



FIRST

CORPORATE FINANCE ADVISORS

Número 130, Mayo 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 mayo de 2015.

En esta ocasión, les acercamos como “Especial del Mes” un artículo sobre las titulaciones en el sector agropecuario y los aspectos a tener en cuenta al momento de la generación de las carteras de créditos, en vistas a su posterior securitización.

Hasta la próxima entrega...

Miguel Ángel Arrigoni
Chairman & CEO



Resumen Ejecutivo

- ✓ En mayo se colocaron **16 series de fideicomisos financieros**, tres series menos que en el mes anterior. Las emisiones en pesos totalizaron **AR\$ 1.974 M**¹. En el periodo bajo análisis no se han emitido fideicomisos bajo la modalidad dollar- linked.
- ✓ En lo que se refiere a **Obligaciones Negociables, 16 fueron las compañías que emitieron**. Las emisiones en pesos totalizaron **AR\$ 1.716 M** y las emisiones dollar- linked ascendieron a **USD 16 M**.
- ✓ Se negociaron **AR\$ 403 M** en el mercado de cheques de pago diferido, con una tasa promedio de **24,2%**.
- ✓ Se emitieron Letras en pesos por **AR\$ 37.070 M** y Letras en dólares por **USD 752 M**.
- ✓ **El promedio mensual de la tasa Badlar bancos privados** disminuyó respecto al mes previo y alcanzó los **20,26%**.
- ✓ Al 31 de mayo, **los depósitos promedio** del sistema bancario totalizaron **AR\$ 1.105.723 M**, lo que representa un incremento intermensual del **2,5%**.
- ✓ Al 31 de mayo, el **stock promedio de préstamos privados** aumentó **2,2%** respecto al mes anterior, alcanzando **AR\$ 642.563 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	9
5. Lebacks y Nobacs	12
6. Cheques De Pago Diferido	13
Sistema Bancario	15
1. Tasas De Interés.....	15
2. Depósitos	16
3. Préstamos.....	18
Especial del Mes	20
Titulizaciones en el Sector Agropecuario	20
Contactos.....	23



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

1. Fideicomisos Financieros

En mayo se registraron 16 emisiones de fideicomisos financieros por un monto total de AR\$ 1.974,7 M². Dicho volumen representa un incremento del 9,6% en comparación con el mes anterior y un aumento del 25,0% respecto a mayo de 2014.

Teniendo en cuenta la cantidad de emisiones, se registra una disminución del 15,8% intermensual y del 11,1% interanual. En el periodo bajo análisis no se han emitido fideicomisos bajo la modalidad dollar-linked.

Figura 1 Colocaciones de Fideicomisos Financieros – Mayo de 2015.

Ref	Fideicomiso	Participación FirstCFA / Z&A	Fiduciante	Monto (ARS M)	Título Senior				
					Cupón	Tasa/Margen de Corte	Tasa Real (*)	Calif.	Dur
1	Consubond 111	Z	Banco Saenz S.A.	131,02	B+2%(24%-31%)	23,37%	23,37%	AAA	2,6
2	Secubono Credinea 117	Z	Credinea S.A.	97,53	B+2%(22,5%-30%)	26,35%	26,40%	AAA	3,0
3	CGM Leasing XXV		CGM Leasing Argentina	51,40	B+5%(21%-33%)	21,85%	27,46%	AAA	8,0
4	Red Mutual XXXVIII	Z	Asociación Mutual Unión Solidaria	77,74	B+4,75(18%-30%)	22,60%	30,99%	AAA	7,8
5	Megabono Crédito 132	Z	CFN S.A.	214,81	B+2%(22,5%-30%)	27,40%	27,40%	AAA	4,7
6	Ribeiro LXXVII		Ribeiro S.A.C.I.F.A. e I.	90,27	B+2,5%(23%-30%)	26,49%	26,51%	AAA	4,8
7	Pla III		Pla S.A.	18,67	B+3%(23%-31%)	26,50%	27,05%	AA	11,5
8	Secubono 119	Z	Carsa S.A.	156,43	B+2%(22,5%-30%)	27,25%	27,36%	AAA	4,0
9	Red Surcos II	Z	Red Surcos S.A.	53,22	B+2,5%(23%-30%)	25,25%	25,25%	A-1	1,8
10	Insuagro V		Insumos Agroquímicos S.A.	43,29	B+2,5%(23%-31%)	25,50%	25,91%	A1	2,0
11	Supervielle Créditos 87		Banco Supervielle S.A.	250,00	28%	31,00%	31,00%	AAA	9,7
12	ICBC Personales XII		ICBC S.A.	238,39	B+Mg(20%-26%)	1,00%	23,19%	Aaa	3,4
13	Tarjeta Shopping LXXXIII	Z	Tarshop S.A.	111,22	B+2%(22,5%-30%)	28,75%	28,75%	AAA	5,9
14	Megabono 133		Electrónica Megatone S.A.	216,64	B+2%(22%-29,5%)	28,00%	28,57%	AAA	4,0
15	CMR Falabella LI		CMR Falabella S.A.	117,52	B+2,5%(22%-29%)	27,10%	28,17%	AAA	4,8
16	Agrofina VII	Z	Agrofina S.A.	106,58	B+2,5%(23%-30%)	26,85%	26,88%	A1	2,6

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

Fuente: Elaboración propia en base a BCBA y BCR

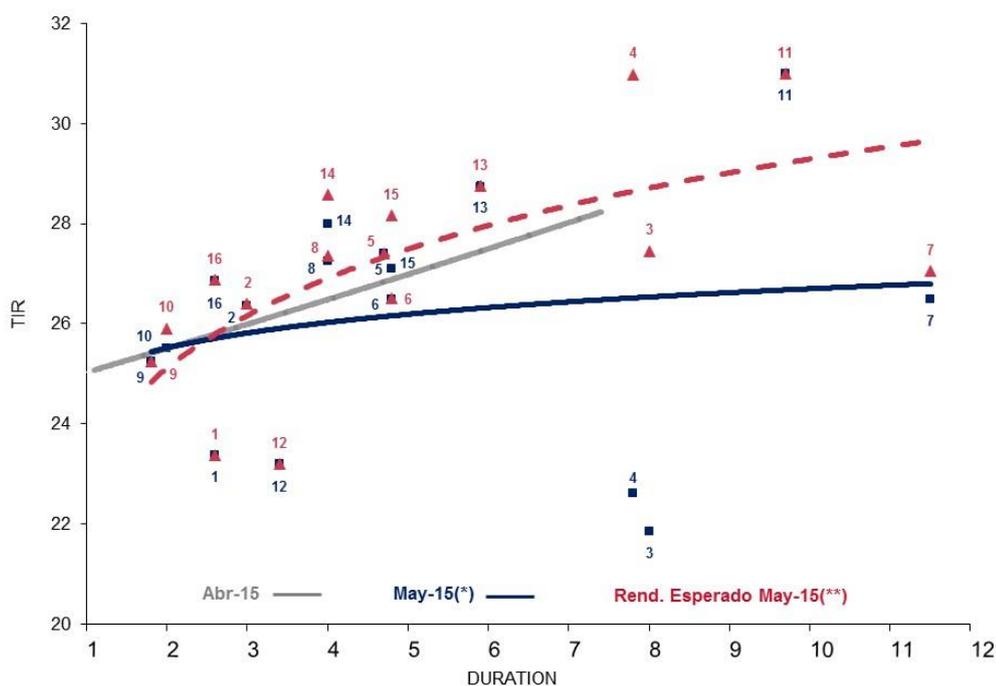
En el quinto mes del año, no se emitieron fideicomisos que se encuentren comprendidos en el punto 35.8.1 Inciso k) de la Resolución N°37.163 de la Superintendencia de Seguros de la Nación.

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.

La tasa de corte informada para los bonos senior colocados promedió el 26,04% (TNA 23,36%), lo que significa una caída 51 bps en comparación con las colocaciones efectuadas en abril. Asimismo, el spread sobre la Tasa Badlar se ubicó en 3,74%, lo cual implica un aumento mensual de 78 bps.

Por otra parte, si se recalcula el rendimiento del título considerando la tasa de corte informada y la Tasa Badlar informada en el día de la colocación, el “rendimiento esperado” para los bonos senior promedió 27,14% (TNA 24,25%). De este modo, el spread sobre la Tasa Badlar se ubicó en 400 bps, lo que representa una suba mensual de 7 bps.

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

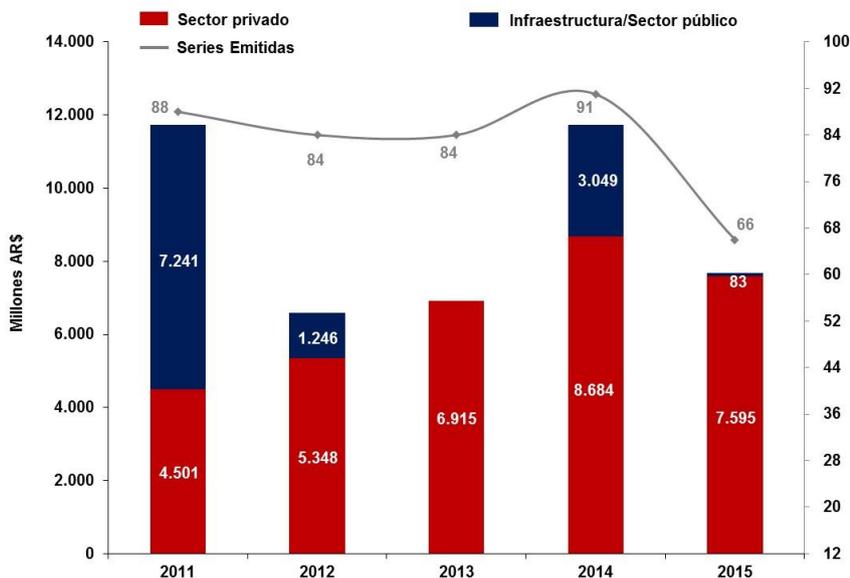
(**) Para el cálculo del rendimiento esperado se consideró que la Tasa Badlar del día de la colocación se mantiene constante hasta la amortización final de cada título.

Durante mayo, exceptuando la emisión de Supervielle Créditos 87, todos los títulos senior en pesos fueron emitidos con cupón variable. Entre estos bonos, el 73% tuvo una duration inferior a los 5 meses, un 20% se ubicó en el rango de duration de 5 a 10 meses y el 7% restante tuvo una duration superior a 10 meses.

En la siguiente figura se representan las emisiones de fideicomisos financieros realizadas durante el mes de mayo en los últimos cinco años. Veremos que en cuanto a cantidad de transacciones, el acumulado al quinto mes de 2015 arroja el menor valor desde 2011, al igual que en los meses previos.

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 quinto mes del año el índice Merval registró una baja del 10,37%, ubicándose en los 10.800,86 puntos. Medido en dólares, el indicador registró una baja del mensual del 11,21% y cerró el mes 1.201,23 puntos.

Figura 4

BCBA – Variaciones mensuales y anuales

Panel Líder Merval	Cotización	Var. % MAY	Var. % MAY-14 / MAY-15	PANEL LÍDER Merval		
Aluar	8,86	-8,96%	135,57%	Mayor Alza de Acciones		
Petroleo Brasileiro	48,50	-12,93%	-39,34%			
Banco Macro	59	-10,61%	76,79%	MAY	MAY-14/	MAY-15
Sociedad Comercial del Plata	3,15	-8,96%	169,23%	Baja de Acciones		
Edenor	8,5	-0,12%	57,41%			
Siderar	6,85	-6,80%	79,11%	MAY	MAY-14/	MAY-15
BBVA Francés	64,10	-18,03%	87,13%	MAY	MAY-14/	MAY-15
Grupo Financiero Galicia	23,60	-9,66%	63,79%	MAY	MAY-14/	MAY-15
Pampa Holding	6,68	-14,14%	70,41%	BBVA Francés	-18,03%	87,13%
Tenaris	168	-7,11%	-30,88%	Pampa Holding	-14,14%	70,41%
YPF	326	-9,70%	-1,77%	Petroleo Brasileiro	-12,93%	-39,34%

Panel PYME				Mayor Alza de Acciones		
	Cotización	Var. % MAY	Var. % MAY-14 / MAY-15	Var. %		
				MAY	MAY-14/	MAY-15
Insuagro	13,00	0,00%	100,00%	Ovoprot Internacional	5,34%	28,74%
Ovoprot Internacional	12,10	5,34%	28,74%			
Meranol	10,47	0,00%	2,47%			

INDICES BURSATILES (en USD)					
	Cierre	Var. %		Cierre	Var. %
Dow Jones	18.010,68	0,95%	Nikkei	165,63	1,30%
S&P 500	2.107,39	1,05%	Bovespa	16.598,13	-6,17%
Nasdaq	5.070,03	2,60%	Merval	1.201,23	-11,21%
FTSE	10.679,89	-0,05%	México	2.906,99	0,09%

COMMODITIES (en USD)					
	Cierre MAY	Var. % MAY		Cierre MAY	Var. % MAY
Petróleo (WTI)	60,30	1,12%	Trigo	179,59	4,66%
Oro onza Troy	1.190,58	0,52%	Maiz	138,38	-3,03%
Plata	16,75	3,69%	Soja	343,19	-4,55%

Fuente: Elaboración propia en base a IAMC, Bloomberg y Ámbito Financiero

Durante mencionado mes, las acciones presentaron resultados mayormente negativos, con 15 papeles en alza y 56 en baja y 4 sin cambios, a lo largo de las 19 ruedas. En cuanto a las empresas del panel líder, las 11 especies que lo componen obtuvieron resultados negativos.

El monto total operado en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires totalizó AR\$ 47.229 M, con un promedio diario de AR\$ 2.485 M; un 10% por debajo del monto promedio registrado en abril. Las negociaciones en acciones totalizaron AR\$ 2.755 M, con un promedio diario de AR\$ 145 M, un 40,55% por debajo de los valores registrados en el mes precedente.

En el plano internacional, las bolsas de la región tuvieron comportamientos mayormente negativos. El índice Bovespa, de la bolsa de Brasil, mostró una baja del 6,75% en moneda local y del 6,17% si se lo mide en dólares. El Mexbol de la Bolsa de México registró una suba del 0,23% en moneda local y del 0,09% si se lo considera en dólares.

3. Bonos Soberanos

Respecto de los bonos en pesos indexados, la mayoría experimentaron performance negativa en mayo, destacándose el Bocon 2016 con una disminución mensual del 14,9%. Entre los que no mostraron variaciones se encuentra Par Pesos 2010 y Discount Pesos 2010.

Los bonos en pesos mostraron resultados tanto positivos como negativos. Sobresaliendo entre los que tuvieron resultados positivos, el BONAC 2016-Mar con un crecimiento del 1,7%. Entre los títulos con resultados negativos se destaca, al igual que en el mes anterior, el Bocon Prov. 4°, con una disminución del 12,1%.

En lo que se refiere a las emisiones nominadas en dólares, el Discount USD AR 2005 obtuvo un resultado negativo con una caída del 3,1%. Por otro lado, el Par USD NY 2010 lidera el grupo de los comportamientos positivos, con una suba del 3,3%.

En relación a los títulos públicos atados al dólar (dollar-linked), tanto el BONAD 2016 como el BONAD 2018 retrocedieron 2,9% y 1,3%, respectivamente.

Figura 5

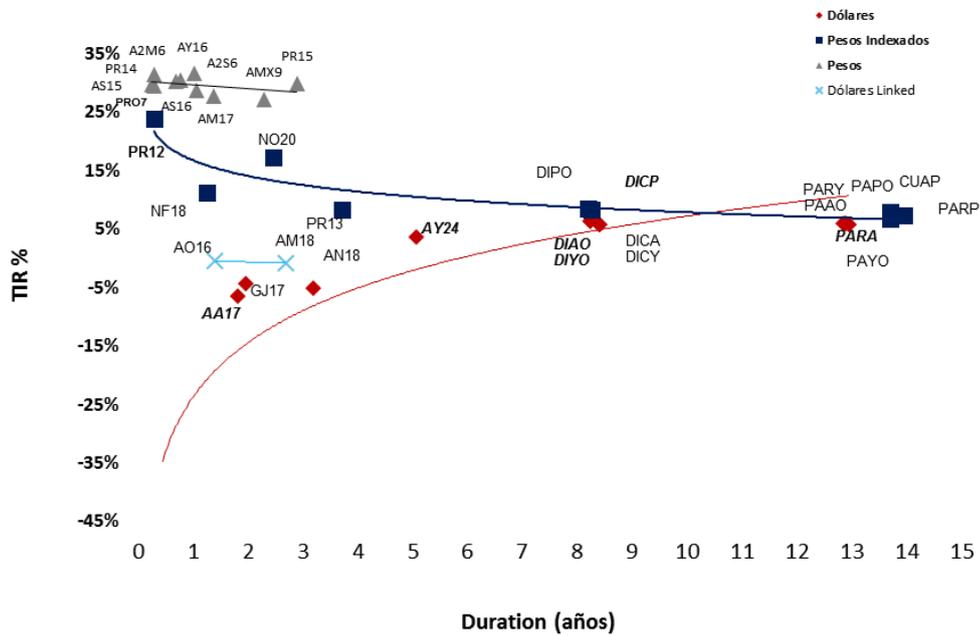
BCBA – Bonos soberanos – Datos técnicos al 29-05-15

Cód.	Descripción	En PESOS					Var.Precio	
		Cierre	Paridad	TIR	MD	30d	YTD	
		29-05-15						Anual
<i>Pesos Indexados</i>								
PR12	Bocon 2016	24,1	94,5%	24,0%	0,3	-14,9%	-61,8%	
NF18	Bogar 2018	136,0	89,4%	11,2%	1,3	-1,4%	-17,6%	
NO20	Bogar 2020	187,0	69,3%	17,2%	2,5	-0,1%	-5,1%	
PR13	Bocon 2024	268,5	78,8%	8,3%	3,7	-3,9%	4,8%	
DICP	Discount Pesos 2005	337,0	81,3%	8,4%	8,3	-8,7%	21,6%	
PARP	Par Pesos 2005	139,5	43,7%	7,3%	14,0	-11,4%	46,2%	
PAP0	Par Pesos 2010	129,0	40,4%	7,9%	13,7	0,0%	50,9%	
DIP0	Discount Pesos 2010	332,1	80,1%	8,6%	8,2	0,0%	28,7%	
CUAP	Cuasipar	270,0	60,2%	6,7%	13,7	-2,9%	63,6%	
<i>Pesos</i>								
AS15	BONAR 15	21,6	100,2%	29,8%	0,2	1,4%	-67,7%	
AS16	BONAR 16	100,5	96,6%	28,6%	1,1	-0,2%	-	
PRO7	Bocon Prov. 4° en \$	5,5	93,0%	29,4%	0,3	-12,1%	-60,6%	
PR14	Bocon Cons. 7°	75,7	97,6%	31,5%	0,3	0,6%	-25,5%	
PR15	Bocon Cons. 8°	150,1	82,8%	29,8%	2,9	-4,0%	-7,8%	
AM17	BONAR 2017	100,0	96,1%	27,7%	1,4	1,0%	-1,8%	
AMX9	BONAR 2019	100,8	95,7%	27,2%	2,3	0,6%	-3,8%	
A2M6	BONAC 2016	103,8	99,1%	30,2%	0,7	1,7%	-	
AY16	BONAC 2016	101,3	99,3%	30,6%	0,8	-	-	
A2S6	BONAC 2016	102,0	97,4%	31,7%	1,0	-	-	
<i>En DOLARES</i>								
Cód.	Descripción	Cierre	Paridad	TIR	MD	Var.Precio		
		29-05-15				Anual	30d	YTD
<i>Dólares</i>								
RO15	Boden 2015	1.169,5	128,5%	-49,5%	0,4	0,1%	12,2%	
AA17	BONAR X	1.154,0	127,2%	-6,4%	1,8	1,7%	16,4%	
AN18	BONAR 2018	1.400,0	155,5%	-5,2%	3,2	0,0%	25,6%	
AY24	BONAR 2024	1.161,0	128,3%	3,7%	5,1	0,0%	0,0%	
DICY	Discount USD NY 2005	1.615,0	123,7%	5,7%	8,4	-2,7%	30,4%	
DICA	Discount USD AR 2005	1.540,0	118,0%	6,3%	8,2	-3,1%	25,2%	
PARY	Par USD NY 2005	675,0	76,3%	5,8%	13,0	0,7%	43,9%	
PARA	Par USD AR 2005	680,3	75,3%	5,9%	12,9	1,5%	42,3%	
PAA0	Par USD AR 2010	670,0	74,2%	6,0%	12,9	2,3%	39,6%	
PAY0	Par USD NY 2010	680,0	75,3%	5,9%	12,9	3,3%	49,5%	
DIA0	Discount USD AR 2010	1.538,0	117,8%	6,3%	8,2	-1,5%	21,6%	
DIY0	Discount USD NY 2010	1.610,0	123,3%	5,8%	8,4	-1,2%	32,0%	
GJ17	Global 2017	1.149,7	127,8%	-4,4%	2,0	-0,5%	16,1%	
<i>Dólares Linked</i>								
AO16	BONAD 2016	930,0	103,2%	-0,5%	1,4	-2,9%	-	
AM18	BONAD 2018	984,0	108,9%	-0,8%	2,7	-1,3%	-	

Fuente: Elaboración propia en base a IAMC

Figura 6

Evolución de la curva de rendimientos de títulos en moneda nacional, moneda nacional indexada, títulos en USD y títulos dollar-linked.
Datos al 29-05-15.



Fuente: Elaboración propia en base a IAMC y MAE

4. Obligaciones Negociables

Durante el mes de mayo, 16 compañías emitieron deuda en el mercado de capitales. En total se colocaron 22 series: un Valor de Corto Plazo, tres emisiones PyMe y el resto bajo Régimen General. Asimismo, quedaron dos series desiertas.

Las emisiones totales en pesos alcanzaron un volumen de AR \$ 1.716 M, mientras que las emisiones dollar-linked totalizaron USD 16 M.

En este periodo no se registraron emisiones comprendidas en el punto 35.8.1 Inciso k) de la Resolución N°37.163 de la Superintendencia de Seguros de la Nación.

Por otro lado, el spread promedio sobre Tasa Badlar (considerando los títulos que licitaron margen) se situó en 4,65%, prácticamente sin cambios respecto al mes pasado.

Teniendo en cuenta todas las emisiones en pesos registradas en el mes bajo análisis, el promedio de la tasa real de corte se ubicó en 29,82% (TNA 26,39%), lo que significó un crecimiento de 144 bps en comparación a abril.

Figura 7

Obligaciones Negociables colocadas en mayo de 2015

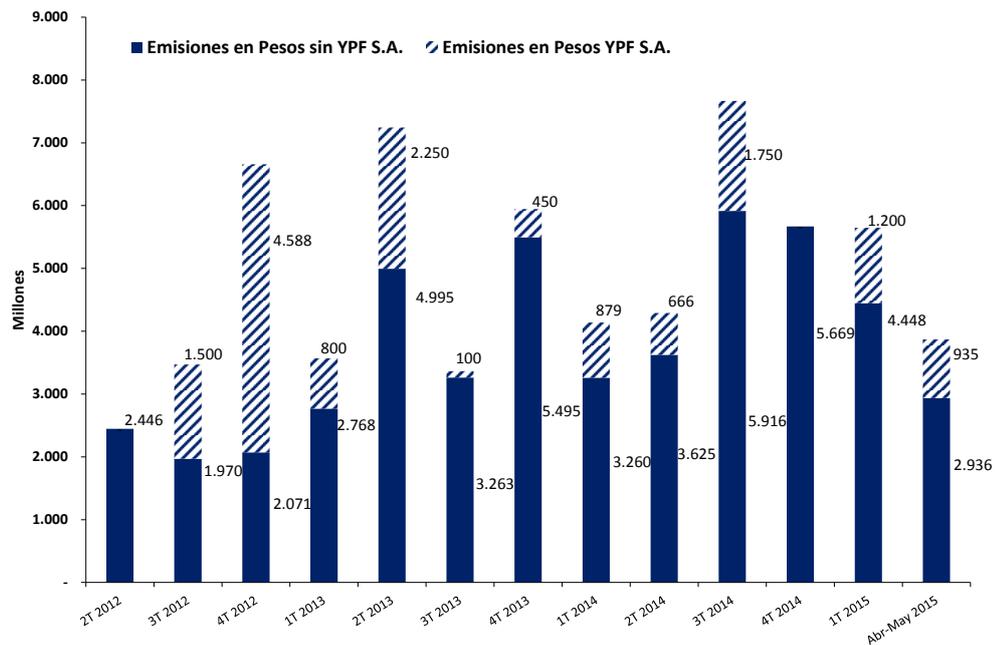
Empresa	Serie/Clase:	Monto (M)	MDA	Plazo (meses)	Dur	Tasa / Margen de Corte		Cupón	Tipo	Calif.	TIR
CENTRO CARD S.A.	Serie IV	4,00	AR	40 m	16,39	Tasa	31,00%	Badlar + Margen (25% - 35%)	ON PYME	BBB	31,7%
	Clase VII	77,69	AR	12 m	11,04	Tasa	29,00%	Fija	ON	BBB+	32,2%
TGLT S.A.	Clase VIII	Desierta	AR	21 m	Desierta	Tasa	Desierta	Fija 9 meses, luego Badlar + 5%	ON	BBB+	Desierta
	Clase IX	57,23	AR	36 m	24,96	Factor	0,90%	Mayor entre: CACXFactor y Bdir+6%	ON	BBB+	35,3%
SICOM S.A.	Serie II	2,84	AR	24 m	15,68	Margen	7,00%	Badlar + Margen	ON PYME	A+	29,5%
BANCO ITAÚ S.A.	Clase 15	300,00	AR	21 m	18,12	Margen	3,23%	27,75% 9 meses, luego Badlar + Mg	ON	AA	28,0%
GRIMOLDI S.A.	Serie V	70,00	AR	18 m	11,15	Tasa	27,00%	Fija 9 meses, luego Badlar + 6%	ON	A-	30,4%
CORDIAL C. FINANCIERA S.A.	Clase 6	145,98	AR	12 m	10,92	Tasa	29,00%	Fija	ON	A1	32,3%
	Clase 7	11,58	AR	18 m	15,60	Margen	5,00%	Badlar + Margen	ON	A	27,5%
LIAG ARGENTINA S.A.	Serie VII/Clase I	32,47	AR	18 m	14,47	Margen	7,99%	Badlar + Margen	ON	A-	31,3%
	Serie VII/Clase II	6,37	USD	24 m	23,56	Tasa	2,50%	Fija	ON	A-	4,4%
PSA Finance Arg. Cía. Fciera. S.A.	Serie 19	100,00	AR	12 m	9,88	Tasa	26,75%	Fija	ON	Aa2	29,6%
BANCO MARIVA S.A.	Serie VI	101,50	AR	12 m	10,08	Margen	5,74%	Badlar + Margen	VCP	A1	28,6%
ALIANZA SEMILLAS S.A.	Serie III	10,72	AR	16 m	11,01	Tasa	31,50%	Fija 6 meses, luego Badlar + 5,5% (Máx 34%)	ON PYME	BBB-	32,4%
	Clase 10	112,37	AR	12 m	11,08	Tasa	27,42%	Fija	ON	A1	30,4%
BANCO COMAFI S.A.	Clase 11	87,63	AR	18 m	15,69	Tasa	27,24%	Fija 9 meses, luego Badlar + 4,5%	ON	A+	28,7%
GRUPO SUPERVIELLE S.A.	Clase XIX	137,36	AR	18 m	15,36	Tasa	28,50%	Fija 9 meses, luego Badlar + 4,5%	ON	A-	29,6%
BANCO HIPOTECARIO S.A.	Clase XXVII	281,74	AR	18 m	15,36	Tasa	28,00%	Fija 9 meses, luego Badlar + 4,5%	ON	AA	28,4%
	Clase XXVIII	Desierta	USD	36 m	Desierta	Tasa	Desierta	Fija	ON	AA	Desierta
BANCO BICA S.A.	Serie I	45,13	AR	12 m	9,75	Margen	9,00%	Badlar + Margen	ON	A / A3	32,4%
S.A. SAN MIGUEL A.G.I.C.I. y F.	Serie II/Clase A	8,16	USD	18 m	17,42	Tasa	2,00%	Tasa fija del 2%	ON	A+	3,6%
	Serie II/Clase B	61,31	AR	7 m	6,72	Tasa	26,80%	Fija	ON	A1	29,7%
	Clase 1	1,41	USD	24 m	23,04	Tasa	4,99%	Fija	ON	A	5,1%
MSU S.A.	Clase 2	76,90	AR	19 m	15,12	Tasa	30,50%	Fija 9 meses, luego Badlar Privada + 4,5%	ON	A	31,3%

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 segundo trimestre del 2012, diferenciando las emisiones de YPF S.A. de las del resto de las emisoras.

Figura 8

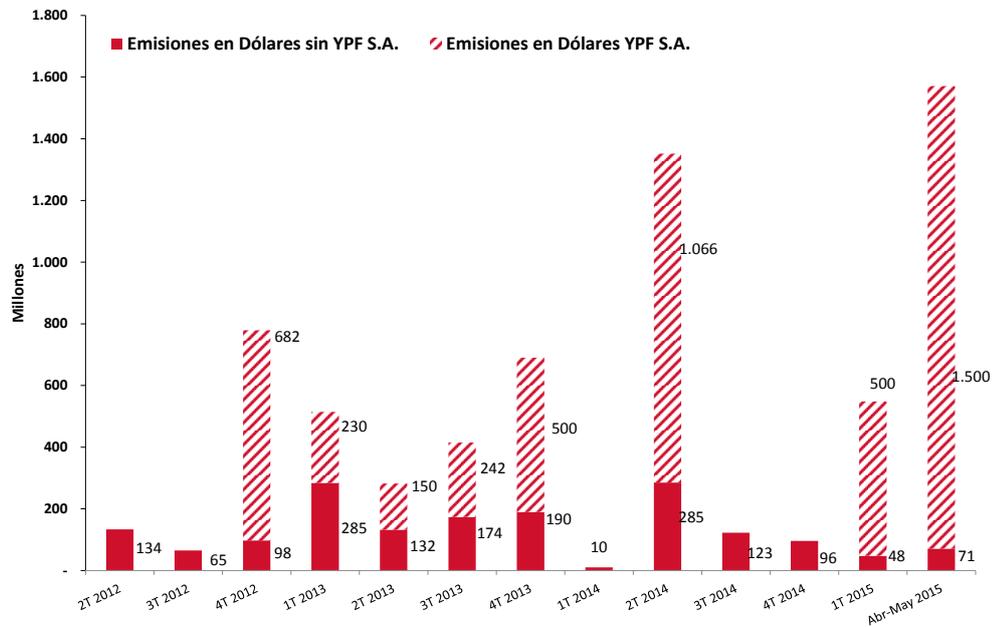
A) Emisiones en Pesos de Obligaciones Negociables.



Fuente: Elaboración propia en base a BCBA y BCR.

Figura 9

B) Emisiones de Obligaciones Negociables dolar-linked

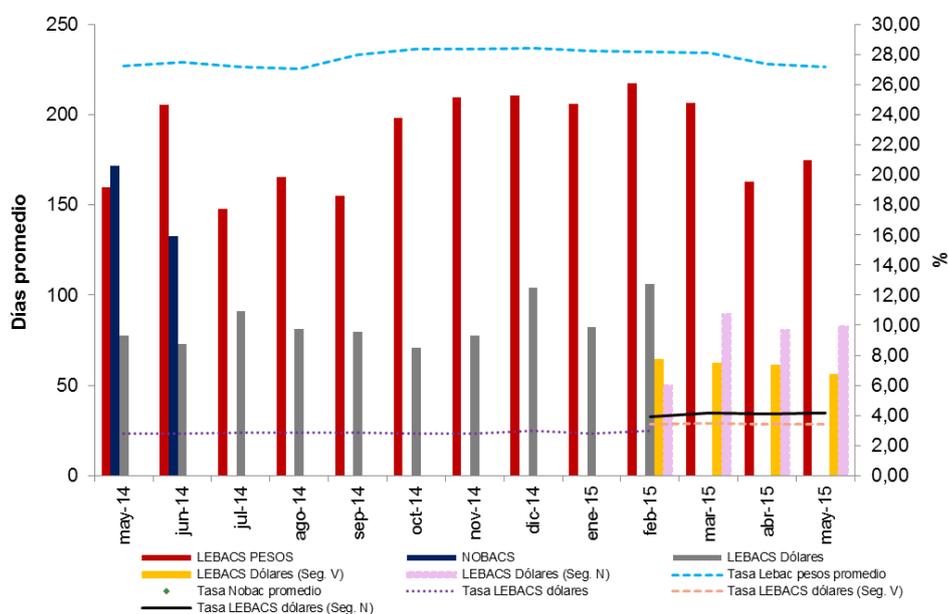


Fuente: Elaboración propia en base a BCBA y BCR.

5. Lebacks y Nobacs

Durante el mes de Mayo, el Banco Central colocó Letras en pesos por AR\$ 37.070 M y Letras en dólares por USD 752 M. De estas últimas, USD 712 M correspondieron al Segmento V y USD 40 M pertenecieron al Segmento N³.

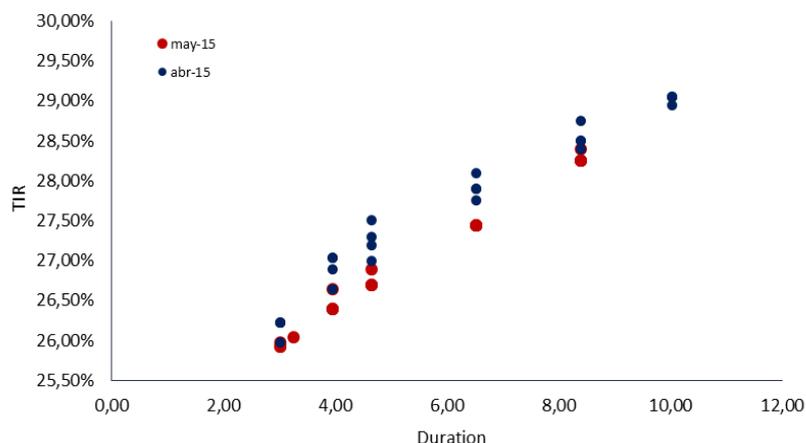
Figura 10 Días y tasas promedio de las licitaciones Lebacks y Nobacs.



Fuente: Elaboración propia en base a BCRA

El plazo promedio de las colocaciones de Lebacks en pesos fue de 175 días aproximadamente, mientras que la tasa promedio ponderada pagada alcanzó el 27,20%. Por otro lado, el plazo promedio de las colocaciones de Lebacks en dólares del Segmento V y del Segmento N ascendió a 56 y 83 días, respectivamente, y las tasas promedio ponderadas pagadas por estas fueron 3,43% y 4,16%.

Figura 11 Curva de rendimientos de Lebacks en pesos- Abril y Mayo 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 mayo se negociaron AR\$ 403 M en el mercado de cheques diferidos, lo que representó un incremento mensual de 10,3% y un aumento del 12,6%, respecto a igual mes de 2014.

En total se negociaron 5.289 unidades, 5% menos que el mes anterior. Asimismo, la proporción de CPD avalados fue de 97,19% y el plazo promedio del total negociado aumento a 195 días, siendo el mayor valor desde octubre de 2014.

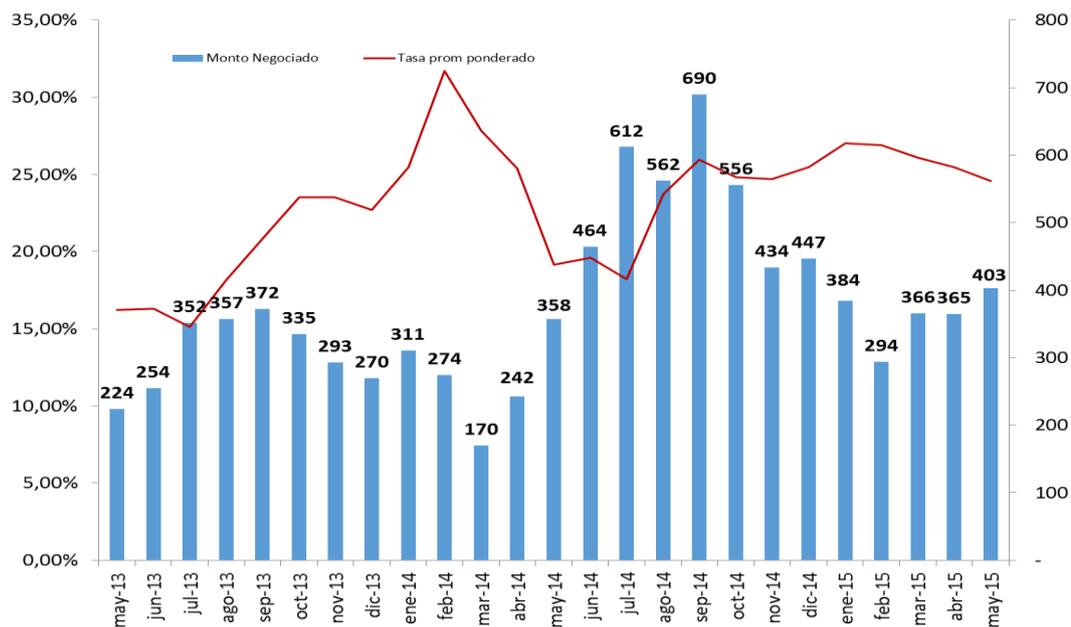
La tasa promedio para los CPD avalados fue 24,2%, mientras que para los patrocinados fue de 37%.

Dentro de los cheques avalados, el 27,6% de las transacciones se concentraron en plazos de hasta 90 días, el 22,8% entre 90 y 180 días y el 49,6% restante, en plazos mayores a los 180 días.

En cuanto a los patrocinados, las operaciones con plazos hasta 90 días abarcaron el 4,07% y el 95,93% se concentró en plazos mayores a 90 días.

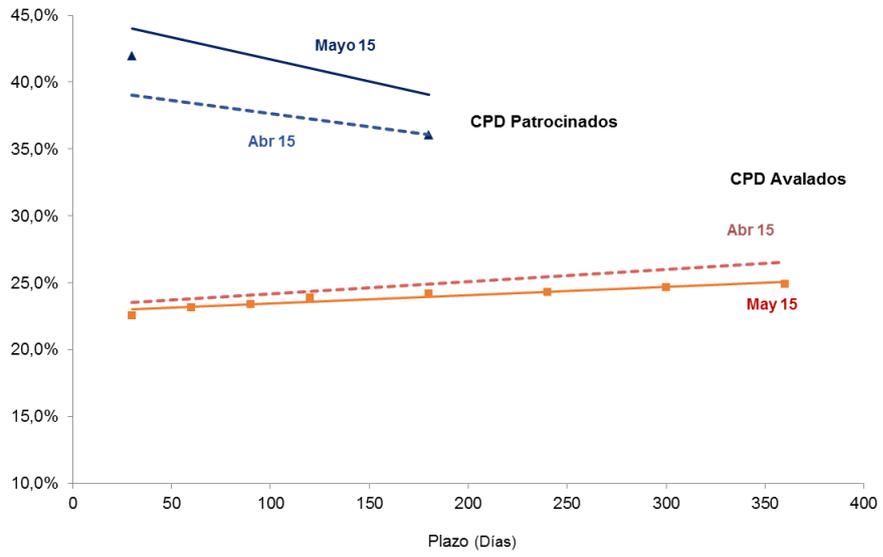
La tasa de interés promedio ponderada de los cheques de pago diferido totales de mayo registró una disminución intermensual del 3,5%, alcanzando un valor de 24,56%.

Figura 12 Negociación Bursátil de Cheques de Pago Diferido



Fuente: Elaboración propia en base a IAMC

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



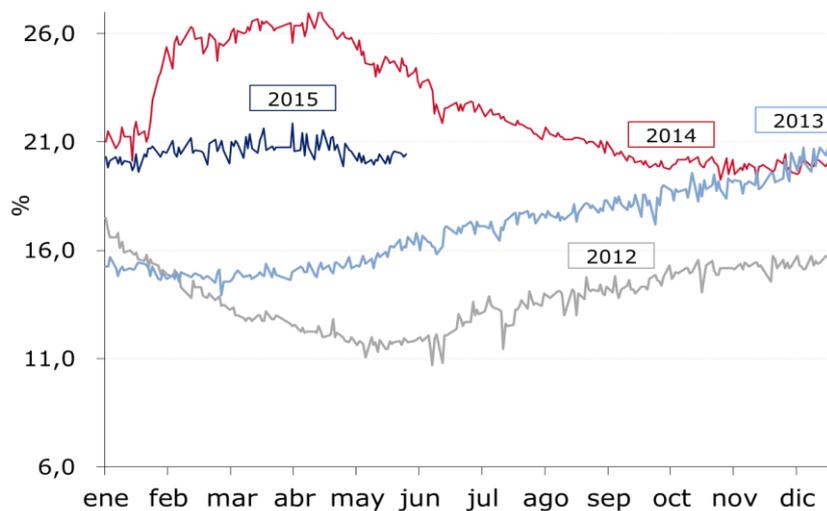
Fuente: Elaboración propia en base a BCBA



1. Tasas de Interés

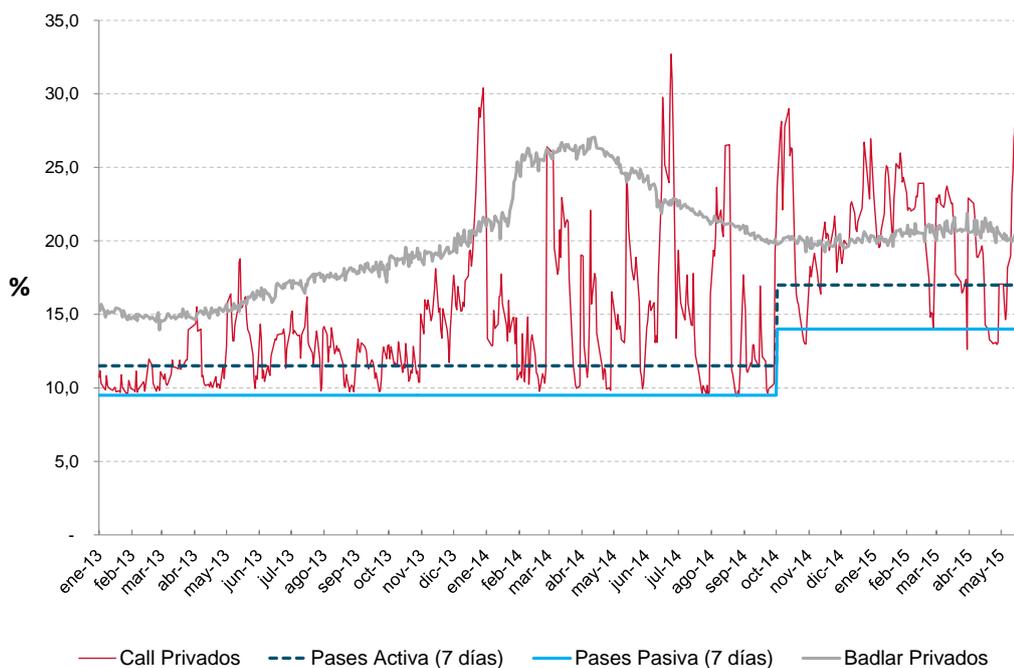
Al 31 de mayo, la tasa de interés promedio del mercado de Call aumentó respecto al mes pasado a diferencia de la Badlar bancos privados que disminuyó.

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



Fuente: Elaboración propia en base a BCRA con datos al 31-05-15

Figura 15 Tasas de corto plazo



Fuente: Elaboración propia en base a BCRA con datos al 31-05-15

El promedio mensual al 31 de mayo de la tasa de captación de fondos a nivel mayorista (BADLAR Bancos Privados) fue de 20,26%, cayendo 56 bps respecto al promedio del mes anterior. A nivel minorista, la tasa de encuesta realizada por el BCRA, en promedio, presentó una disminución intermensual de 23 bps, cerrando en 22,31%.

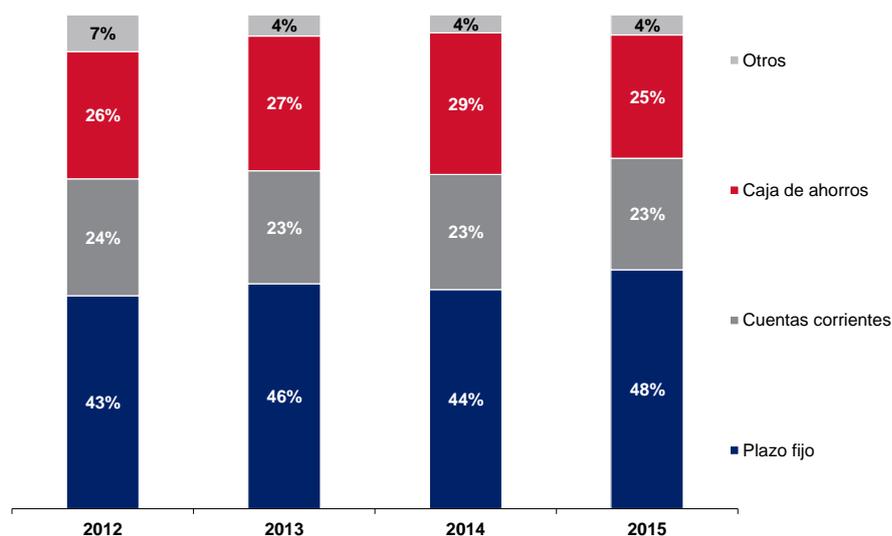
En el mercado interbancario, la tasa de Call en promedio aumentó 511 bps en relación al mes anterior, cerrando al 31 de mayo en 21,99%.

Durante el mes bajo análisis, el BCRA mantuvo las tasas de pases activas y pasivas en 17% y 14%, respectivamente.

2. Depósitos⁴

Al 31 de mayo, los depósitos promedio del sistema financiero totalizaron AR\$ 1.105.723⁵ M, que medidos contra el monto promedio del mes anterior, representan un incremento de 2,5%. En términos interanuales, la tasa de crecimiento de la captación de fondos ascendió a 30,2%.

Figura 16 Composición de los Depósitos totales del Sistema Financiero



Fuente. Elaboración propia en base a BCRA con datos al 31-05-15

Si se analizan los depósitos totales promedio por tipo de moneda, los nominados en pesos se incrementaron en 2,5% con respecto al mes anterior y aumentaron 30,5% en forma interanual, alcanzando AR\$ 1.016.739 M.

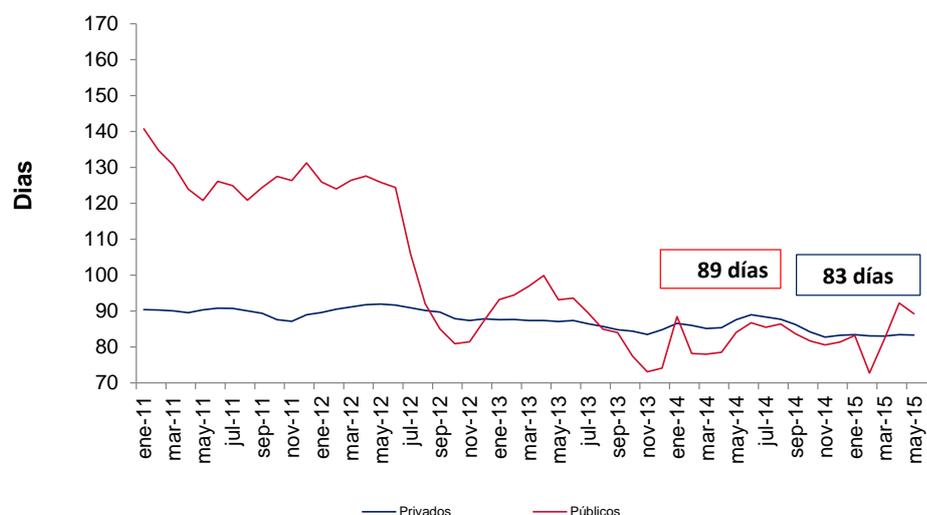
En cuanto a los nominados en dólares, los mismos aumentaron 2,1% respecto al mes previo y aumentaron 15% en términos interanuales.

Los depósitos a Plazo Fijo en moneda nacional dentro del sector privado aumentaron 3,7%, mientras que en dólares tuvieron una variación mensual del 1%. A su vez, las colocaciones mayoristas en ambas monedas (mayores a \$1 M), aumentaron 3,8%. Con respecto a los plazos de colocación dentro del sector privado, los mismos se mantuvieron con respecto a abril alcanzando un promedio de 83 días.

⁴ Promedio de saldos diarios informados durante el mes.

⁵ Incluye los depósitos en dólares según tipo de cambio de referencia del Banco Central.

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



Fuente: Elaboración propia en base a BCRA con datos al 31-05-15

Considerando los saldos diarios informados al 31 de mayo, los depósitos promedio del sector privado aumentaron 3,7% respecto del mes anterior, alcanzando AR\$ 796.872 M. Dentro de esta categoría, los depósitos realizados en Plazo Fijo, presentaron un incremento del 3,6%, en comparación al promedio del mes precedente.

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.
2013											
Ene	424.043	67,1%	1,3%	5,7%	3,1%	26,4%	36,9%	30,6%	7.878	0,4%	9,6%
Feb	428.451	66,3%	-0,4%	2,1%	1,0%	24,1%	35,6%	29,1%	7.668	-2,7%	9,4%
Mar	433.546	66,5%	0,2%	2,5%	1,2%	22,5%	34,1%	27,6%	7.526	-1,9%	9,2%
Abr	441.488	66,1%	1,8%	1,4%	1,8%	21,9%	33,2%	27,0%	7.407	-1,6%	9,1%
May	448.088	65,5%	0,8%	2,5%	1,5%	19,8%	34,7%	26,4%	7.327	-1,1%	9,0%
Jun	459.984	66,2%	4,4%	0,9%	2,7%	24,6%	36,3%	29,5%	7.153	-2,4%	8,7%
Jul	473.100	66,8%	3,6%	2,4%	2,9%	24,6%	38,3%	30,1%	7.072	-1,1%	8,5%
Ago	479.626	66,6%	-1,2%	4,2%	1,4%	23,4%	38,0%	29,7%	6.946	-1,8%	8,4%
Sep	491.204	66,7%	2,2%	2,8%	2,4%	25,1%	37,1%	30,2%	6.952	0,1%	8,5%
Oct	501.652	66,4%	2,1%	2,2%	2,1%	26,8%	36,3%	30,8%	6.966	0,2%	8,4%
Nov	509.948	65,9%	0,7%	2,6%	1,7%	24,6%	36,1%	29,6%	6.827	-2,0%	8,3%
Dic	526.678	67,2%	6,5%	-0,1%	3,3%	24,0%	33,4%	28,0%	6.803	-0,4%	8,4%
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%	4,3%	33,2%	26,6%	25,5%	7.268	1,3%	9,5%
Dic	685.877	69,1%	6,4%	1,0%	2,3%	33,0%	28,0%	21,9%	7.323	0,8%	9,2%
2015											
Ene	702.522	70,3%	2,2%	3,3%	-4,4%	33,6%	27,8%	17,8%	7.337	0,2%	9,3%
Feb	721.696	69,1%	1,5%	4,0%	4,4%	36,1%	27,1%	19,1%	7.786	6,1%	9,4%
Mar	743.857	69,6%	0,6%	5,9%	0,4%	38,6%	29,6%	17,1%	8.004	2,8%	9,5%
Abr	768.519	71,2%	0,9%	5,8%	2,8%	38,0%	30,9%	19,3%	7.857	-1,8%	9,1%
May	796.872	72,1%	3,5%	3,6%	8,2%	38,2%	32,9%	28,3%	8.295	5,6%	9,4%

Fuente: Elaboración propia en base a BCRA con datos al 31-05-15

Los depósitos promedio del sector público disminuyeron 0,5% respecto del mes anterior, alcanzando AR\$ 308.851 M de acuerdo a los datos disponibles al 31 de mayo. Dentro de esta categoría, los depósitos realizados en Plazo Fijo disminuyeron un 6,7% en relación al promedio del mes anterior.

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.
2013											
Ene	207.680	32,9%	-0,4%	-5,2%	-2,1%	41,3%	11,7%	27,3%	1.880	12,2%	4,5%
Feb	217.450	33,7%	-3,2%	16,4%	4,7%	38,5%	16,6%	27,4%	1.499	-20,3%	3,5%
Mar	218.138	33,5%	1,6%	-1,2%	0,3%	41,2%	13,4%	27,1%	1.213	-19,1%	2,9%
Abr	226.108	33,9%	6,6%	0,1%	3,7%	48,5%	10,9%	29,2%	1.165	-4,0%	2,8%
May	235.727	34,5%	2,3%	7,3%	4,3%	43,5%	16,2%	29,7%	1.185	1,7%	2,7%
Jun	235.139	33,8%	4,1%	-6,1%	-0,2%	42,3%	13,0%	28,5%	1.339	13,0%	3,1%
Jul	235.018	33,2%	1,9%	-2,5%	-0,1%	33,7%	16,1%	25,7%	1.429	6,7%	3,4%
Ago	240.114	33,4%	1,6%	2,7%	2,2%	35,3%	10,7%	24,2%	1.291	-9,7%	3,1%
Sep	244.786	33,3%	1,9%	1,6%	1,9%	39,3%	-0,7%	20,0%	1.396	8,1%	3,4%
Oct	253.576	33,6%	1,9%	5,2%	3,6%	35,4%	3,4%	20,9%	1.405	0,6%	3,4%
Nov	263.318	34,1%	0,5%	8,5%	3,8%	24,8%	15,4%	21,4%	1.448	3,1%	3,5%
Dic	257.632	32,8%	6,4%	-14,6%	-2,2%	27,7%	8,9%	21,4%	1.576	8,8%	4,1%
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%

Fuente: Elaboración propia en base a BCRA con datos al 31-05-15

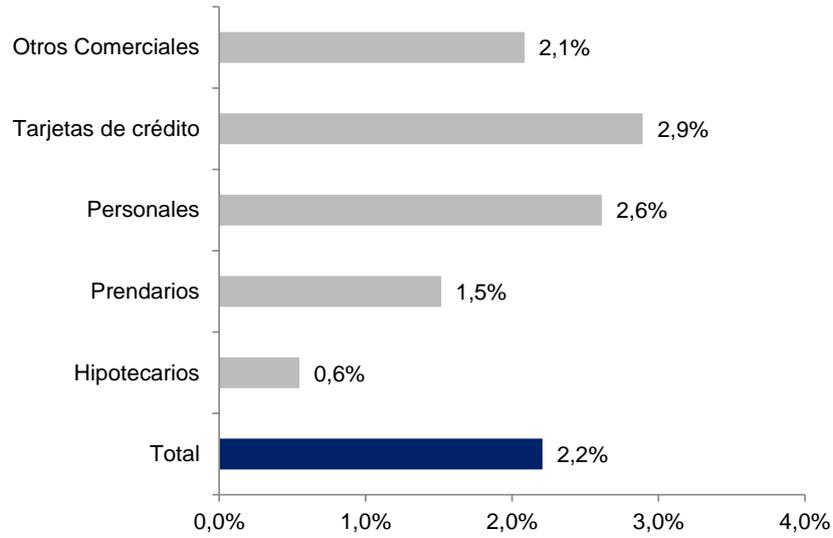
3. Préstamos⁶

Al 31 de mayo de 2015, la banca totalizaba una suma promedio de AR\$ \$ 642.563 M destinados a préstamos al sector privado, registrando así un incremento mensual del 2,2%. En términos interanuales, los préstamos tuvieron un crecimiento del 24,5%.

La siguiente figura muestra la evolución mensual por línea de préstamo. Aquellos que en promedio más crecieron, fueron los créditos por Tarjeta de crédito con un incremento del 2,9%, seguido por Préstamos Personales con un incremento del 2,6%.

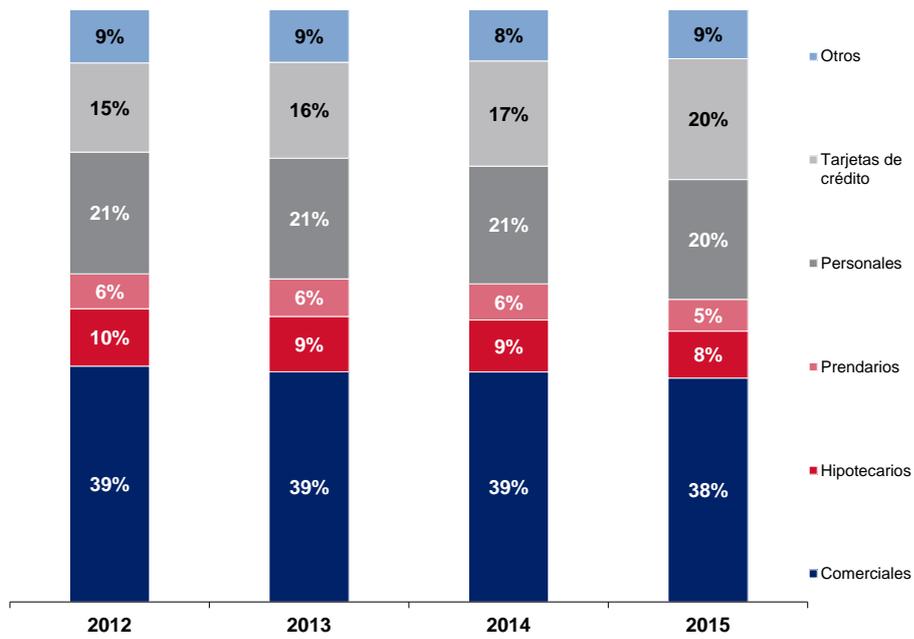
⁶ Promedio de saldos diarios informados durante el mes.

Figura 20 Evolución mensual de préstamos al sector privado - Mayo 2015



Fuente: Elaboración propia en base a BCRA con datos promedio al 31-05-15

Figura 21 Composición de los Préstamos al Sector Privado (enero 2012 – mayo 2015)



Fuente: Elaboración propia en base a BCRA con datos promedio al 31-05-15



Titulizaciones en el Sector Agropecuario

En lo que va del año, se han registrado al menos 10 transacciones de fideicomisos financieros respaldadas por facturas comerciales (FC) o cheques de pago diferido (CPD) relacionados con el sector agropecuario, las cuales suman 800 millones de pesos de financiación a empresas del sector.

Campaña a campaña, observamos nuevas compañías que ingresan con éxito al mercado de capitales en búsqueda de herramientas de financiación que resulten flexibles en términos de plazos y moneda de emisión. En este sentido, es posible estructurar productos financieros a través de los cuales empresas integrantes de todos los eslabones de la cadena de valor agropecuaria generen diferenciación comercial.

Figura 22 Transacciones públicas respaldadas por activos vinculados al sector Agropecuario. Datos al 24/06/15.

Fideicomiso Financiero	Fiduciante	Fecha de emisión	Activos					
			Tipo	Moneda	Monto (M)	Cantidad de Créditos	Cantidad de Deudores	Plazo prom. (meses)
1 DonMario Semillas 2	Asociados Don Mario SA	ene-15	CPD	ARS	167	846	470	9,7
2 Speedagro 2	SpeedAgro SRL	abr-15	CPD	ARS	62	308	80	6,2
3 Fideicred Agro 2	Dow Agrosiences Argentina SA	abr-15	CPD	ARS	140	484	242	11,1
4 Fideicred Atanor 3	Atanor SCA	abr-15	CPD	ARS	137	339	158	6,2
5 Red Surcos 2	Red Surcos SA	may-15	CPD	ARS	64	445	166	10,8
6 Insuagro 5	Insumos Agroquímicos SA	may-15	CPD y FC	ARS	51	387	165	7,7
7 Agrofina 7	Agrofina SA	may-15	CPD	ARS	127	854	293	8,2
8 CAGSA 3	Compañía Argentina de Granos SA	jun-15	FC	ARS	169	633	296	11,5
9 Agros Soluciones 1	Grupo Agros SA	A definir	CPD	ARS	62	422	135	9,7
10 Gleba 1	Gleba SA	jun-15	CPD	ARS	65	735	364	7,6

Fuente: Elaboración propia en base a CNV y BCBA.

El inicio del ciclo productivo 2015/16 encuentra a los productores en una situación ajustada, luego de una campaña marcada por una rentabilidad acotada como consecuencia de la baja en el precio de los commodities y el alto costo de la financiación. En este escenario, los proveedores de semillas y otros insumos deberán enfrentar un *trade-off* entre fomentar la venta a crédito para impulsar su plan comercial y revisar las políticas de originación para disminuir su exposición al riesgo crediticio.

Una efectiva evaluación crediticia será fundamental para originar créditos que luego califiquen para ser cedidos a vehículos financieros o utilizados como garantía.

A continuación, mencionamos los principales aspectos que son considerados en la evaluación de este tipo de carteras de créditos.

Incobrabilidad

Una de las variables claves en el análisis de riesgo es la incobrabilidad de los créditos. Para estimar una pérdida esperada a futuro, un punto de partida habitual es la evolución histórica del *aging* de las cuentas por cobrar originadas por la compañía. Idealmente, se debe contar con al menos tres años de información, de forma que sea posible estudiar el comportamiento histórico de los activos bajo distintos escenarios macroeconómicos y sectoriales. Habitualmente, el análisis debe ser enriquecido con consideraciones externas al activo y su historia, incluyendo entre otras:

- Relativas al originador: cambios en la moneda, volumen, mercado objetivo o grado de agresividad de las políticas comercial y de créditos;
- Relativas al sector: nivel de rentabilidad y liquidez del mercado objetivo, modificación en los plazos de financiación por parte de los competidores, nuevas tendencias comerciales, contexto regulatorio;
- Relativas a la situación macroeconómica: nivel de tasas de interés, volatilidad en el tipo de cambio, cambios en los precios.

Su medición requiere parametrizar el momento a partir del cual un crédito es considerado incobrable. Esta definición depende no sólo del activo titulado y las prácticas crediticias del sector, sino además del objetivo del análisis.

En el caso de las cuentas por cobrar instrumentadas en cheques de pago diferido, es frecuente monitorear el nivel de rechazos por falta de fondos, definido como la razón entre el monto de los cheques rechazados por falta de fondos en un período versus el monto total con vencimiento en el mes de análisis. Si bien se trata de un indicador muy sensible a las condiciones coyunturales que podría conducir a conclusiones erróneas, suele complementarse con información de los recuperos. Las carteras de cheques tituladas en las transacciones identificadas muestran un amplio rango de rechazos de entre 0,5% y 5,0%, con una mediana de 1,5%. Adicionalmente, observamos que la marcada estacionalidad del sector se traduce en picos de rechazos que alcanzan hasta cuatro veces el promedio.

Por otra parte, las facturas comerciales suelen ser analizadas dinámicamente a través de la razón entre el monto de los créditos con atraso respecto al monto total de ventas a plazo originadas en un período dado. Frecuentemente se analiza el ratio considerando 90 días de atraso.

Para aquellas compañías que contratan seguros de crédito comercial, herramienta de gestión de riesgo cada vez más presente en todos los eslabones del sector Agropecuario, la definición de incobrabilidad viene dada por la póliza acordada. En general, las pólizas establecen que para la declaración de un siniestro debe transcurrir un período prudencial que suele comprender entre 30 y 60 días desde la fecha de vencimiento original, el cual puede ser prorrogado bajo determinados parámetros. Luego, y en función de lo acordado con el contratante del seguro, la aseguradora podría tomarse hasta 180 días para liquidar la indemnización, que generalmente representa entre el 75% y 95% del saldo adeudado.

Aunque algunos indicadores se encuentran más popularizados que otros, las diferentes definiciones de incobrabilidad no son excluyentes sino más bien complementarias. El diferencial entre indicadores de corto y largo plazo permite identificar patrones en el recupero de los créditos y juzgar la capacidad de recobro del administrador de la cartera.

Otras pérdidas no crediticias

Es importante identificar aquellas pérdidas esperadas en los flujos de fondos que no están estrictamente relacionadas con la calidad crediticia de los activos. Los motivos más frecuentes incluyen compensaciones por error en la facturación, cambio de producto, bonificaciones por pago anticipado, descuentos retroactivos para clientes habi-

tuales o compras de gran volumen. Para las ventas a plazo instrumentadas en facturas, estas pérdidas suelen documentarse en notas de crédito, siendo el indicador más común el monto de notas de crédito emitidas respecto del total facturado para cada período.

Una correcta evaluación de los flujos de fondos esperados requiere un minucioso análisis de las notas de crédito. Algunos de los motivos mencionados muestran un comportamiento más bien estable y sencillo de estimar, como ser el caso de bonificaciones porcentuales sobre precio que siguen a una política pre-establecida. En otros, como la devolución de productos, no sólo las reducciones muestran un comportamiento más bien errático sino que además pueden impactar en la totalidad del valor del crédito por venta. En todos los casos, es imprescindible contar con información histórica confiable y detallada para entender el comportamiento de esta variable.

Concentración de los deudores

Es relevante estudiar el grado de exposición a la calidad crediticia de algunos deudores en particular. Idealmente, el portfolio de activos a transferir a un fidecomiso financiero debería mostrar un alto grado de homogeneidad, atomización y no correlación. No obstante, en la práctica se observan transacciones respaldadas por carteras con significativos niveles de concentración, en especial en aquellas compañías que se ubican en la parte alta de la cadena de valor.

La exposición de cada deudor está dada por la participación en el saldo cedido a cada momento. Habitualmente se analiza la concentración del principal deudor, así como también distintos cortes para los principales cinco, diez, veinte deudores y sucesivos. En las transacciones analizadas, el principal deudor representa en promedio el 5% de los activos cedidos y los principales cinco suman 19%.

Los casos de mayor concentración ameritan una revisión de la situación económica del deudor, y en especial de su grado de liquidez para aquellos créditos de menor plazo. La concentración no sólo debe ser considerada por persona jurídica, es una buena práctica de mercado analizar de forma consolidada a deudores que se encuentran muy relacionados o conforman un mismo grupo económico. Asimismo, es útil evaluar la concentración por criterios como zona geográfica, cultivo, o tipo de industria.

Esta variable suele ser clave para la estimación de los flujos fondos del colateral y su exclusión del modelo podría arrojar resultados con graves sesgos. En efecto, las carteras de las transacciones observadas presentan una concentración mediana para el primer deudor equivalente a 2,7 veces la pérdida promedio por incobrabilidad, a la vez que la razón asciende a 10,7 veces considerando los principales cinco deudores.

Comentario Final

Se han descripto los principales aspectos analíticos que hacen a la identificación y la cuantificación del riesgo asociado al comportamiento de las cuentas por cobrar agropecuarias, los cuales sirven de input para la revisión de las políticas comercial y de riesgo, así como también para la estimación de su impacto en los flujos de fondos de los activos. Estas medidas son de gran utilidad a la hora de estimar el comportamiento agregado de los flujos de fondos originados y serán la base de las proyecciones necesarias para evaluar potenciales securitizaciones.



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

Juliana Rojido

juliana.rojido@firstcfa.com

(54-11) 5129-2003