



# FIRST

CORPORATE FINANCE ADVISORS

Número 153, Abril 2017

## > 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 Abril de 2017.

En esta ocasión, les acercamos como “Especial del Mes” un artículo acerca del Arbitraje de tasas de interés en el dólar ROFEX.

Hasta la próxima entrega...

**Miguel Ángel Arrigoni**  
Chairman & CEO



# Resumen Ejecutivo

- ✓ En Abril se colocaron **16 series de fideicomisos financieros**, lo cual representa una disminución del 5,9% respecto al mes anterior. Las emisiones en pesos totalizaron **AR\$ 3.502 M<sup>1</sup>**, mientras que se registró una emisión en dólares por **USD 135**.
- ✓ En lo que se refiere a **Obligaciones Negociables**, **8 fueron las compañías que emitieron**. Las emisiones en pesos totalizaron **AR\$ 2.581 M**. Mientras que las emisiones en dólares alcanzaron los **USD 263,62 M**.
- ✓ Se emitieron Letras en pesos por **AR\$ 329.087 M** y Letras en dólares por **USD 3.300 M**.
- ✓ Se negociaron **AR\$ 1.218 M** en el mercado de cheques de pago diferido, con una tasa promedio de **22,25%**.
- ✓ **El promedio mensual de la tasa Badlar bancos privados** disminuyó respecto al mes previo y alcanzó los **19,25%**.
- ✓ Al 30 de abril, **los depósitos promedio** del sistema bancario totalizaron **AR\$ 2.150.719 M**, lo que representa una disminución intermensual del **2,34%**.
- ✓ Al 30 de abril, el **stock promedio de préstamos privados** aumentó **2,20%** respecto al mes anterior, alcanzando **AR\$ 1.136.181 M**.

---

<sup>1</sup> 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 ..... 8
  - 4. Obligaciones Negociables ..... 10
  - 5. Lebacks y Nobacs ..... 12
  - 6. Cheques De Pago Diferido..... 14
  
- Sistema Bancario ..... 16**
  - 1. Tasas De Interés ..... 16
  - 2. Depósitos..... 17
  - 3. Préstamos ..... 20
  
- Especial del Mes..... 21**
  - Arbitraje de tasas de interés en el dólar ROFEX ..... 21
  
- Contactos ..... 25**

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


## 1. Fideicomisos Financieros

En Abril se registraron 16 emisiones de fideicomisos financieros por un monto total de AR\$ 5.593 M<sup>2</sup>. Dicho volumen representa un aumento del 67% en comparación con el mes anterior y del 52,4% respecto a Abril de 2016.

**Figura 1 Colocaciones de Fideicomisos Financieros – Abril de 2017.**

Ref	Fideicomiso	Participación FirstCFA / Z&A	Fiduciante	Monto (ARS M)	Título Senior					PyME
					Cupón	Tasa (*)/Mg de Corte	Tasa Real (**)	Calif	Dur	
1	Best Consumer Directo II		Crédito Directo S.A.	87,25	B+3%(22%-28%)	25,34%	25,44%	AAA	3,90	
2	Megabono Crédito 164		CFN S.A.	458,56	B+2%(20%-28%)	23,50%	25,28%	AAA	4,70	
3	Garbarino 132		Garbarino S.A.I.C. e I. - Compumundo S.A.	435,64	B+1%(19%-27%)	23,73%	24,54%	AAA	3,80	
4	CCF Créditos 16		Cordial Compañía Financiera S.A.	398,00	B+Mg(20%-28%)	3,24%	24,31%	AAA	5,80	
5	Consubond 131		Frávega S.A.C.I. e I.	170,00	B+1%(Min21%-29%)	22,99%	22,99%	AAA	3,10	
6	MIS V		Mutual Integral de Servicios	83,87	B+2,5%(22,5%-30,5%)	25,24%	25,24%	AAA	4,80	
7	Mutual 17 de Enero XI		Asociación Mutual del Litoral 17 de Enero	71,69	B+3%(23%-28%)	27,01%	27,07%	AA	3,40	
8	Secubono 155		Carsa S.A.	345,09	B+2%(20%-28%)	22,33%	23,96%	AAA	5,10	
9	Megabono 167		Electrónica Megatone S.A.	466,50	B+3%(21%-30%)	22,64%	23,60%	AAA	5,00	
10	Fidebica XLVI		Banco Bica S.A. - Asociación Mutual Centro Litoral	151,72	B+1%(22,5%-30,5%)	23,84%	23,84%	AAA	5,40	
11	CMR Falabella LXIV		CMR Falabella S.A.	208,98	B+2%(21%-29%)	24,39%	24,60%	AAA	3,10	
12	Tarjeta Shopping XCVI		Tarshop S.A.	180,37	B+2%(20%-29%)	23,38%	25,28%	AAA	6,40	
13	Tarjeta Actual XXII		Actual S.A.	72,01	B+3%(22%-28%)	24,97%	25,60%	AA+	6,70	PyMe
14	Comafi Leasing Pymes XI		Banco Comafi S.A.	164,21	B+3%(20%-31%)	21,48%	24,48%	AAA	10,10	PyMe
15	Sucrédito XVI		Valle Fértil S.A.	207,92	B+2%(21%-29%)	24,47%	25,74%	AAA	6,00	
<b>TOTAL</b>				<b>3.502</b>						
16	Vicentín Exportaciones VII		Vicentín S.A.I.C.	135,00	4%	4,48%	4,48%	AA-	11,10	
<b>TOTAL</b>				<b>135</b>						

 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.

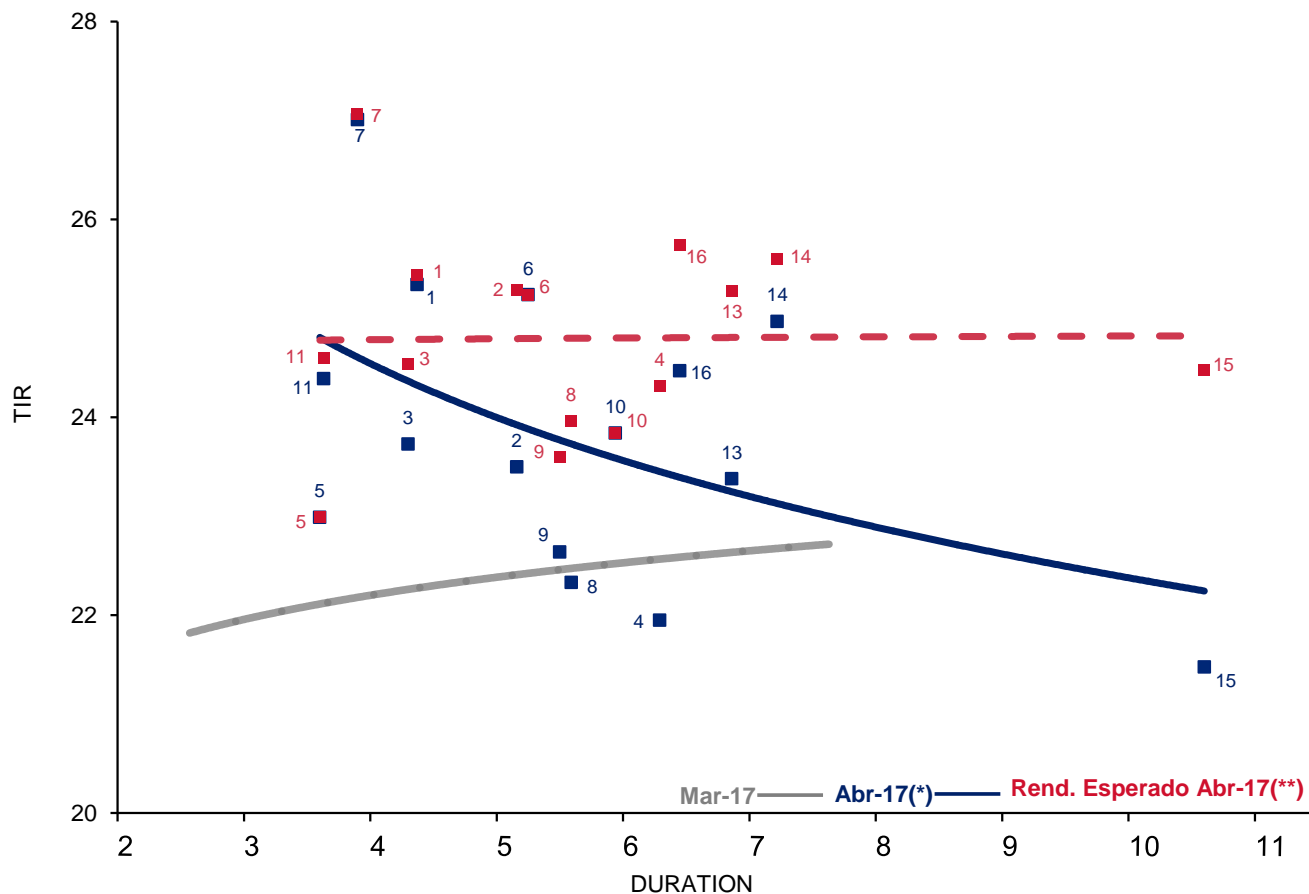
(\*\*) Rendimiento Real calculado con tasa badlar informada en el día de la colocación.

Fuente. Elaboración propia en base a BCBA y BCR

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

Teniendo en cuenta la cantidad de emisiones, hubo una disminución intermensual del 5,9% y del 36,% interanualmente.

**Figura 2** Curva de rendimientos de Títulos Senior de Fideicomisos Financieros en Pesos – Abril 2017.



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.

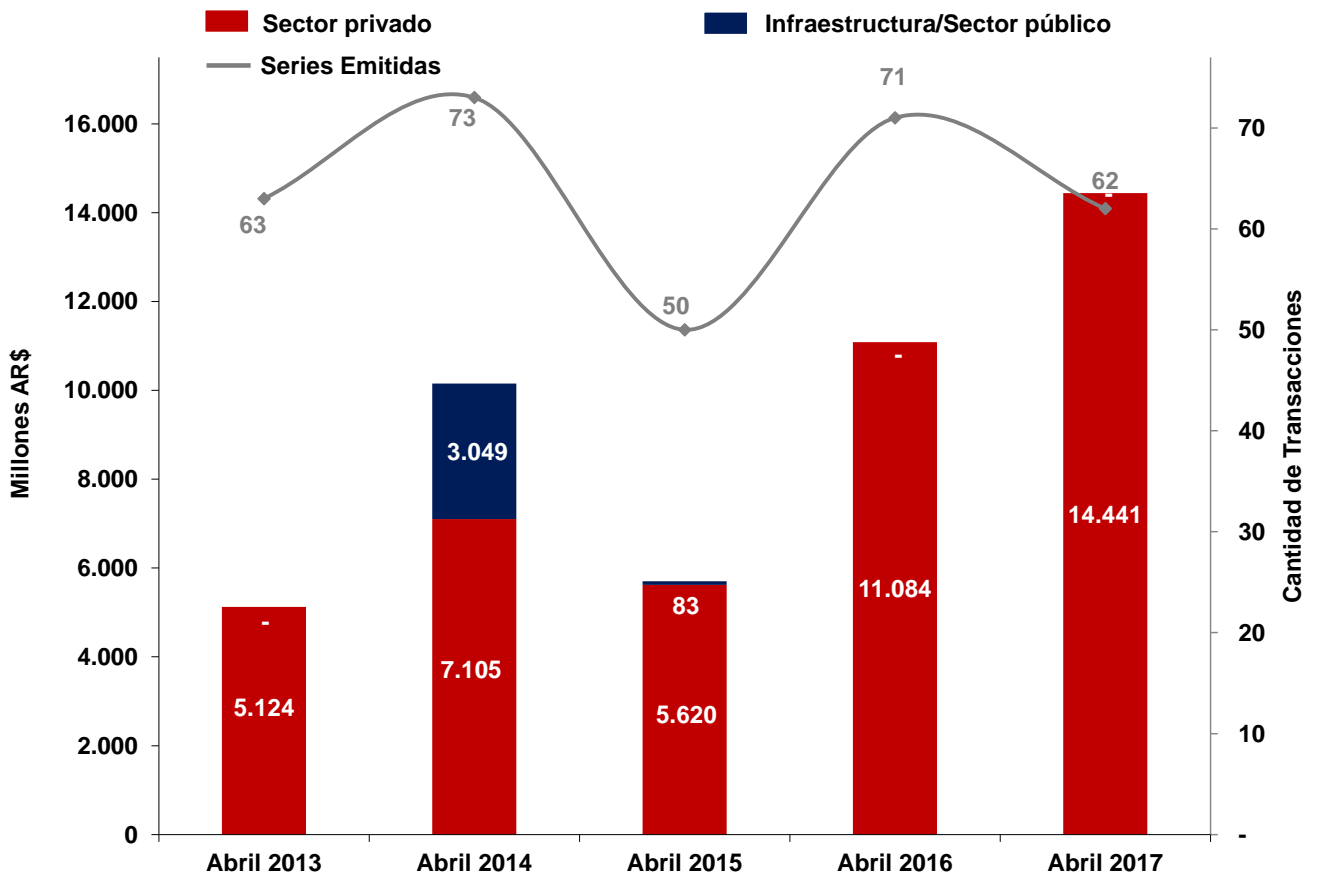
La tasa de corte informada para los bonos senior en pesos colocados promedió el 23,28% (TNA 21,12%), lo que significa un aumento de 62 bps en comparación con las colocaciones efectuadas en Abril. Asimismo, el spread respecto a la Tasa Badlar se ubicó en 1,59%, lo cual implica un aumento mensual de 51 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 24,56% (TNA 22,16%). De este modo, el spread sobre la Tasa Badlar se ubicó en 264 bps, lo que representa un aumento mensual de 103 bps.

Durante Abril, no se registraron emisiones en pesos de cupón fijo. Respecto a las emisiones de cupón variable, el 53% de las emisiones tuvo una duration inferior a los 5 meses, 40% se ubicó en el rango de duration de 5 a 10 meses y el restante 7% se registraron emisiones con una duration mayor a 10 meses.

La siguiente figura representa las emisiones en moneda local de fideicomisos financieros realizadas durante los primeros cuatro meses de los últimos cinco años. Veremos que en cuanto al monto emitido, el 2017 arroja el mayor valor desde 2013.

**Figura 3** Evolución de Fideicomisos Financieros en pesos (excluyendo sintéticos). Período: 2013 - 2017.



Fuente. Elaboración propia en base a BCBA y BCR.

## 2. Acciones

Durante el cuarto mes del año el índice Merval registró una suba de 4,42%, ubicándose en los 21.019,91 puntos. Medido en dólares, el indicador registró una suba mensual de 3,32% y cerró el mes en 1.362,56 puntos, dado que el peso argentino se depreció un 0,33% respecto a la moneda estadounidense, que a su vez cerró el mes con una paridad de 15,42 pesos por dólar.

Las acciones, en su conjunto tuvieron una tendencia alcista y presentaron resultados de 48 papeles en alza, 23 en baja y cuatro sin cambios a lo largo de las 18 ruedas de abril. En cuanto a las empresas del panel líder, 22 acciones obtuvieron resultados positivos, mientras que 5 operaron en terreno negativo.

El monto total operado en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires totalizó AR\$ 170.303 M, con un promedio diario de AR\$ 9.461 M; un 33,67% por encima del monto promedio registrado en marzo. Las negociaciones en acciones totalizaron AR\$ 7.333 M, con un promedio diario de AR\$ 407,38 M, un 14,65% por encima de los valores registrados en el mes precedente.

En el plano internacional, las bolsas de la región tuvieron mayormente comportamientos positivos durante el mes de abril. El índice Bovespa, de la bolsa de Brasil, mostró una suba de 0,65% en moneda local y una baja de 1,03% si se lo mide en dólares. El Mexbol, de la Bolsa de México, registró una ganancia de 1,48% en moneda local y del 1,0% si se lo considera en dólares. Por su parte, el Índice Dow Jones, de la bolsa de Nueva York, registró en marzo una suba de 1,34% y cerró el mes en 20.940,51 puntos.

El Peso Argentino se devaluó 0,29% ubicándose en 15,42 pesos por dólar. El Real Brasileiro registró una devaluación de 1,69% alcanzando 3,17 reales por dólar. Por su parte el Euro se revaluó 2,31% con 1,090 dólares por euro. Por último, el Yen Japonés se devaluó 0,13% con 111,53 yenes por dólar.

Finalmente, los principales commodities a nivel mundial operaron en terreno negativo. El precio de cotización internacional del petróleo registró una baja de 2,51% a un nivel de 49,33 dólares por barril. Por su parte la soja presentó una baja de 0,08% alcanzando un precio de 347,33 dólares por tonelada.

**Figura 4 BCBA – Variaciones mensuales y anuales**

PANEL LÍDER Merval				PANEL LÍDER Merval			
	Cotización	Var. % ABR-17	Var. % ABR-16 / ABR-17				
Agrometal S.A.	42,50	19,05%	424,69%	<b>Mayor Alza de Acciones</b>			
Aluar	11,49	7,98%	18,37%				
Petroleo Brasileiro	70,40	-7,00%	29,41%	<b>Mayor Baja de Acciones</b>			
Autopistas del Sol S.A.	82,25	2,54%	183,74%				
Banco Macro	134,25	0,56%	48,51%				
Central Costanera S.A.	15,60	7,96%	188,89%				
Celulosa Argentina S.A.	14,75	-8,39%	-22,16%				
Central Puerto S.A.	24,10	-5,86%	97,46%				
Sociedad Comercial del Plata	3,73	19,94%	14,42%				
Cresud S.A.	32,50	5,86%	116,90%				
Consultatio	41,70	3,19%	13,88%				
Edenor	26,80	0,56%	147,00%				
Siderar	11,65	11,47%	72,86%				
BBVA Francés	95,00	-0,11%	-5,30%				
Grupo Financiero Galicia	60,70	3,06%	49,21%				
Holcim (Argentina) S.A.	44,10	22,29%	156,08%				
Mirgor	316,00	8,97%	-28,28%				
Pampa Holding	34,00	0,89%	189,36%				
Petrobras Argentina S.A.	17,75	2,60%	91,89%				
Petrolera Pampa S.A.	85,25	0,77%	136,81%				
San Miguel S.A.	116,50	14,22%	62,60%				
Telecom Argentina S.A.	69,75	1,09%	34,28%				
Transportadora de Gas del Norte	27,55	9,11%	220,35%				
Transportadora de Gas del Sur	46,30	5,47%	157,22%				
Transener S.A.	25,50	7,82%	278,34%				
Tenaris	242,50	-8,49%	28,83%				
YPF	402,00	7,20%	40,00%				

#### INDICES BURSATILES (en USD)

Internacional			Latam		
	Cierre ABR-17	Var. % ABR-17		Cierre ABR-17	Var. % ABR-17
Dow Jones	20.940,51	1,34%	Bovespa	20.594,26	-1,03%
S&P 500	2.384,20	0,91%	Merval	1.362,56	3,42%
Nasdaq	6.047,61	2,30%	MEXBOL	2.618,89	1,00%
FTSE	7.848,69	0,65%	IPSA	7.1952	-0,84%
Nikkei	172,12	1,38%	Colcap	0,4668	-1,79%

#### MONEDAS

Internacional				Latam			
	Cotización	Var. % ABR-17	Var. % ABR-16 / ABR-17		Cotización	Var. % ABR-17	Var. % ABR-16 / ABR-17
Euro (EUR)	1,090	2,31%	-4,88%	Real (BRL)	3,176	1,69%	-7,55%
Libra (GBP)	1,295	3,20%	-11,40%	Argentina Peso (ARS)	15,427	0,29%	8,03%
Dólar Australiano (AUD)	1,365	2,55%	8,76%	México Peso (MXN)	18,810	0,48%	9,55%
Yen (JPY)	111,530	0,13%	4,87%	Chile Peso (CLP)	666,43	1,10%	0,88%
Yuan (CNY)	6,890	0,10%	6,43%	Colombia Peso (COP)	2.938,31	2,27%	3,24%

#### COMMODITIES (en USD)

Mineros			Agricultura		
	Cierre ABR-17	Var. % ABR-17		Cierre ABR-17	Var. % ABR-17
Petróleo (WTI)	49,33	-2,51%	Soja	347,33	-0,08%
Oro onza Troy	1.267,65	1,52%	Maíz	140,94	-1,72%
Plata	17,19	-5,65%	Trigo	153,78	-1,88%

Cotización Euro expresado dólares por Euro, y cotización Libra expresado dólares por Libra.

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



### 3. Bonos Soberanos

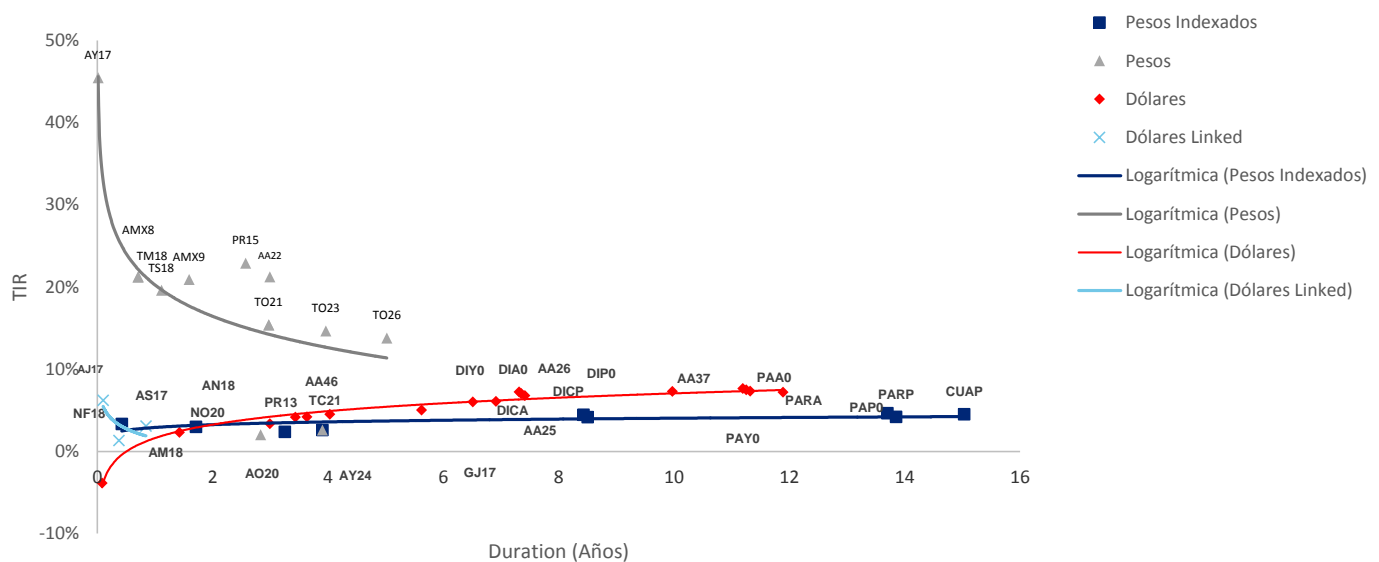
Respecto de los bonos en pesos indexados, mostraron resultados mixtos en abril, destacándose entre aquellos con resultados positivos el Cuasipar con una suba del 6,3% y entre aquellos con resultados negativos el Bogar 2018 con una caída del 6,9%.

Los bonos en pesos mostraron resultados mixtos. Destacándose entre los títulos con performance positiva el BONTE Oct-2021 con una suba del 3,7%. Sobresaliendo entre aquellos con resultados negativos, el BONTE Oct-2023 con una baja del 3,5%.

En lo que se refiere a las emisiones nominadas en dólares, mayoría resultados positivos. Destacándose entre los títulos con performance positiva el Par USD AR 2005 con una suba del 7,3%. Sobresaliendo entre aquellos con resultados negativos el BONAR 2021, con una caída del 0,4%.

Con relación a los títulos públicos atados al dólar (dollar-linked), todos mostraron variaciones positivas, sobresaliendo el BONAD 2018 con una suba del 0,9%.

**Figura 5** Evolución de la curva de rendimientos de títulos en moneda nacional, moneda nacional indexada, títulos en USD y títulos dollar-linked. Datos al 30-4-17.



Fuente. Elaboración propia en base a IAMC y MAE

Figura 6

## BCBA – Bonos soberanos – Datos técnicos al 30-4-17

		En PESOS				Var.Precio	
Cód.	Descripción	Cierre 30-04-17	Paridad	TIR Anual	MD	30d	YTD
<b>Pesos Indexados</b>							
NF18	Bogar 2018	67,0	99,5%	3,3%	0,42	-6,9%	-42,5%
NO20	Bogar 2020	299,2	98,4%	3,0%	1,71	-4,1%	47,8%
PR13	Bocon 2024	418,0	98,9%	2,4%	3,25	-1,4%	25,5%
DICP	Discount Pesos 2005	761,8	115,4%	4,2%	8,50	0,4%	45,9%
PARP	Par Pesos 2005	368,0	72,1%	4,2%	13,85	-1,6%	40,5%
PAP0	Par Pesos 2010	345,0	67,6%	4,7%	13,70	-0,3%	36,5%
DIP0	Discount Pesos 2010	743,5	112,6%	4,5%	8,43	0,7%	47,2%
CUAP	Cuasipar	595,0	83,1%	4,5%	15,03	6,3%	49,7%
TC20	BONCER 2020	114,0	100,7%	2,0%	2,83	0,9%	-
TC21	BONCER 2021	121,0	99,7%	2,6%	3,90	0,0%	-
<b>Pesos</b>							
TM18	BONTE Mar-2018	105,5	101,7%	21,2%	0,70	-0,5%	-
PR15	Bocon Cons. 8°	170,9	95,9%	22,9%	2,57	1,5%	6,6%
TO21	BONTE Oct-2021	112,0	110,3%	15,4%	2,97	3,7%	-
TO23	BONTE Oct-2023	108,4	107,6%	14,6%	3,96	-3,5%	-
TO26	BONTE Oct-2026	112,0	111,2%	13,8%	5,02	-0,7%	-
AMX9	BONAR 2019	107,0	103,8%	20,9%	1,59	0,5%	4,4%
TS18	BONTE Sep-2018	105,4	102,7%	19,6%	1,11	-0,1%	-
AO17	BONAR 2017	103,5	102,0%	18,6%	0,40	-3,0%	2,0%
AM20	BONAR 2020	111,0	106,7%	20,9%	2,01	-1,3%	7,2%
AY17	BONAC 2017	104,9	99,7%	45,5%	0,01	1,5%	-
AMX8	BONAR 2018	105,8	101,8%	21,2%	0,71	-0,2%	-
AA22	BONAR 2022	107,3	105,3%	21,2%	2,99	-	-
<b>En DOLARES</b>							
Cód.	Descripción	Cierre 30-04-17	Paridad	TIR Anual	MD	Var.Precio	
						30d	YTD
<b>Dólares</b>							
AN18	BONAR 2018	1.760,0	109,9%	2,3%	1,42	0,0%	8,6%
AY24	BONAR 2024	1.893,0	117,7%	4,2%	3,63	2,7%	16,8%
DICY	Discount USD NY 2005	2.498,0	112,3%	6,8%	7,41	5,2%	13,0%
DICA	Discount USD AR 2005	2.500,0	112,4%	6,8%	7,41	5,3%	15,2%
PARY	Par USD NY 2005	1.028,0	66,5%	7,4%	11,28	5,3%	7,6%
PARA	Par USD AR 2005	1.038,0	67,2%	7,3%	11,32	7,3%	8,1%
PAA0	Par USD AR 2010	1.000,0	64,7%	7,7%	11,19	5,7%	5,9%
PAY0	Par USD NY 2010	1.018,0	65,9%	7,5%	11,25	6,0%	1,8%
DIA0	Discount USD AR 2010	2.420,0	108,8%	7,2%	7,31	5,0%	13,6%
DIY0	Discount USD NY 2010	2.450,0	110,2%	7,1%	7,35	5,2%	1,4%
GJ17	Global 2017	1.614,5	101,0%	-3,9%	0,08	0,6%	6,2%
AO20	BONAR 2020	1.781,0	114,8%	3,4%	2,99	-0,2%	15,8%
AA19	BONAR 2016	1.646,5	106,6%	2,8%	1,83	0,0%	-
AA21	BONAR 2021	1.698,0	109,9%	4,2%	3,43	-0,4%	-
AA26	BONAR 2026	1.712,0	110,8%	6,0%	6,51	1,3%	-
AA46	BONAR 2046	1.646,0	106,5%	7,2%	11,89	1,6%	-
A2E2	Rep. Arg. U\$S 5.625% 2022	1.640,0	104,8%	4,5%	4,03	2,0%	-
A2E7	Rep. Arg. U\$S 6.875% 2027	1.668,0	106,2%	6,1%	6,91	4,8%	-
AA25	BONAR 2025	1.615,0	104,5%	5,0%	5,62	-	-
AA37	BONAR 2037	1.617,0	104,5%	7,3%	9,97	-	-
<b>Dólares Linked</b>							
AM18	BONAD 2018	1.538,0	99,4%	3,1%	0,8	0,9%	18,0%
AJ17	BONAD 2017	1.540,0	99,5%	6,2%	0,1	0,3%	16,5%
AS17	BONAD 2017	1.540,0	99,8%	1,3%	0,4	0,5%	19,1%

Fuente: Elaboración propia en base a IAMC

## 4. Obligaciones Negociables

Durante el mes de Abril, 8 compañías emitieron deuda en el mercado de capitales. En total se colocaron 8 series bajo Régimen General, 2 Valores de Corto Plazo y 2 bajo régimen PyME.

Las emisiones totales en pesos alcanzaron un volumen de AR\$ 2.581 M, mientras que se realizaron emisiones en dólares por USD 263,62 millones.

Por otro lado, el spread promedio sobre Tasa Badlar (considerando los títulos que licitaron margen) se situó en 3,37%, lo que representa un aumento de 81 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 24,91% (TNA 22,37%), lo que significó un aumento de 97 bps en comparación a marzo.

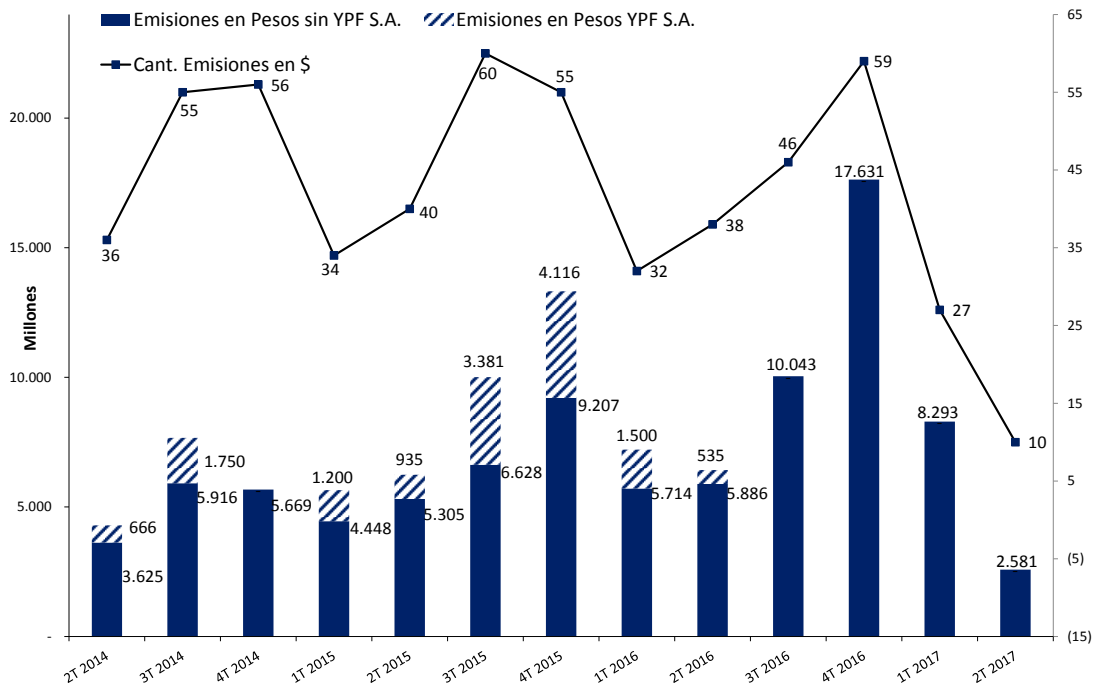
**Figura 7** Obligaciones Negociables colocadas en Abril de 2017

Empresa	Serie/ Clase	Monto (M)	MDA	Plazo	Duration	Tasa / Margen de Corte		Cupón	Tipo	Calif.	TIR
CARTASUR CARDS S.A.	Clase I	75	AR	18 meses	13,38	Margen	6,00%	Bdl + Mg	ON	BBB-	FixScr S.A.
BALANZ CAPITAL VALORES S.A.	Clase 3	187	AR	12 meses	11,16	Margen	3,50%	Bdl + Mg (Min 23,5 %)	VCP	Baa2	Moody's
	Clase 4	14	USD	12 meses	11,81	Fija	5,75%	Fija	VCP	Baa2	Moody's
TARJETA NARANJA S.A.	Clase XXXVII	250	USD	60 meses	32,54	Margen	3,50%	Bdl + Mg	ON	B3	Moody's
TARSHOP S.A.	Clase IX	288	AR	18 meses	15,83	Margen	4,00%	Bdl + Mg	ON	AA-	FIX SCR S.A.
	Clase X	212	AR	30 meses	23,69	Margen	4,74%	Bdl + Mg	ON	AA-	FIX SCR S.A.
EMPRESUR S.A.	Serie II	15	AR	36 meses	15,87	Margen	7,00%	Bdl + Mg	ON PYME	A	Eval. Lat. S.A.
BACS BANCO DE CRÉDITO Y SECURITIZACIÓN S.A.	Clase XII	98	AR	18 meses	14,71	Margen	3,00%	Bdl + Mg (15% - 32%)	ON	AA	FIX SCR S.A.
	Clase XIII	202	AR	36 meses	25,41	Margen	3,50%	Bdl + Mg (Min 23%)	ON	AA	FIX SCR S.A.
DEL FABRO HNOS. Y CIA.	Serie I	4	AR	24 meses	13,94	Margen	6,00%	Bdl + Mg (Min 23,25%)	ON PYME	-	-
ARCOR S.A.I.C.	Clase 10	285	AR	24 meses	20,30	Margen	2,43%	Bdl + Mg	ON	AA / Aa1	FIX SCR S.A. / Moody's
	Clase 11	1.215	AR	48 meses	33,34	Margen	2,99%	Bdl + Mg	ON	AA / Aa1	FIX SCR S.A. / Moody's
<b>TOTAL</b>		<b>\$ 2.581,11 USD 263,62</b>									

Fuente. Elaboración propia en base a BCBA y BCR.

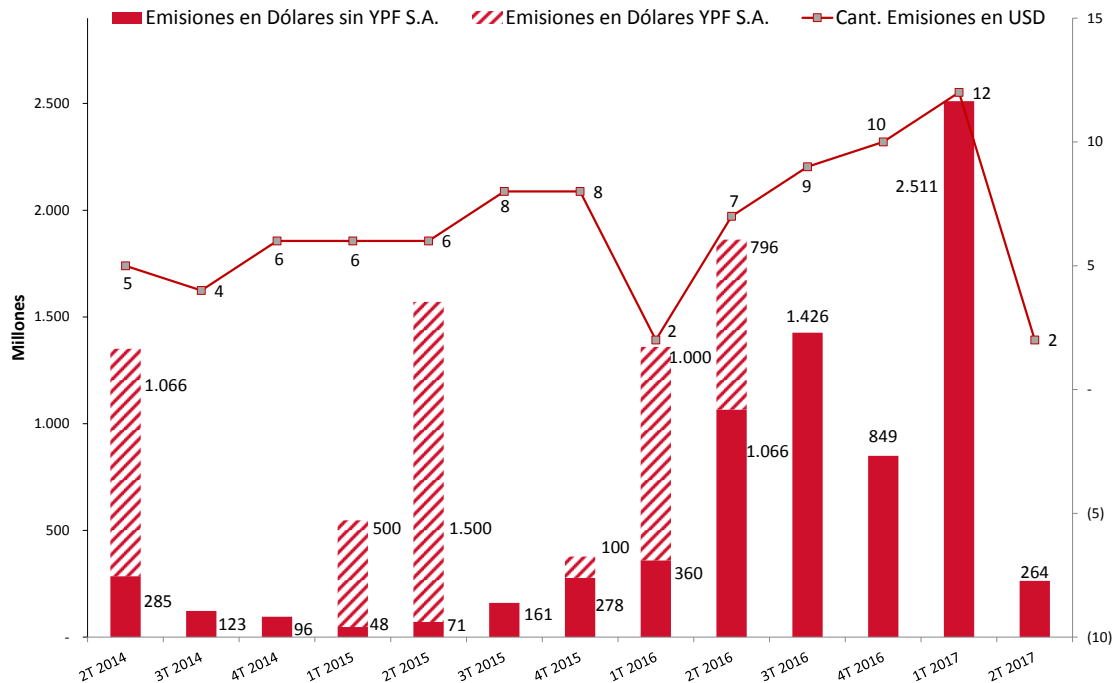
En las figuras presentadas a continuación se expone la evolución en las colocaciones, tanto en pesos como en dólares, desde el segundo trimestre del 2014, diferenciando las emisiones de YPF S.A. de las del resto de las emisoras.

**Figura 8 Emisiones en Pesos de Obligaciones Negociables.**



Fuente. Elaboración propia en base a BCBA y BCR.

**Figura 9 Emisiones de Obligaciones Negociables en dólares.**

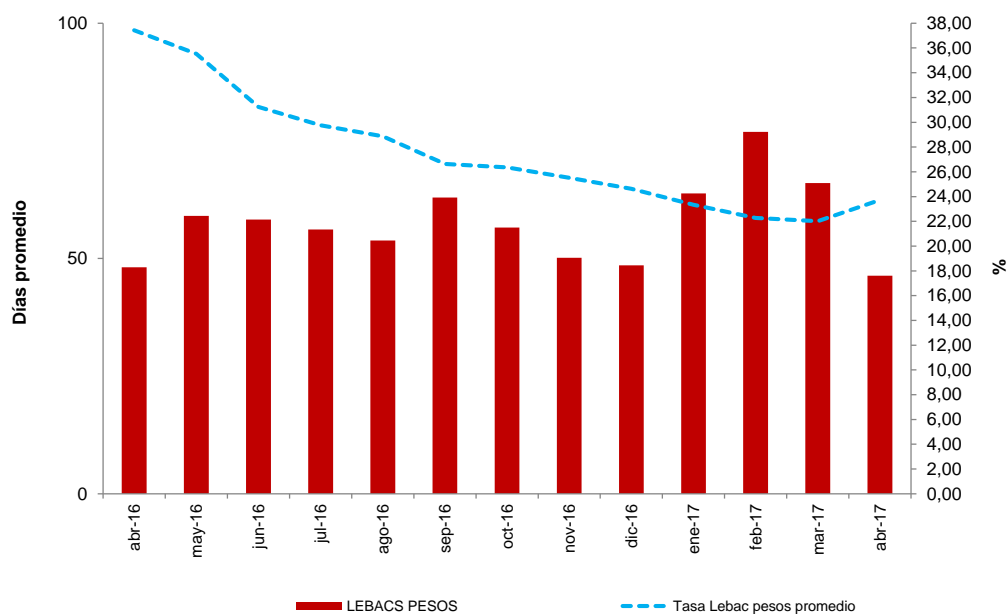


Fuente. Elaboración propia en base a BCBA y BCR.

## 5. Lebacs y Nobacs

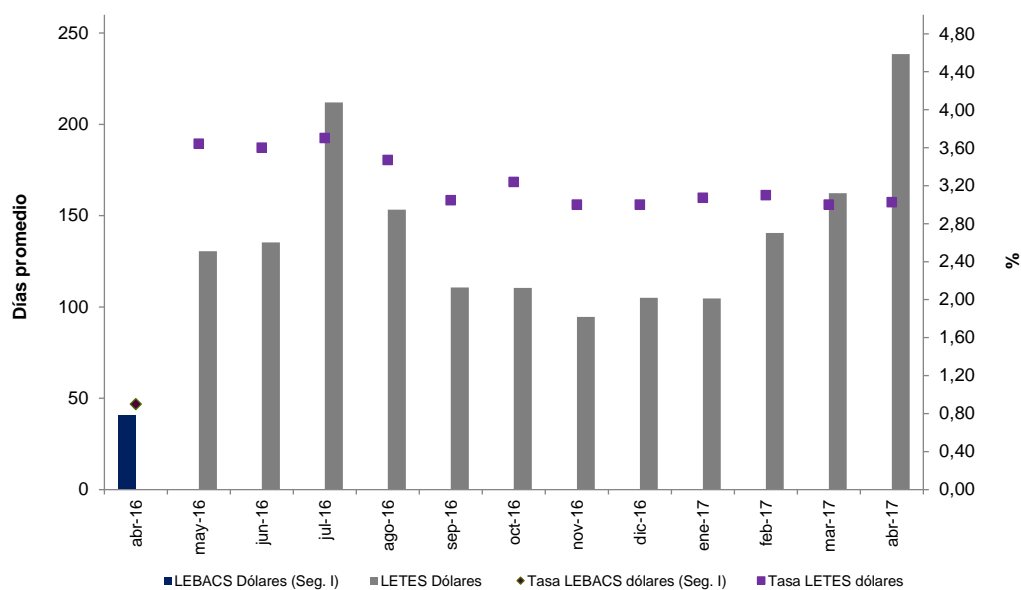
Durante el mes de abril, el Banco Central colocó Letras en pesos por AR\$ 329.087 M y Letras en dólares por USD 3.300 M. De estas últimas, la totalidad correspondieron a Letras del tesoro.

**Figura 10** Días y tasas promedio de las licitaciones Lebacs en pesos



Fuente. Elaboración propia en base a BCRA

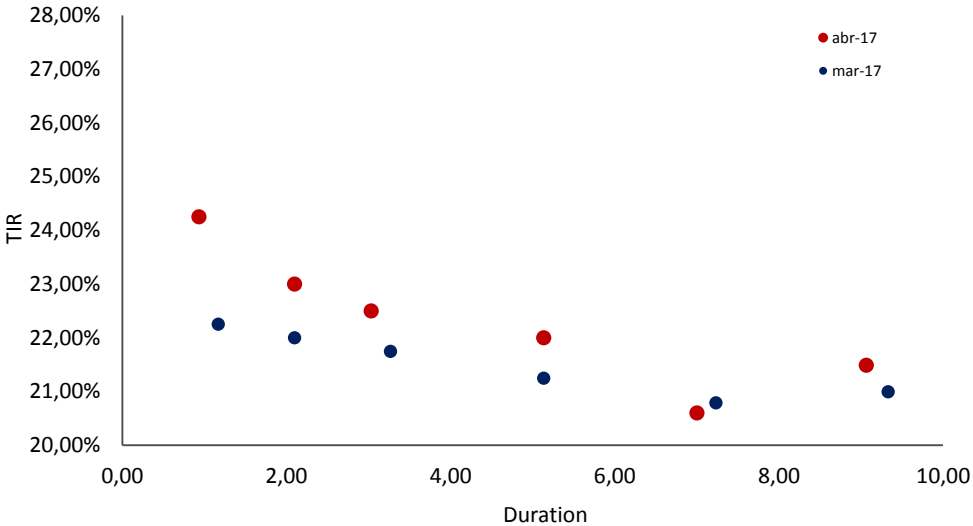
**Figura 11** Días y tasas promedio de las licitaciones Lebacs en dólares



Fuente. Elaboración propia en base a BCRA

El plazo promedio de las colocaciones de Lebac en pesos fue de 46 días aproximadamente, mientras que la tasa promedio ponderada pagada alcanzó el 23,73%. Por otro lado, el plazo promedio de las colocaciones de las letras del tesoro en dólares aumentó a 238 días y la tasa promedio ponderada pagada por esta fue 3,03%.

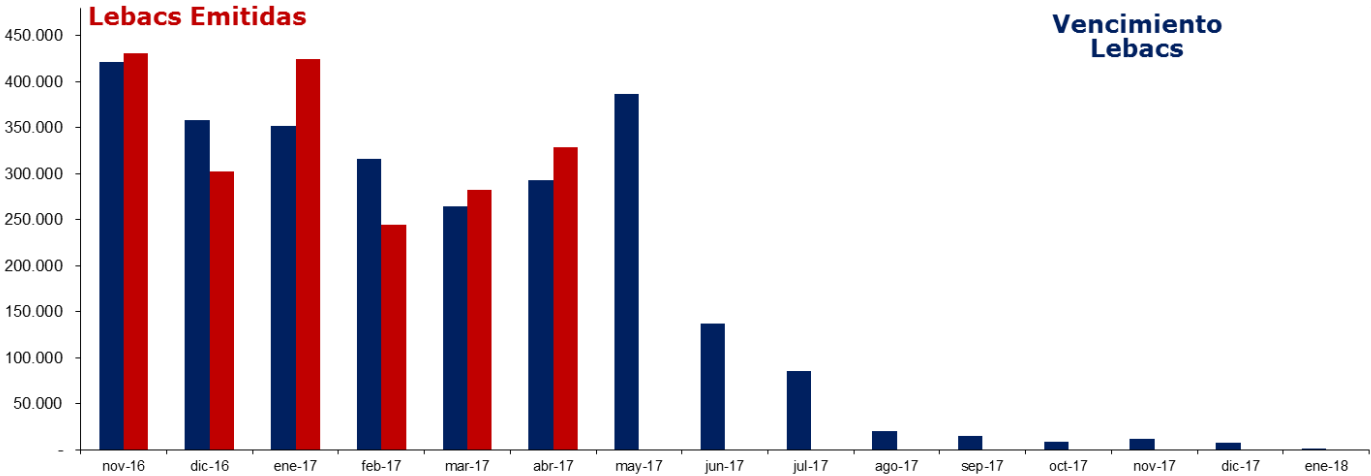
**Figura 12** Curva de rendimientos de Lebac en pesos – Marzo – Abril 2017



Fuente. Elaboración propia en base a BCRA

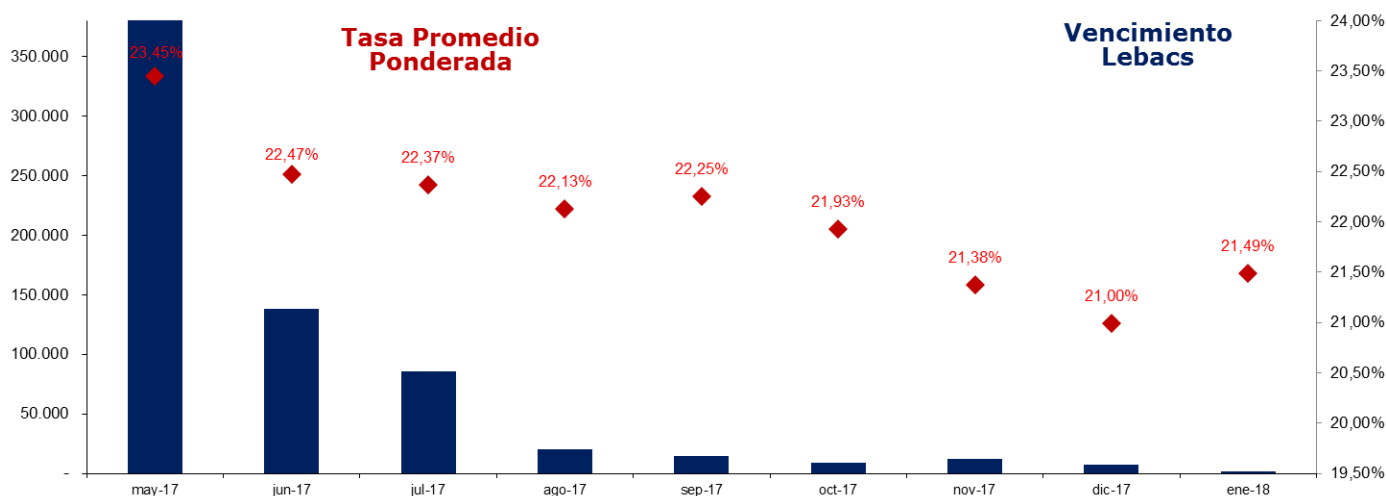
En el mes de abril se registraron vencimientos por \$ 292.783 M, lo cual representa un aumento intermensual del 11%. El stock de Lebac entre mayo de 2017 y enero de 2018 asciende aproximadamente a \$ 675.203 M. De los cuales, el 90% vence dentro de los 90 días y el 10% restante vence entre agosto 2017 y enero 2018.

**Figura 13** Curva de vencimiento de Lebac en pesos (en millones)



Fuente. Elaboración propia en base a BCRA

**Figura 14** Curva de Stock y tasa promedio de Lebac en pesos (en millones)

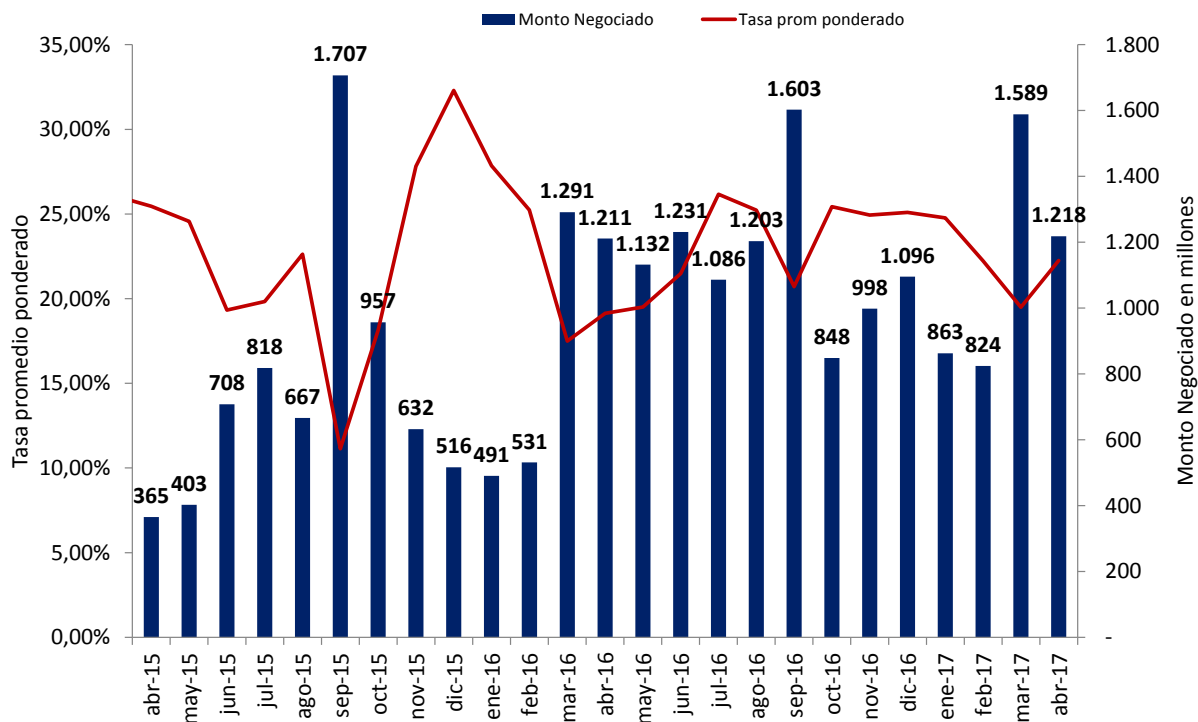


Fuente. Elaboración propia en base a BCRA

## 6. Cheques de Pago Diferido

En el mes de abril se negociaron AR\$ 1.218 M en el mercado de cheques diferidos, lo cual representa una disminución mensual de 23,3 % y un aumento del 0,6 % respecto al mismo mes de 2016.

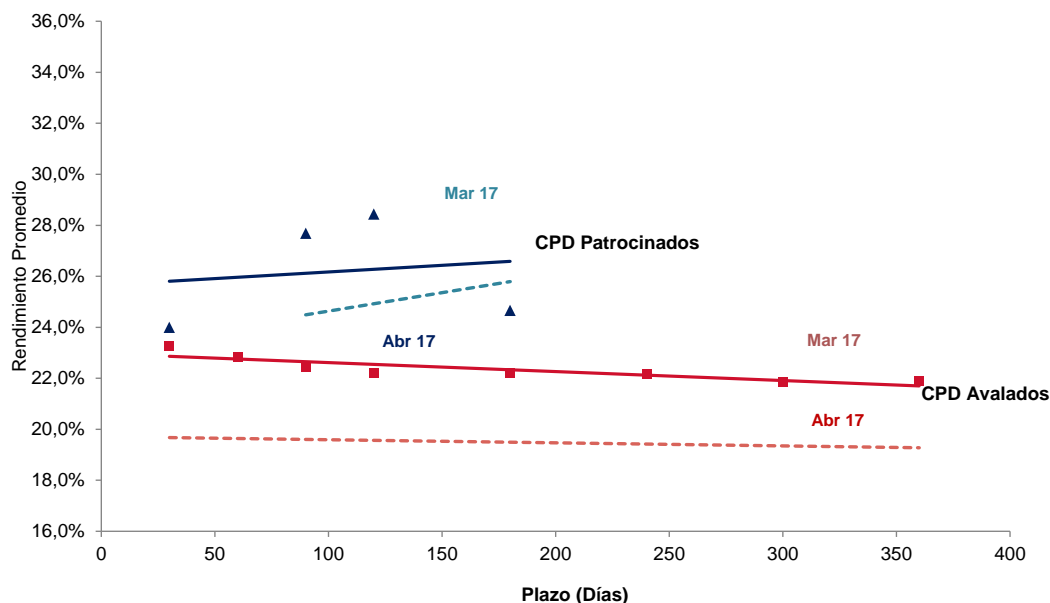
**Figura 15** Negociación Bursátil de Cheques de Pago Diferido



Fuente: Elaboración propia en base a IAMC

En total se negociaron 7.841 unidades, lo que representa una disminución mensual del 26,6%. Asimismo, la proporción de CPD avalados fue de 96,59 % y el plazo promedio del total negociado aumentó a 203 días.

**Figura 16** 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<sup>3</sup> fue 22,17%, mientras que para los patrocinados<sup>4</sup> fue 24,62%.

Dentro de los cheques avalados, el 20,38% de las transacciones se concentraron en plazos de hasta 90 días, el 27,7% entre 90 y 180 días y el 51,9% restante, en plazos mayores a los 180 días.

En cuanto a los patrocinados, las operaciones con plazos hasta 120 días abarcaron el 69,09% y el 30,91% se concentró en plazos mayores a 120 días.

La tasa de interés promedio ponderada de los cheques de pago diferido totales de abril registró un aumento intermensual del 14,1%, alcanzando un valor de 22,25%.

<sup>3</sup> En el sistema avalado, sólo las pequeñas y medianas empresas o personas físicas pueden negociar cheques propios o de terceros (clientes), a través de la incorporación como socio partícipe a una Sociedad de Garantía Recíproca (S.G.R.) autorizada a cotizar cheques en la BCBA.

<sup>4</sup> En el sistema patrocinado, una empresa grande o PyME (sólo sociedades comerciales legalmente constituidas, cooperativas, asociaciones civiles, mutuales o fundaciones) es autorizada por la BCBA para emitir cheques de pago diferido para el pago a proveedores, que pueden ser negociados en el mercado de capitales.

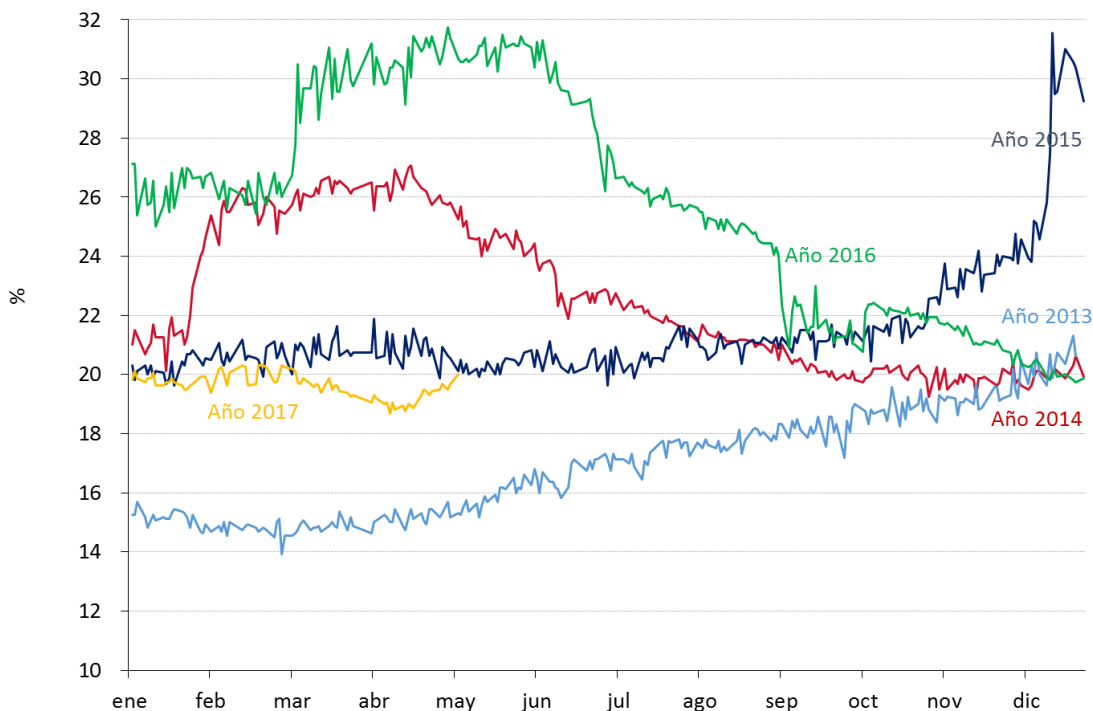




## 1. Tasas de Interés

Al 30 de abril, la tasa de interés promedio de mercado de Call tuvo un incremento con respecto a la del mes de marzo. Mientras que, la tasa de interés promedio de mercado de Badlar Bancos Privados tuvo una disminución respecto de la del mismo mes.

**Figura 17** Evolución tasa Badlar: evolución diaria comparativa 2013-2017



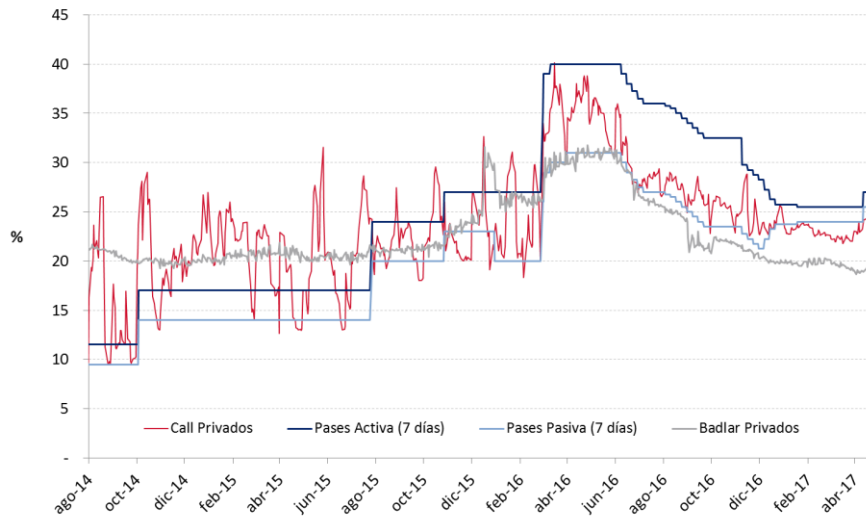
Fuente. Elaboración propia en base a BCRA con datos al 30-04-17

El promedio mensual al 30 de abril de la tasa de captación de fondos a nivel mayorista (BADLAR Bancos Privados) fue de 19,25%, disminuyendo 25 bps respecto al promedio del mes anterior. A nivel minorista, la tasa de encuesta realizada por el BCRA, en promedio, presentó una caída mensual de 24 bps, cerrando en 16,96%.

En el mercado interbancario, la tasa de Call en promedio aumentó 81 bps en relación al mes anterior, cerrando al 30 de abril en 23,84%.

Durante el mes bajo análisis, el BCRA aumentó la tasa activa y pasiva a 27,00% y 25,50% respectivamente.

**Figura 18 Tasas de corto plazo**



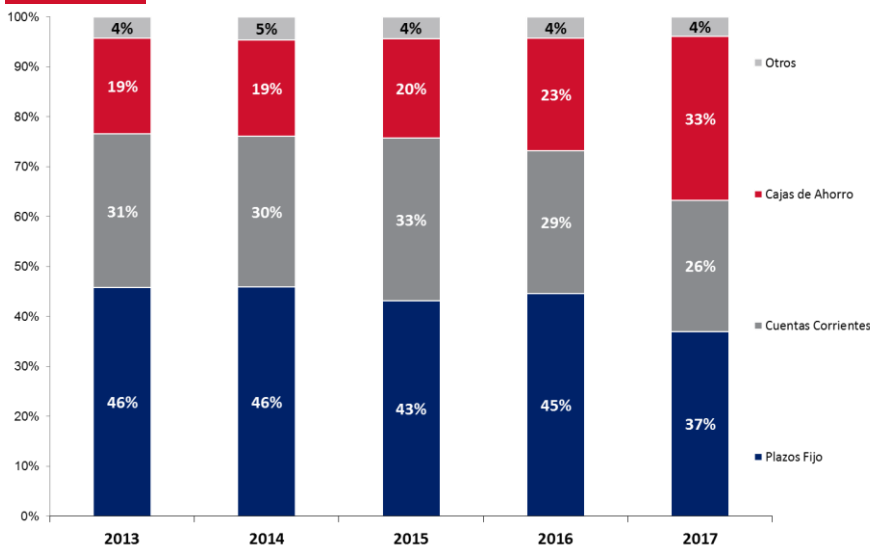
Fuente. Elaboración propia en base a BCRA con datos al 30-04-17

## 2. Depósitos

Al 30 de abril, los depósitos promedio del sistema financiero totalizaron AR\$ 2.150.719 M, que medidos contra el monto promedio del mes anterior, representan una disminución del 2,34%. En términos interanuales, la tasa de crecimiento de la captación de fondos ascendió a 48,2%.

Si se analizan los depósitos totales promedio por tipo de moneda, los nominados en pesos aumentaron un 0,14% con respecto al mes anterior y un 29,9% en forma interanual, alcanzando AR\$ 1.617.391 M.

**Figura 19 Composición de los Depósitos totales del Sistema Financiero**



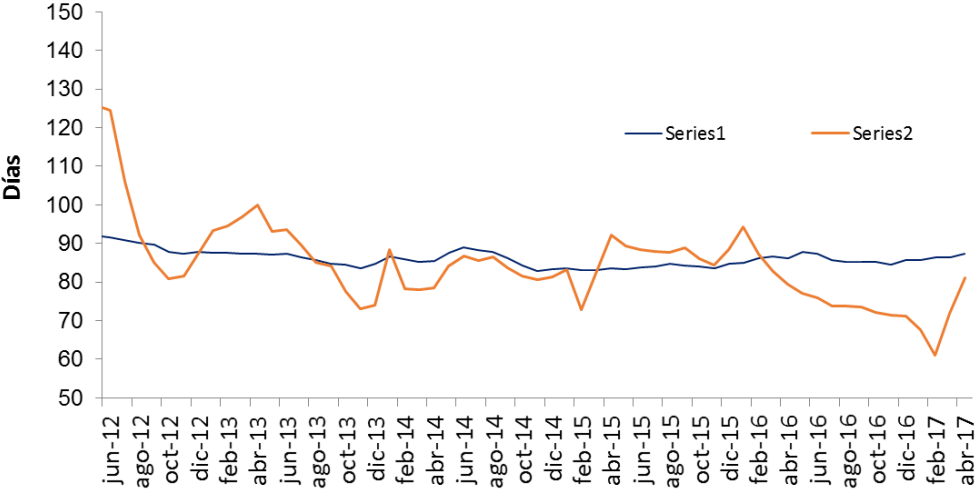
Fuente. Elaboración propia en base a BCRA con datos al 30-04-17

En cuanto a los nominados en dólares, los mismos disminuyeron 9,2% respecto al mes previo y aumentaron 119,2% en términos interanuales.

Los depósitos a Plazo Fijo en moneda nacional dentro del sector privado disminuyeron 0,2%, al igual que los en dólares los cuales tuvieron una caída del 1,6%. A su vez, las colocaciones mayoristas en ambas monedas (mayores a un millón de pesos), bajaron 1,9%.

Con respecto a los plazos de colocación dentro del sector privado, los mismos aumentaron con respecto a marzo a un promedio de 87 días.

**Figura 20 Plazos Fijos: evolución de los días promedio de colocación (jun-12 a abr-17)**



Fuente. Elaboración propia en base a BCRA con datos al 30-04-17

Considerando los saldos diarios informados al 30 de abril, los depósitos promedio del sector privado aumentaron 0,88% respecto del mes anterior, alcanzando AR\$ 1.519.295 M. Dentro de esta categoría, los depósitos realizados en Plazo Fijo, presentaron una caída del 0,5%, en comparación al promedio del mes precedente.

Los depósitos promedio del sector público cayeron un 9,3% respecto del mes anterior, alcanzando AR\$ 631.424 M de acuerdo a los datos disponibles al 30 de abril. Dentro de esta categoría, los depósitos realizados en Plazo Fijo disminuyeron un 2,0% en relación al promedio del mes anterior.

**Figura 21** Variación mensual de Depósitos Privado

	Sector Privado										
	Total	% s/ Dep.Tot.	Var. Mensuales			Var. Anuales			Total USD		
			C.C. + C.A.	P.F.	Total	C.C. + C.A.	P.F.	Total	Tot. en USD	Var. Mens.	% s/ Dep Tot.
<b>2016</b>											
Ene	1.038.199	74,6%	-2,6%	12,2%	4,2%	36,0%	61,9%	47,8%	11.088	16,3%	14,6%
Feb	1.067.390	75,2%	2,1%	3,1%	2,8%	36,8%	60,5%	47,9%	11.429	3,1%	15,9%
Mar	1.086.622	74,6%	2,1%	1,7%	1,8%	38,8%	54,2%	46,1%	11.893	4,1%	16,4%
Abr	1.083.155	74,6%	-0,2%	-0,8%	-0,3%	37,3%	44,7%	40,9%	11.928	0,3%	15,9%
May	1.083.468	73,3%	1,2%	-1,0%	0,0%	34,4%	38,3%	36,0%	11.874	-0,5%	15,6%
Jun	1.114.835	72,7%	3,5%	2,1%	2,9%	33,6%	36,4%	35,0%	11.953	0,7%	15,2%
Jul	1.171.636	73,5%	7,2%	3,2%	5,1%	35,9%	38,8%	37,4%	12.340	3,2%	15,8%
Ago	1.182.113	73,7%	-0,1%	1,8%	0,9%	36,2%	37,4%	36,9%	12.679	2,7%	16,0%
Sep	1.207.442	74,3%	2,9%	1,4%	2,1%	37,2%	35,9%	36,7%	13.090	3,2%	16,4%
Oct	1.251.041	72,8%	7,0%	0,1%	3,6%	42,2%	33,0%	37,9%	14.757	12,7%	18,0%
Nov	1.352.969	72,2%	15,0%	1,3%	8,1%	59,2%	31,2%	45,0%	19.194	30,1%	21,8%
Dic	1.440.925	72,7%	14,3%	-2,8%	6,5%	64,7%	23,9%	44,6%	21.650	12,8%	23,9%
<b>2017</b>											
Ene	1.481.825	75,3%	2,2%	4,6%	2,8%	72,7%	15,5%	42,7%	22.760	5,1%	24,5%
Feb	1.487.918	69,7%	-1,0%	2,2%	0,4%	67,5%	14,5%	39,4%	22.960	0,9%	24,1%
Mar	1.505.984	68,4%	1,3%	1,2%	1,2%	66,1%	13,9%	38,6%	23.430	2,0%	24,2%
Abr	1.519.295	70,6%	1,6%	-0,5%	0,9%	68,9%	14,3%	40,3%	24.215	3,4%	24,6%

Fuente. Elaboración propia en base a BCRA con datos al 30-04-17

**Figura 22** Variación mensual de Depósitos Público

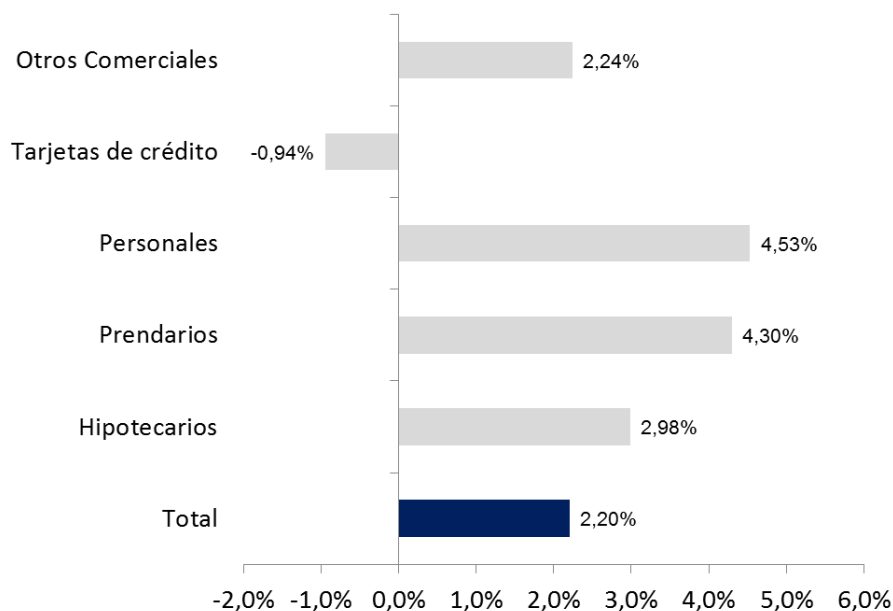
	Sector Público										
	Total	% s/ Dep.Tot.	Var. Mensuales			Var. Anuales			Total USD		
			C.C. + C.A.	P.F.	Total	C.C. + C.A.	P.F.	Total	Tot. en USD	Var. Mens.	% s/ Dep Tot.
<b>2016</b>											
Ene	353.177	25,4%	-10,9%	18,4%	-3,0%	27,3%	-2,2%	18,9%	1.630	23,2%	7,0%
Feb	351.794	24,8%	-3,7%	6,8%	-0,4%	28,4%	-24,3%	9,0%	1.683	3,2%	7,6%
Mar	369.451	25,4%	5,9%	7,4%	5,0%	24,3%	-7,5%	14,0%	2.017	19,9%	8,4%
Abr	368.486	25,4%	0,1%	-0,7%	-0,3%	19,7%	15,0%	18,7%	2.317	14,9%	9,2%
May	394.215	26,7%	9,2%	2,3%	7,0%	28,2%	26,1%	27,6%	2.460	6,2%	8,8%
Jun	418.965	27,3%	7,8%	2,8%	6,3%	30,3%	36,9%	32,5%	3.394	38,0%	11,4%
Jul	421.949	26,5%	0,9%	-0,4%	0,7%	27,1%	22,6%	26,9%	3.210	-5,4%	11,3%
Ago	422.502	26,3%	2,8%	-5,1%	0,1%	28,9%	9,4%	23,8%	3.178	-1,0%	11,2%
Sep	417.592	25,7%	-1,7%	0,5%	-1,2%	25,9%	10,1%	21,9%	2.914	-8,3%	10,5%
Oct	468.063	27,2%	15,3%	4,3%	12,1%	44,1%	13,0%	34,6%	5.150	76,7%	16,7%
Nov	520.742	27,8%	10,6%	9,8%	11,3%	53,1%	28,2%	46,8%	6.669	29,5%	20,9%
Dic	540.439	27,3%	-6,4%	-6,4%	3,8%	30,6%	44,6%	48,4%	2.880	-56,8%	17,5%
<b>2017</b>											
Ene	485.303	24,7%	-17,8%	7,3%	-10,2%	20,3%	31,1%	37,4%	2.599	-9,7%	18,9%
Feb	648.110	30,3%	35,1%	53,6%	33,5%	68,8%	88,4%	84,2%	8.688	234,3%	28,8%
Mar	696.298	31,6%	18,3%	-12,6%	7,4%	88,5%	53,3%	88,5%	10.956	26,1%	31,9%
Abr	631.424	29,4%	-13,5%	-2,0%	-9,3%	62,8%	51,3%	71,4%	7.013	-36,0%	25,3%

Fuente. Elaboración propia en base a BCRA con datos al 30-04-17

### 3. Préstamos

Al 30 de abril de 2017, la banca totalizaba una suma promedio de AR\$ 1.136.181 M destinados a préstamos al sector privado, registrando así un incremento mensual del 2,20%. En términos interanuales, los préstamos tuvieron un crecimiento del 34,74%.

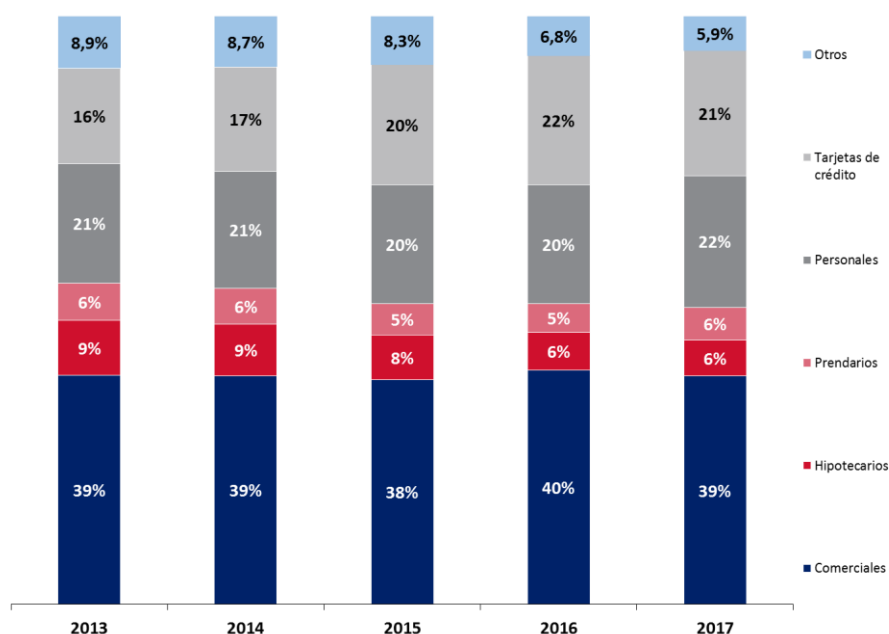
**Figura 23** Variación mensual de préstamos al sector privado – abril 2017



Fuente. Elaboración propia en base a BCRA con datos promedio al 30-04-17

Con relación a la evolución mensual por línea de préstamo, los créditos personales registraron un incremento del 4,53%, seguido por los créditos prendarios que presentaron una suba del 4,30%.

**Figura 24** Composición de los Préstamos al Sector Privado (Enero 2013 – Abril 2017)



Fuente. Elaboración propia en base a BCRA con datos promedio al 30-04-17

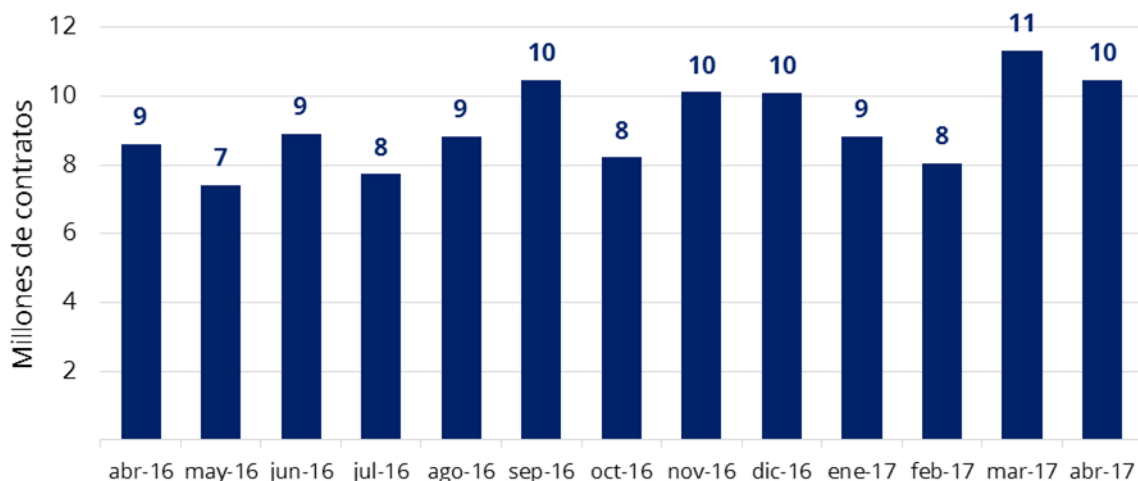


## Arbitraje de tasas de interés en el dólar ROFEX

Cuando el Banco Central (BCRA) toma la decisión de política monetaria de fijar tasas de interés reales positivas en la negociación de LEBACs, estos activos se vuelven más atractivos para todos los inversores. Sin embargo, no se debe descartar el efecto erosivo de la devaluación de la moneda en los rendimientos en pesos. Por lo tanto, muchos inversores pueden verse interesados en cubrir sus posiciones con compras a término de dólares, efectivamente dolarizando los rendimientos. De esta forma, una inversión en pesos a un mes en torno al 24,25% TNA finalmente rinde alrededor de 3% TNA en dólares. Este rendimiento es muy atractivo si consideramos el caso de un inversor de Treasuries norteamericanas, que por el mismo plazo no obtendría más de un 0,5% TNA. Incluso inversores locales podrían obtener un spread de casi 100bp contra una Letra del Tesoro en dólares (LETes) argentina, según la curva de la última licitación.

El instrumento más demandado para este tipo de operaciones es el contrato futuro de dólar ofrecido por el Rosario Forex Exchange (ROFEX), mercado que ocupa el número 25 en volumen operado en el mundo. En los últimos meses, el volumen negociado de futuros de dólar se consolidó en torno a los 10 millones de contratos mensuales, que representan coberturas para 10.000 millones de dólares (1.000 dólares por contrato).

**Figura 25** Volumen operado en futuros de dólar Abril-16 a Abril-17



Fuente. Elaboración propia en base a BCRA y ROFEX

Dada la relevancia de este mercado y la estrategia de inversión posibilitada por la política monetaria del BCRA, consideramos prudente entender las mecánicas que rigen el mercado de futuros. Por ello, vemos importante recordar la paridad de tasas de interés y su rol en la determinación de un tipo de cambio futuro.

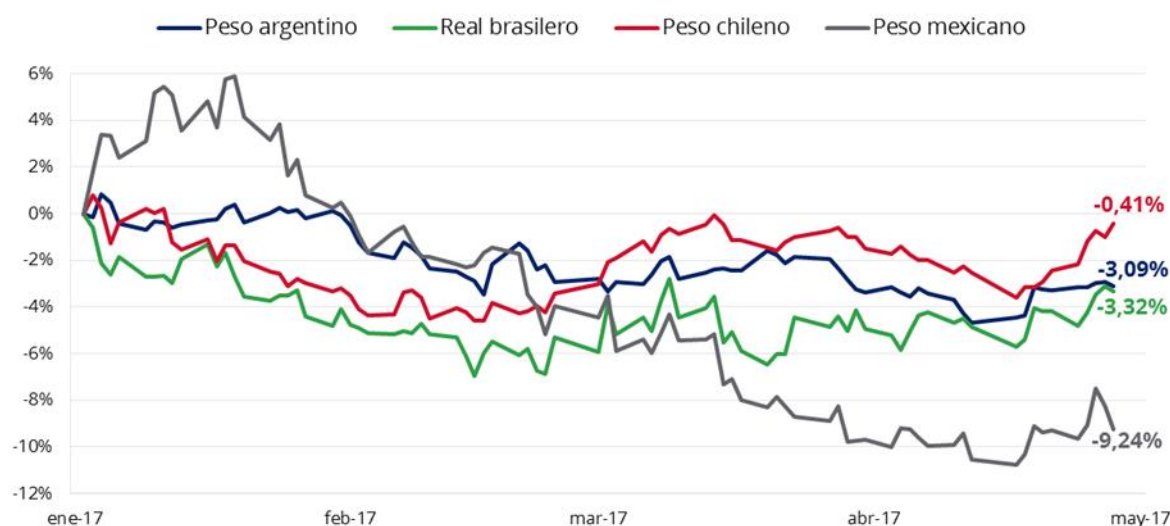
La paridad de tasas de interés (Interest Rate Parity – IRP, en inglés) plantea la relación entre los rendimientos libres de riesgo de distintos países y el tipo de cambio de sus monedas. Supongamos por un momento que no existen regulaciones al movimiento de capitales; si Argentina ostenta rendimientos libres de riesgo suficientemente generosos, un inversor extranjero o tenedor de dólares local podría adquirir pesos argentinos a un tipo de cambio spot 15,40 ARS/USD e invertirlos a una tasa 24,25% TNA. Finalizado

el plazo de la inversión, bastaría con que nuestro inversor cambie el resultado obtenido en pesos argentinos por dólares estadounidenses al tipo de cambio futuro 15,65 ARS/USD (ver figura 27). Suponiendo que comenzó la operación con 100 USD obtendríamos un resultado de 100,70 USD que, de ser superior al de invertir el dinero a una tasa libre de riesgo en dólares, resultará en una oportunidad de arbitraje para que más tenedores de dólares extranjeros y locales realicen operaciones de cambio y subsecuentes inversiones en nuestro país.

De este ejemplo se desprende que estas oportunidades de arbitraje nunca podrían existir sin algún tipo de restricción al movimiento de capitales, dado que eventualmente se corregirían con más y más inversores extranjeros inundando el mercado de moneda local con moneda extranjera. Es así que surge la condición de no arbitraje que rige las relaciones entre los rendimientos de dos países: debe existir un tipo de cambio futuro que iguale los rendimientos de inversiones en distinta moneda<sup>5</sup>.

Con la apertura hacia los mercados internacionales de capitales, Argentina no es ajena a esta condición de no arbitraje. Incluso el propio BCRA ha sabido tomar medidas oportunas a limitar el acceso de inversores extranjeros a las altas tasas reales de las LEBAC, como la emisión de series "internas" exclusivas para inversores locales. Dado que, siendo imposible para inversores extranjeros modificar instantáneamente la tasa de interés, podrían afectar el balance entre la oferta y demanda del mercado de cambios.

**Figura 26** **Apreciación acumulada en la región 2017**



Fuente. Elaboración propia en base a BCRA y ROFEX

Este fenómeno de exceso de oferta de dólares no es solo local: como vemos en la figura 26, varios países de la región están experimentando similar apreciación de moneda como el peso argentino. El carry trade no es solo un fenómeno local sino que este tipo de estrategias son muy sensibles al escenario macroeconómico global.

Como consideramos que existen ciertas señales para considerar que este efecto está jugando un rol en la determinación del tipo de cambio futuro, decidimos estimar la diferencia entre el valor de los contratos ROFEX y el tipo de cambio futuro que cumpliría la condición de no arbitraje de la paridad de tasas de interés.

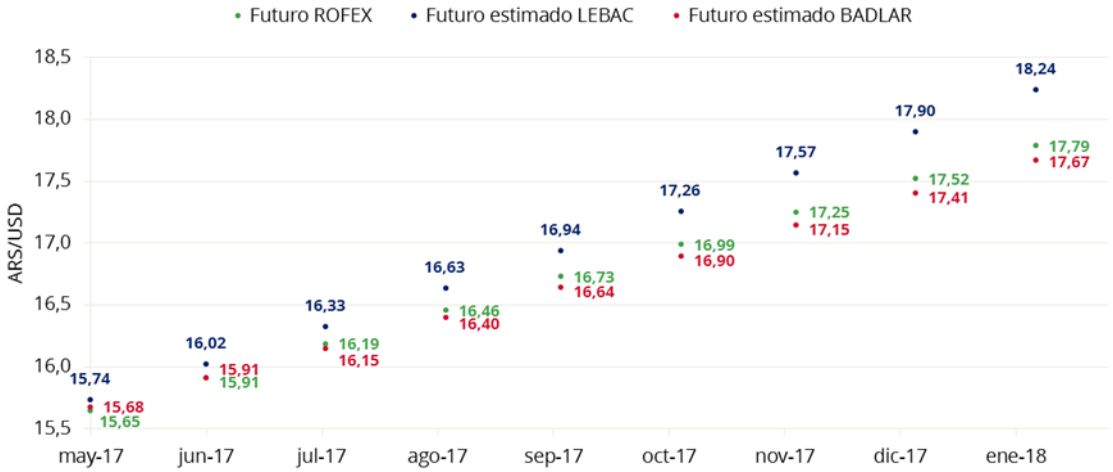
Para ello, tomamos el cierre de la negociación en el ROFEX6 del 28-abr, y lo comparamos contra el tipo de cambio que resulta del despeje del tipo de cambio futuro en la condición de no arbitraje de la paridad

<sup>5</sup> Formalmente, la condición de no arbitraje se define para igualar el rendimiento en moneda extranjera  $i_E$  a la tasa de devaluación implícita  $F_L/S_L$  y los rendimientos en moneda local  $i_L$ :  $(1 + i_E) = F_L/S_L * (1 + i_L)$ . De esta fórmula podemos despejar el tipo de cambio futuro de no arbitraje.

<sup>6</sup> Los datos ROFEX fueron consultados del Centro de Estadísticas de Mercado del ROFEX: <https://www.rofex.com.ar/cem/>

de tasas de interés. Como tasa libre de riesgo en moneda extranjera, tomamos la curva de Letras del Tesoro en dólares (LETES)<sup>7</sup> y para la tasa libre de riesgo argentina optamos por utilizar la LEBAC a 35 días correspondiente a la última licitación y la tasa BADLAR<sup>8</sup>. A continuación, en el figura 27, presentamos los resultados:

**Figura 27 Futuros ROFEX contra futuros estimados al 28-Abril**



Fuente. Elaboración propia en base a BCRA y ROFEX

Como verán, el tipo de cambio que resulta de estimar la condición de no arbitraje utilizando la tasa BADLAR del día (rojo) resulta en una relación muy buena: la diferencia entre el precio del cierre del futuro y su valor teórico es de 12 centavos en el peor de los casos. El cálculo teórico empleando la tasa LEBAC (azul) estima tipos de cambio de equilibrio con un spread creciente en la fecha de vencimiento, por lo que entenderíamos que los agentes del mercado emplean en promedio la tasa LEBAC a 35 días como rendimiento libre de riesgos en pesos.

Este resultado sugiere que un inversor extranjero o tenedor de dólares local, puede convertirlos a pesos argentinos, invertirlos a una tasa de LEBAC a 35 días para luego convertir el resultado de vuelta en dólares a un tipo de cambio pactado en un contrato del ROFEX. Dado que el tipo de cambio futuro en ROFEX está por debajo del tipo de cambio de equilibrio, nuestro inversor de dólares se está haciendo de dólares futuros "baratos". En la realidad, los costos de comisión y el capítulo fiscal pueden llevarse parte de esos retornos, pero esto no invalida la oportunidad del carry trade<sup>9</sup>.

Como siguiente ejercicio, decidimos realizar esta misma estimación para el rango de fechas desde comienzo de año. Nuestro objetivo es medir el spread entre el tipo de cambio ROFEX contra los tipos de cambio futuro estimados a fin de comprender la evolución de eventuales oportunidades de arbitraje:

7 Las tasas de LETES son publicadas por el Ministerio de Finanzas:  
<http://www.minfinanzas.gob.ar/prensa/>

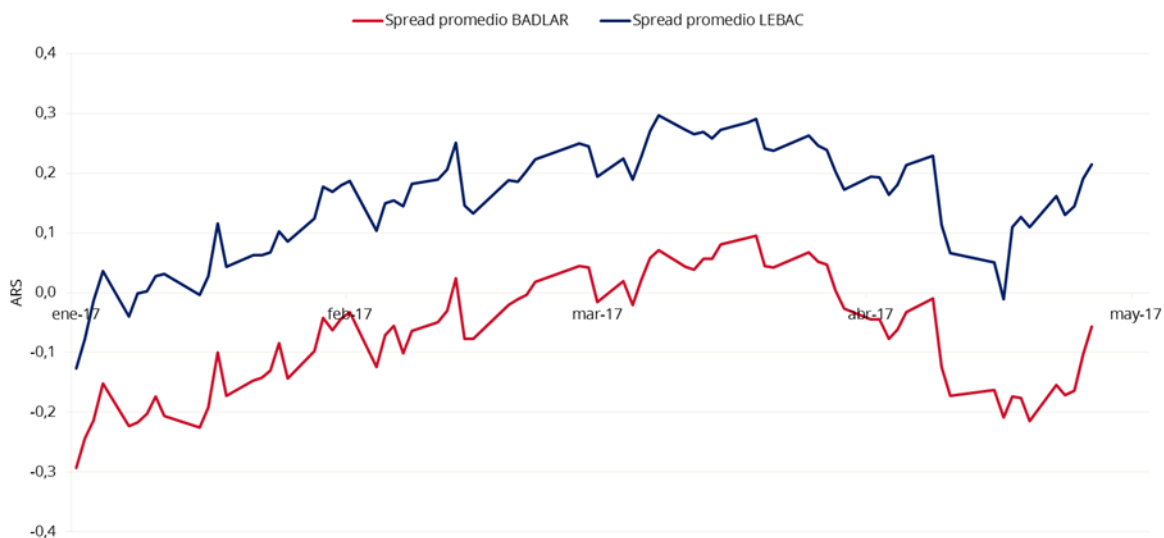
8 Tanto la tasa LEBAC como BADLAR es publicada por el BCRA en:  
<http://www.bcr.gov.ar/Estadisticas/EstadisSitiopublico/PreInicio.aspx>

9 Realizamos el ejercicio para la curva de tasas Treasury de EEUU y el nivel de posibilidades de arbitraje en LEBACs es todavía mayor. En síntesis, inversores extranjeros tienen un incentivo extra dado que su tasa en dólares es menor a la de una LETE. La curva de tasas de interés diarias es estimada por el propio U.S. Department of Treasury:  
<https://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/Pages/TextView.aspx?data=yield>



Figura 28

Spread futuro estimado contra futuro ROFEX Ene-17 a May-17



Fuente. Elaboración propia en base a BCRA y ROFEX

El figura 28 nos muestra que apenas comenzado el año el diferencial promedio del tipo de cambio futuro de equilibrio para una tasa LEBAC estaba más cerca del tipo de cambio futuro efectivamente negociado en ROFEX. Por lo tanto, la operación muestra ganancias desde mediados de ene-17 en adelante. Por otro lado, el spread del tipo de cambio futuro de equilibrio para una tasa BADLAR supo siempre contenerse entre los 2 centavos, hasta llegar a ser casi nulo para el final de período de estudio (como también muestra el figura 27).

También resulta interesante observar que las diferencias tienen signo negativo a partir de mediados de abril. Es decir, en las últimas dos a tres semanas, la oportunidad de arbitraje fue para los tenedores de pesos. Este fenómeno está parcialmente explicado por el movimiento alcista del tipo de cambio spot durante la segunda semana de abril.

En síntesis, logramos cuantificar la oportunidad de arbitraje para inversores que decidan buscar un retorno en dólares a un tipo de cambio futuro pactado con contratos ROFEX. Creemos que dicha oportunidad perdurará mientras la tasa de las LEBAC a 35 días permanezca elevada en relación a la tasa de las LETEs, lo cual podría extenderse dadas las últimas mediciones de inflación que ya acumulan 9% directo en el año (27% TNA). A su vez, el ajuste puede estar demorado producto de restricciones que existen a la suscripción de LEBACs por parte de extranjeros. La llegada de fondos extranjeros a la Argentina debería arbitrar esta relación hasta que finalmente dé retornos prácticamente nulos.



# 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](mailto:miguel.arrigoni@firstcfa.com)

(54-11) 5129-2030

**Daniel Zubillaga**

[daniel.zubillaga@firstcfa.com](mailto:daniel.zubillaga@firstcfa.com)

(54-11) 5129-2031

**Ignacio Lobo**

[ignacio.lobo@firstcfa.com](mailto:ignacio.lobo@firstcfa.com)

(54-11) 5129-2083

**Juan Tripier**

[juan.tripier@firstcfa.com](mailto:juan.tripier@firstcfa.com)

(54-11) 5129-2038

**Lucas Blanco**

[lucas.blanco@firstcfa.com](mailto:lucas.blanco@firstcfa.com)

(54-11) 5129-2066