1.579	-9,9%	5,3%
Feb	322.743	30,9%	-4,6%	38,0%	8,6%	27,3%	28,1%	27,3%	1.639	3,8%	4,6%
Mar	324.149	30,4%	9,5%	-12,1%	0,4%	37,8%	11,6%	26,5%	1.857	13,3%	5,3%
Abr	310.524	28,8%	3,9%	-20,1%	-4,2%	35,0%	-8,0%	18,5%	1.713	-7,8%	5,2%
May	308.851	27,9%	2,0%	-6,7%	-0,5%	34,7%	-8,9%	18,8%	1.474	-14,0%	4,6%
Jun	316.131	27,7%	6,0%	-5,3%	2,4%	28,9%	2,2%	20,5%	1.778	20,6%	5,4%
Jul	332.588	28,1%	3,5%	11,2%	5,2%	34,5%	16,4%	28,0%	2.305	29,7%	6,6%
Ago	341.328	28,3%	1,4%	6,4%	2,6%	34,9%	12,9%	27,3%	2.188	-5,1%	6,2%
Sep	342.694	28,0%	0,6%	-0,1%	0,4%	32,4%	8,9%	24,4%	1.791	-18,2%	5,2%
Oct	347.656	27,7%	0,8%	1,6%	1,4%	27,0%	8,4%	21,4%	1.364	-23,8%	4,4%

Fuente. Elaboración propia en base a BCRA con datos al 31-10-15

3. Préstamos

Al 31 de octubre de 2015, la banca totalizaba una suma promedio de AR\$ \$ 739.762 M destinados a préstamos al sector privado, registrando así un incremento mensual del 3,7%. En términos interanuales, los préstamos tuvieron un crecimiento del 32,0%.

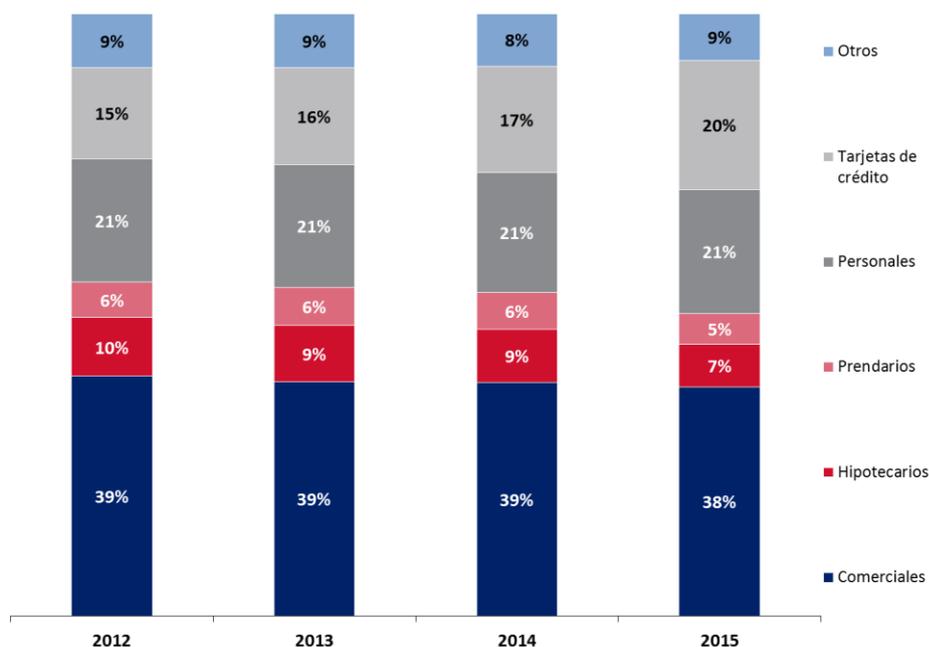
Figura 20 Evolución mensual de préstamos al sector privado – Octubre 2015



Fuente. Elaboración propia en base a BCRA con datos promedio al 31-10-15

Con relación a la evolución mensual por línea de préstamo, los créditos vinculados a Tarjetas de Crédito presentaron un incremento del 8,0%, seguido por Préstamos Personales con un incremento del 3,8%.

Figura 21 Composición de los Préstamos al Sector Privado (Enero 2012 – Octubre 2015)



Fuente. Elaboración propia en base a BCRA con datos promedio al 31-10-15



Funcionamiento de los futuros de dólares en el ROFEX

El mercado de futuros de dólares en Argentina

El Mercado a Término de Rosario S.A. ("ROFEX") es el mercado de futuros número 27 en términos de interés abierto según el último ranking publicado por el Futures Industry Magazine⁴. En él se operan derivados agropecuarios, financieros y de otros commodities. El 99% de los contratos abiertos a la fecha son futuros que tienen como activos subyacentes dólares, constituyéndose como el principal mercado de futuros de dólar en la Argentina.

Cada contrato de futuro de dólar es negociado en pesos argentinos y tiene como activo subyacente un lote de 1.000 (mil) dólares estadounidenses. Existe una posición por cada mes del año, cuyo vencimiento opera el último día hábil del mes. Al vencimiento no se produce entrega en físico del subyacente, sino que se compensan las diferencias en pesos tomando como referencia el tipo de cambio mayorista publicado por el Banco Central de la República Argentina según la Comunicación "A" 3500. Como es propio de los mercados institucionales, los contratos negociados están estandarizados y las partes sólo pueden acordar en el precio negociado.

Argentina Clearing S.A. es la Cámara Compensadora de todos los futuros y opciones negociados en este mercado. Sus funciones son registrar, compensar, liquidar y garantizar las operaciones concertadas en el mercado de futuros, otorgando mayor transparencia y seguridad a las operaciones.

Riesgos asociados a una operación con derivados

Dado que el objetivo de un contrato derivado es transferir los riesgos relacionados con el subyacente, los mercados se estructuran de forma que minimicen otras fuentes de incumplimiento de los instrumentos: riesgos legales, de mercado, de crédito, operacionales y de entidades depositarias. A modo de plataforma sobre la cual se montan los distintos mecanismos que mejoran la calidad crediticia de los futuros, se instituye la figura de la Cámara Compensadora que rompe con la bilateralidad de los contratos al funcionar como única contraparte central para todos los tenedores.

A continuación, se mencionan brevemente los principales riesgos asociados a una transacción con derivados. Hemos seleccionado sólo algunos, y sugerimos al lector revisar el texto publicado por Argentina Clearing⁵.

Riesgo de crédito. Este riesgo supone el incumplimiento del contrato debido a la contraparte. A fin de mitigarlo, la Cámara Compensadora se constituye como única contraparte de todas las operaciones, siendo compradora de los vendedores y vendedora de los compradores. Esto no sólo mitiga el riesgo de contraparte, sino que además simplifica las relaciones jurídicas pues reduce las tenencias de cada participante a una posición.

Riesgo de mercado. Este riesgo está asociado a las pérdidas originadas en movimientos adversos en los precios. Aunque la Cámara presenta suma cero en sus ganancias y pérdidas por ser contraparte central, queda expuesta a este riesgo pues es responsable por las posiciones de los participantes.

⁴ El ranking completo puede ser consultado en el sitio web de la FIA.

⁵ Ver Administración de Riesgos

Para mitigar estos riesgos, Argentina Clearing administra un conjunto de mecanismos y garantías. En primer lugar, con frecuencia diaria cada participante paga o cobra las diferencias diarias producidas en la cotización del futuro (mark-to-market) con 24 horas de liquidación.

En segundo lugar, al momento de concertar una operación cada participante integra activos en garantía que servirán de respaldo para cubrir eventuales pérdidas en caso de incumplir el contrato. Los márgenes son calculados a través de simulación de escenarios, donde se solicita a cada comitente la máxima pérdida posible para el día siguiente en función de distintos escenarios de variación de precio y volatilidad. Este punto fue recientemente modificado según la Resolución General 649 de la Comisión Nacional de Valores, según detallamos más abajo.

Por último, el proceso de administración de riesgo de la Cámara cuenta con otros mecanismos de utilidad, como ser límites a las posiciones abiertas, monitoreo de riesgo intradiario con eventual mark-to-market intradiario y medidas de emergencias.

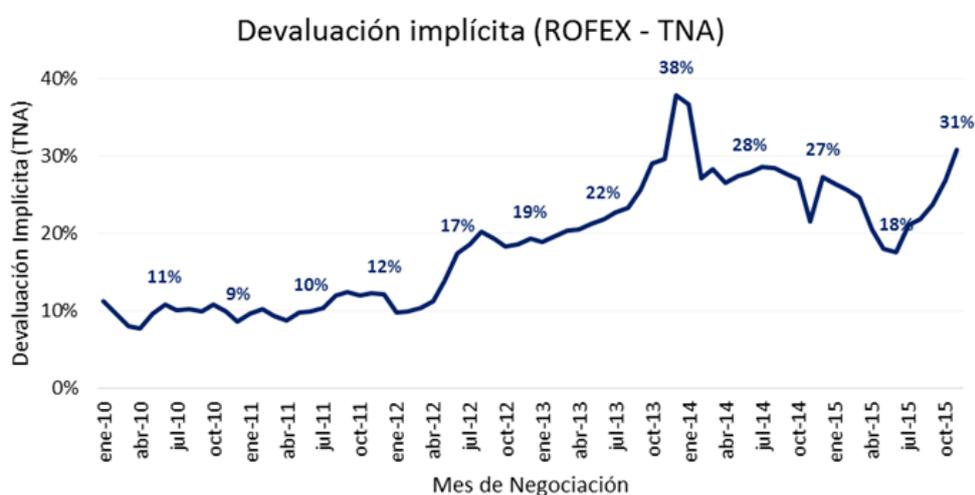
Devaluación implícita y expectativas

Originalmente, los futuros fueron concebidos para mitigar los riesgos inherentes al movimiento en el valor del subyacente, pues permiten a las partes fijar desde un comienzo un precio para futuras transacciones. No obstante ello, en el mercado también operan inversores que no tienen un interés genuino en cubrir su exposición al subyacente, sino que buscan obtener un retorno especulativo apostando al precio futuro del activo.

En un mercado compuesto por inversores de distintos perfiles, la cotización del futuro se configura vía expectativas sobre el subyacente a partir de los niveles actuales de oferta y demanda. Aunque en un mercado libre, profundo y líquido la cotización del futuro resume las expectativas de los agentes económicos, en aquellos de menor volumen y liquidez como el nuestro el valor de cotización se torna un indicador débil e influenciado por la política cambiaria.

La figura 22 muestra la devaluación implícita medida como una tasa nominal anual para las operaciones de cinco a siete meses de vencimiento. Se observa que el proceso de formación de expectativas cambia a lo largo del tiempo, y por ejemplo hacia fines del año 2013 el mercado logró adelantarse a la corrección de tipo de cambio que finalmente tuvo lugar el 22 de enero del 2014. Luego, se observa la presión al alza en el valor del futuro desde junio del 2015, situación que finalmente dio lugar a la intervención del Banco Central para contener las expectativas de ajuste cambiario.

Figura 22 Tasa anual implícita de devaluación en futuros entre cinco y siete meses de vencimiento, por mes de negociación.



Fuente. Elaboración propia en base a ROFEX

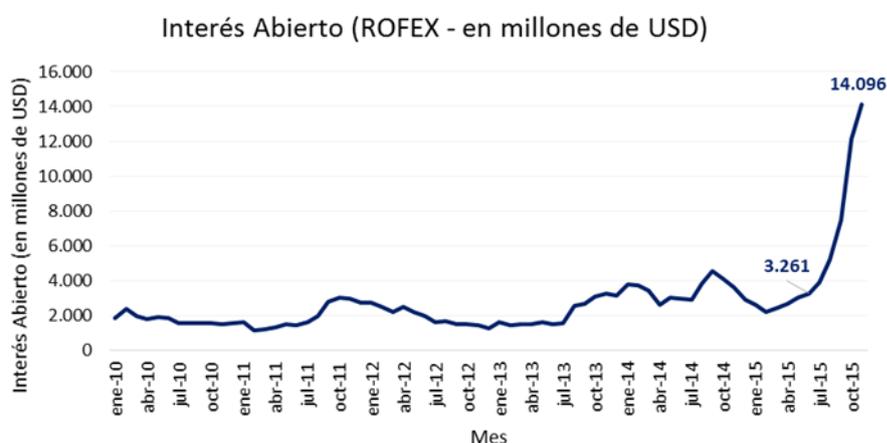
Participación del Banco Central dentro del marco de la política cambiaria

En el 2015, el escenario macroeconómico y político alentó a los agentes de la economía a tomar posiciones compradoras en futuros de dólares. Muchas compañías acumulaban saldos de deudas en dólares con sus casas matrices o proveedores del exterior producto de las limitaciones en el giro de divisas, controles que se intensificaron aún más con el avance de los meses. Asimismo, muchos inversores especuladores encontraron en los derivados un instrumento para apostar a un ajuste en la política cambiaria a partir de la nueva gestión.

En conjunto, los futuros de dólar vieron un fuerte impulso comprador que empujaría las cotizaciones al alza. Desde el mes de julio, el Banco Central resolvió participar activamente en el mercado a través de la venta de contratos a fin de contener las tasas implícitas. Mediante este mecanismo, la autoridad monetaria busca fijar las expectativas de devaluación, así como también afectar indirectamente la presión sobre el tipo de cambio presente y los mercados paralelos. De esta forma, el Banco Central logró contener los precios de negociación vendiendo entre 12 y 14 mil millones de dólares en futuros, lo cual lo expone sensiblemente a eventuales variaciones en el tipo de cambio: algunos analistas estiman una pérdida de hasta 70.000 millones de pesos si el tipo de cambio se incrementara en 60% en los primeros tres meses del año. Para evitar incrementar aún más su nivel de exposición, surgieron nuevas normativas que limitan el volumen de compra por cada comitente, según se detalla debajo.

A fin de comprender la profundidad de la demanda por futuros, vale observar la evolución del Interés Abierto (Figura 23), el cual está dado por el número total de contratos no cerrados. Hasta junio del 2015, el interés abierto se encontraba en 3.261 millones de dólares, valor similar al interés abierto promedio de los últimos doce meses a dicha fecha. A partir de entonces, la participación del Banco Central permitió que los contratos abiertos se cuadripliquen en tan sólo cinco meses.

Figura 23 Interés abierto de futuros de dólares por mes

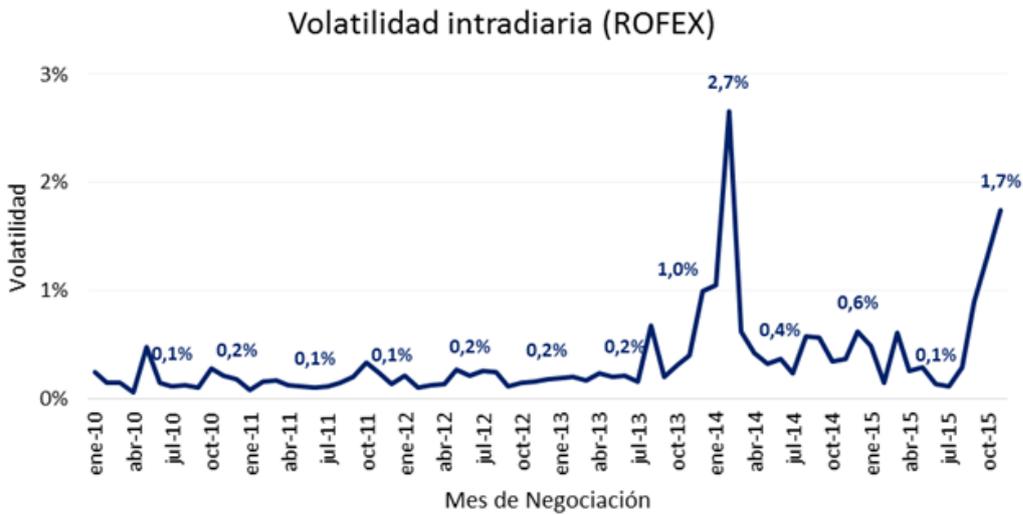


Fuente. Elaboración propia en base a ROFEX

Habitualmente, el Banco Central concentra su poder de fuego hacia el cierre de la rueda de negociación a fin de afectar los precios de ajuste que los agentes económicos toman como referencia. En la práctica, esto se traduce en operaciones concertadas a un precio hasta un 5% más elevado respecto del cierre, el cual suele caer abruptamente durante la última media hora de negociación. En la Figura 24 puede observarse con claridad que la intervención está asociada a un sostenido incremento de la volatilidad intradiaria.

Figura 24

Volatilidad intradiaria (diferencia entre los precios concertados máximos y mínimos por jornada, como porcentaje sobre el valor al cierre), por mes de negociación.



Fuente. Elaboración propia en base a ROFEX

Nuevas regulaciones

Hasta la Resolución 649 de la Comisión Nacional de Valores de fecha 30 de Octubre del 2015, el margen de garantía requerido por la Cámara Compensadora promediaba 14% del valor de la posición y podía ser integrado en diversos activos financieros. La nueva normativa establece que todas aquellas posiciones abiertas desde entonces deben tener una garantía equivalente al 20% de la cotización y sólo puede ser integrada en pesos argentinos. A través de la inmovilización de los fondos se buscó disminuir el incentivo a operar estos instrumentos, pero aun así la cobertura probó continuar siendo atractiva.

Por su parte, el martes 3 de Noviembre del 2015 Argentina Clearing emitió su Comunicación 497. Entre diversos puntos, impone que las posiciones de futuros de dólares abiertas a partir del día hábil siguiente inmediato no podrán superar un límite global de 10 millones de dólares por comitente. Además, cada comitente no podrá tener más de 5 millones de dólares abiertos por posición (es decir, mes de vencimiento). El efecto de esta comunicación tuvo un impacto automático en el mercado, en especial al considerar que el volumen operado disminuyó un 60% durante los doce días hábiles transcurridos desde su implementación.

Conclusiones

El mercado de futuros de dólar tomó mucho protagonismo en los últimos tiempos, en especial producto de la incrementada percepción del riesgo de devaluación y la volatilidad en las expectativas de tipo de cambio. A pesar de la activa participación del Banco Central, la demanda se mostró fuerte y las autoridades decidieron limitar las posiciones para contener la presión compradora. De todas maneras, el mercado se muestra como un claro resguardo para los coberturistas, así como también una de las opciones preferidas por los inversores especuladores. Una vez transitada la coyuntura, esperamos que se continúe desarrollando sólidamente como la alternativa de preferencia para las compañías que trabajan en ambas monedas.



Contactos

Para mayor información sobre la Newsletter o sobre cómo First Corporate Finance Advisors S.A. puede asesorar a su empresa, por favor contáctenos:

Miguel Angel Arrigoni

miguel.arrigoni@firstcfa.com

(54-11) 5129-2030

Daniel Zubillaga

daniel.zubillaga@firstcfa.com

(54-11) 5129-2031

Juan Tripier

juan.tripier@firstcfa.com

(54-11) 5129-2038

Lucas Blanco

lucas.blanco@firstcfa.com

(54-11) 5129-2066