



# FIRST

CORPORATE FINANCE ADVISORS

Número 120, Julio 2014

## > 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 julio de 2014.

En esta ocasión, les acercamos como “Especial del Mes” un análisis de las oportunidades del Mercado de Capitales en el contexto actual. Veremos que aun evidenciando crecimiento en los últimos años, nuestro mercado local tiene un gran camino por recorrer de acuerdo a la economía real del país y en comparación con los Mercados de Capitales de otros países de la región.

Hasta la próxima entrega...

**Miguel Ángel Arrigoni**  
Chairman & CEO



# Resumen Ejecutivo

- ✓ En julio se colocaron **14 series de fideicomisos financieros**, tres series menos que en el mes previo, en cuanto a cantidad. Las emisiones en pesos totalizaron **AR\$ 1.533 M<sup>1</sup>**, mientras que no se registraron emisiones dollar-linked.
- ✓ En lo que se refiere a **Obligaciones Negociables**, **17 fueron las compañías que emitieron**. Las emisiones en pesos totalizaron **AR\$ 2.800 M**, mientras que las emisiones en dollar-linked ascendieron a **USD 25 M**.
- ✓ Se negociaron **AR\$ 612 M** en el mercado de cheques de pago diferido, con una tasa promedio de **18,22%**.
- ✓ Se emitieron Letras en pesos por **AR\$ 53.787 M** y Letras en dólares por **USD 340 M**.
- ✓ **El promedio mensual de la tasa Badlar bancos privados** disminuyó respecto al mes pasado y alcanzó los **22,01%**.
- ✓ Al 31 de julio, **los depósitos promedio** del sistema bancario totalizaron **AR\$ 880.086 M**, lo que representa un incremento intermensual del **1,4%**.
- ✓ Al 31 de julio, el **stock promedio de préstamos privados** aumentó **1,1%** respecto al mes anterior, alcanzando **AR\$ 527.549 M**.

---

<sup>1</sup> La abreviatura M refiere a valores expresados en millones.

# Contenido

<b>Resumen Ejecutivo .....</b>	<b>2</b>
<b>Mercado de Capitales .....</b>	<b>4</b>
1. Fideicomisos Financieros .....	4
2. Acciones .....	6
3. Bonos Soberanos .....	7
4. Obligaciones Negociables .....	8
5. Lebac y Nobacs .....	10
6. Cheques De Pago Diferido .....	11
<b>Sistema Bancario .....</b>	<b>13</b>
1. Tasas De Interés.....	13
2. Depósitos .....	14
3. Préstamos.....	17
<b>Especial del Mes .....</b>	<b>18</b>
Las oportunidades del nuevo Mercado de Capitales .....	18
<b>Contactos.....</b>	<b>24</b>



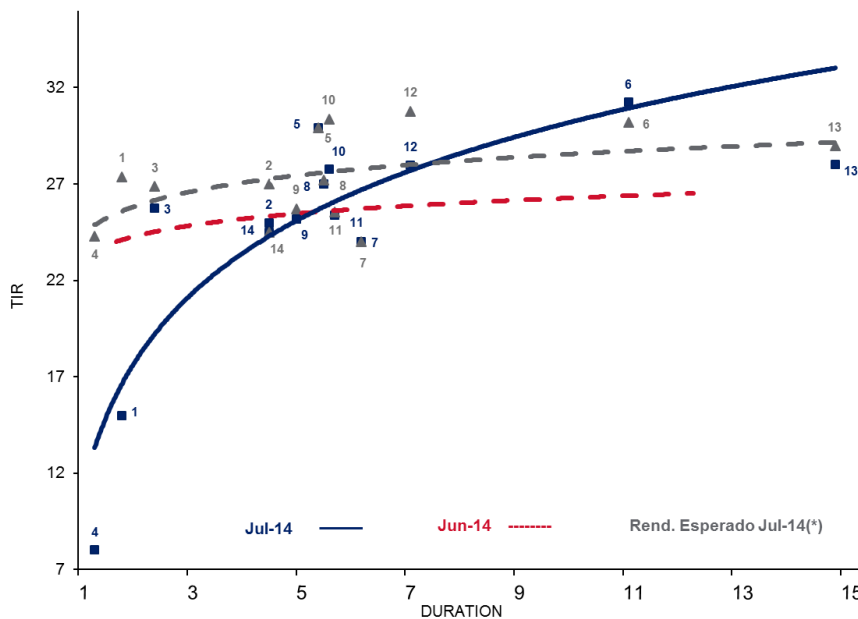
A continuación se expone nuestro relevamiento de julio con las novedades de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires y la Bolsa de Comercio de Rosario.

## 1. Fideicomisos Financieros

En el mes de julio se registraron 14 emisiones de fideicomisos financieros por un monto total de AR\$ 1.533 M. Dicho volumen representa una disminución del 19,5% en comparación con junio y del 25,7% respecto a julio 2013. Teniendo en cuenta la cantidad de emisiones, las 14 series emitidas en el período bajo análisis representan una disminución del 17,6% intermensual y del 36,4% interanual.

Durante julio, no se registraron emisiones de fideicomisos financieros vinculados a infraestructura. Por otra parte, todas las emisiones se efectuaron en moneda local.

**Figura 1** Curva de rendimientos de Títulos Senior de Fideicomisos Financieros en Pesos, no vinculados a infraestructura – Julio de 2014. (TIR calculada considerando cupón mínimo)



Fuente. Elaboración propia en base a BCBA y BCR.

(\*) 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 colocados en el mes promedió el 26,46% (TNA 23,70%)<sup>2</sup>, lo que representa un incremento en las tasas de 100 bps con respecto a las colocaciones efectuadas en junio 2014. Asimismo, el spread sobre la Tasa Badlar se ubicó en 1,69%, lo cual implica un incremento mensual de 188 bps.

<sup>2</sup> Las tasas de corte fueron calculadas al cupón mínimo.

Por otra parte, si se recalcula el rendimiento del título considerando la tasa de corte informada y la Tasa Badlar del día del corte, el “rendimiento esperado” para los bonos senior promedió 27,33% (TNA 24,41%). De este modo, el spread sobre la Tasa Badlar se ubicó en 239 bps.

Durante el mes de julio, todos los títulos senior fueron emitidos con cupón variable. Entre estos bonos, el 57% tuvo una duration inferior a los 5 meses, el 29% se ubicó en el rango de duration de 5 a 10 meses y el 14% restante presentó una duration superior a los 10 meses.

**Figura 2 Colocaciones de Fideicomisos Financieros – Julio de 2014.**

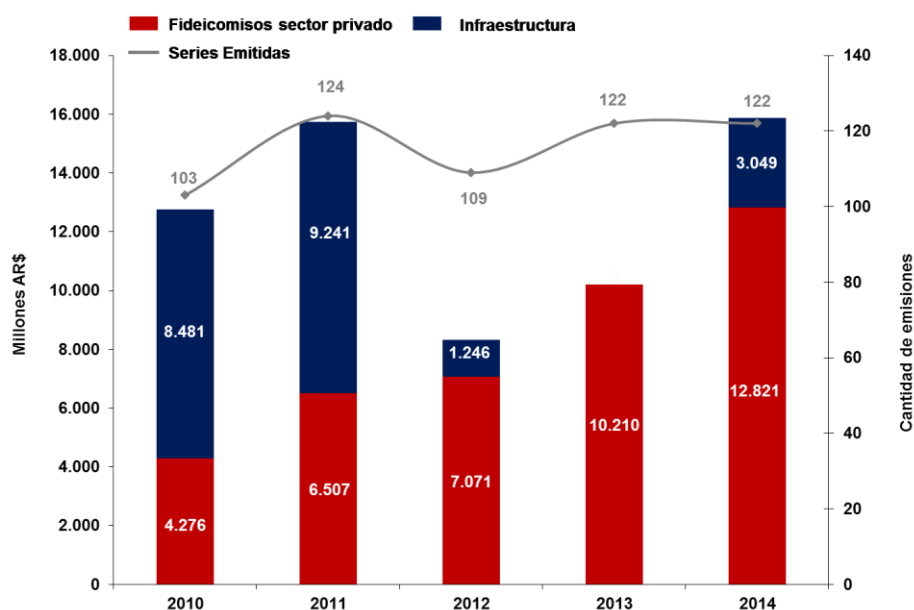
Ref	Fideicomiso	Fiduciante	Monto (ARS M)	Título Senior				
				Cupón	Tasa/Margen de Corte	Tasa Real (*)	Calif.	Dur
1	Prorural I	Prorural S.A.	9,65	B + 3,5 (24- 32)	14,98%	27,37%	A-2	1,3
2	Secubono 103	Carsa S.A.	125,71	B + 2 (25,5- 33)	24,98%	26,98%	AAA	4,0
3	Fava XXXI	Favacard S.A.	60,00	B + 2,5 (25- 32)	25,75%	26,87%	AAA	1,9
4	Speedagro I	Speedagro S.R.L.	37,18	B + 3 (23- 33)	8,00%	24,28%	A-2	0,8
5	Credipaz 10	Credi-Paz S.A.	48,80	B + 3 (26- 35)	29,90%	29,90%	A-1+	4,9
6	Supervielle Créditos 80	Banco Supervielle S.A.	250,00	B + Mg (15- 34)	31,24%	30,20%	Aaa	10,6
7	Credibel II	Cooperativa de vivienda, credito y consumo Credibel LTDA	51,17	B + 4 (28- 35)	24,00%	24,00%	A-1+	5,7
8	Tarjeta Shopping LXXIX	Tarshop S.A.	151,75	B + 2 (25- 33)	27,00%	27,20%	AAA	5,0
9	Megabono 119	Electrónica Megatone S.A.	140,95	B + 2 (24- 32)	25,20%	25,71%	AAA	4,5
10	Sucrédito XI	Valle Fértil S.A.	99,94	B + 3 (26- 34)	27,75%	30,38%	AAA	5,1
11	Banco Plano XXXV	Banco Plano S.A.	173,89	B + 2,5 (25- 32)	25,39%	25,54%	AAA	5,2
12	Centrocard XII	Centro Card S.A.	77,32	B + 4 (27- 34)	27,98%	30,78%	AA	6,6
13	Pla II	Pla S.A.	26,58	B + 3 (24- 32)	28,00%	28,97%	AA	14,4
14	Garbarino 104	Garbarino S.A.I.C. e I. - Compumundo	280,09	B + 2 (24,5- 32)	24,50%	24,50%	AAA	4,0
<b>TOTAL</b>			<b>1.533,0</b>					

Participación First como Asesor Financiero.  
(\*) Rendimiento Real calculado con tasa badlar del día de la colocación.

Fuente. Elaboración propia en base a BCBA y BCR

En la siguiente figura se representan las emisiones de fideicomisos financieros hasta el mes de julio inclusive, de los últimos cinco años.

**Figura 3 Evolución de Fideicomisos Financieros en pesos (excluyendo sintéticos) emitidos hasta el mes de julio. Período: 2010 - 2014.**



Fuente. Elaboración propia en base a BCBA y BCR.

## 2. Acciones

Durante el séptimo mes del año, el índice Merval registró una suba del 3,81%, ubicándose en los 8.187,99 puntos. Medido en dólares, el indicador registró un alza mensual del 2,80% y cerró el mes en 996,41 puntos.

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

Panel Líder Merval	Cotización	Var. % JUL	Var. % JUL-13 / JUL-14	PANEL LÍDER Merval	
Aluar	3,90	-4,65%	41,32%		
Petroleo Brasileiro	79,90	6,68%	44,80%		
Banco Macro	41,9	13,24%	244,52%		
Sociedad Comercial del Plata	1,05	0,96%	110,00%		
Edenor	7,2	15,38%	817,20%		
Siderar	3,71	1,64%	81,65%		
BBVA Francés	42,50	8,56%	290,42%		
Grupo Financiero Galicia	15,85	7,46%	257,78%		
Pampa Holding	4,06	3,31%	275,93%		
Petrobras Energía	6,62	1,53%	90,23%		
Telecom	44,50	-6,12%	73,78%		
Tenaris	215	-9,85%	18,96%		
YPF	353	6,37%	163,87%		

PANEL LÍDER Merval					
Mayor Alza de Acciones					
		Var. %			
		JUL	JUL-13/JUL-14		
Edenor		15,38%	817,20%		
Banco Macro		13,24%	244,52%		
BBVA Francés		8,56%	290,42%		
Grupo Financiero Galicia		7,46%	257,78%		

PANEL LÍDER Merval					
Baja de Acciones					
		Var. %			
		JUL	JUL-13/JUL-14		
Tenaris		-9,85%	18,96%		
Telecom		-6,12%	73,78%		
Aluar		-4,65%	41,32%		

Panel PYME					
Mayor Alza de Acciones					
		Var. %			
		JUL	JUL-13/JUL-14		
Ovoprot Internacional		1,57%	12,30%		

INDICES BURSATILES (en USD)					
		Cierre JUL	Var. % JUL		
Dow Jones		16.563,30	-1,56%	Nikkei	151,85
S&P 500		1.931,77	-1,45%	Bovespa	24.607,59
Nasdaq		4.369,77	-0,87%	Merval	996,41
FTSE		11.363,82	-1,51%	México	3.312,37

COMMODITIES (en USD)					
		Cierre JUL	Var. % JUL		
Petróleo (WTI)		98,23	-7,39%	Trigo	268,72
Oro onza Troy		1.282,71	-3,40%	Maíz	135,13
Plata		20,44	-2,99%	Soja	449,85
CRB		294,43	-4,47%	Azúcar	393,53

Fuente. Elaboración propia en base a IAMC

Durante mencionado mes, las acciones tuvieron resultados positivos, con 45 papeles en alza, 27 en baja y 2 sin cambio a lo largo de las 22 ruedas. En cuanto a las empresas del panel líder, 10 tuvieron resultados positivos mientras que las restantes 3 empresas que lo componen generaron rendimientos negativos. Las mayores alzas las registraron EDN con 15,38%, seguida por BMA, FRAN y GGAL con 13,24%, 8,56% y 7,46%, respectivamente.

El monto total operado durante julio en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires totalizó AR\$ 45.768 M, con un promedio diario de AR\$ 2.080 M; un 23,08% por debajo del monto promedio registrado en junio. Las negociaciones en acciones totalizaron AR\$ 3.670 M, con un promedio diario de AR\$ 166 M, un 11,78% por debajo de los valores registrados en el mes precedente.

En el plano internacional, las bolsas de la región tuvieron mayormente comportamientos positivos durante julio. El índice Bovespa, de la bolsa de Brasil, mostró una suba del 5,01% en moneda local, que medido en dólares representa un incremento del 2,52%. El Mexbol de la Bolsa de México registró una suba del 2,53%, que medido en dólares representa un 0,53%.

### 3. Bonos Soberanos

Respecto de los bonos en pesos indexados, en julio experimentaron performance mixtas, destacándose el Bocon 2016 con una variación negativa del 7,3% y el Par Pesos 2010, con una variación positiva del 5,9%.

En cuanto a los bonos en pesos, también presentaron comportamientos variados. Mientras que entre los que exhibieron variaciones positivas se destacó el BONAR 2019 con un aumento del 4%, entre los que vivenciaron comportamientos negativos sobresalió el Bocon Cons. 8°, con una variación del 5,4%.

Por otro lado, en lo que se refiere a las emisiones nominadas en dólares, la mayoría exhibieron un comportamiento positivo. En este caso, el más sobresaliente fue el Par USD NY 2010, con una variación positiva del 11,4%. Entre los que vivenciaron performance negativa se destacó el Par USD AR 2010, con una baja del 1%.

**Figura 5 BCBA – Bonos soberanos – Datos técnicos al 31-07-14**

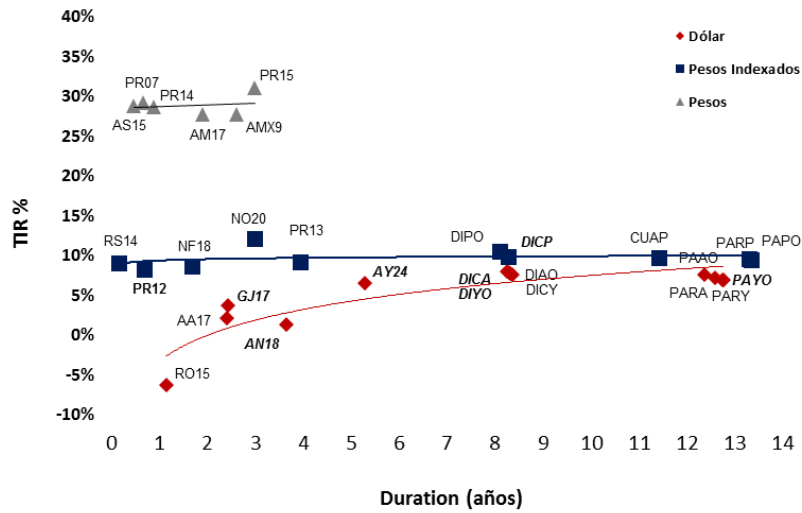
En PESOS							
Cód.	Descripción	Cierre 31-07-14	Paridad	TIR Anual	MD	Var.Precio	
						30d	YTD
<i>Pesos Indexados</i>							
RS14	Boden 2014	33.8	99.0%	9.2%	0.1	1.5%	-83.9%
PR12	Bocon 2016	57.5	95.9%	8.3%	0.7	-7.3%	-82.0%
NF18	Bogar 2018	154.0	89.6%	8.7%	1.7	-4.9%	-40.9%
NO20	Bogar 2020	194.2	74.0%	12.2%	3.0	-2.9%	-15.9%
PR13	Bocon 2024	247.0	74.7%	9.2%	3.9	1.6%	68.9%
DICP	Discount Pesos 2005	255.0	70.7%	9.9%	8.3	-3.4%	91.0%
PARP	Par Pesos 2005	89.0	31.4%	9.6%	13.3	-6.3%	97.8%
PAP0	Par Pesos 2010	90.0	31.7%	9.5%	13.3	5.9%	
DIP0	Discount Pesos 2010	242.8	67.3%	10.5%	8.1	0.0%	
CUAP	Cuasipar	159.0	40.4%	9.8%	11.4	2.6%	
<i>Pesos</i>							
AS15	BONAR 15	63.8	99.9%	28.9%	0.5	1.2%	-50.2%
PRO7	Bocon Prov. 4° en \$	13.3	84.2%	29.22%	0.65	-1.8%	
PR14	Bocon Cons. 7°	98.3	96.3%	28.71%	0.87	-3.9%	
PR15	Bocon Cons. 8°	154.0	86.1%	31.04%	2.99	-5.4%	
AM17	BONAR 2017	99.3	96.9%	27.7%	1.9	3.0%	
AMX9	BONAR 2019	100.4	96.8%	27.7%	2.6	4.0%	
En DOLARES							
Cód.	Descripción	Cierre 31-07-14	Paridad	TIR Anual	MD	Var.Precio	
						30d	YTD
RO15	Boden 2015	976.0	116.0%	-6.3%	1.1	-0.4%	26.2%
AA17	BONAR X	942.0	112.3%	2.2%	2.4	-0.3%	34.6%
AN18	BONAR 2018	1,100.0	131.7%	1.3%	3.7	0.0%	
AY24	BONAR 2024	958.0	114.1%	6.5%	5.3	0.0%	0.0%
DICY	Discount USD NY 2005	1,240.0	106.8%	7.6%	8.4	5.1%	72.2%
DICA	Discount USD AR 2005	1,220.0	105.1%	7.8%	8.3	3.0%	47.0%
PARY	Par USD NY 2005	538.0	64.9%	6.9%	12.8	8.5%	86.8%
PARA	Par USD AR 2005	515.0	62.1%	7.3%	12.6	3.0%	70.2%
PAA0	Par USD AR 2010	490.0	59.1%	8%	12.4	-1.0%	
PAY0	Par USD NY 2010	539.0	65.0%	6.9%	12.8	11.4%	
DIA0	Discount USD AR 2010	1,225.0	105.5%	7.8%	8.3	3.4%	
DIY0	Discount USD NY 2010	1,200.0	103.3%	8.0%	8.2	2.6%	
GJ17	Global 2017	943.0	113.0%	3.8%	2.4	1.4%	

Fuente: Elaboración propia en base a IAMC



**Figura 6**

**Comparativo evolución de la curva de rendimientos de títulos en moneda nacional, moneda nacional indexada y títulos en USD, para julio de 2014.**



Fuente. Elaboración propia en base a IAMC y MAE

## 4. Obligaciones Negociables

En julio, 17 compañías emitieron deuda en el mercado de capitales. En total se colocaron 25 series: dos ON Pyme y el resto bajo Régimen General. Entre éstas últimas, se registró la emisión de Medanito S.A. Clase Adicional 4, comprendida por el punto 35.8.1 Inciso k) de la Resolución N°37.163 de la Superintendencia de Seguros de la Nación. Asimismo, durante este período dos series se declararon desiertas.

Sin considerar las emisiones de YPF S.A., el monto colocado en pesos alcanzó un volumen de AR \$ 2.800 M. Dicho volumen representó el 285,3% del monto emitido en junio. Por otra parte, las emisiones dollar-linked totalizaron USD 25 M.

Con respecto al spread promedio sobre Tasa Badlar (tomando en cuenta los títulos que licitaron margen) el mismo se situó en 3,17%, lo cual representó un incremento intermensual de 55 bps.

Considerando todas las emisiones en pesos registradas en julio 2014, el promedio de la tasa real de corte se ubicó en 27,72% (TNA 24,72%), lo que significó una disminución de 115 bps con respecto a junio del mismo año.

**Figura 7 Obligaciones Negociables colocadas en julio de 2014**

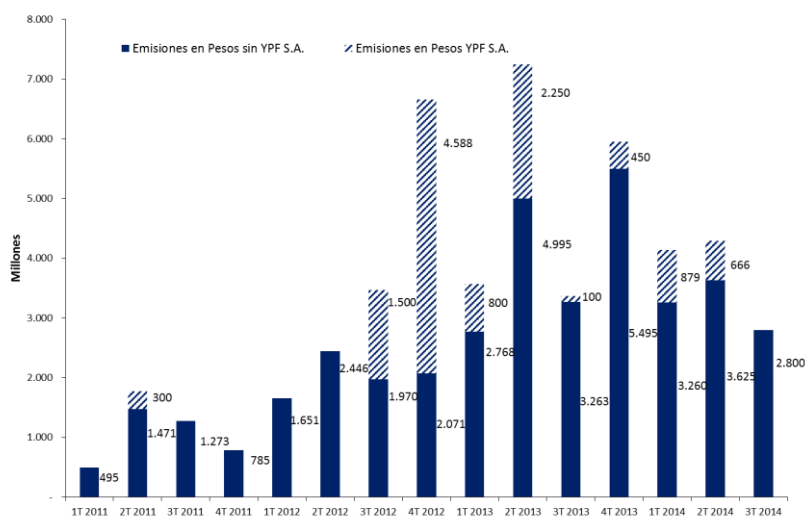
Empresa	Serie/Clase:	Monto (M)	MDA	Plazo	Dur	Tasa / Margen de Corte	Cupón	Tipo	Calif.
MSU S.A.	Serie III, Clase A	8,58	USD	36 meses	34,15	Tasa: 4,75%	Fija	ON	A
	Serie III, Clase B	Desierta	AR	18 meses	Desierta	Tasa: Desierta	B + Mg	ON	A
BANCO SAENZ S.A.	Serie V	100,00	AR	21 meses	14,22	Margen: 4,79%	B + Mg	ON	A
TARJETA NARANJA S.A.	Clase XXVI, Serie I	138,50	AR	12 meses	8,58	Margen: 2,60%	B + Mg	ON	A1+
	Clase XXVI, Serie II	161,50	AR	24 meses	19,65	Margen: 3,99%	B + Mg	ON	AA
ARCOR S.A.I.C.	Clase 6	184,45	AR	18 meses	15,78	Margen: 2,24%	B + Mg	ON	AA+ / Aa1
	Clase 7	315,55	AR	36 meses	26,45	Margen: 3,38%	B + Mg	ON	AA+ / Aa1
LABORATORIOS PRETTY S.A.	--	13,75	AR	36 meses	18,92	Margen: 6,00%	B + Mg	ON PYME	A-
BBVA BANCO FRANCÉS S.A.	Clase 10	233,75	AR	18 meses	15,77	Margen: 2,50%	B + Mg	ON	AA
	Clase 11	165,90	AR	36 meses	26,43	Margen: 3,75%	B + Mg	ON	AA
BANCO DE SERVICIOS Y TRANSACCIONES S.A.	Clase 8	139,44	AR	21 meses	15,57	Margen: 4,50%	B + Mg	ON	A / Baa3
COSAS NUESTRAS S.A.	Clase C	9,05	AR	30 meses	15,63	Margen: 4,10%	B + Mg	ON PYME	BBB
GPAT COMPAÑÍA FINANCIERA S.A.	Serie XVII/Clase A	64,44	AR	9 meses	8,55	Tasa: 28,00%	Fija	ON	Aa2
	Serie XVII/Clase B	185,56	AR	18 meses	15,73	Margen: 3,25%	B + Mg	ON	Aa2
METROGAS S.A.	Serie A-L	3,52	USD	42 meses	37,46	Tasa: 8,88%	Fija	ON	S/C
	Serie A-U	0,37	USD	42 meses	37,46	Tasa: 8,88%	Fija	ON	S/C
BENITO ROGGIO E HIJOS S.A.	Clase 2	50,00	AR	18 meses	15,67	Margen: 4,90%	B + Mg	ON	A
MEDANITO S.A.	Clase Adicional 3	Desierta	AR	18 meses	Desierta	Margen: 4,00%	B + Mg	ON	A+
	Clase Adicional 4	12,10	USD	36 meses	38,43	Tasa: 4,00%	Fijo	ON	A+
MILICIA S.A.	Serie II	30,00	AR	24 meses	16,70	Margen: 4,00%	B + Mg	ON	A-
BANCO HIPOTECARIO S.A.	Serie XX	45,24	AR	9 meses	8,52	Tasa: 25,50%	Fijo	ON	A1+
	Serie XXI	222,35	AR	18 meses	15,48	Margen: 2,75%	B + Mg	ON	AA
BANCO DE LA CIUDAD DE BUENOS AIRES	Clase III	214,50	AR	18 meses	15,72	Margen: 2,48%	B + Mg	ON	Baa1
	Clase IV	85,50	AR	36 meses	26,28	Margen: 3,60%	B + Mg	ON	Baa1
BANCO ITAÚ S.A.	Clase 13	190,40	AR	18 meses	15,83	Margen: 2,50%	B + Mg	ON	AA
TARJETAS CUYANAS S.A.	Clase XV	133,53	AR	12 meses	11,14	Margen: 2,40%	B + Mg	ON	A1
	Clase XVI	116,47	AR	24 meses	19,82	Margen: 3,40%	B + Mg	ON	AA-

Participación 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 primer trimestre del 2011, diferenciando las emisiones de YPF S.A. de las del resto de las emisoras.

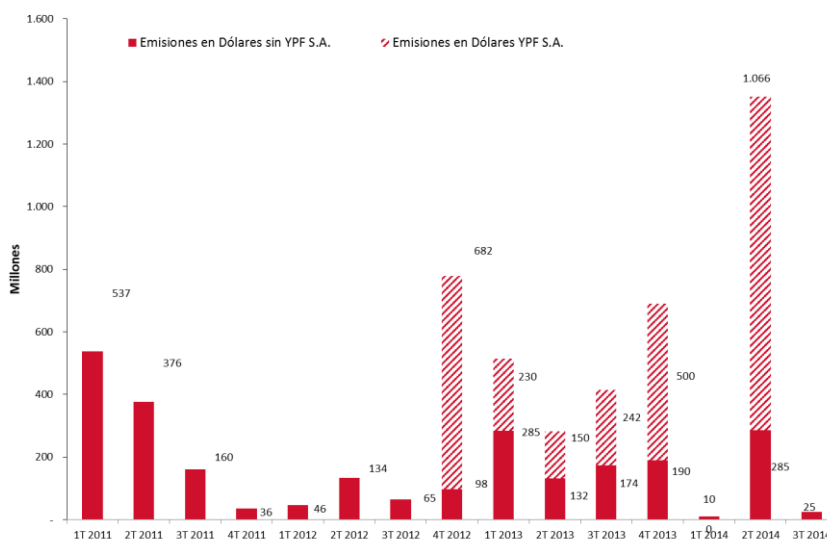
**Figura 8 A) Emisiones en Pesos de Obligaciones Negociables. Período: Enero 2011 – Julio 2014**



Fuente. Elaboración propia en base a BCBA y BCR.

**Figura 9**

**B) Emisiones de Obligaciones Negociables dollar-linked  
Período: Enero 2011 – Julio 2014.**



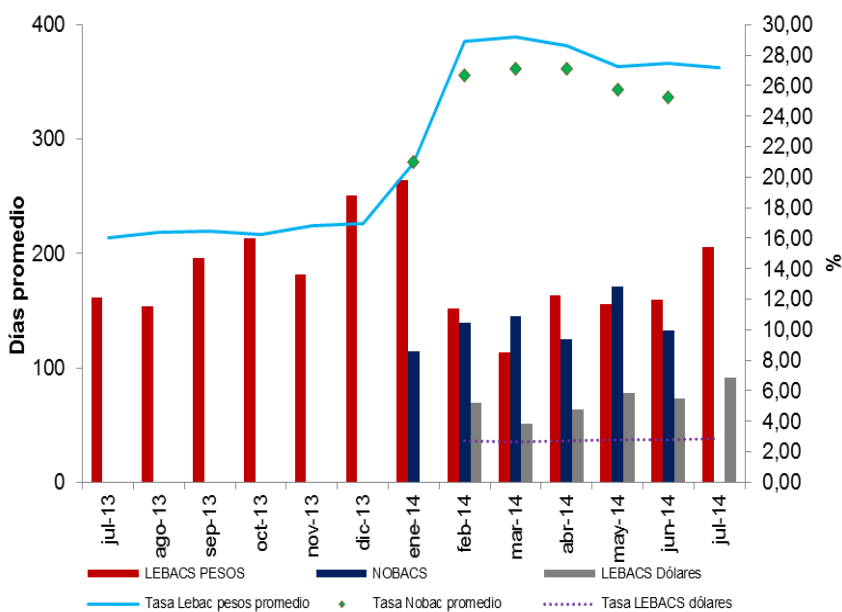
Fuente. Elaboración propia en base a BCBA y BCR.

## Lebacs y Nobacs

Durante el mes de julio, el Banco Central colocó Letras en pesos por AR\$ 53.787 M y Letras en dólares por USD 340 M.

**Figura 10**

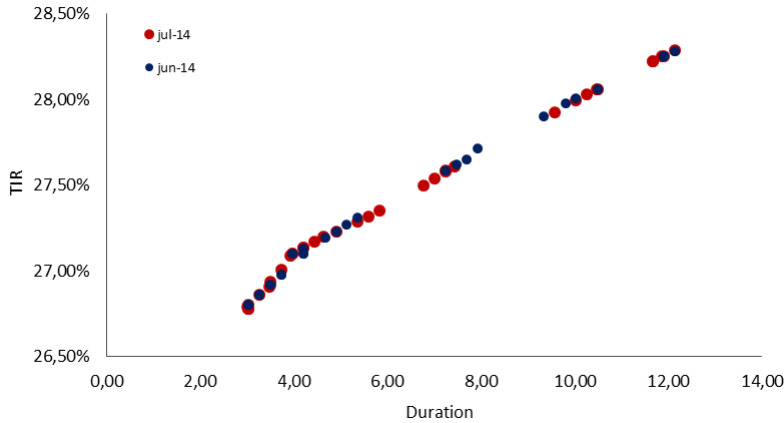
**Días y tasas promedio de las licitaciones Lebacs y Nobacs.  
Período: Jul-13 a Jul-14**



Fuente. Elaboración propia en base a BCRA

El plazo promedio de las colocaciones de Lebac en pesos fue de 184 días aproximadamente, mientras que la tasa promedio ponderada pagada en Lebac en pesos alcanzó el 27,17%. Asimismo, el plazo promedio de las colocaciones de Lebac en dólares ascendió a 147 días, aproximadamente, y la tasa promedio ponderada pagada en los mismos alcanzó el 2,88%.

**Figura 11** Curva de rendimientos de Lebac en pesos- Junio y Julio 2014

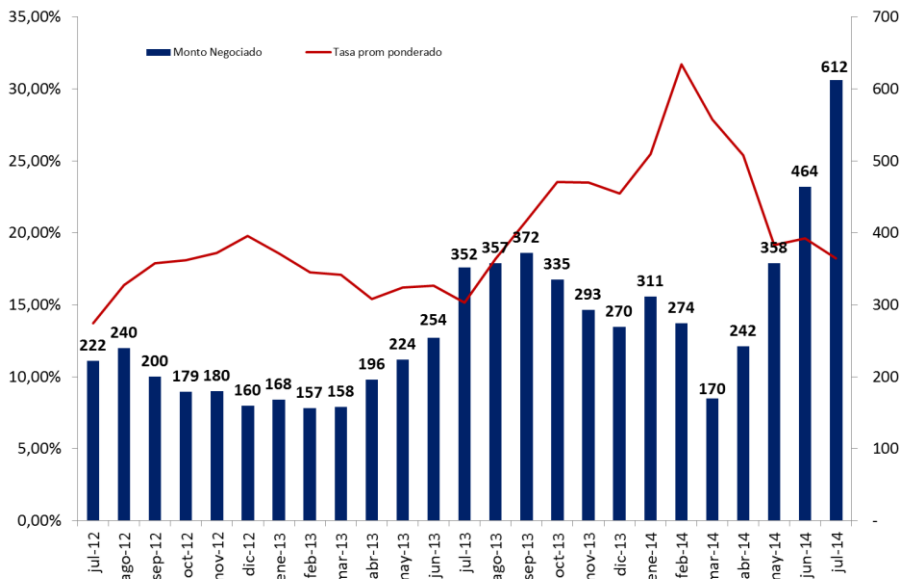


Fuente. Elaboración propia en base a BCRA

## 5. Cheques de Pago Diferido

En el mes de julio, se experimentó un nuevo máximo histórico al negociarse AR\$ 612 M en el mercado de cheques diferido. El volumen negociado representó un crecimiento mensual de 31,9% y un aumento de 74%, respecto a julio de 2013.

**Figura 12** Negociación Bursátil de Cheques de Pago Diferido



Fuente. Elaboración propia en base a BCBA

En total se negociaron 6.811 unidades, 15,4% más que el mes anterior. Asimismo, la proporción de CPD avalados fue de 98,53% y el plazo promedio del total negociado ascendió a 228 días.

La tasa promedio para los CPD avalados fue 18%, mientras que para los patrocinados fue de 33,2%.

Dentro de los cheques avalados, el 24% de las transacciones se concentraron en plazos de hasta 90 días, el 14%, entre 90 y 180 días y el 62% restante, en plazos mayores a los 180 días.

En cuanto a los patrocinados, las operaciones con plazos hasta 90 días abarcaron el 4,6% y el 95,4% se concentró en plazos mayores a 90 días.

La tasa de interés promedio ponderada de los cheques de pago diferido totales del mes de julio registró una disminución intermensual del 7%, alcanzando un valor de 18,22%.



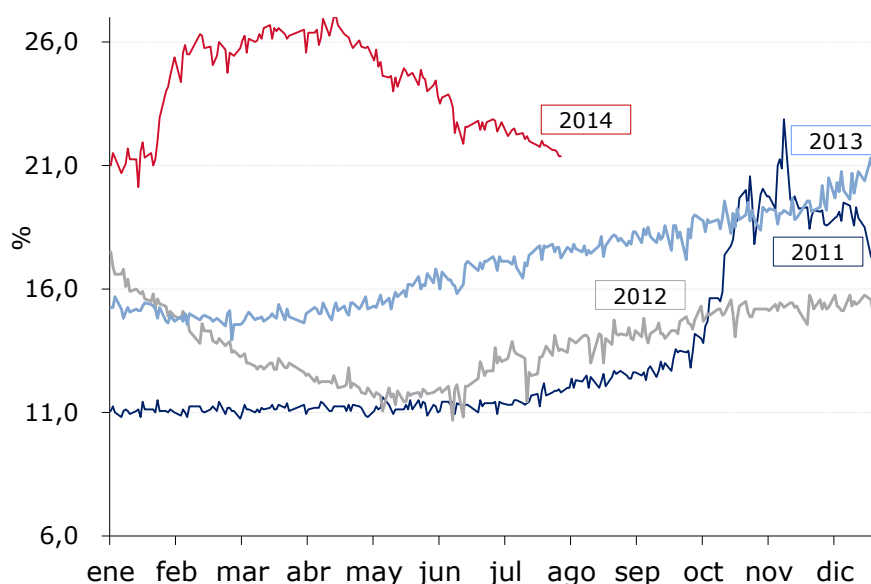
## 1. Tasas de Interés

Al 31 de julio, la tasa de interés promedio del mercado de Call disminuyó respecto al mes pasado, al igual que la Badlar Bancos Privados.

El promedio mensual al 31 de julio de la tasa de captación de fondos a nivel mayorista (BADLAR Bancos Privados) fue de 22,01%, disminuyendo 107 bps respecto al promedio del mes anterior. A nivel minorista, la tasa de encuesta realizada por el BCRA, también en promedio, presentó una disminución intermensual de 90 bps, cerrando en 20,65%.

En el mercado interbancario, la tasa de Call en promedio disminuyó 719 bps en relación al mes anterior, cerrando al 31 de julio en 13,45%.

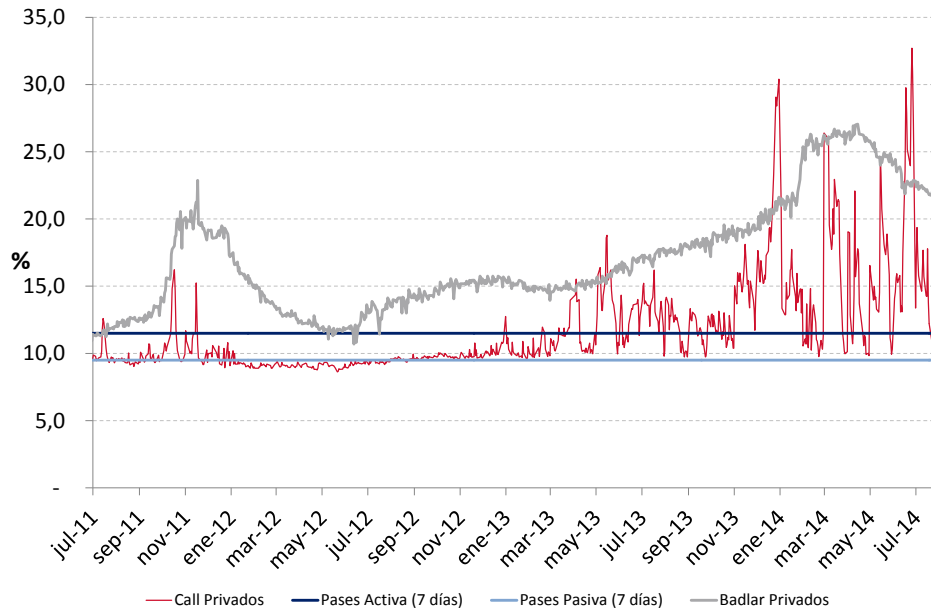
**Figura 13** Evolución tasa Badlar: evolución diaria comparativa 2011-2014



Fuente. Elaboración propia en base a BCRA con datos al 31-07-14

Durante el mes bajo análisis, el BCRA mantuvo las tasas de pases activas y pasivas en 11,50% y 9,50%, respectivamente.

**Figura 14 Tasas de corto plazo**

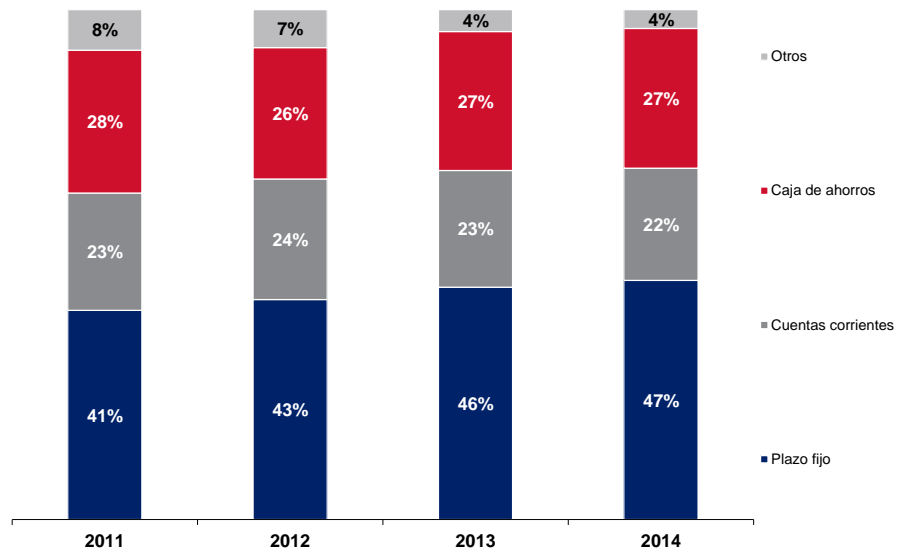


Fuente. Elaboración propia en base a BCRA con datos al 31-07-14

## 2. Depósitos

Al 31 de julio, los depósitos promedio del sistema financiero totalizaron AR\$ 880.086<sup>3</sup> M, que medidos contra el monto promedio del mes anterior, representan un incremento de 1,4%. En términos interanuales, la tasa de crecimiento de la captación de fondos ascendió a 24,3%.

**Figura 15 Composición de los Depósitos totales del Sistema Financiero**



Fuente. Elaboración propia en base a BCRA con datos al 31-07-14

<sup>3</sup> Incluye los depósitos en dólares según tipo de cambio de referencia del Banco Central.

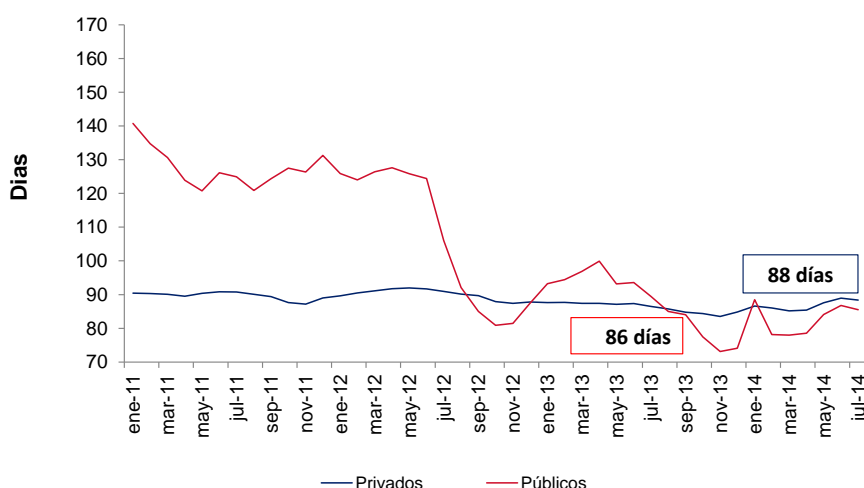
Si se analizan los depósitos totales promedio por tipo de moneda, los nominados en pesos se incrementaron en 1,6% con respecto al mes anterior y aumentaron 22,4% en forma interanual, alcanzando AR\$ 807.621 M.

En cuanto a los nominados en dólares, los mismos disminuyeron 0,5% respecto al mes previo y aumentaron 2,2% en términos interanuales.

Los depósitos a Plazo Fijo en moneda nacional dentro del sector privado disminuyeron 0,1%, mientras que en dólares tuvieron una variación mensual negativa del 1,5%. A su vez, las colocaciones mayoristas en ambas monedas (mayores a \$1 M), disminuyeron 1,8%.

Con respecto a los plazos de colocación dentro del sector privado, los mismos disminuyeron respecto a junio y alcanzaron un promedio de 88 días.

**Figura 16 Plazos Fijos: evolución de los días promedio de colocación (ene-11 a jul-14)**



Fuente. Elaboración propia en base a BCRA con datos al 31-07-14

Considerando los saldos diarios informados al 31 de julio, los depósitos promedio del sector privado aumentaron 2,4% respecto del mes anterior, alcanzando AR\$ 620.200 M. Dentro de esta categoría, los depósitos realizados en Plazo Fijo, presentaron una disminución de 0,2%, en comparación al promedio del mes precedente.

Los depósitos promedio del sector público disminuyeron 0,9% respecto del mes anterior, alcanzando AR\$ 259.886 M, de acuerdo a los datos disponibles al 31 de julio. Dentro de esta categoría, los depósitos realizados en Plazo Fijo disminuyeron un 2,3% en relación al promedio de junio.



**Figura 17 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.
<b>2012</b>											
Jul	363.643	66,0%	3,6%	1,0%	2,4%	17,1%	28,0%	22,1%	8.755	-9,2%	11,4%
Ago	369.866	65,7%	-0,3%	4,5%	1,7%	15,1%	29,9%	21,6%	8.438	-3,6%	11,0%
Sep	377.386	64,9%	0,8%	3,5%	2,0%	15,3%	32,3%	22,8%	8.197	-2,8%	10,7%
Oct	383.625	64,6%	0,7%	2,7%	1,7%	16,0%	33,7%	23,6%	8.073	-1,5%	10,5%
Nov	393.462	64,5%	2,4%	2,7%	2,6%	21,8%	34,2%	27,1%	7.898	-2,2%	10,1%
Dic	411.468	66,0%	7,1%	1,9%	4,6%	26,2%	37,0%	30,4%	7.850	-0,6%	9,7%
<b>2013</b>											
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%
<b>2014</b>											
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%

Fuente. Elaboración propia en base a BCRA con datos al 31-07-14

**Figura 18 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.
<b>2012</b>											
Jul	186.954	34,0%	8,4%	-5,2%	2,2%	32,0%	0,5%	15,6%	1.041	4,7%	2,6%
Ago	193.283	34,3%	0,4%	7,7%	3,4%	32,2%	5,2%	17,6%	957	-8,1%	2,4%
Sep	204.005	35,1%	-1,0%	13,2%	5,5%	36,9%	9,9%	21,4%	935	-2,3%	2,2%
Oct	209.805	35,4%	4,9%	1,0%	2,8%	39,6%	11,6%	23,5%	1.142	22,2%	2,6%
Nov	216.849	35,5%	9,1%	-2,8%	3,4%	57,8%	7,9%	29,3%	1.584	38,7%	3,6%
Dic	212.151	34,0%	3,9%	-9,5%	-2,2%	54,3%	10,9%	31,3%	1.676	5,8%	3,9%
<b>2013</b>											
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%
<b>2014</b>											
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%

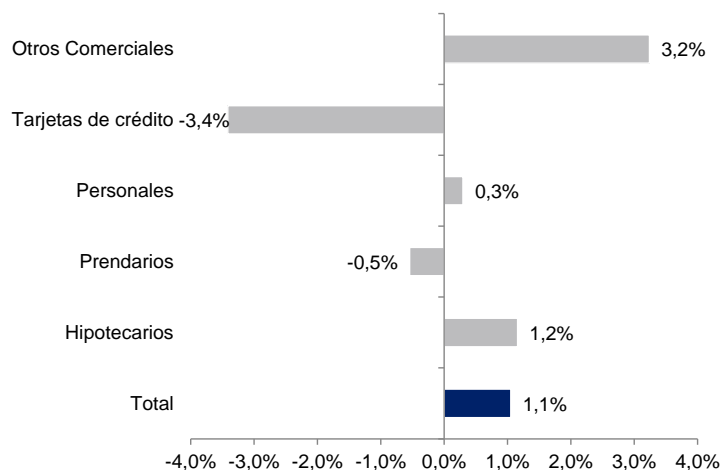
Fuente. Elaboración propia en base a BCRA con datos al 31-07-14

### 3. Préstamos

Al 31 de julio de 2014, la banca totalizaba una suma promedio de AR\$ 527.549 M destinados a préstamos al sector privado, registrando así un incremento mensual del 1,1%. En términos interanuales, los préstamos tuvieron un crecimiento del 23,4%.

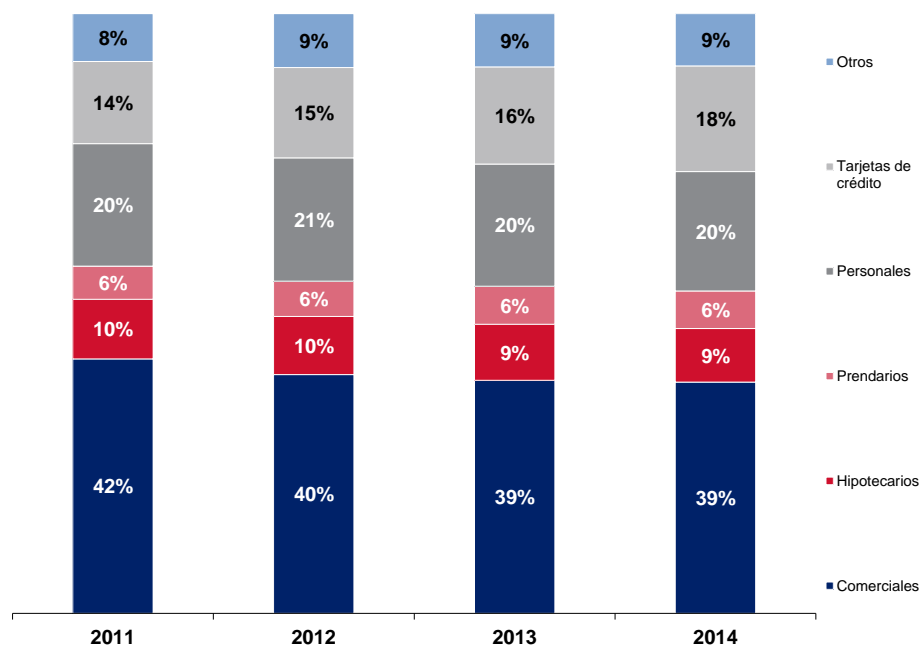
La siguiente figura muestra la evolución mensual por línea de préstamo. Aquellos que en promedio más crecieron, fueron los saldos en *Otros Comerciales* con un incremento del 3,2%, seguidos por los saldos en *Hipotecarios*, con un incremento del 1,2%.

**Figura 19** Evolución mensual de préstamos al sector privado - Julio 2014



Fuente. Elaboración propia en base a BCRA con datos promedio al 31-07-14

**Figura 20** Composición de los Préstamos al Sector Privado (enero 2011 – julio 2014)



Fuente. Elaboración propia en base a BCRA con datos promedio al 31-07-14



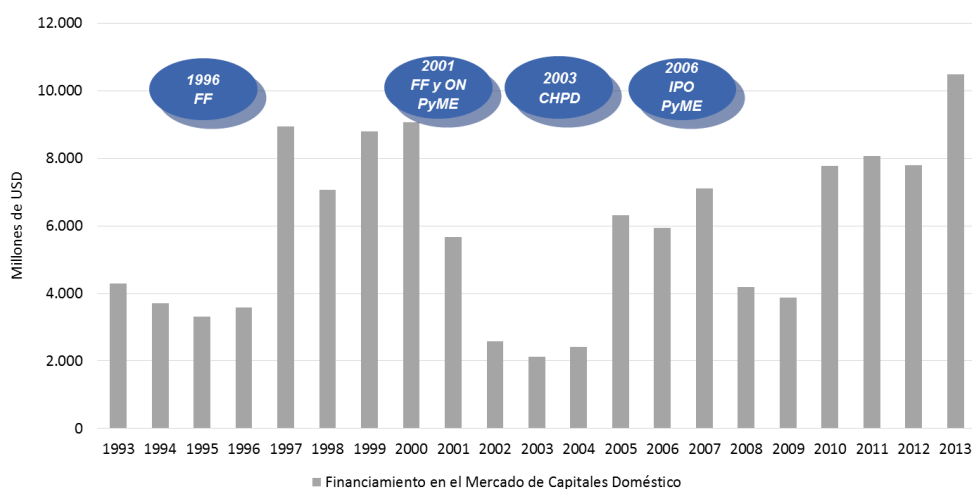
## Las oportunidades del nuevo Mercado de Capitales

Dentro del actual contexto en el que se encuentra inmerso el país, surgen interrogantes claves en lo que respecta al Mercado de Capitales local: ¿Falta profundidad? ¿Hay oportunidades?

### ¿Cómo se comportó el Mercado de Capitales en los últimos años?

En las últimas dos décadas, el financiamiento en el Mercado de Capitales argentino presentó una tendencia creciente, alcanzando en 2013 su máximo valor. Por su parte, las variaciones negativas más significativas coincidieron con los años posteriores a la crisis argentina de 2001 y la crisis internacional de las hipotecas subprime iniciada en 2007. Es importante destacar que aun en los periodos de crisis, en los cuales el acceso al crédito bancario se encontraba limitado, el mercado de capitales local no dejó de operar.

**Figura 21** Evolución del Mercado de Capitales en las últimas dos décadas



Fuente. Elaboración propia en base a IAMC, CNV, BCBA, Bloomberg

Entre 1993 y 2013, tuvieron lugar ciertos hitos que sirvieron como base para el desarrollo del mercado de capitales argentino. Entre los más importantes se destacan:

- **La sanción de la Ley N° 24.441**, en diciembre de 1994. Esta ley incorporó al derecho positivo la figura del fideicomiso en la Argentina, lo que permitió que en 1996 salga al mercado el primer fideicomiso financiero en el país.
- **Primera emisión de fideicomiso financiero y obligación negociable de una empresa pyme, 2001.**
- **La sanción del Decreto N° 386/03**, en julio de 2003. Este decreto introdujo a los Cheques de Pago Diferido (CHPD) como instrumento para que las PyMEs pudieran acceder a una fuente de financiamiento diferente de las existentes hasta ese momento.
- **Primera emisión de acciones de una empresa pyme, 2006.**

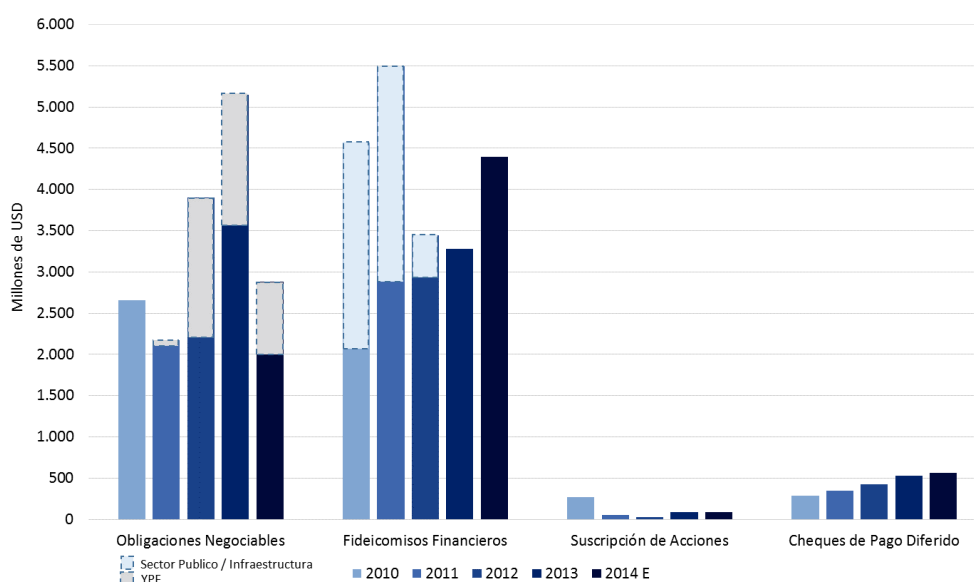
Si bien se dispone de una amplia variedad de instrumentos y el uso de los mismos se ha diversificado con el tiempo, los volúmenes comercializados en el mercado continúan siendo pequeños en relación a la economía real del país.

Asimismo, se observa una tendencia creciente en la utilización de obligaciones negociables (ON) y fideicomisos financieros (FF) como herramientas de financiamiento, las cuales son en general de corto/mediano plazo. Considerando en conjunto la emisión de ON y FF, se observa un claro incremento aun, depurando las emisiones del Sector Público e YPF.

Por otro lado, las emisiones de acciones, que constituyen el financiamiento de largo plazo, son muy escasas.

A continuación se exhiben los volúmenes emitidos por tipo de instrumentos, en los últimos cinco años.

**Figura 22 Evolución de las emisiones realizadas, por tipo de instrumento (2010- 2014)**



Fuente. IAMC

En lo que respecta al total de fiduciantes/emisores, en los últimos 20 años ingresaron al mercado más de 100 compañías, alcanzando en el año 2013, 270 empresas.

**Figura 23 Evolución de las compañías emisoras/fiduciantes (no se incluye CHPD)**



Fuente. Elaboración propia en base a IAMC, CNV, BCBA, Bloomberg

Cabe señalar la gran variación que existe en la participación por tipo de instrumento a través del tiempo. Mientras que en 1993, las compañías emisoras de acciones representaban aproximadamente el 79%, en 2013 significaron el 36%.

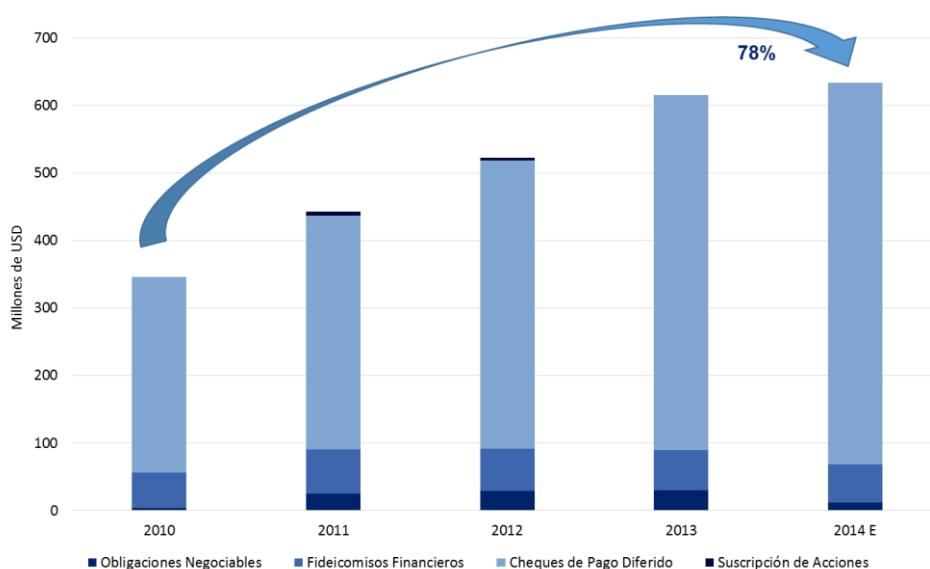
Asimismo en 2013, las emisoras de obligaciones negociables representaron el 30% y las compañías fiduciarias de fideicomisos financieros el 34% del total. Sin embargo, esta evolución no ha sido casual, sino que fue motivada por la incorporación de distintas regulaciones en el mercado.

### ¿Cómo es el mercado de las PyMES?

Las emisiones PyME han vivido un gran crecimiento en los últimos años. En particular, el financiamiento a PyMES a través de la operatoria de negociación de cheques de pago diferido que ha crecido un 78% entre 2010 y 2013, representando un incremento de aproximadamente un 20% anual considerando los valores en dólares.

Pareciera que los datos de los últimos años contradicen el mito respecto al Mercado de Capitales y las grandes empresas, ya que empresas PyMES pueden financiarse actualmente a tasas similares que compañías de gran envergadura.

**Figura 24 Evolución de las emisiones realizadas por PyMES (2010- 2014)**



Fuente: IAMC

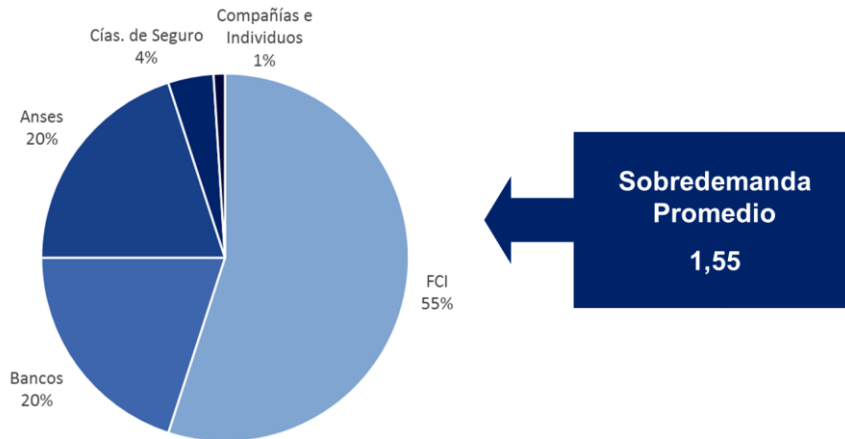
### ¿Existe interés en invertir en el Mercado de Capitales?

Se registra un creciente interés en la participación de inversores en el mercado de capitales. Esto, conjuntamente con la liquidez que existe en el mercado, se refleja en el exceso de demanda por los distintos instrumentos.

Incluso en periodos de stress, como en el año 2002 y 2008, existió una sobredemanda considerable por los instrumentos financieros en Argentina.

En lo que ha transcurrido del año 2014, la sobredemanda promedio por bonos senior de los fideicomisos financieros se estima en 1,55.

**Figura 25 Adjudicación promedio bonos senior de los fideicomisos financieros durante 2014**



Fuente: Elaboración propia en base a colocaciones del mercado

### ¿Cuáles son las tasas en el Mercado de Capitales?

Actualmente, las tasas ofrecidas en el Mercado de Capitales son muy competitivas, tanto desde el punto de vista del emisor como del inversor.

Debido a la fuerte expansión monetaria, hay un exceso de liquidez que se traduce en una fuerte demanda de productos. Hoy el costo de financiamiento que se obtiene en el Mercado de Capitales está por debajo de la tasa Badlar Bancos Privados, e incluso por debajo del costo de fondeo del mismo Banco Central a través de su licitación semanal de Lebac.

Esta situación de baja tasas de interés, que en algunos casos llegan a valores de tasas reales negativas, es una excelente oportunidad para que las empresas se financien a través del Mercado de Capitales.

**Figura 26 Tasas promedio del 2014**

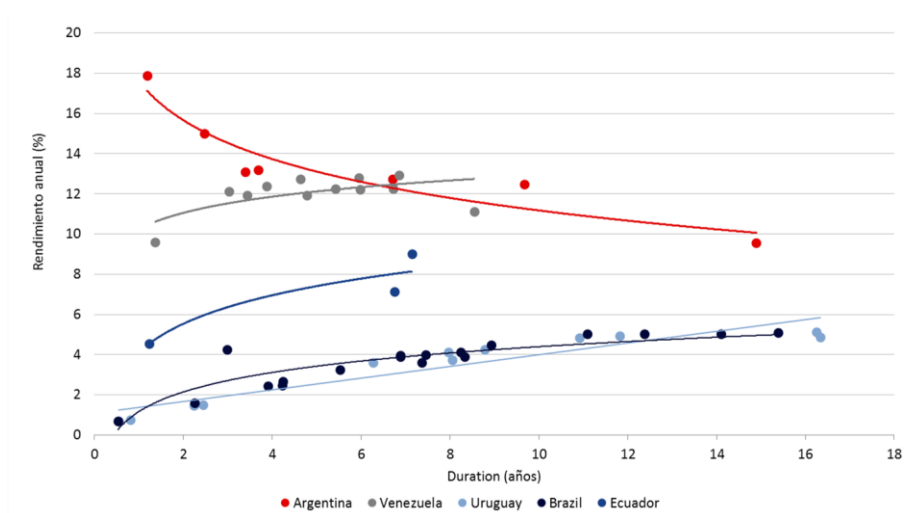


Fuente. Elaboración propia en base a BCRA y BCBA

## ¿Cómo son los rendimientos de los bonos argentinos respecto a la región?

Argentina, a diferencia de sus pares Latinoamericanos, posee una curva de rendimientos para sus bonos soberanos en dólares invertida, lo que muestra el alto riesgo que el mercado espera para el país en el corto plazo. Además, Argentina presenta tasas superiores a las del resto de la región.

**Figura 27** Curva de rendimientos de bonos en la región

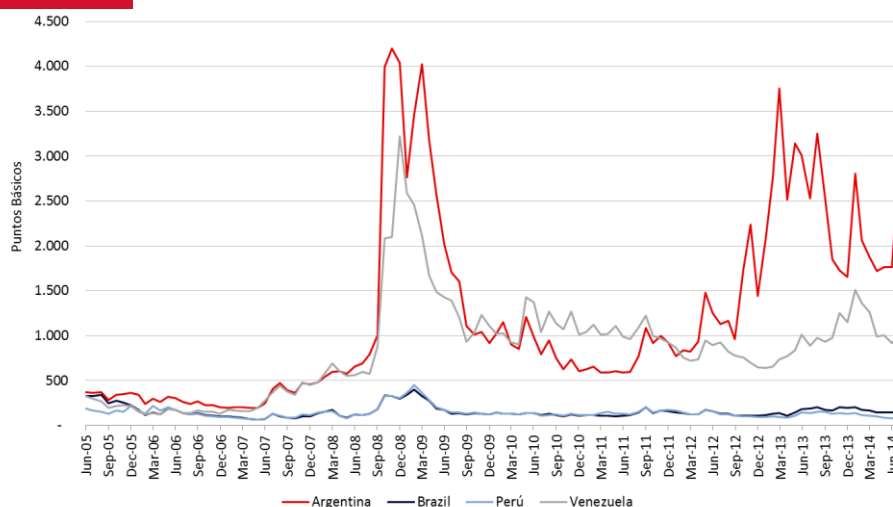


Fuente. Elaboración propia en base a Bloomberg

## ¿Hay posibilidad de corrección?

Al analizar la evolución de los credit default swaps, que reflejan el costo de cobertura ante un default, se observa que durante el período 2005 – 2006, Argentina poseía un nivel de riesgo muy similar a países como Perú y Brasil. Sin embargo luego, debido a una serie de factores internos, el nivel de riesgo de Argentina se separó del resto de los países de la región.

**Figura 28** Evolución Credit Default Swaps a 5 años



Fuente. Elaboración propia en base a Bloomberg

Es de esperar que una vez que se llegue a una solución sobre el actual conflicto que mantiene Argentina con los holdouts, el país tendrá una ventana abierta para que las

empresas puedan conseguir fondos incluso a un costo menor al que se encuentra actualmente en el Mercado de Capitales.

## Conclusiones

Si bien en las últimas dos décadas el Mercado de Capitales local presentó una tendencia creciente tanto en volumen, cantidad de instrumentos y participantes, su tamaño es muy acotado con relación a la economía real del país y en comparación con los Mercados de Capitales de otros países de la región.

Aun así, se trata de un mercado que ha demostrado estabilidad en momentos de crisis, y mejores tasas de interés en comparación al financiamiento bancario.

Algunos de los aspectos a desarrollar para lograr una mayor profundidad del Mercado de Capitales son:

- Desarrollo de condiciones para la emisión de instrumentos a largo plazo,
- Revisión de los incentivos fiscales, y
- Redefinición de la legislación para inversión extranjera.





# 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

**Juliana Rojido**

[juliana.rojido@firstcfa.com](mailto:juliana.rojido@firstcfa.com)

(54-11) 5129-2003