



Universidad de
San Andrés

Universidad de San Andrés
Escuela de Administración y Negocios
Magister en Finanzas

Trabajo Final de Graduación
Valuación de BBVA Argentina

Autor: Emiliano López Orioabala

DNI: 38.795.350

Tutor: Federico Filgueira

Ciudad Autónoma de Buenos Aires, 17 de diciembre de 2022

1. Introducción	4
2. Metodología de valuación	7
3. Sistema financiero	8
3.1. Internacional.....	8
3.2. Argentino	10
4. Banco BBVA	21
5. Competidores	29
6. Proyecciones	33
6.1. Variables macroeconómicas	33
6.1.1. Inflación	33
6.1.2. PBI	34
6.1.3. Tipo de Cambio	36
6.1.4. Tasas	37
6.2. Estados contables.....	39
6.2.1. Activo	39
6.2.2. Pasivo	48
6.2.3. Patrimonio neto.....	52
6.3. Estados de resultados.....	52
6.3.1. Ingresos financieros.....	52
6.3.2. Egresos financieros	55
6.3.3. Cargos por incobrabilidad.....	56

6.3.4. Comisiones netas por servicios	57
6.3.5. Gastos de administración	58
6.3.6. Otros resultados	58
6.3.7. Impuesto a las ganancias	59
6.4 Cierre de balance	59
7. Tasa de descuento	61
8. Determinación del flujo de fondos	64
8.1. Procedimiento para su desarrollo.....	64
8.2. Flujo de fondos obtenidos	66
9. Valor terminal.....	67
10. Valuación por flujo de fondos descontados	69
11. Valuación por Comparables	71
11.1. Determinación de valor a través de múltiplos	71
11.2. Resultados por comparables.....	72
12. Conclusiones	74
13. Bibliografía.....	75
14. Anexo.....	77
15. Glosario	78

1. Introducción

El objetivo del presente trabajo consiste en la valuación del paquete accionario del banco BBVA Argentina al 31 de diciembre de 2021. Con este propósito se buscará analizar si la acción se encuentra subvalorada o sobrevalorada respecto a la estimación realizada.

Para lograr esta valuación se utilizará la metodología de descuento de flujos de fondos, más precisamente el modelo FCFE. Adicionalmente, se realizará una contrastación a través del método de valoración por múltiplos.

Se decidió valorar una empresa argentina, ya que se ve oportunidad en el país a pesar de que acumule una recesión de más de 3 años. Este contexto, genera cierto desafío para la evaluación de proyecciones futuras dada la incertidumbre que afecta a la economía local. Por esta razón, se analizarán determinadas variables para así evaluar su impacto sobre la valuación de la firma:

- PBI
- Inflación
- Tipo de Cambio Oficial
- Tipo de cambio MEP y CCL
- Tasas de interés

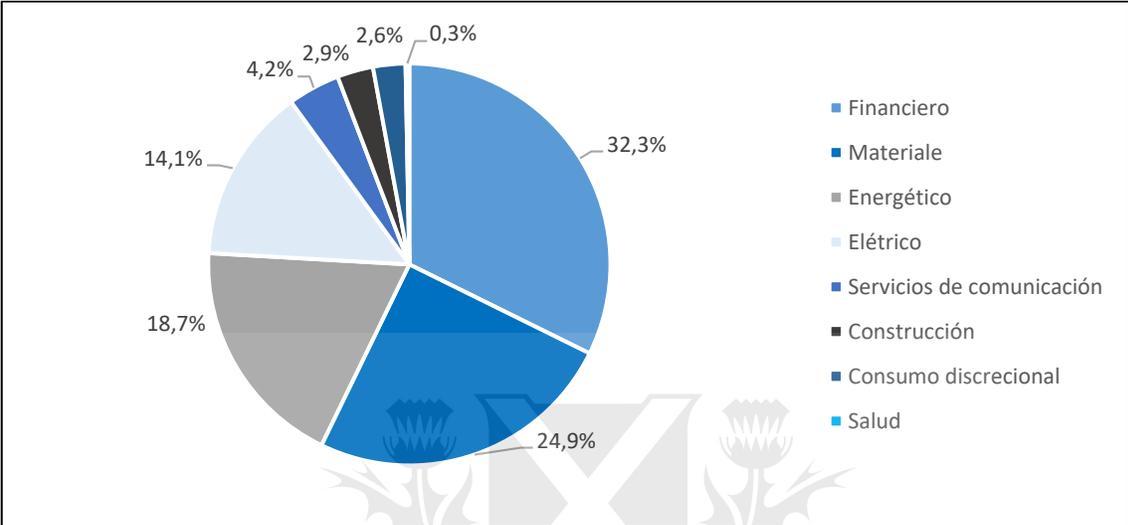
Por su parte, se seleccionó a la industria financiera ya que en Argentina es de gran complejidad valorar dicho sector dados los cambios de regulaciones que se establecen. Esto lleva a que las entidades financieras se vean fuertemente afectadas por el escenario local y por las implicancias que puedan tener las políticas del país.

El beta de las acciones bancarias con respecto al índice S&P Merval ronda el 1,3 según datos del IAMC. Luego de ver valores de capitalización bursátil similares a los del 2008, se tendió a analizar el valor real de dicho banco ya que, una mejora en el índice, debería inclinarse a un impacto mayor en las entidades bancarias por su sensibilidad.

El sector bancario, dentro del Merval, es uno de los sectores que más volumen operado registra, con un 30,3% en relación al total de las acciones negociadas según el IAMC. En

el siguiente gráfico se puede ver la participación que posee cada industria dentro del índice S&P Merval:

Gráfico 1: Índice S&P Merval – Porcentajes por industria

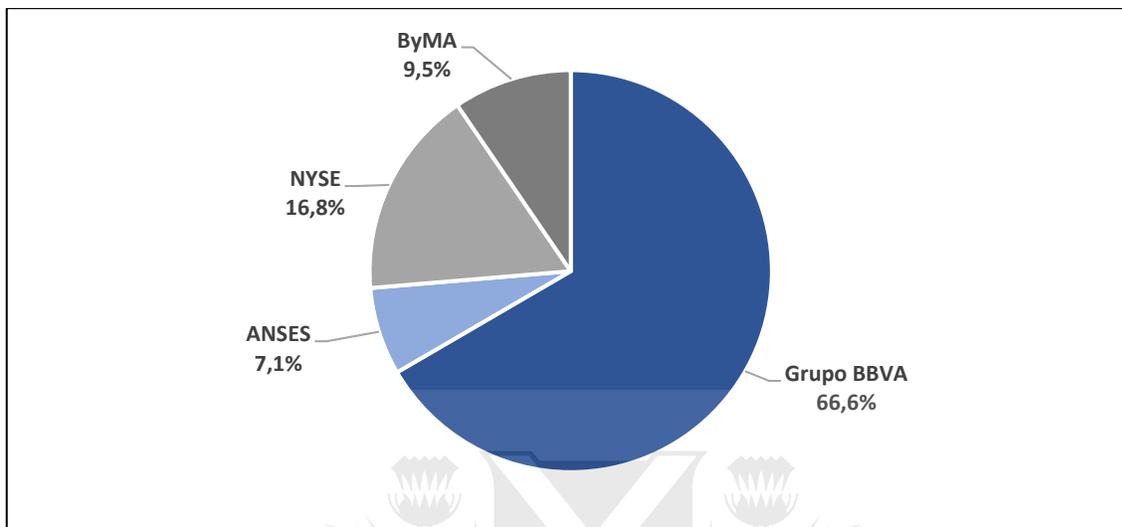


Nota. Fuente BYMA. Diciembre 2020. Elaboración propia.

La empresa elegida es banco BBVA ya que es considerada una de las entidades financieras de mayor capitalización de Argentina, al mismo tiempo, fue una de las primeras en cotizar en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires. Por otro lado, a partir de 2015, BBVA empezó a transformarse en un banco digital, cuestión actual de gran importancia producto de lo sucedido en el último año con la pandemia ocurrida (2020).

A su vez, banco BBVA cuenta con una flotación libre de acciones del 26,52% lo que lo lleva a ser la tercera entidad bancaria argentina, cotizante en el S&P Merval, con mayor liquidez dentro de la operatoria bursátil. En el gráfico siguiente se puede apreciar en mayor detalle la composición de accionistas del banco:

Gráfico 2: Accionistas de Banco BBVA Argentina



Nota. Fuente Banco BBVA Argentina. Diciembre 2021. Elaboración propia.

2. Metodología de valuación

La metodología de valuación que se utilizará consiste en el descuento de flujo de fondos de los accionistas. Por su parte, se realizará una segunda estimación mediante valuación por comparables, generando así múltiplos en comparación con la industria financiera argentina.

En el análisis de la evaluación del FCFE, el dinero excedente a las exigencias de capitales mínimos requeridos por el BCRA se supondrá que se destinará al pago de dividendos, teniendo así en consideración que no habrá restricción a este tipo de pagos para los años siguientes.

La valuación mediante el método FCFE consta de los siguientes pasos:

1. Proyección de balance y estado de resultados
2. Proyección de flujo de fondos
3. Cálculo de tasa de descuento – Modelo CAPM
4. Estimación del valor actual del flujo de fondos

Las proyecciones se generarán a través del método macro, es decir, tendremos en cuenta diferentes factores: crecimiento del banco, crecimiento del sistema, variación de la cuota de mercado, entre otros. Cada uno de estos factores será desarrollado en el transcurso del trabajo.

3. Sistema financiero

3.1. Internacional

El objetivo de esta sección es analizar el contexto financiero internacional actual de países que son considerados pilares en la economía mundial. Con dicho análisis se busca identificar y establecer un panorama respecto de cómo se encuentra el escenario mundial actual.

Para dicho análisis se evaluarán distintos indicadores y el escenario en base a las consecuencias de la pandemia iniciada en el año 2019. Este suceso atípico afectó a todas las economías en distinto grado, según las medidas que se hayan tomado con el objetivo de reducir su impacto recesivo. De esta manera, el escenario actual refleja las consecuencias de estas decisiones políticas y económicas, por lo que es de suma importancia tomar en cuenta este hecho para el análisis. Con este análisis se busca comparar los años previos a la aparición del COVID-19, y evaluar así las consecuencias de este suceso respecto a períodos más estables.

El Banco Mundial estima un crecimiento del PBI global de 5,8% para el año 2021, mientras que proyecta un resultado para el año 2022 y 2023 de 2,9% y 3%, respectivamente. Esto lleva a considerar que se espera una continuidad de la recuperación y un posterior crecimiento mundial, aunque menor que en el 2021. En el siguiente cuadro se puede visualizar cómo fue el impacto que dicha entidad pronosticaba para las distintas regiones o países del mundo.

Tabla 1: Variación porcentual del PBI real

Detalle / Año	2018	2019	2020	2021
Mundo	3,2%	2,5%	-3,3%	5,8%
Estados Unidos	3,0%	2,2%	-3,4%	5,7%
Zona Euro	1,9%	1,3%	-6,4%	5,4%
Brasil	1,8%	1,4%	-3,9%	4,6%
Argentina	-2,6%	-2,1%	-9,9%	10,3%
América Latina y Caribe	1,6%	0,7%	-6,7%	6,8%

Nota. Fuente Banco Mundial. Diciembre 2021. Elaboración propia.

Tabla 2: Variación porcentual del PBI real proyectado

Detalle / Año	2022	2023	2024
Mundo	2,9%	3,0%	3,0%
Estados Unidos	2,5%	2,4%	2,0%
Zona Euro	2,5%	1,9%	1,9%
Brasil	1,5%	0,8%	2,0%
Argentina	4,5%	2,5%	2,5%
América Latina y Caribe	2,5%	1,9%	2,4%

Nota. Fuente Banco Mundial. Diciembre 2021. Elaboración propia.

Para 2022 se proyecta un crecimiento económico en todas las regiones por encima de los datos previos a la aparición del COVID-19. Estos resultados demuestran que, el Banco Mundial no proyecta una recesión luego de finalizada la pandemia. Por el contrario, la entidad pronostica una continuidad de la tendencia alcista de la actividad económica global.

Los indicadores macroeconómicos y el contexto actual se consideran de suma importancia para el análisis de una proyección futura, tanto de un país, como de una inversión o la valuación de una firma, ya que ayudan a identificar cómo se encuentra el escenario actual al momento de realizar la recomendación sobre la operación o análisis.

En primer lugar, el PBI estadounidense tuvo un cambio drástico a raíz del COVID-19 ya que la pandemia produjo una disminución del comercio, de la inversión y de la producción, lo cual culminó en un fuerte retroceso del indicador. En años anteriores, el PBI mostraba un crecimiento promedio 3% anual y se estimaba un rendimiento similar para el año 2020.

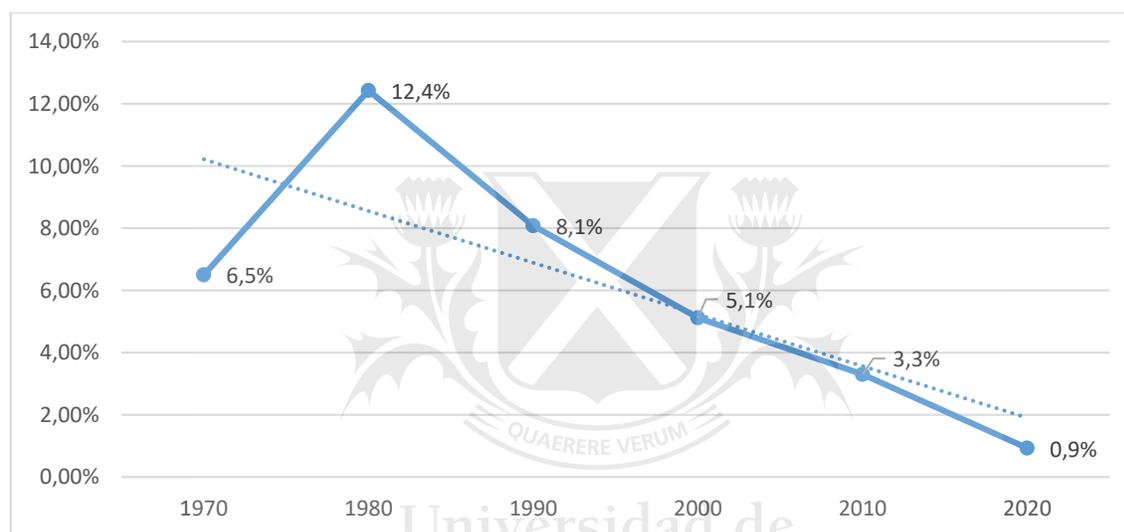
Ante este contexto, la Reserva Federal de Estados Unidos (en adelante, FED) flexibilizó su objetivo de inflación de 2% anual, indicando que podría darse un dato mayor producto de los fuertes estímulos a la economía. Sin embargo, la entidad tomó una postura monetaria más contractiva una vez regularizado el comercio internacional, y flexibilizadas las medidas tomadas durante la pandemia.

Una vez iniciada la recuperación de la actividad económica, a fines del año 2020, la entidad anunció la disminución de la recompra de activos con el objetivo de controlar la emisión monetaria y la consecuente inflación que se estaba generando. De esta manera, la FED registró una postura más agresiva a lo largo del 2021, disminuyendo de esta manera la inyección monetaria de la economía norteamericana. Es necesario subrayar que el IPC ya

alcanza un 7,4% i.a., ubicándose así muy por encima de las proyecciones de la entidad (2% i.a.).

Por otro lado, las tasas de interés de Estados Unidos son consideradas como una tasa libre de riesgo, por lo que se utiliza como parámetro para las otras tasas de interés alrededor del mundo. En el Gráfico 1.1 vemos como la tasa de interés a 10 años de Estados Unidos viene teniendo una tendencia bajista desde 1980 llegando a retornos actuales cercanos a 0%.

Gráfico 3: Tasa de interés a 10 años - Estados Unidos



Nota. Fuente Fred St Louis. Diciembre 2021. Elaboración propia.

Por último, con respecto al sistema financiero tradicional, las nuevas empresas tecnológicas-financieras no terminan siendo competidoras de alto impacto al momento de la valuación, ya que apuntan a diferentes objetivos.

3.2. Argentino

A fines del año 2021, el sistema bancario argentino comprendía 64 bancos comerciales: 13 de ellos son bancos públicos o relacionados con el Estado, y los restantes 51 pertenecen al sector privado. Es un sector bastante estable dado que, en 2020 contó con la misma cantidad de bancos como entidades financieras y, en 2019, sólo se adhirió un banco privado más al sector. La principal entidad que regula a los bancos mencionados es el Banco Central de la República Argentina, también denominado BCRA.

Según la información publicada por el Banco Central, los bancos del sector privado de mayor capitalización en términos de activos totales son:

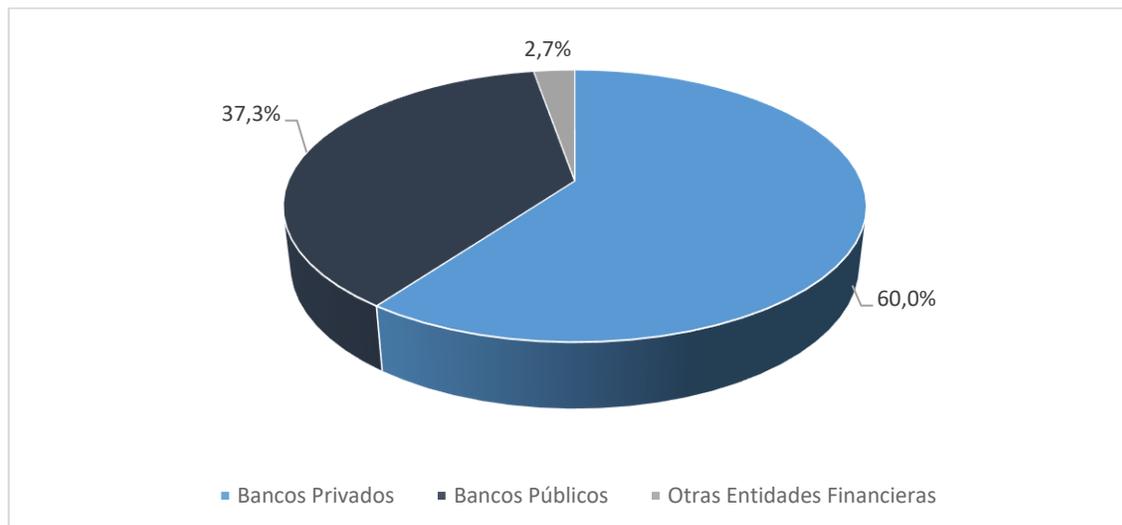
- Banco Santander Río S.A
- Banco de Galicia y Buenos Aires S.A.U.
- BBVA
- Banco Macro S.A.
- HSBC Bank Argentina S.A.

Las entidades privadas representan el 57,31% del total de los depósitos, y el 59,99% del total de préstamos del sistema financiero a diciembre del 2021, conforme los datos del BCRA. Además, los diez bancos privados argentinos más importantes representan a la misma fecha el 44,94% del total de los depósitos, y el 51,14% del total de los préstamos del sistema financiero. Este último dato demuestra la gran concentración del sistema financiero en unas pocas entidades bancarias.

Las tres principales entidades financieras del sector público son: Banco de la Nación Argentina, Banco de la Provincia de Buenos Aires y Banco de la Ciudad de Buenos Aires. Según informes obtenidos del Banco Central, dichas entidades representan el 36,33% del total de los depósitos, y el 31,05% del total de los préstamos brutos del sistema bancario argentino.

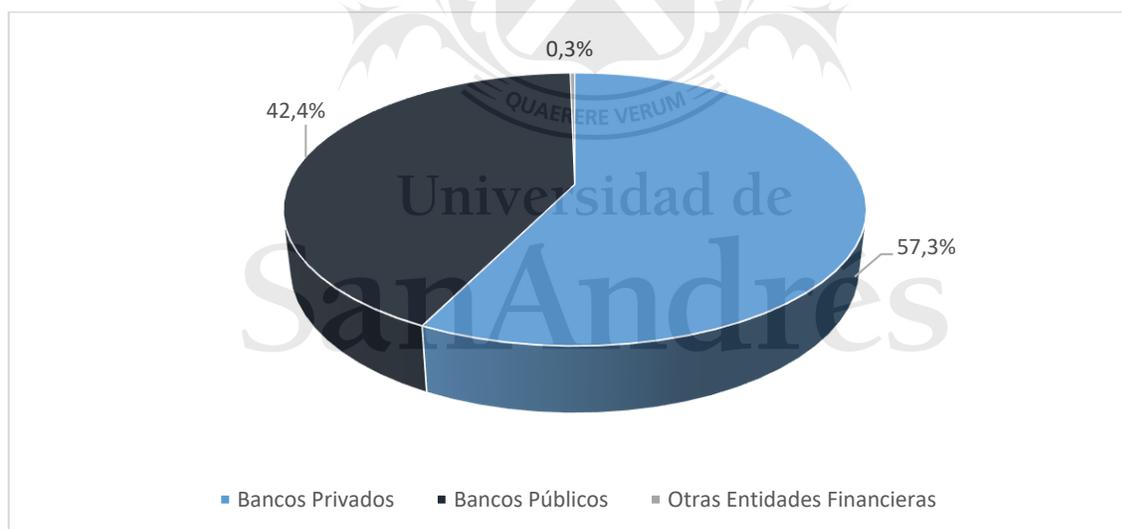
En el gráfico a continuación, se observa cómo los bancos privados tienen la mayoría, tanto en préstamos como depósitos, en un porcentaje en torno al 60%, mientras que los bancos públicos tienen el 40%. Luego, hay un porcentaje muy bajo que lo tienen otras entidades financieras y que no logra llegar a ser significativo. Cabe destacar que, en proporción, los bancos privados tienen un mayor porcentaje en préstamos que en depósitos.

Gráfico 4: Composición préstamos por entidad – Sistema Financiero



Nota. Fuente BCRA. Diciembre 2021. Elaboración propia.

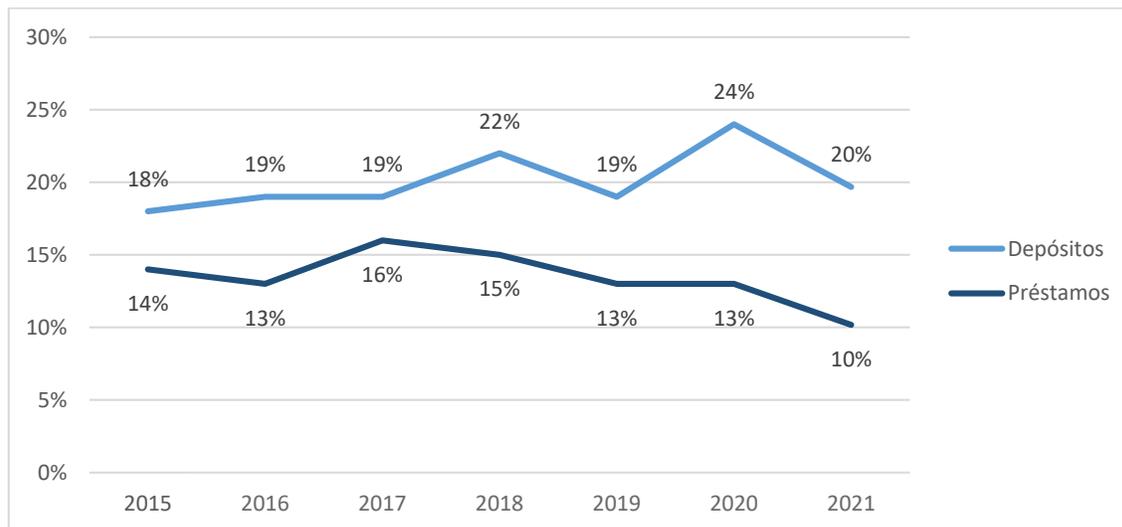
Gráfico 5: Composición depósitos por entidad – Sistema Financiero



Nota. Fuente BCRA. Diciembre 2021. Elaboración propia.

El dinero encajado en el último tiempo viene rindiendo menos que la inflación, es decir, hay una pérdida de valor real. A ello se adiciona que, por diferentes medidas del BCRA, hay una menor rentabilidad entre los préstamos otorgados y el dinero tomado. Pese a ello, por la gran emisión de dinero, puede haber una mayor rentabilidad en virtud de la importante cantidad de depósitos. Podemos advertir en el siguiente gráfico, cómo se vienen moviendo los depósitos y los préstamos en porcentaje del PBI argentino:

Gráfico 6: Evolución de Depósitos y Préstamos del sector no financiero sobre PBI argentino

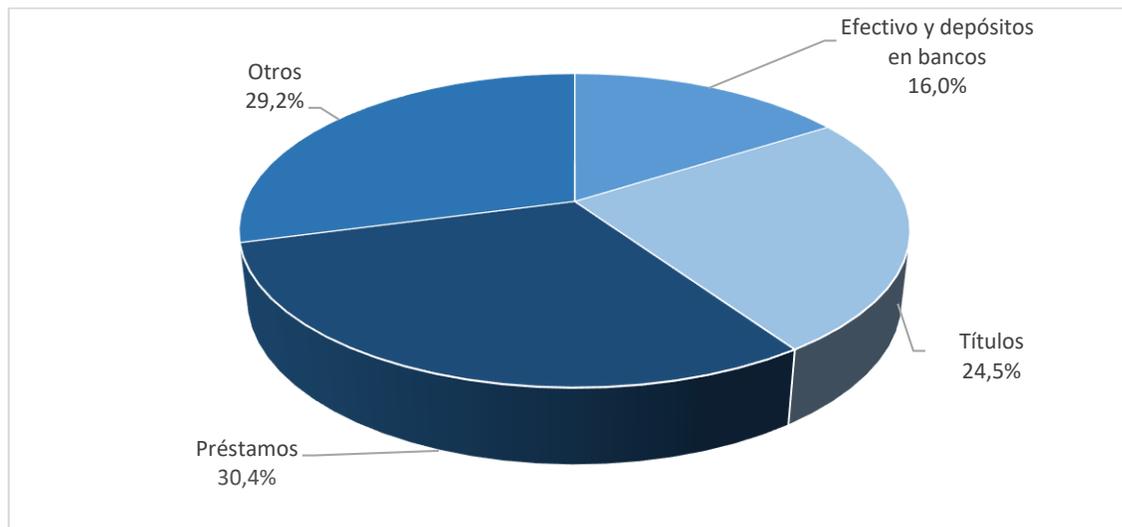


Nota. Fuente Banco Mundial, BCRA e Indec. Diciembre 2021. Elaboración propia.

Además, dentro de la cartera de los bancos, el mayor porcentaje de los activos se encuentran en la cartera de préstamos, siendo en el año 2021 de un 30,3%, pero disminuyendo en los anteriores. En 2018 el porcentaje de la cartera era de 41%, dicha disminución se debe a la recesión que se encuentra llevando el país, lo que afecta negativamente a la actividad y lleva a la población a disminuir las solicitudes de nuevos créditos.

Por otro lado, cierta parte de esa diferencia en los activos fue a títulos públicos y privados, aumentando de 23% en el año 2018 a 24,5% en el año 2021. Además, el efectivo y depósitos en el BCRA también disminuyeron en términos porcentuales: en el 2020 era del 18% y, actualmente, pasó a ser solamente del 16%. Esto se debe a los instrumentos de inversión en títulos públicos a corto plazo, los que, en escenarios inflacionarios, logran mantener una mejor rentabilidad real del dinero que las tenencias en cajas de ahorro sin retorno.

Gráfico 7: Composición de activos – Sistema financiero

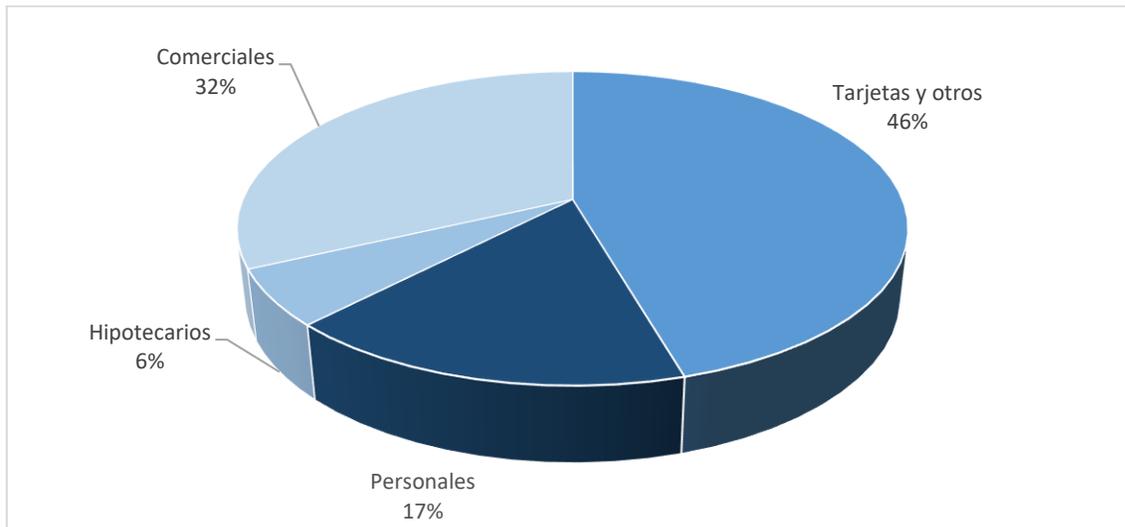


Nota. Fuente BCRA. Diciembre 2021. Elaboración propia.

En el gráfico de evolución de Depósitos y Préstamos sobre PBI podemos ver que, en 2017, alcanzó su pico máximo llegando a una ponderación de 16%. Esto se debió al boom de préstamos personales e hipotecarios que hubo en dicho año, por las perspectivas de baja de tasas, incluyendo la inflación. Además, en ese año, hubo una gran demanda por los préstamos UVA, ajustables por la inflación. Ante un escenario de tasas fijas superando al 50%, estos créditos se volvieron atractivos principalmente para la adquisición de préstamos hipotecarios, lo que llevó a aumentar fuertemente su otorgamiento en entidades financieras públicas y privadas. A nivel histórico, los créditos se encontraron promediando una ponderación del 13% sobre el PBI.

De todos modos, con dicho aumento de préstamos en el sector de compra y venta de viviendas, sigue siendo ínfimo el porcentaje teniendo solo un 6% de la cartera. Mientras que un 32% se encuentra en préstamos comerciales.

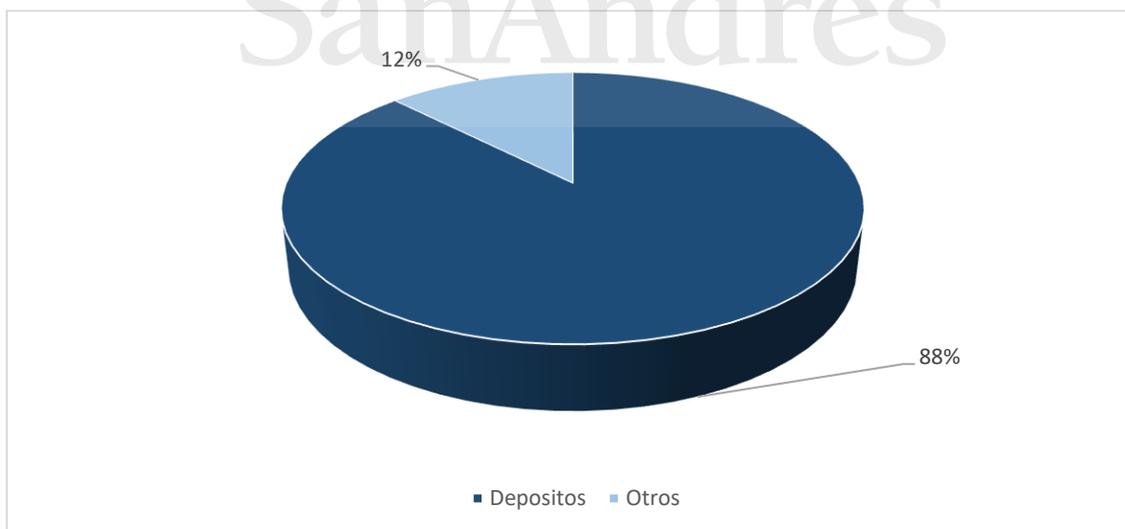
Gráfico 8: Composición de préstamos – Sistema financiero



Nota. Fuente BCRA. Diciembre 2021. Elaboración propia.

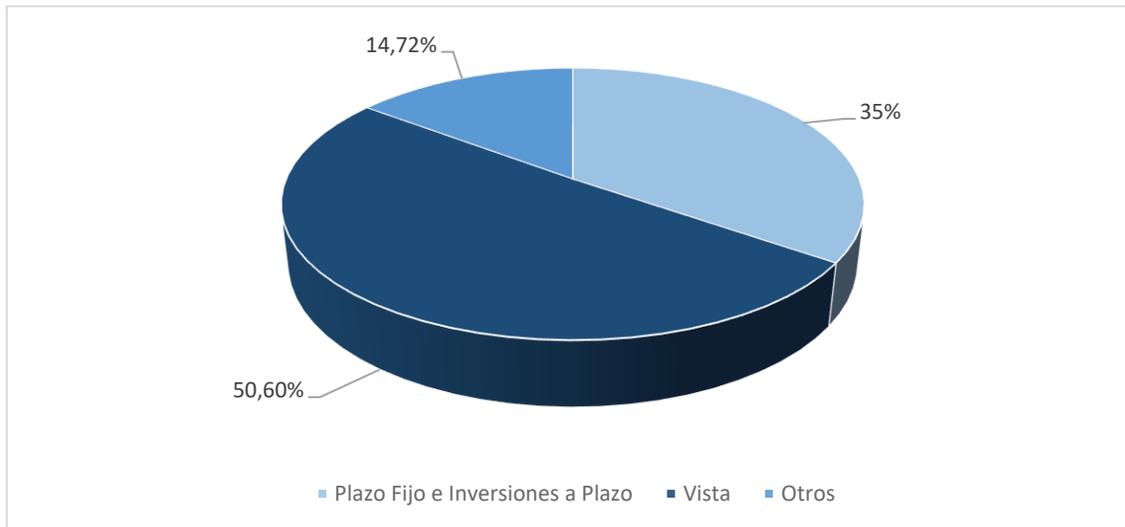
Luego, pasando a los pasivos, el 87% se encuentra en depósitos. Siendo el 50% en depósitos a la vista, y solamente un 35% plazos fijos e inversiones a plazo. Esto hace notar lo transaccionales que son los bancos: la mitad del dinero se encuentra disponible para gestionar operaciones al instante, lo que representa una importante ponderación para las transacciones consideradas "money market" (transacciones a t0).

Gráfico 9: Composición de pasivos – Sistema financiero



Nota. Fuente BCRA. Diciembre 2021. Elaboración propia.

Gráfico 10: Composición de depósitos – Sistema financiero



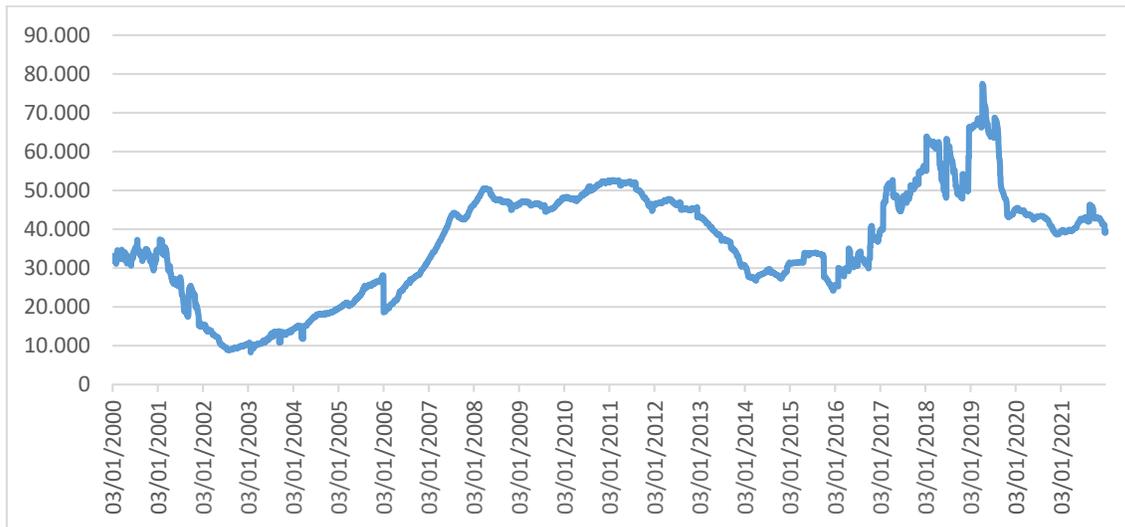
Nota. Fuente BCRA. Diciembre 2021. Elaboración propia.

Otro tema a tener en cuenta en el mercado local son los dólares que se encuentran en el sistema financiero, ya que la moneda extranjera juega un factor importante en nuestra economía, e impacta de forma directa como indirecta en el negocio bancario.

Se observa en el siguiente gráfico, cómo se llegó a un mínimo de reservas de nueve mil millones de dólares estadounidenses en el 2002, luego de la pesificación y la gran crisis del momento, y tuvo sus máximos en 2019 antes de las elecciones presidenciales obteniéndose setenta y dos mil millones de dólares debido a la gran inversión extranjera.

A partir de allí, y con el temor de nuevas restricciones cambiarias para controlar la salida de los dólares del sistema financiero, sumado a la mayor incertidumbre política, las reservas empezaron a disminuir con las salidas de las inversiones ingresadas en los años anteriores, hasta llegar a valores similares al año 2008.

Gráfico 11: Reservas internacionales brutas en millones de U\$ del BCRA

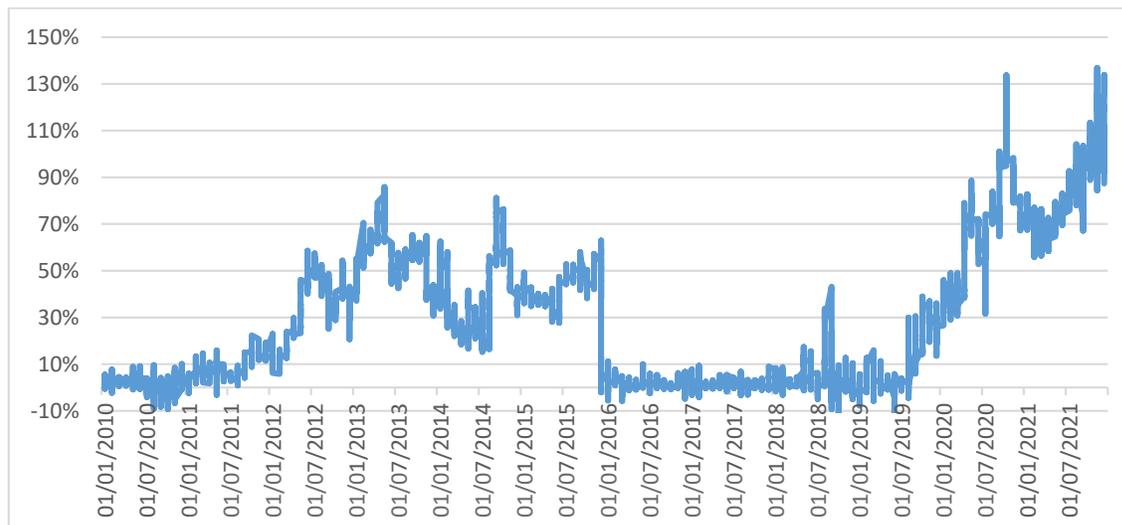


Nota. Fuente BCRA. Diciembre 2021. Elaboración propia.

Además, la disminución en las reservas también genera inestabilidad cambiaria que repercute en el valor del tipo de cambio, afectando el valor de los activos bancarios. En el próximo gráfico se puede ver las diferencias de tipo de cambio, entre el mayorista y el libre sin restricciones. En diferentes momentos del mercado, el tipo de cambio oficial no se puede utilizar en todos sus sentidos generándose una brecha cambiaria.

Se aprecia en el siguiente gráfico cómo se incrementa el tipo de cambio y cómo, en ciertos momentos, hay diferencias cambiarias entre los tipos de cambio mencionados. A esto se lo denomina brecha cambiaria y repercute en nuestra economía.

Gráfico 12: Brecha cambiaria

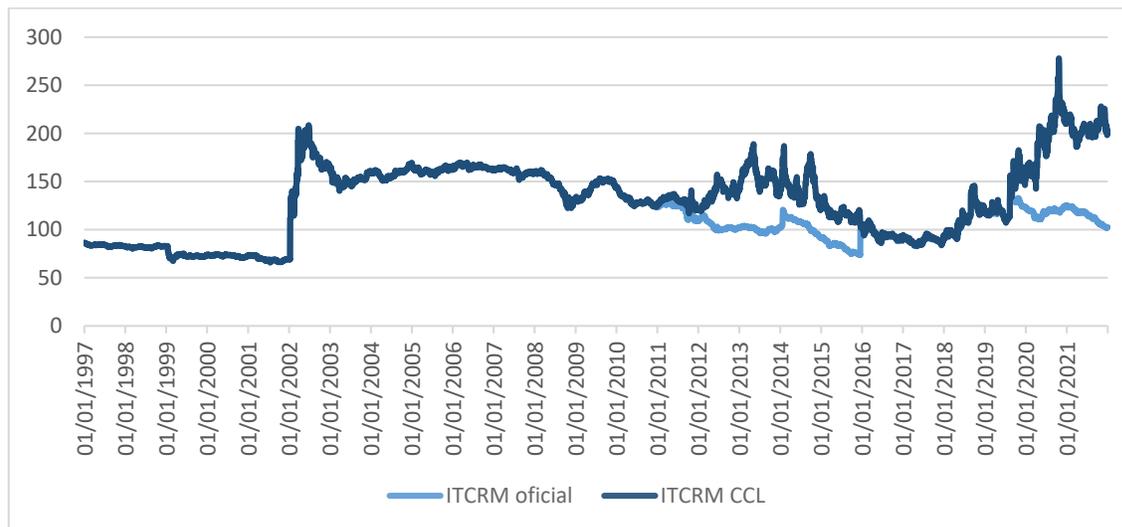


Nota. Fuente BCRA y Yahoo Finance. Diciembre 2021. Elaboración propia.

Otro punto a destacar de gran importancia para el mercado local, es el índice que contempla las variaciones del tipo de cambio real multilateral de Argentina. Dicho índice, mide el precio relativo de los bienes y servicios de nuestra economía con respecto a los de un grupo de países, con los que, usualmente, se realizan transacciones comerciales.

A continuación, se explica en el gráfico cómo en el 2002 hubo un gran salto por la considerable devaluación que hubo de corto plazo. Otro tema a destacar es que, a partir de 2011, hay dos tipos de cambios diferentes: uno medido al tipo de cambio oficial y otro medido al dólar financiero. Si vemos el tipo de cambio medido en CCL (valor que se adquiere mediante la división del precio de la acción del exterior de Banco Galicia y la acción local en pesos por el *ratio* de dicho activo) podemos ver que los precios actuales son mayores a la gran crisis del 2002. Pero, si lo analizamos con el dólar oficial, se puede ver que está muy por debajo del mismo, y es por eso que hay una gran disminución de reservas internacionales vista en el gráfico 10.

Gráfico 13: Índice de tipo de cambio real multilateral

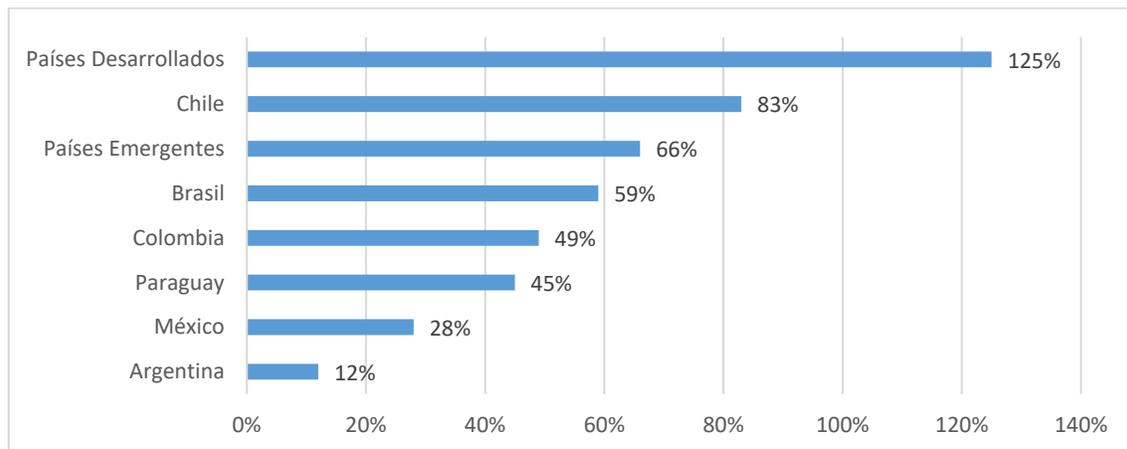


Nota. Fuente BCRA y Yahoo Finance. Diciembre 2021. Elaboración propia.

Por otro lado, se puede ver cómo los países desarrollados dan crédito al sector privado por más del 100% de su PBI, mientras que, normalmente, los países emergentes rondan el 80%. Sin embargo, si comparamos Argentina con otros países similares de la región se encuentra último en la lista, con solo un 12% de créditos a dicho sector. Es destacable la gran diferencia con Chile, que cuenta con un 83% siendo el único país de la región que está por encima del promedio de países emergentes.

Universidad de
San Andrés

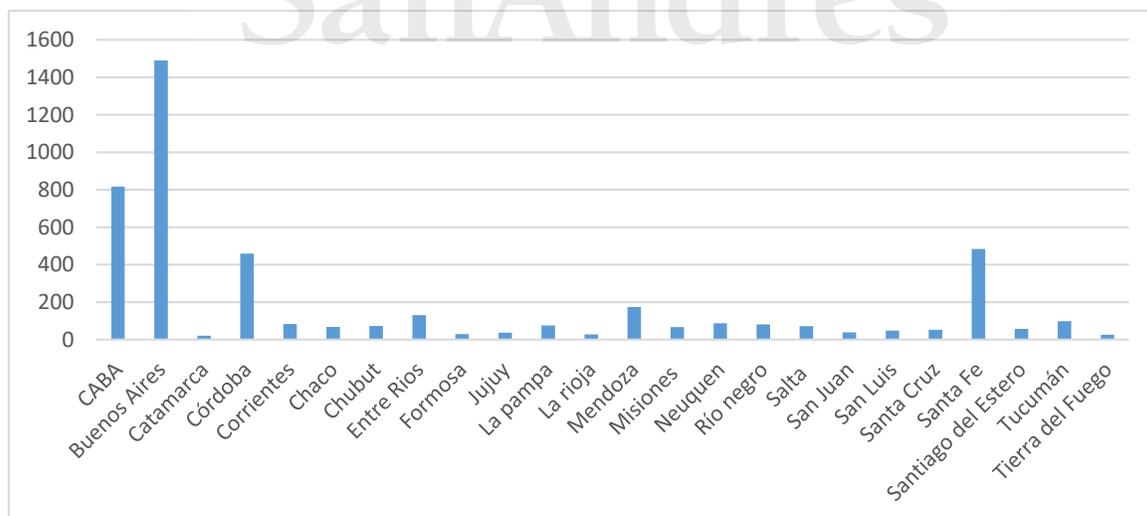
Gráfico 14: Crédito al sector privado no financiero sobre PBI



Nota. Fuente BCRA. Diciembre 2020. Elaboración propia.

Por último, se puede analizar la concentración financiera en pocas provincias. La provincia de Buenos Aires con 1488 sucursales bancarias tiene el 32% de todo el país, si a eso le adicionamos las de CABA, concluiremos que en solo dos territorios se encuentran el 50%. Agregando las provincias de Córdoba (460) y Santa Fé (484), se obtiene un total del 70% de sucursales. Es decir, en 4 puntos de Argentina sobre 23, se encuentra la concentración del sector bancario. También, se deduce que gran parte de la población de las restantes provincias se encuentra aun sin bancarizar. De allí la baja cantidad de sucursales.

Gráfico 15: Cantidad de sucursales por provincia

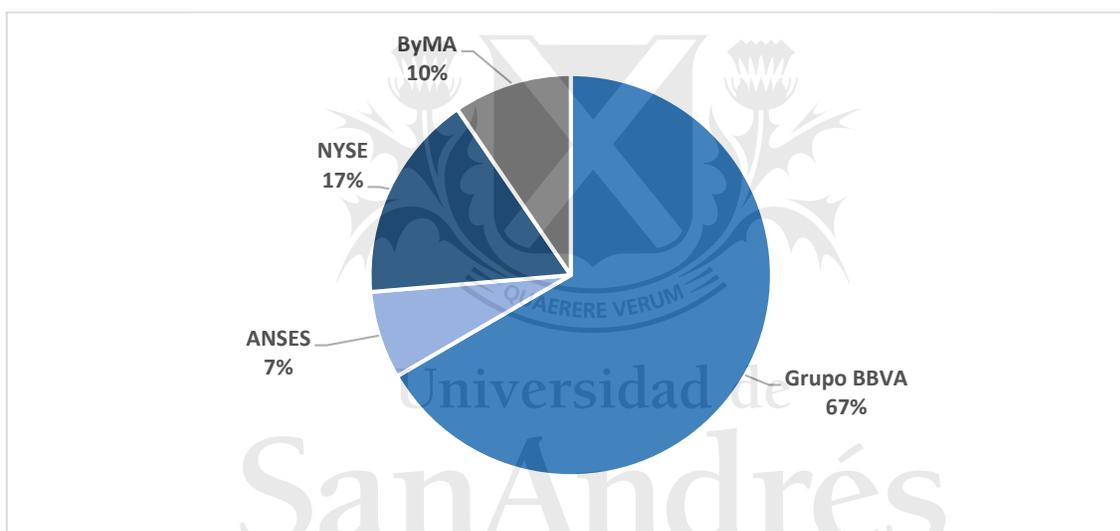


Nota. Fuente BCRA. Diciembre 2021. Elaboración propia.

4. Banco BBVA

El banco BBVA, anteriormente conocido como "Banco Francés", es una filial bancaria argentina perteneciente a la conocida matriz española BBVA desde 1996. Fue fundado en el año 1886 bajo el nombre de Banco Francés del Río de la Plata S.A. y, a partir de 1888, fue una de las primeras empresas en listarse en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires (BCBA). Actualmente, la flotación libre de las acciones es de un 26,52%, el restante porcentaje se encuentra distribuido entre Grupo BBVA y ANSES. Dicha información la podemos visualizar en el siguiente gráfico que cuenta con datos del banco BBVA:

Gráfico 16: Composición de accionistas



Nota. Fuente Banco BBVA diciembre 2021. Elaboración propia.

Desde sus comienzos el Banco fue reconocido como un importante proveedor de servicios financieros a grandes empresas. Fue a partir de 1980 que expandió su base de clientes, incluyendo a las pequeñas y medianas empresas, como también a clientes individuales. Por la gran demanda del mercado corporativo y global, y siguiendo con la línea de los cambios estructurales en la economía argentina, en 1991 se agregaron otros productos específicos como banca de inversión e internacional y operaciones de mercado de capitales.

BBVA Argentina ofrece servicios financieros tanto para clientes corporativos como para minoristas, y se distribuyen por múltiples canales. Por su parte, la entidad marca una gran

masividad en su marca al tener presencia en todas las provincias de Argentina. Al 31 de diciembre del 2021 contaban con más de 2.6 millones de clientes activos y, entre ellos, más de 52 mil empresas pequeñas, medianas e instituciones. Además, cuenta con 6 mil empleados y 243 sucursales.

Para el sector minorista, el banco ofrece servicios de depósitos y resguardo de dinero, tarjetas de crédito, préstamos, seguros y productos de inversión. A ello, se le agregan productos de financiación y servicios de pagos de sueldos. Por último, el banco les provee a las empresas corporativas y de banca de inversión servicios como transacciones y soluciones del mercado global, gestión de riesgos y asesoría en inversiones (en mercado de capitales como en fusiones y adquisiciones). Además, se le ofrece a este sector financiaciones de largo plazo, incluyendo proyectos y préstamos sindicados.

Al cierre del último balance anual, el banco cuenta con un porcentaje alto de adecuación a la digitalización como a la utilización de aplicaciones móviles. Esto es positivo para la empresa dado que el impacto del Covid-19 restringió fuertemente el acceso a las sucursales y, una gran parte de las transacciones que se gestionaban de forma presencial, pasaron a realizarse de forma remota. Esto llevó a que la entidad disminuya la apertura de nuevas sucursales, al tiempo que aumentó la inversión para desarrollar las operaciones remotas y así fomentar la autogestión por parte de los clientes.

El Banco fue una de las primeras compañías financieras en listarse dentro de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires (la "BCBA", posteriormente Bolsas y Mercados Argentinos S.A., en adelante "BYMA") desde 1888 (ticker: BBAR). Sus acciones en forma de American Acciones depositantes (ADS) listan en la Bolsa de Nueva York (NYSE) desde 1993 (ticker: BBAR).

BBVA, además, cuenta con diversas compañías asociadas y subsidiarias, las que permiten expandir los puntos de presencia, adquirir clientes de forma más eficiente y, así, mejorar la propuesta de valor de la empresa.

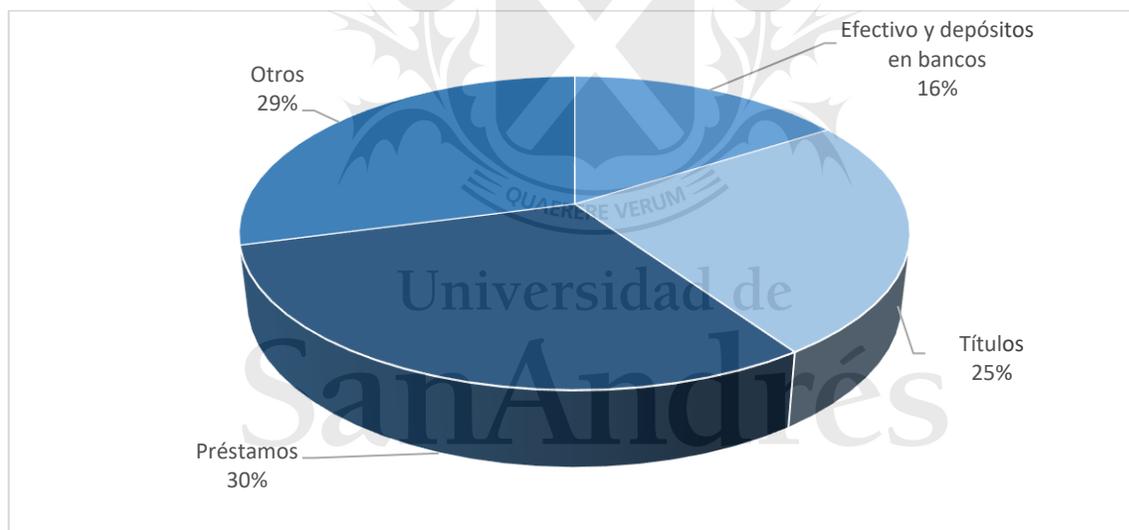
Según el último dato disponible en base a información del BCRA, a diciembre 2021, BBVA es el cuarto banco a nivel consolidado (incluyendo las empresas vinculadas) y quinto a nivel individual del sistema financiero argentino en términos de préstamos al sector privado,

sobre el total de préstamos privados del sistema financiero argentino. Al 31 de diciembre de 2021, la participación de mercado de préstamos totales fue de 6,92%.

Al mismo tiempo, según el último dato disponible del BCRA a diciembre 2021, BBVA es el quinto banco del sistema financiero argentino en términos de depósitos totales. A diciembre de 2021 contaba con una participación de mercado del 5,73% del total de depósitos del sistema financiero argentino.

Se puede analizar cómo, a diferencia del sistema financiero argentino, el banco francés tiene una gran diferencia en títulos públicos privados, siendo negativo por el lado del BBVA, y cubriendo esa diferencia porcentual con préstamos y efectivo, para poder rentabilizar de forma más eficaz el capital.

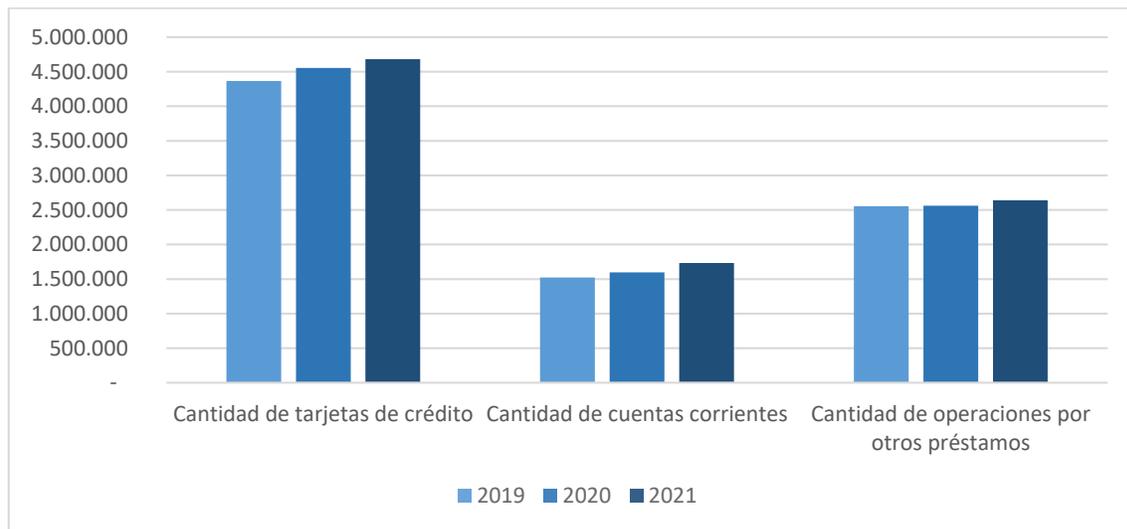
Gráfico 17: Composición de activos – BBVA



Nota. Fuente BCRA. Diciembre 2021. Elaboración propia.

BBVA ofrece sus productos y servicios a través de una amplia red de distribución de canales múltiples, con presencia en todas las provincias argentinas y en la Ciudad Autónoma de Buenos Aires, atendiendo a 2,7 millones de clientes activos al 31 de diciembre de 2021. Esta red incluye 243 sucursales, que brindan servicio a las líneas de negocio minorista, pequeñas y medianas empresas, y corporaciones. En el próximo gráfico se observa el crecimiento de algunos productos bancarios.

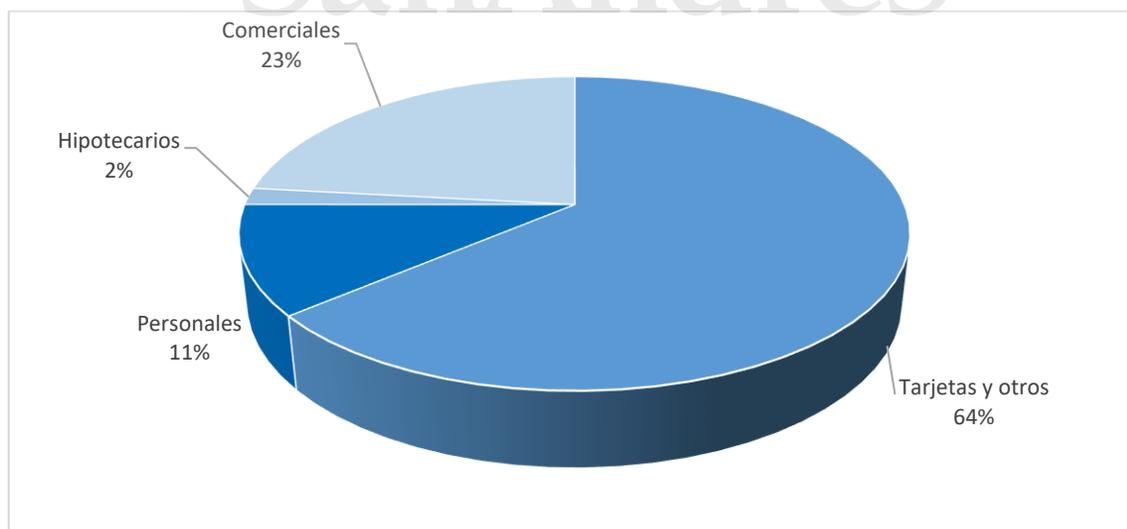
Gráfico 18: Crecimiento de productos bancarios - BBVA



Nota. Fuente BCRA. Diciembre 2021. Elaboración propia.

En el gráfico siguiente, podemos ver cómo el gran porcentaje de la composición de préstamos se encuentran en tarjetas y otros (67%). Y, por el contrario, sólo un 2% en cartera se encuentran los préstamos hipotecarios, debido al gran riesgo de tasa que conllevan dichos préstamos a largo plazo, mientras que los intereses por tarjetas suelen ser a corto plazo. Mientras que, como vimos anteriormente en el balance general del sistema financiero, solo se encuentra un 49% en tarjetas y un 6% en préstamos hipotecarios.

Gráfico 19: Composición de préstamos – BBVA



Nota. Fuente BCRA. Diciembre 2021. Elaboración propia.

En el gráfico anterior se observa solo una imagen a diciembre de 2021. En la tabla que se encuentra debajo, se puede visualizar cómo se fueron moviendo todos los tipos de préstamos del banco BBVA:

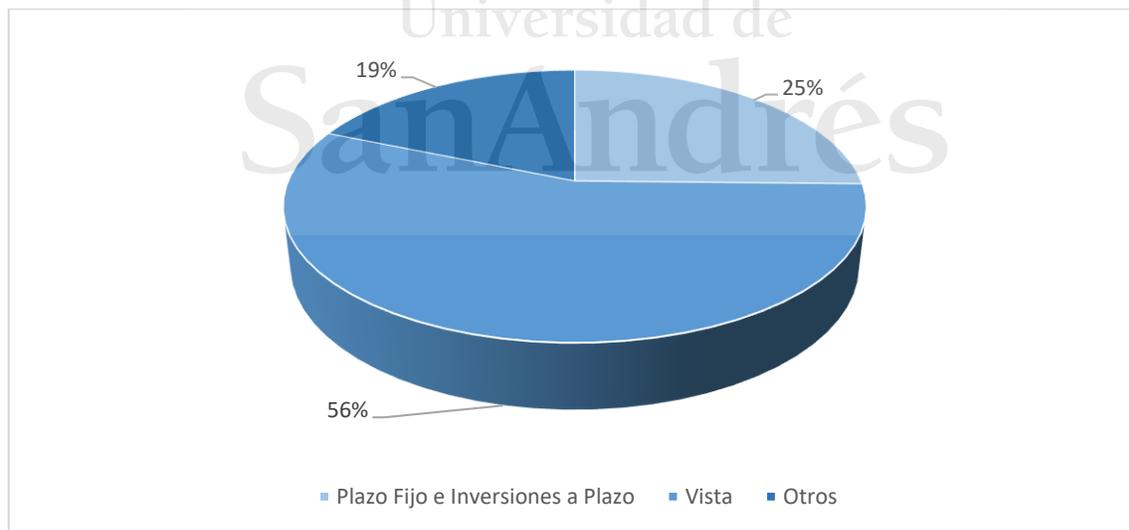
Tabla 3: Variación cartera de préstamos - BBVA

Detalle/Año	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Préstamos totales BBVA	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Sector público no financiero	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Sector financiero	4%	5%	7%	5%	4%	3%	4%
Sector privado no financiero y residentes en el ext.	98%	97%	95%	97%	101%	102%	100%
Adelantos	12%	13%	9%	6%	7%	6%	6%
Doc a sola firma, descont. Y comprados	17%	13%	9%	14%	13%	13%	15%
Hipotecarios	4%	2%	3%	4%	4%	3%	2%
Prendarios	5%	4%	2%	1%	1%	1%	1%
Personales	13%	12%	12%	13%	11%	9%	10%
Otros	46%	53%	60%	59%	65%	70%	66%
Previsiones	-2%	-2%	-2%	-2%	-4%	-5%	-4%

Nota. Fuente BCRA. Diciembre 2021. Elaboración propia.

Como se analizó los activos del BBVA, si se compara los pasivos de la misma forma, se puede visualizar que en dicho banco hay una menor proporción de plazos fijos e inversiones en comparación del sistema financiero y, dicha diferencia se debe por la mayor proporción de dinero a la vista.

Gráfico 20: Composición de pasivos – BBVA



Nota. Fuente BCRA. Diciembre 2021. Elaboración propia.

De igual forma que en los préstamos, dentro de los depósitos, se puede ver solo una imagen a diciembre de 2021. Por lo que, en la tabla debajo, se puede visualizar cómo se fueron moviendo todos los tipos de depósitos del banco BBVA:

Tabla 4: Variación cartera de depósitos - BBVA

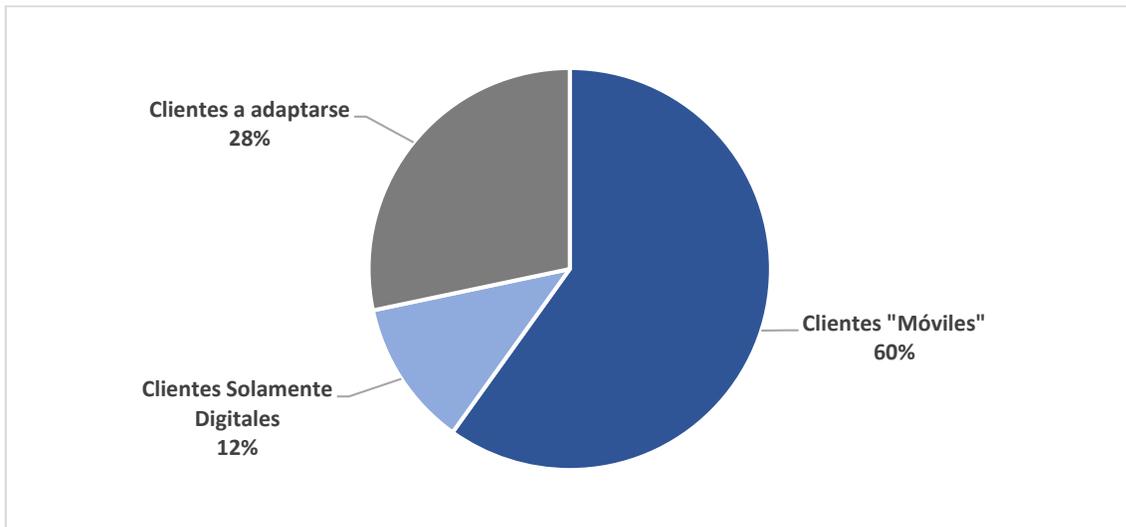
Detalle/Año	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Depósitos totales BBVA	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Sector público no financiero	4%	2%	1%	1%	1%	1%	2%
Sector financiero	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Sector privado no financiero y residentes en	96%	97%	99%	99%	99%	99%	90%
Cuentas corrientes	24%	17%	16%	11%	18%	23%	24%
Caja de ahorros	29%	37%	51%	54%	50%	43%	40%
Plazo fijo e inversiones a plazo	2%	12%	3%	31%	27%	30%	32%
Otros	41%	31%	29%	3%	3%	2%	2%

Nota. Fuente BCRA. Diciembre 2021. Elaboración propia.

Sumado a esto, el banco BBVA ofrece un servicio de banca electrónica, una plataforma de banca por Internet moderna, segura y funcional y, aplicaciones de banca móvil. Al 31 de diciembre de 2021, el banco BBVA acumulaba una cantidad de 1,9 millones de clientes digitalizados que operaban de forma activa, mientras que también alcanzaba 1,5 millones de clientes que operaban por la aplicación del teléfono móvil.

Este escenario fue explotado luego del año 2020, donde el contexto de la pandemia dificultó la presencialidad en las sucursales. De esta manera, la entidad financiera puso su foco en digitalizar la mayor cantidad de clientes posibles con el objetivo de aumentar la autogestión y la adquisición de nuevos productos por medios digitales. Esto llevó a que, a lo largo del 2020 y como un año excepcional, el banco experimente un alza del 60% en las operaciones realizadas por canales digitales, mientras que se dieron de alta 219.000 nuevos clientes que operaban por estos medios. A su vez, en ese año se realizaron 65.634.750 nuevas transacciones monetarias por aquellos canales, lo que los impulsó fuertemente en comparación a años anteriores, donde gran parte de estas operaciones se realizaban de forma presencial.

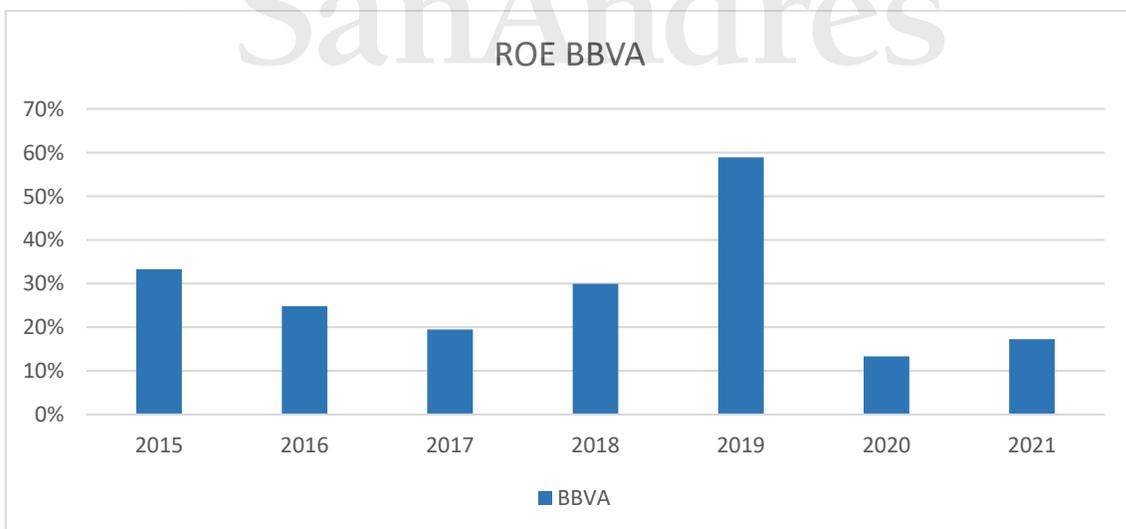
Gráfico 21: Digitalización clientes BBVA



Nota. Fuente Banco BBVA. Diciembre 2021. Elaboración propia.

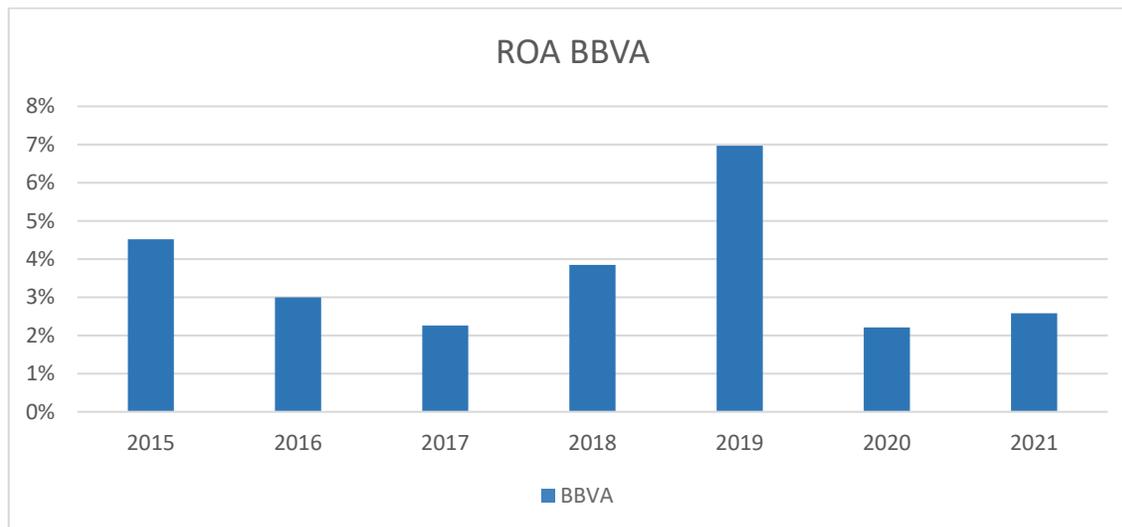
Por último, podemos visualizar en los gráficos 17 y 18 que tanto el ROE como el ROA del banco BBVA en los últimos 5 años son muy dispares. Primero, el ROE con un promedio de 30%, llegó a tener en 2019 un retorno sobre el patrimonio mayor al 50%, mientras que en 2020 fue menor al 20%. De igual forma el ROA, con un promedio de 3,80%, un máximo de 6,97% en el año 2019, y un mínimo de 2,21% en 2020.

Gráfico 22: ROE BBVA



Nota. Fuente BCRA. Diciembre 2021. Elaboración propia.

Gráfico 23: ROA BBVA



Nota. Fuente BCRA. Diciembre 2021. Elaboración propia.

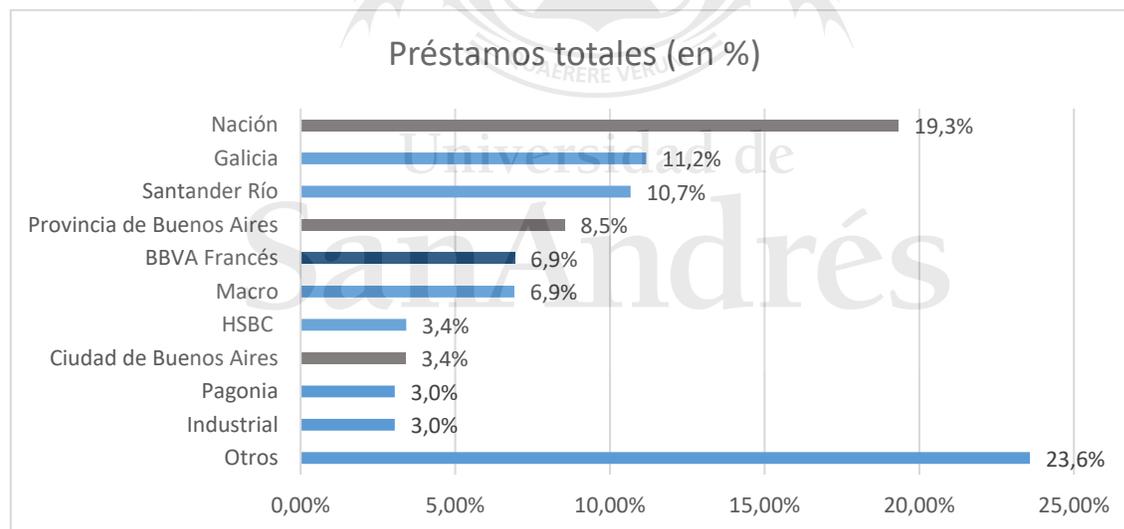


5. Competidores

El banco BBVA se encuentra dentro de las 10 entidades financieras de mayor consideración de la Argentina y, al mismo tiempo, forma parte de las 5 privadas con mayor volumen del país. Ello, si los comparamos por préstamos y depósitos en cada entidad. Se puede apreciar en los siguientes gráficos cómo el banco BBVA, para ambos segmentos, acumula más del 5% del mercado financiero local.

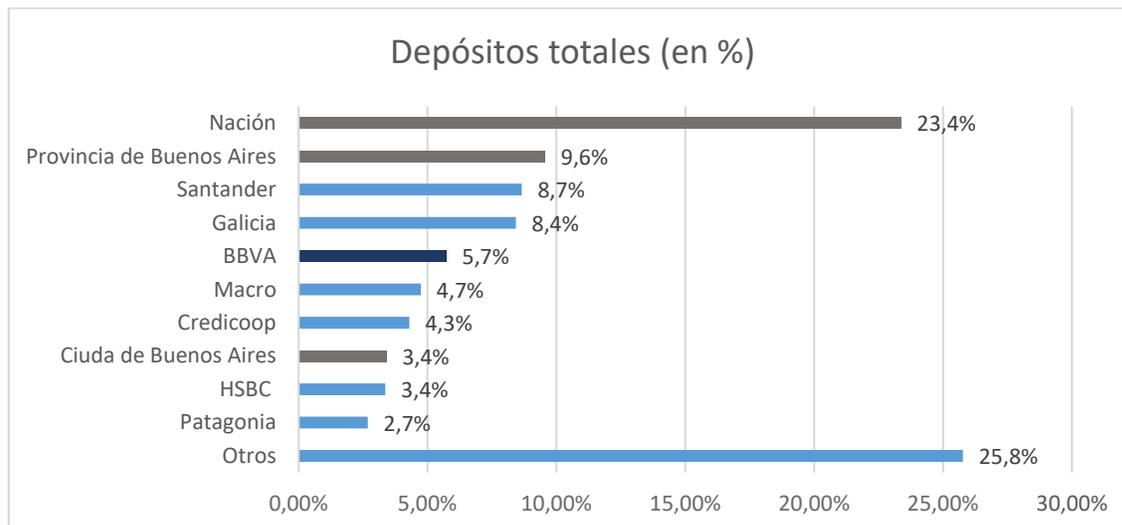
Por otro lado, los bancos públicos suelen tener una mayor medida de depósitos sobre préstamos. Si quitamos éstos, el banco BBVA se encuentra dentro de las 5 primeras entidades financieras en ambos productos. Los principales competidores serían Banco Galicia, Santander y Macro. Como último detalle a destacar de la ilustración, podemos apreciar que en préstamos el banco BBVA se encuentra por encima del banco Macro en el ranking, mientras que en los depósitos se encuentra por debajo.

Gráfico 24: Ranking de préstamos en entidades financieras



Nota. Fuente BCRA. Diciembre 2021. Elaboración propia.

Gráfico 25: Ranking de depósitos en entidades financieras



Nota. Fuente BCRA. Diciembre 2021. Elaboración propia.

En el cuadro inferior se analizan las 3 entidades bancarias que, como anteriormente mencioné, se asemejan al banco BBVA y compiten en el mismo sector.

Destaco del cuadro cómo el banco BBVA tiene una baja estructura, teniendo menos del 60% de sucursales que su competidor más cercano, el banco Macro. Este dato es de suma relevancia ya que, en el último año a raíz de la pandemia, se dio un gran cambio de paradigma y se rotó hacia la digitalización de los productos. Desde el año 2019, el banco BBVA estuvo adelantándose a este hecho dado que priorizó el desarrollo de su atención digital, por sobre la apertura de nuevas sucursales. Ello, con el objetivo de rentabilizar más a los clientes por este medio. Esto llevó a que se vea menos afectado que otras entidades con mayores sucursales, en la época de pandemia (años 2020 y 2021).

Otro tema a tener en cuenta es el balance de las entidades, ya que de entre las cuatro mayores entidades analizadas el BBVA acumula el menor patrimonio. Si lo comparamos por sus activos, el siguiente, banco Macro le lleva alrededor de un 10% de diferencia, mientras que el Santander un 45%.

Por último, se puede analizar que el banco BBVA no tuvo buenos retornos en el año 2020 a comparación de su competencia, aunque sí marcó rendimientos de sus activos similares a su competencia; no así en el retorno de su patrimonio, el cual había tenido un gran año

en el 2019, siendo 58,83%. Con respecto al apalancamiento, también se encuentra rondando la media del sector financiero.

Cabe destacar que, dentro del trabajo de investigación, el apalancamiento se encuentra medido en veces como lo reporta el informe del BCRA de entidades financieras. Sin embargo, la forma correcta de calcularlo es realizando la cuenta de no medida de capital sobre medida de la exposición y, el *ratio*, deberá ser mayor a 3%. Dicha forma no es posible calcularla sin datos adicionales.

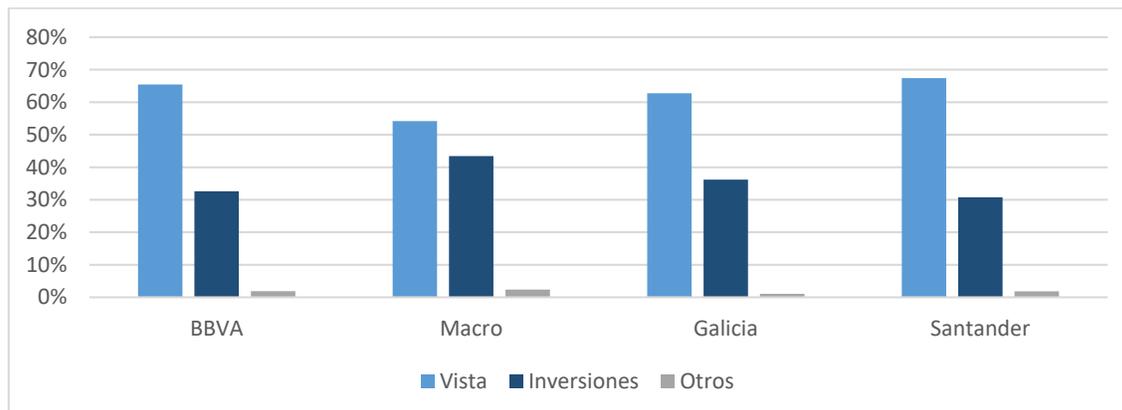
Tabla 5: Cuadro comparativo – Cotejo de 3 empresas de similar tamaño y mercado

Información al 31/12/2021	BBVA Francés	Macro	Galicia	Santander
Estructura				
Cant. Sucursales	243	463	327	413
Cant. Cajeros Automáticos	883	1790	1036	1284
Patrimonio (en millones de \$)				
Activo	\$ 1.012.845	\$ 982.260	\$ 1.406.544	\$ 1.449.854
Pasivo	\$ 853.439	\$ 743.692	\$ 1.227.279	\$ 1.261.028
Patrimonio neto	\$ 159.406	\$ 236.569	\$ 250.188	\$ 188.827
Ratios				
ROE	17,27%	15,63%	13,05%	6,65%
ROA	2,58%	3,41%	2,06%	0,83%
Apalancamiento	5,4	3	4,08	6,5

Nota. Fuente BCRA. Diciembre 2021. Elaboración propia.

En el siguiente gráfico podemos ver la composición del fondeo de los competidores a diciembre del 2020. Ante estos datos, puedo concluir que el banco BBVA es la entidad que mayor liquidez tiene en proporción a su cartera de depósitos, mientras que el banco Santander es el único que tiene más capital en inversiones que dinero a la vista. Cabe destacar que el dinero a la vista juega un rol muy importante para las entidades financieras, ya que es un capital por el que el retorno es menor por los movimientos transaccionales.

Gráfico 26: Porcentaje de depósitos – Competidores Banco BBVA



Nota. Fuente BCRA. Diciembre 2021. Elaboración propia.

Una aclaración a tener en cuenta es que, una mayor competencia dentro del sector bancario puede tener efectos negativos en las operaciones bancarias. Esta competencia se está expandiendo actualmente, no sólo ante nuevas entidades bancarias, sino también ante diversas compañías tecnológicas o plataformas de pagos que se encuentran habilitadas para realizar transacciones bancarizadas, tales como Mercado Pago o las nuevas cuentas digitales. Estas últimas, sin embargo, no apuntan al mismo target de mercado, por lo que no se tendrían en cuenta, por lo menos en el corto plazo, para una disminución de las ganancias y cuota de mercado.

Además, dada la precarización que aún mantiene la Argentina en comparación a otros países respecto al uso de pagos digitales, los bancos físicos aún conservan un importante papel para la economía local. Este escenario puede modificarse de cara al mediano, o largo plazo, donde las plataformas digitales podrían hasta reemplazar a las entidades con sucursales físicas a lo largo de todo el territorio argentino.

6. Proyecciones

6.1. Variables macroeconómicas

Las variables macroeconómicas tienen una gran relación con el funcionamiento del sistema financiero argentino, es por eso que se buscará analizar en profundidad diferentes puntos de la economía que luego serán utilizados para estimar las proyecciones de los balances.

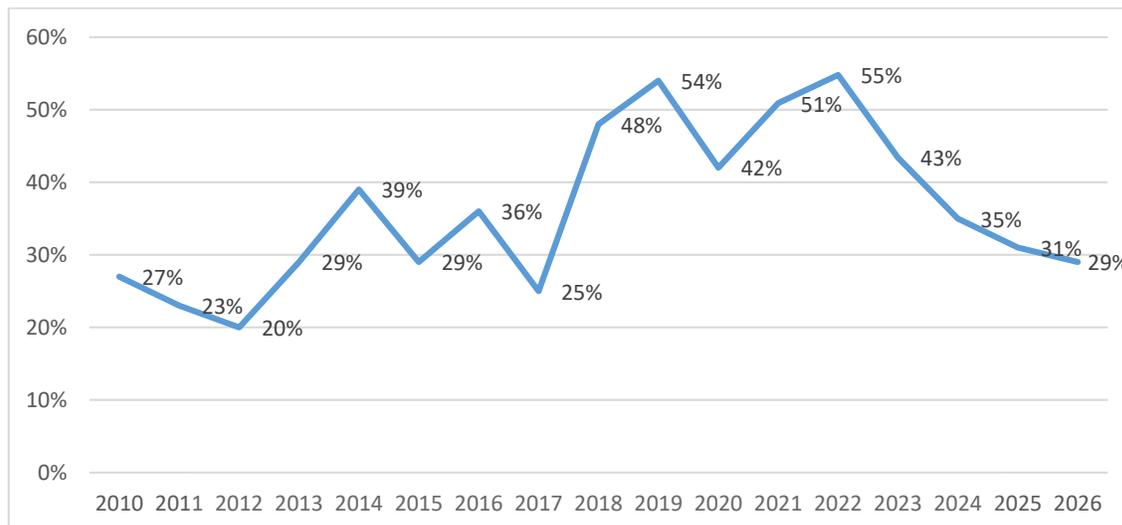
Las proyecciones se calcularán por los siguientes 5 años. Mayormente, los números provienen del relevamiento de expectativas de mercado (REM), las estimaciones del fondo monetario internacional y las estimaciones del mercado de capitales locales con precios arbitrados. Todos estos datos son tomados a diciembre del 2021.

6.1.1. Inflación

El incremento de precios en el país es uno de los factores más relevantes y de difícil cálculo en los últimos años. La operatoria monetaria y fiscal tiene como gran desafío controlar la presión inflacionaria que azota históricamente al país. Esto se dificulta en la época actual, dada la imposibilidad de llegar a digerir el sobrante de pesos generados por la pandemia y, su posterior incremento con el déficit fiscal del año 2021. Ante este contexto, dependiendo de las gestiones políticas como económicas, se tendrá mayor o menor inflación, pero también sujeta a otros factores como los escenarios local e internacional.

Con la inflación pasada y con las estimaciones del REM hasta el 2024, podríamos definir que el aumento de precios generalizado llegó a un pico máximo en 2019, con un 54%. Luego, a partir de la pandemia y con la reducción de movimiento de dinero, se redujo a 42% y, se vuelve a incrementar en 2021 por el exceso de pesos generados por el BCRA. A partir de los siguientes años, y dada la política contractiva del BCRA, la inflación debería tender a reducirse nuevamente hasta llegar en el año 2026 a valores del 2015.

Gráfico 27: Inflación 2010 - 2026



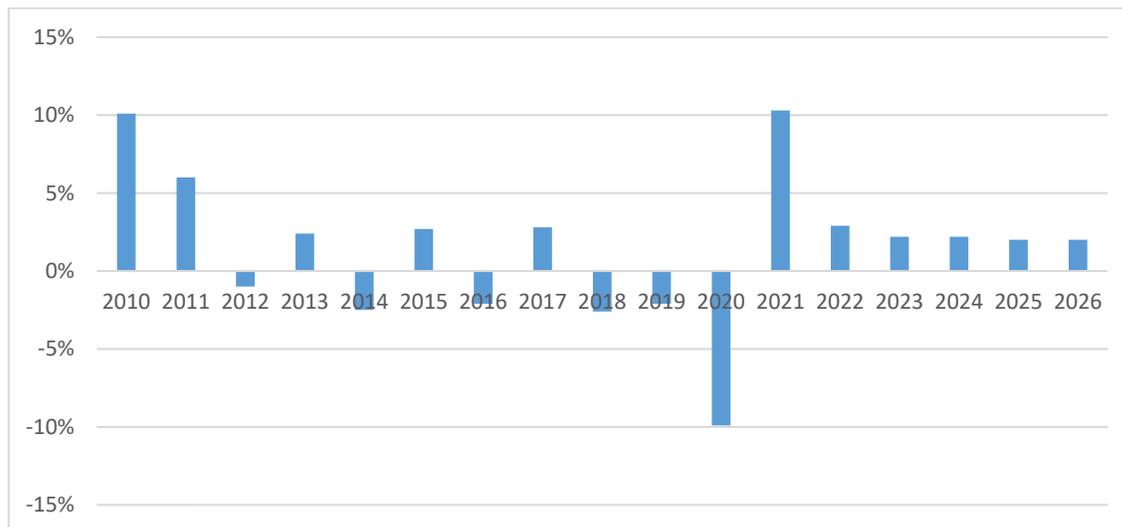
Nota. Fuente BCRA, REM y visión propia. Diciembre 2021. Elaboración propia.

6.1.2. PBI

Analizando el nivel de productividad argentino, podemos visualizar que entre el año 2011 y el actual, no hay 2 años consecutivos de crecimiento y, en los últimos 3, hay decrecimiento. Esto demuestra la crisis y recesión que vive Argentina en los últimos años, y que impacta de lleno en el sector financiero.

Según las estimaciones del REM, en el año 2021 la economía debiera obtener un gran crecimiento de 5,5%, luego de la destrucción de la productividad en el año 2020 debido a la pandemia y, el mayor impacto que tal problema tuvo en los países emergentes y de frontera. Luego, la productividad en 2022 se proyectará alrededor del 3% y, a partir de los próximos años, en el 2%.

Gráfico 28: PBI 2010 - 2026



Nota. Fuente BCRA. Diciembre 2021. Elaboración propia.

También, en la siguiente tabla, podremos analizar la variación del PBI nominal proyectado:

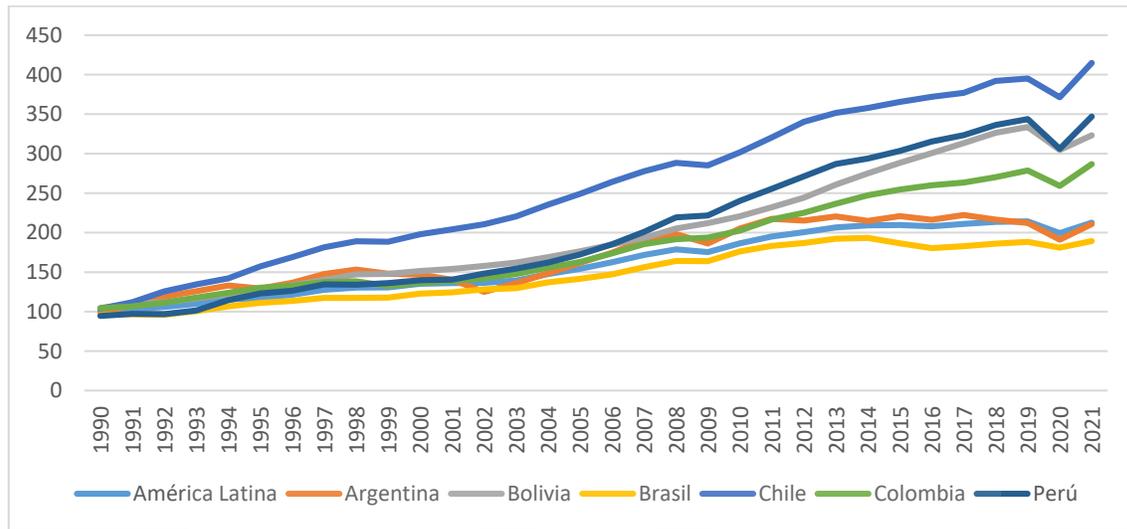
Tabla 6: Variación PBI Nominal

Detalle	2022	2023	2024	2025	2026
Inflación	54,8%	43,4%	35,0%	31,0%	29,0%
Variación PBI Real	2,9%	2,2%	2,2%	2,0%	2,0%
Variación PBI Nom.	59,3%	46,6%	38,0%	33,6%	31,6%

Nota. Fuente REM, BCRA y opinión propia. Diciembre 2021. Elaboración propia.

Además, podemos ver desde el 1990 cómo fue el movimiento del PBI en diferentes países de la región y, luego, su impacto con la pandemia. Se puede verificar que Argentina fue uno de los países junto a Brasil, que menos creció en dicho lapso y, lo que puede llegar a recuperar si empieza a generar un ciclo virtuoso de productividad en diferentes sectores de la economía.

Gráfico 29: Variación PBI – Países de la región (1990-2021)



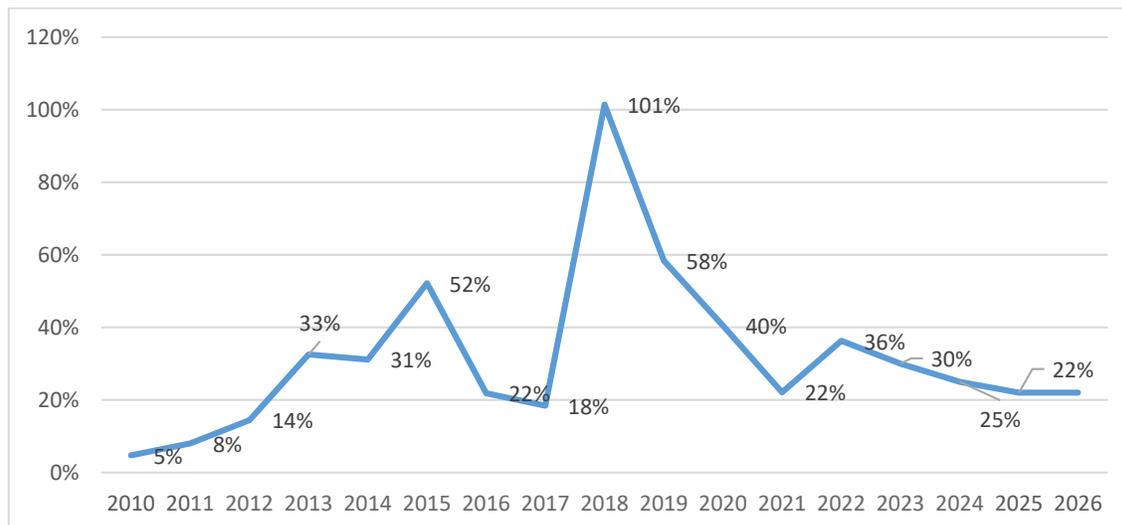
Nota. Fuente Cepal. Diciembre 2021. Elaboración propia.

6.1.3. Tipo de Cambio

El tipo de cambio en Argentina es otro de los factores que tomó gran relevancia en el último tiempo por su gran volatilidad. A esto se le suma el desdoblamiento cambiario que tiene el país, lo que lleva a que diferentes sectores tomen diversas cotizaciones, presionando así a las reservas del Banco Central ante los subsidios de distintos sectores.

Por un lado, se encuentra el tipo de cambio oficial mayorista, sólo de referencia para importadores y exportadores dado que su valor no se puede obtener de otra forma. Cabe destacar que es el tipo de cambio que se utiliza para el crecimiento o no de la economía.

Gráfico 30: Devaluación del tipo de cambio oficial y su proyección (2010 - 2026)



Nota. Fuente BCRA, REM y opinión propia. Diciembre 2021. Elaboración propia.

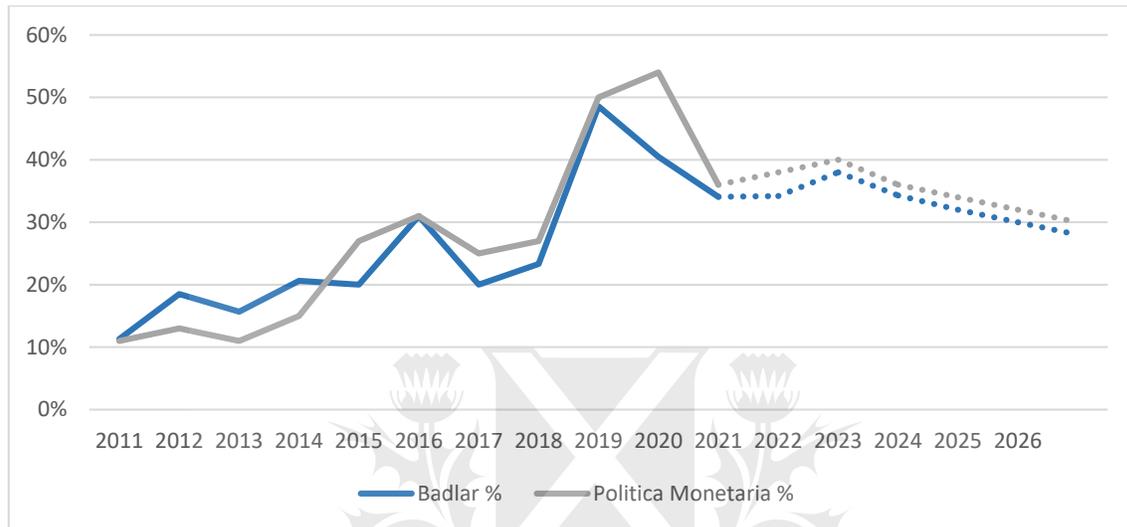
Por otro lado, se encuentra el tipo de cambio “contado con liqui”. Este es el tipo de cambio de mercado, es decir, al que cualquier persona o empresa que quiera dolarizar su dinero podría acceder mediante el mercado de capitales. En este caso, el tipo de cambio que se utiliza para gestionar el valor es el de las acciones de Banco Galicia en Argentina, dividido las acciones en el extranjero, multiplicado por el *ratio* de conversión (en este caso es 10).

6.1.4. Tasas

El *spread* o margen entre las tasas de interés por préstamos y depósitos es una importante variable para las entidades bancarias, ya que un mayor margen de tasas genera una mayor rentabilidad para los bancos. Este dato podría verse afectado como resultado del aumento de la competencia en el sector bancario, y del endurecimiento o debilitamiento de la política monetaria por parte del gobierno en respuesta a preocupaciones inflacionarias. Durante los últimos años, como consecuencia de la mayor inflación, las tasas de interés han subido significativamente en Argentina, aunque manteniendo una tasa real negativa, es decir, ubicándose por debajo de la inflación del país. Las actividades de los bancos tienden a tener gran vulnerabilidad al cambio constante de las tasas de interés, ya que no siempre logran trasladar esta suba a sus activos, lo que finalmente termina impactando en sus márgenes de ganancias.

Tanto la tasa de interés badlar, que es el rendimiento de los plazos fijos mayores al millón de pesos, como la tasa de política monetaria que indica el rumbo de la política que toma el BCRA para alcanzar sus metas inflacionarias, impactan de lleno en el sistema financiero.

Gráfico 31: Comparación de tasas de interés y su proyección (2010 – 2026)



Nota. Fuente Banco Central argentino, REM y opinión propia. Diciembre 2021. Elaboración propia.

De cara al 2022, cabe destacar la importancia que un acuerdo con el FMI tendría sobre la economía local y con las expectativas futuras respecto al sector externo. La mira estará puesta, no sólo en los avances del acuerdo que darían un respiro a los futuros pagos que ya había negociado el país, sino en las condiciones que establecerá la entidad. Partiendo de una política más ortodoxa, se espera que la entidad solicite medidas más restrictivas para controlar tanto el déficit fiscal como la salida de las reservas monetarias del Banco Central. En este sentido, un acuerdo podría ayudar a controlar las presiones cambiarias y, así, resguardar a las reservas que vienen retrocediendo fuertemente, especialmente desde la gran emisión monetaria iniciada en el año 2020.

En este sentido, un respiro sobre el tipo de cambio dará lugar a estabilizar otras variables monetarias, como la inflación y las expectativas futuras de los consumidores. Esto generaría menores necesidades de financiación en el corto plazo, ayudando así al Tesoro a extender sus compromisos de pagos para un mayor plazo y, lograr una menor inestabilidad económica en cada renovación de deuda.

6.2. Estados contables

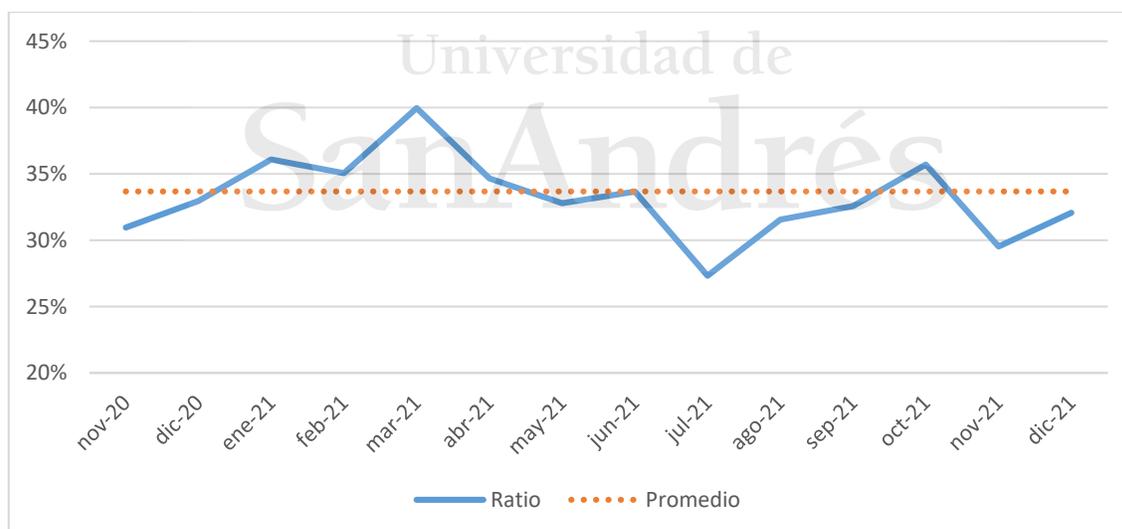
Las estimaciones de los estados contables necesitan siempre de una cuenta para poder finalizar el balance de forma correcta y netear ambas partes. En el caso actual, para que la fórmula que todos conocemos ($\text{Activo} = \text{Pasivo} + \text{Patrimonio Neto}$) de igual, la culminaremos con Plazo fijo en pesos por parte del pasivo, y Títulos Públicos y Privados por parte del activo.

6.2.1. Activo

Efectivo y depósitos en el BCRA

Para poder proyectar el saldo de la cuenta en cuestión, se realizó el cálculo de los *ratios* históricos del banco BBVA entre efectivo y depósito en el BCRA, sobre los depósitos del sector privado (utilizando los saldos vista y plazos fijos) de los últimos 18 meses. Se tomó la totalidad en moneda pesos tal como surge del informe de entidades financieras del BCRA.

Gráfico 32: Caja sobre depósitos privados



Nota. Fuente BCRA. Diciembre 2021. Elaboración propia.

Luego de haber realizado el análisis correspondiente, se puede verificar que, desde julio del 2020 hacia fines del 2021, la caja sobre los depósitos tuvo una gran volatilidad cuyo porcentaje rondaba entre un 40% y un 27%. En virtud de la gran diferencia de porcentajes,

se tomará el promedio de 33,7% para proyectar el saldo de caja en los siguientes años, sobre los depósitos privados, tal y como se explicará próximamente.

Con toda la información brindada, se realizaron las siguientes proyecciones de efectivo y depósito en el BCRA:

Tabla 7: Proyección efectivo y depósito en el BCRA (en millones de \$)

Detalle / Año	2021	%	2022	%	2023	%	2024	%	2025	%	2026
Efectivo y depósito en banco	\$ 218.040	58%	\$ 344.032	40%	\$ 481.666	38%	\$ 664.554	34%	\$ 887.977	32%	\$ 1.168.400
Depósitos	\$ 707.183	44%	\$ 1.020.866	40%	\$ 1.429.275	38%	\$ 1.971.970	34%	\$ 2.634.946	32%	\$ 3.467.063
Ratio			33,7%		33,7%		33,7%		33,7%		33,7%

Nota. Fuente BCRA. Diciembre 2021. Elaboración propia.

Con respecto a los encajes, se podría proyectar de una forma similar a la de efectivo y depósito en el BCRA, manteniendo un *ratio*. Sin embargo, la manera adecuada para hacerlo es asumir que el encaje dependerá del fondo, tanto en moneda local como extranjera, y sus respectivos tipos de depósitos.

Según la normativa del BCRA referida a los encajes, se debería aplicar un 45% para depósitos a la vista y un 29% para depósitos a plazo en moneda local. Mientras que, en moneda extranjera, los porcentajes son 25 y 22%.

Un dato a destacar es que dichos porcentajes son meramente informativos, ya que en los encajes en moneda local siempre terminan dándose reducciones en los montos, mientras que, por el lado de moneda extranjera, el porcentaje termina siendo mayor.

Los porcentajes de encaje que resultan del balance anual del banco BBVA al 31/12/2021, se estimarán constantes para los siguientes años en virtud de la dificultad e imprevisibilidad de cambios en las tasas. Dichos porcentajes fueron:

Tabla 8: Ratio de encaje

Encaje Pesos	%	Encaje USD	%
Vista ARS	17%	Vista USD	77%
Plazo Fijo ARS	11%	Plazo fijo USD	41%

Nota. Fuente BCRA. Diciembre 2021. Elaboración propia.

Las estimaciones de los siguientes años de encaje, tanto en moneda local como estadounidense, son las siguientes:

Tabla 9: Proyección encaje pesos (en millones de \$)

Detalle / Año	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26
Encaje Vista ARS	\$ 65.441	\$ 101.182	\$ 156.292	\$ 236.494	\$ 343.070	\$ 455.587
Encaje Inversiones a plazo ARS	\$ 18.011	\$ 24.376	\$ 27.186	\$ 28.258	\$ 25.008	\$ 34.936
Depósitos Vista ARS	\$ 376.214	\$ 581.691	\$ 898.513	\$ 1.359.586	\$ 1.972.291	\$ 2.619.143
Inversiones a plazo ARS	\$ 160.674	\$ 217.453	\$ 242.524	\$ 252.087	\$ 223.094	\$ 311.654

Nota. Fuente BCRA. Diciembre 2021. Elaboración propia.

Tabla 10: Proyección encaje USD (en millones de \$)

Detalle / Año	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26
Encaje Vista USD	\$ 71.994	\$ 97.911	\$ 127.285	\$ 159.106	\$ 194.110	\$ 236.814
Encaje a plazo USD	\$ 28.725	\$ 39.065	\$ 50.785	\$ 63.481	\$ 77.447	\$ 94.486
Depósitos Vista USD	\$ 92.927	\$ 126.381	\$ 164.295	\$ 205.369	\$ 250.550	\$ 305.671
Inversiones a plazo USD	\$ 70.103	\$ 95.340	\$ 123.942	\$ 154.928	\$ 189.012	\$ 230.594

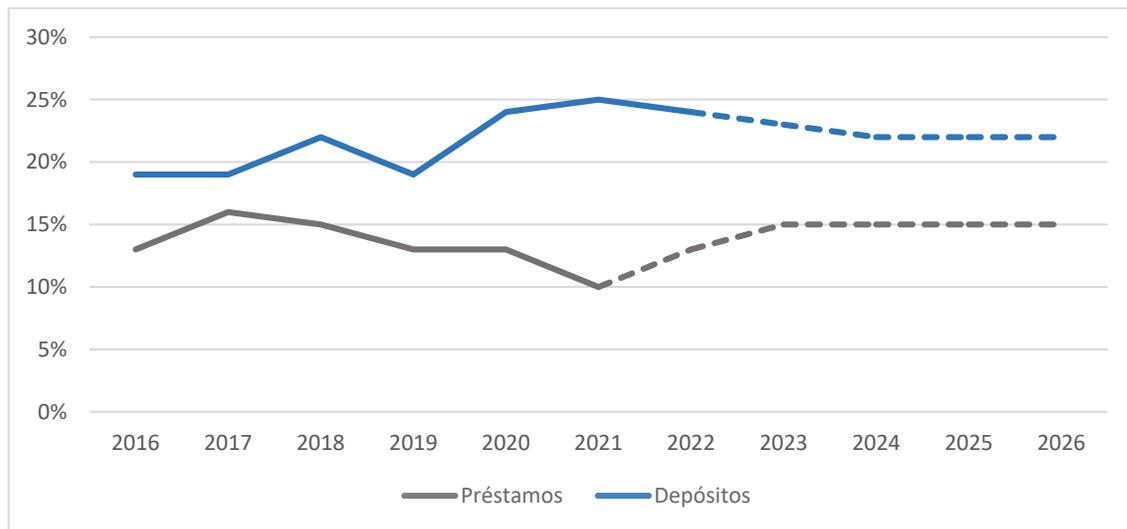
Nota. Fuente BCRA. Diciembre 2021. Elaboración propia.

Cabe aclarar que, los depósitos en moneda local se encuentran distribuidos en un 60% a la vista, los depósitos del sistema financiero y público y, en un 40% en inversiones a plazo. Además, dentro de los depósitos a la vista se agregó el rubro Otros. Por último, se estimará que el encaje remunerado disminuirá progresivamente año a año.

Préstamos

Primero, para proyectar la totalidad de los préstamos, se tomó el PBI de Argentina en términos constantes, el cual fue variando por las diferencias de su crecimiento o decrecimiento. A continuación, se tomó el porcentaje de los préstamos sobre el PBI que ya se proyectó, lo que daría como resultado el porcentaje de préstamos del sistema financiero. Por último, se calcula contra la cuota de mercado tanto actual como proyectado, del banco BBVA francés. Así, se obtendría el saldo de la totalidad de préstamos en los siguientes años, como se observa en el gráfico a continuación.

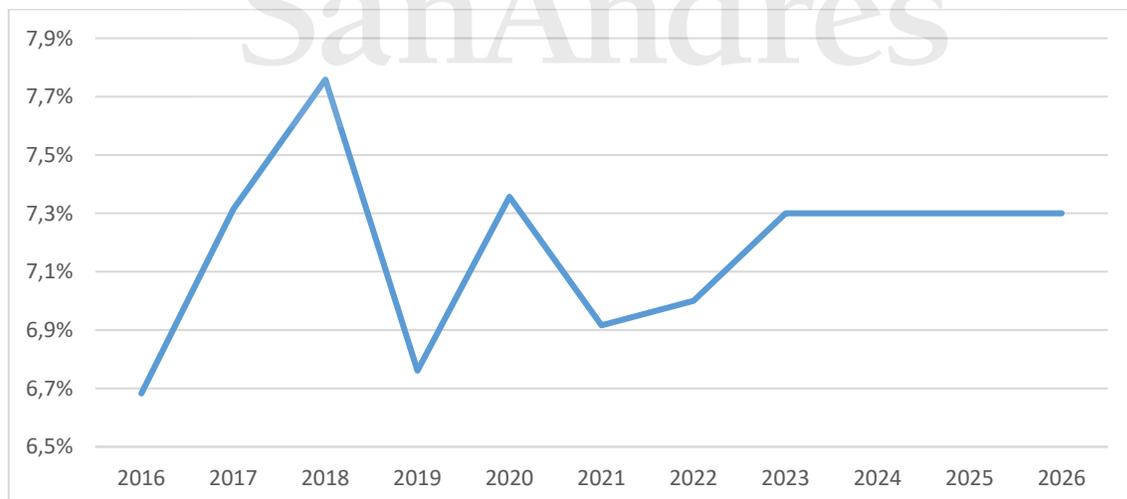
Gráfico 33: Proyección de préstamos y depósitos S/ PBI



Nota. Fuente BCRA, Banco Mundial, y opinión propia. Diciembre 2021. Elaboración propia.

Con respecto a la proyección de la cuota de mercado de préstamos del banco BBVA, en relación al sistema financiero, podemos ver como varía alrededor de 1% porcentual en el transcurso del tiempo analizado. Luego de que finaliza el 2021, se destaca un leve crecimiento en el 2022 y 2023, para luego dejar constante dicho porcentaje en el promedio de dichos *ratios*.

Gráfico 34: Porcentaje de mercado de préstamos de banco BBVA



Nota. Fuente BCRA, REM y opinión propia. Diciembre 2021. Elaboración propia.

En las siguientes tablas se podrá ver la variación de créditos del sistema financiero, con los datos proyectados anteriormente, para luego finalizar en la totalidad de préstamos del banco BBVA según su *cuota de mercado*:

Tabla 11: Proyección variación de créditos – Sistema financiero

Detalle	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Créditos/PBI	10%	13%	15%	15%	15%	15%
Variación Cred/PBI		30%	15%	0%	0%	0%
Variación PBI*		59,3%	46,6%	38,0%	33,6%	31,6%
Variación Créditos		107,1%	69,1%	38,0%	33,6%	31,6%

Nota. Fuente BCRA y opinión propia. Diciembre 2021. Elaboración propia.

Tabla 12: Proyección variación de créditos – BBVA (en millones de \$)

Detalle	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Creditos brutos	\$ 5.092.543	\$ 10.545.432	\$ 17.832.504	\$ 24.603.505	\$ 32.875.204	\$ 43.257.193
Cuota de mercado Cred. BBVA	6,92%	7,00%	7,30%	7,30%	7,30%	7,30%
Créditos totales BBVA		\$ 738.180	\$ 1.301.773	\$ 1.796.056	\$ 2.399.890	\$ 3.157.775

Nota. Fuente BCRA y opinión propia. Diciembre 2021. Elaboración propia.

A partir de los créditos totales proyectados del banco BBVA, se va a gestionar la proyección por cada tipo de préstamo.

Con respecto a los saldos del sector público, se proyectaron sin crecimiento manteniéndose en 0% la ponderación del banco. Mientras que, en el sector financiero, desde el 2021, se va a proyectar un aumento del 3,5% al 4,0% en el 2022, para mantenerse en 4,5% en los siguientes años proyectados; similar al promedio de los últimos 7 años.

Luego, con los saldos del sector privado, tanto en pesos como en dólares medido en su conjunto en moneda local, se fue analizando línea por línea del balance para su proyección. Cabe destacar que, en este ítem se encuentra la mayor parte de la proporción de los activos.

En primer lugar, se analizarán los créditos comerciales. Por este lado, es posible ver que los créditos de menor plazo, como Adelantos y documentos a sola firma o descontados, aumentarán su proporción llegando a niveles pre pandemia. Esto se da ya que las empresas prefieren financiarse a menor plazo, dada las altas tasas y la inestabilidad de la economía

local. Esta incertidumbre lleva a las firmas a priorizar créditos por menores períodos, a pesar de que, a largo plazo, podrían licuar la cuota en virtud de la alta inflación local.

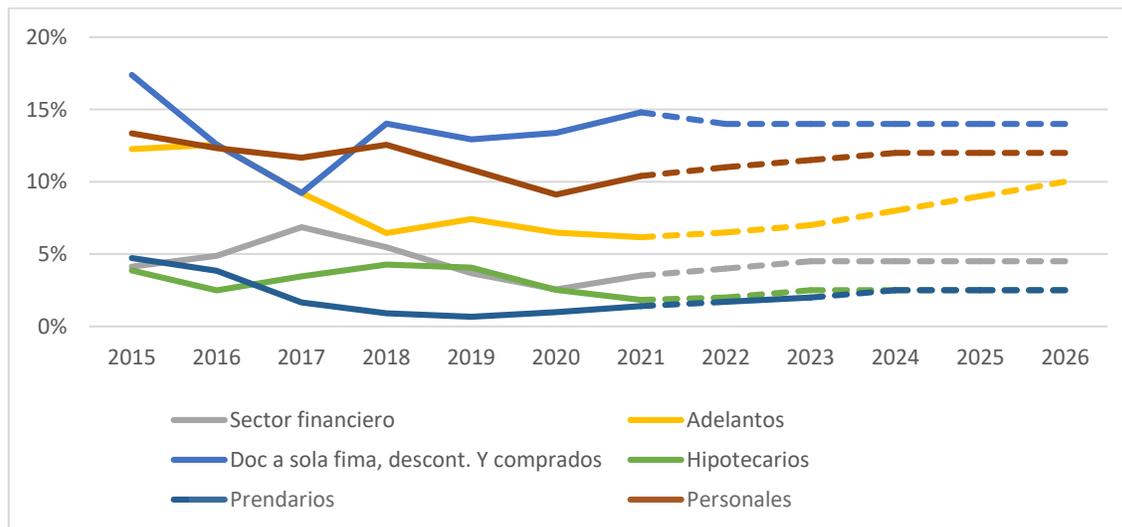
Con respecto a los préstamos hipotecarios, el mayor porcentaje se encuentra en préstamos UVA, ajustados con un índice similar a la inflación. Aunque hay una mejora en la economía con tasas de inflación mayores al 30%, es muy difícil llegar a tener penetración en dicho mercado. Por lo que el primer año proyectado subirá al 2,0%, para luego mantenerse en el 2,5% para los siguientes.

Siguiendo con este razonamiento, la línea de prendarios se analiza como el rubro de préstamos personales que se ven afectadas de corto plazo por la gran incertidumbre política, la disminución del salario real y el pesimismo del futuro del país. Por esta razón, se incrementarán los primeros años para luego, a partir de 2024, mantenerse en una misma proporción de la cartera. Además, si observamos la línea de tarjetas y otros, se puede proyectar un movimiento opuesto a los de préstamos prendarios y los personales, donde los primeros años tiene una mayor disminución en el porcentaje dentro de la cartera de préstamos por menor demanda al consumo con la tarjeta de créditos, para luego a partir de 2024, tener una disminución más suave hasta llegar el año 2026.

Finalmente, las provisiones, el último segmento de créditos se van a ajustar, el primero año disminuye al 3,5%, para luego disminuir al 3 en el segundo año y luego mantenerse en 2,5% en los años siguientes. Las mismas aumentaron fuertemente por la gran variación del tipo de cambio, el aumento de inflación y el avance de incobrabilidad del banco.

En el siguiente gráfico se podrá ver la variación visualizada anteriormente de la ponderación de la cartera de préstamos del banco BBVA, y sus variaciones según sus nuevas proyecciones.

Gráfico 35: Variación de mix de préstamos de banco BBVA



Nota. Fuente BCRA, REM y opinión propia. Diciembre 2021. Elaboración propia.

En las siguientes tablas se vislumbra el valor real del año 2021, y sus proyecciones en el lapso 2022-2026. Los números expuestos son en pesos y en millones.

Tabla 13: Proyección de porcentajes en cartera de préstamos banco BBVA

Detalle/Año	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Sector público no financiero	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Sector financiero	4%	5%	7%	5%	4%	3%	4%	4%	5%	5%	5%	5%
Adelantos	12%	13%	9%	6%	7%	6%	6%	7%	7%	8%	9%	10%
Doc a sola fima	17%	13%	9%	14%	13%	13%	15%	14%	14%	14%	14%	14%
Hipotecarios	4%	2%	3%	4%	4%	3%	2%	2%	3%	3%	3%	3%
Prendarios	5%	4%	2%	1%	1%	1%	1%	2%	2%	3%	3%	3%
Personales	13%	12%	12%	13%	11%	9%	10%	11%	12%	12%	12%	12%
Otros	46%	53%	60%	59%	65%	70%	66%	64%	62%	59%	58%	57%
Previsiones	-2%	-2%	-2%	-2%	-4%	-5%	-4%	-4%	-3%	-3%	-3%	-3%

Nota. Fuente BCRA y opinión propia. Diciembre 2021. Elaboración propia.

Tabla 14: Proyección de préstamos (en millones de \$)

Detalle / Año	2021	%	2022	%	2023	%	2024	%	2025	%	2026
Prestamos BBVA	\$ 352.211	110%	\$ 738.180	76%	\$ 1.301.773	38%	\$ 1.796.056	34%	\$ 2.399.890	32%	\$ 3.157.775
Sector público no financiero	\$ 1	-100%	\$ -	0%	\$ -	0%	\$ -	0%	\$ -	0%	\$ -
Sector financiero	\$ 12.365	139%	\$ 29.527	98%	\$ 58.580	38%	\$ 80.823	34%	\$ 107.995	32%	\$ 142.100
Sector privado no financiero y residentes en el ext.	\$ 353.241	101%	\$ 708.653	75%	\$ 1.243.193	38%	\$ 1.715.233	34%	\$ 2.291.895	32%	\$ 3.015.675
Adelantos	\$ 21.700	121%	\$ 47.982	90%	\$ 91.124	58%	\$ 143.684	50%	\$ 215.990	46%	\$ 315.778
Doc a sola firma, descont. Y comprados	\$ 52.136	98%	\$ 103.345	76%	\$ 182.248	38%	\$ 251.448	34%	\$ 335.985	32%	\$ 442.089
Hipotecarios	\$ 6.428	130%	\$ 14.764	120%	\$ 32.544	38%	\$ 44.901	34%	\$ 59.997	32%	\$ 78.944
Prendarios	\$ 4.934	154%	\$ 12.549	107%	\$ 26.035	72%	\$ 44.901	34%	\$ 59.997	32%	\$ 78.944
Personales	\$ 36.634	122%	\$ 81.200	84%	\$ 149.704	44%	\$ 215.527	34%	\$ 287.987	32%	\$ 378.933
Tarjetas y Otros	\$ 231.410	105%	\$ 474.650	69%	\$ 800.590	32%	\$ 1.059.673	31%	\$ 1.391.936	29%	\$ 1.799.932
Previsiones	\$ -13.396	93%	\$ -25.836	51%	\$ -39.053	15%	\$ -44.901	34%	\$ -59.997	32%	\$ -78.944

Nota. Fuente BCRA y opinión propia. Diciembre 2021. Elaboración propia.

Títulos Públicos y Privados

La cartera de Títulos de deuda del banco BBVA, tanto públicos como privados, se encuentra en casi toda su totalidad en moneda local, siendo solamente un 2% en moneda extranjera.

La composición de los títulos en pesos mostró un gran incremento en la posición de instrumentos del BCRA, y en los últimos años ha sido uno de los ejes principales del sistema financiero.

Los instrumentos del BCRA se volvieron de gran atracción por dos razones. En primer lugar, las tasas son sumamente agradables dado que cualquier excedente podían invertirlo en dichos instrumentos. Y, en segundo lugar, por el exceso de liquidez en virtud del aumento de depósitos que no pudo equiparar el aumento de los préstamos.

Anteriormente los instrumentos del BCRA llamados lebacks (como actualmente son las leliqs) tuvieron un gran incremento. Pero a partir de 2022, con una proyección de reducción de inflación y tasas, además del crecimiento de la economía en los próximos años, se mantendrá constante la posición de títulos en pesos.

En lo que respecta a los títulos en dólares, y siendo un porcentaje de la cartera de bajo tamaño, el valor se mantendrá constante medido en dólares, es decir, se ajustará por devaluación.

Tabla 15: Proyección títulos públicos y privados (en millones de \$)

Detalle / Año	2021	%	2022	%	2023	%	2024	%	2025	%	2026
Títulos Públicos y Privados	\$ 188.605	0%	\$ 189.378	0%	\$ 190.255	0%	\$ 191.205	1%	\$ 192.250	1%	\$ 193.524
Títulos \$	\$ 186.456	0%	\$ 186.456	0%	\$ 186.456	0%	\$ 186.456	0%	\$ 186.456	0%	\$ 186.456
Títulos USD	\$ 2.149	36%	\$ 2.922	30%	\$ 3.799	25%	\$ 4.749	22%	\$ 5.794	22%	\$ 7.068

Nota. Fuente BCRA y opinión propia. Diciembre 2021. Elaboración propia.

Otros activos

Dentro de los activos restantes, el de mayor proporción es el de Otros créditos por intermediación financiera, el que ha tomado relevancia en el último tiempo. Concretamente, su crecimiento exponencial se dio luego de la pandemia ocurrida en 2020. Respecto al banco BBVA, en el año de aquel acontecimiento, creció un 850% la cuenta comentada y un 125% en el 2021.

Con el objetivo de paliar la desaceleración de la actividad que podría generar la pandemia, el Estado aceleró su política monetaria expansiva mediante emisión. Este capital ingresó en el sistema financiero mediante diferentes tipos de impuestos subsidiados, o bonos reembolsables, y posteriormente dicho dinero debía ser absorbido de alguna manera. En este caso, se recurrió al método de esterilización donde, a través de pases y préstamo de dinero con una garantía, el BCRA toma el dinero de los bancos. Esto generó un aumento de las tasas y baja rentabilidad de los bancos, ya que dicho retorno tiene un techo.

Por lo comentado anteriormente y dada la complejidad de la economía argentina, dicha cuenta se proyectará al nivel de la tasa de política monetaria.

Con respecto a los créditos por arrendamiento financiero como créditos diversos, por la poca información de estos últimos, se mantendrán constantes.

Las participaciones en otras sociedades se dividen en dos. Por un lado, las que son en entidades bancarias, que se proyectarán con un incremento igual a la inflación; mientras que las demás, se calcularán con un incremento en base al aumento del PBI argentino.

Con respecto a los segmentos de propiedad, plantas y equipos, los bienes diversos y los activos intangibles, no se cree que habrá algún movimiento importante en dichos activos, por lo que se mantendrán constantes en el tiempo.

Por último, con respecto a las partidas pendientes de imputación, se proyectarán con un crecimiento igual a la inflación, ya que normalmente siempre quedarán partidas pendientes.

En el próximo cuadro podemos ver cómo quedaría la proyección de los otros activos:

Tabla 16: Proyección otros activos (en millones de \$)

Detalle / Año	2021	%	2022	%	2023	%	2024	%	2025	%	2026
Otros Activos	\$ 261.098		\$ 376.071		\$ 518.052		\$ 689.545		\$ 898.393		\$ 1.125.185
Otros Cred. Por Interm. Finan.	\$ 161.928	38%	\$ 223.461	34%	\$ 300.108	32%	\$ 396.142	30%	\$ 514.985	28%	\$ 659.181
Crédito por arrendamiento financiero	\$ 2.576	55%	\$ 3.988	43%	\$ 5.719	35%	\$ 7.720	31%	\$ 10.114	29%	\$ 13.047
Part. En otras sociedades	\$ 7.109	48%	\$ 10.552	39%	\$ 14.683	32%	\$ 19.411	29%	\$ 24.953	27%	\$ 31.779
En entidades financieras	\$ 4.062	55%	\$ 6.288	43%	\$ 9.017	35%	\$ 12.173	31%	\$ 15.947	29%	\$ 20.571
Otras	\$ 3.047	40%	\$ 4.264	33%	\$ 5.665	28%	\$ 7.238	24%	\$ 9.007	24%	\$ 11.208
Deterioro de valor	\$ -	0%	\$ -	0%	\$ -	0%	\$ -	0%	\$ -	0%	\$ -
Créditos diversos	\$ 24.393	55%	\$ 37.761	43%	\$ 54.149	35%	\$ 73.101	31%	\$ 95.763	0%	\$ 95.763
Propiedad, plantas y equipo	\$ 50.878	55%	\$ 78.759	43%	\$ 112.940	35%	\$ 152.469	31%	\$ 199.734	29%	\$ 257.657
Bienes diversos	\$ 3.332	55%	\$ 5.157	43%	\$ 7.396	35%	\$ 9.984	31%	\$ 13.079	29%	\$ 16.872
Activos intangibles	\$ 3.647	55%	\$ 5.646	43%	\$ 8.096	35%	\$ 10.929	31%	\$ 14.317	29%	\$ 18.469
Filiales en el exterior	\$ -	0%	\$ -	0%	\$ -	0%	\$ -	0%	\$ -	0%	\$ -
Partidas Pend. De imputación	\$ 126	55%	\$ 195	43%	\$ 279	35%	\$ 377	31%	\$ 494	29%	\$ 638

Nota. Fuente BCRA y opinión propia. Diciembre 2021. Elaboración propia.

6.2.2. Pasivo

Depósitos

Para el análisis de los depósitos se utilizará la misma medida que en préstamos, donde se proyectará la totalidad de depósitos del sistema financiero sobre el PBI en términos constantes, y cómo crecerá dicho margen. En la tabla debajo se podrá ver cómo será la variación de depósitos en términos porcentuales:

Tabla 17: Proyección variación de créditos – Sistema financiero

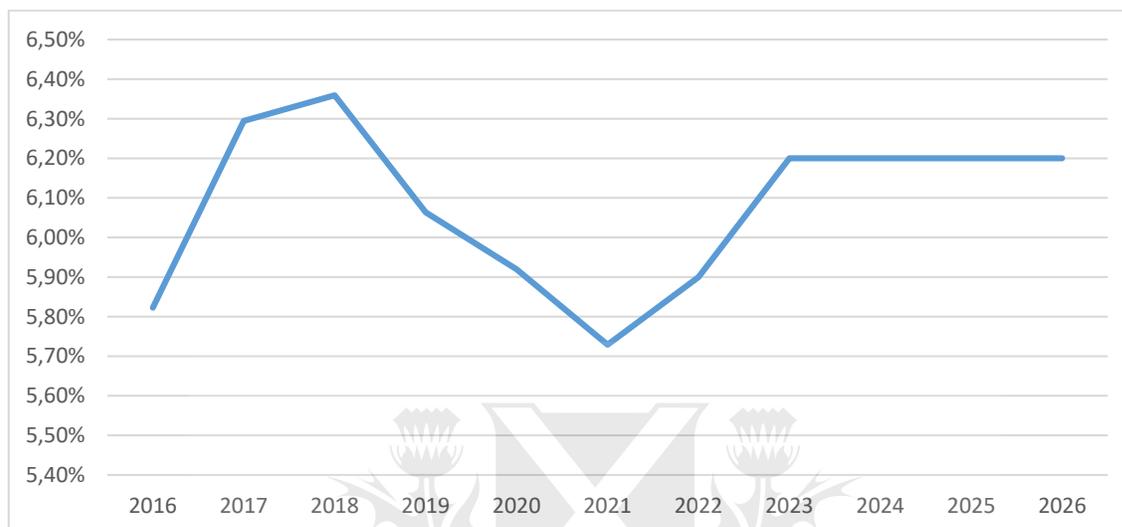
Detalle	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Depósitos	25%	24%	23%	22%	22%	22%
Variación Dep/PBI		-4%	-4%	-4%	0%	0%
Variación PBI*		59,3%	46,6%	38,0%	33,6%	31,6%
Variación Depósitos		52,9%	40,4%	32,0%	33,6%	31,6%

Nota. Fuente BCRA y opinión propia. Diciembre 2021. Elaboración propia.

Luego, a partir de generar la proyección de depósitos del sistema financiero, se buscará estimar el porcentaje de cartera de depósitos del banco BBVA. En 2021 fue el más bajo dado el escaso incentivo a tener una rentabilidad por dichos pasivos. Es por eso que se proyectará un incremento de la cuota de mercado en el 2022 y 2023, para luego alcanzar una estabilización en los años 2024 a 2026. Con respecto al limitado incentivo, se puede

analizar en gráficos anteriores cómo los bancos públicos tienen una mayor participación del mercado en depósitos.

Gráfico 36: Porcentaje de mercado de depósitos de banco BBVA



Nota. Fuente BCRA, REM y opinión propia. Diciembre 2021. Elaboración propia.

A partir de dicha proyección en la cuota de depósitos, podemos ver en la siguiente tabla cómo quedarían los depósitos totales del banco BBVA.

Tabla 18: Proyección variación de depósitos – BBVA (en millones de \$)

Detalle	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Depósitos brutos	\$ 12.343.764	\$ 18.875.792	\$ 26.510.738	\$ 34.986.567	\$ 46.749.051	\$ 61.512.401
Cuota de mercado Dep. BBVA	5,73%	5,90%	6,20%	6,20%	6,20%	6,20%
Depósitos totales BBVA		\$ 1.113.672	\$ 1.643.666	\$ 2.169.167	\$ 2.898.441	\$ 3.813.769

Nota. Fuente BCRA y opinión propia. Diciembre 2021. Elaboración propia.

En lo atinente a los depósitos del sector público no financiero como financieros, se mantendrán en un 1,5% como 0,1% respectivamente de la totalidad de depósitos del banco BBVA. No se considera que haya un incremento en dichos rubros, ya que no es el objetivo del banco los nichos comentados.

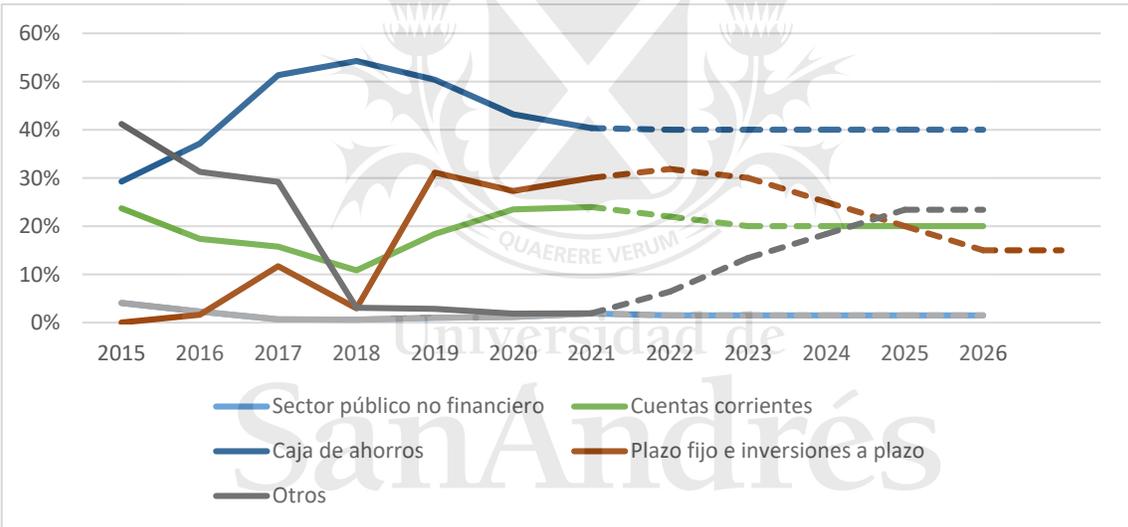
En relación a los depósitos del sector privado no financiero, se va a proyectar el mix de la cartera en moneda local. El rubro cuentas corrientes va a disminuir de 24 a 22% en el 2022, para luego estabilizarse en un 20% de la cartera para los siguientes años. Luego, cajas de ahorro tendrá una leve disminución del 0,3% para mantenerse su proyección en 40% en los

siguientes años; mientras que, los plazos fijos irán disminuyendo todos los años 5% para finalizar en 15% para el año 2025 y estabilizarse allí, dicha proyección es debido a que las tasas de intereses seguirán siendo tasas reales negativas, sumado a las limitaciones de productos financieros.

Los depósitos restantes con el rubro Otros, se van a mantener con un crecimiento constante recomponiéndose hacia el año 2025 en una ponderación del 23,4%

En el siguiente gráfico se podrá ver la variación visualizada anteriormente de la ponderación de la cartera de préstamos del banco BBVA, y sus variaciones según sus nuevas proyecciones.

Gráfico 37: Variación de mix depósitos de anco BBVA



Nota. Fuente BCRA, REM y opinión propia. Diciembre 2021. Elaboración propia.

En las siguientes tablas se vislumbra el valor real del año 2021 y sus años anteriores en ponderaciones de la cartera, y sus proyecciones en el lapso 2022-2026. Los números expuestos son en pesos y en millones.

Tabla 19: Proyección de porcentajes en cartera de depósitos banco BBVA

Detalle/Año	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Depósitos totales BBVA	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Sector público no financiero	4%	2%	1%	1%	1%	1%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
Sector financiero	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Cuentas corrientes	24%	17%	16%	11%	18%	23%	24%	22%	20%	20%	20%	20%
Caja de ahorros	29%	37%	51%	54%	50%	43%	40%	40%	40%	40%	40%	40%
Plazo fijo e inversiones a plazo	2%	12%	3%	31%	27%	30%	32%	30%	25%	20%	15%	15%
Otros	41%	31%	29%	3%	3%	2%	2%	6%	13%	18%	23%	23%

Nota. Fuente BCRA y opinión propia. Diciembre 2021. Elaboración propia.

Tabla 20: Proyección depósitos (en millones de \$)

Detalle / Año	2021	%	2022	%	2023	%	2024	%	2025	%	2026
Depósitos totales BBVA	\$ 707.183	57%	\$ 1.113.672	48%	\$ 1.643.666	32%	\$ 2.169.167	34%	\$ 2.898.441	32%	\$ 3.813.769
Sector público no financiero	\$ 13.275	26%	\$ 16.705	48%	\$ 24.655	32%	\$ 32.538	34%	\$ 43.477	32%	\$ 57.207
Sector financiero	\$ 378	194%	\$ 1.114	48%	\$ 1.644	32%	\$ 2.169	34%	\$ 2.898	32%	\$ 3.814
Sector privado no financiero y residentes en el ext.	\$ 639.530	71%	\$ 1.095.853	48%	\$ 1.617.367	32%	\$ 2.134.460	34%	\$ 2.852.066	32%	\$ 3.752.749
Cuentas corrientes	\$ 166.176	47%	\$ 245.008	34%	\$ 328.733	32%	\$ 433.833	34%	\$ 579.688	32%	\$ 762.754
Caja de ahorros	\$ 285.240	56%	\$ 445.469	48%	\$ 657.466	32%	\$ 867.667	34%	\$ 1.159.376	32%	\$ 1.525.508
Plazo fijo e inversiones a plazo	\$ 195.574	71%	\$ 334.102	23%	\$ 410.916	6%	\$ 433.833	0%	\$ 434.766	32%	\$ 572.065
Otros	\$ 89.667	-21%	\$ 71.275	209%	\$ 220.251	81%	\$ 399.127	70%	\$ 678.235	32%	\$ 892.422

Nota. Fuente BCRA y opinión propia. Diciembre 2021. Elaboración propia.

Otras obligaciones por intermediación financiera

Las obligaciones financieras se mantendrán constantes en \$45.000 millones ya que, entre 2018 y 2020, el valor rondaba dicho número mientras que, en 2021, hubo un aumento del 48%. En la proyección se estima que volverá a ajustar en el año 2022, y se mantendrá en los años venideros. Cabe destacar que, tanto en el año 2020 como en el 2021, no hay operaciones de obligaciones negociables emitidas.

Obligaciones diversas y provisiones del pasivo

Por el lado de las obligaciones diversas, los primeros tres años proyectados se ajustarán a través de la inflación, para luego reducirse en un 15% de forma real. En el cuadro debajo se pueden observar los montos proyectados en cada año.

Las provisiones se estimarán calculando el promedio del *ratio* histórico de los últimos 4 años, entre las provisiones y los depósitos a la vista del sector privado no financiero, lo que da un *ratio* de 2,94%

Otros pasivos

Los pasivos faltantes son Obligaciones subordinadas que continuarán manteniéndose en 0, como los anteriores años, y las partidas pendientes de imputación que se ajustarán por inflación, de igual forma que las partidas de los activos.

En el próximo cuadro se encontrarán todos los pasivos con sus respectivas estimaciones, que no corresponden a depósitos:

Tabla 21: Proyección otros pasivos (en millones de \$)

Detalle / Año	dic-21		dic-22		dic-23		dic-24		dic-25		dic-26	
Otras oblig. Por Intermed. Financiera	\$ 68.317	-34%	\$ 45.000	0%	\$ 45.000	0%	\$ 45.000	0%	\$ 45.000		\$ 45.000	
Obligaciones diversas	\$ 71.780	55%	\$ 111.115	43%	\$ 159.340	35%	\$ 215.108	18%	\$ 253.613	16%	\$ 294.444	
Provisiones	\$ 5.525	265%	\$ 20.179	41%	\$ 28.439	33%	\$ 37.910	30%	\$ 49.119	28%	\$ 62.847	
Obligaciones Subordinadas	\$ -	0%	\$ -	0%	\$ -	0%	\$ -	0%	\$ -	0%	\$ -	
Partidas pendientes de imputación	\$ 633	55%	\$ 980	43%	\$ 1.405	35%	\$ 1.897	31%	\$ 2.485	29%	\$ 3.206	

Nota. Fuente BCRA y opinión propia. Diciembre 2021. Elaboración propia.

6.2.3. Patrimonio neto

Con respecto a las cuentas del patrimonio neto, se mantendrán constantes en el tiempo ya que se proyectará un contexto sin incremento de capital o aportes. Por esta razón, la única variación se dará por los resultados del ejercicio.

Por último, cabe aclarar que para que cierre el balance se ajustará por la diferencia en títulos públicos como privados adicionales y, de hacer falta, por una diferencia de indicadores altos, se ajustará también del lado del pasivo por la cuenta plazo fijos.

Además, los resultados del período se van a encontrar tomándose por los resultados a finales del año anterior.

6.3. Estados de resultados

6.3.1. Ingresos financieros

Los ingresos financieros se separarán en diferentes segmentos. Por un lado, se encuentra el incremento por intereses, donde se ubican los préstamos de diferentes tipos y los títulos tanto públicos como privados, incluidos en esta categoría los pases. En segundo lugar,

están los ajustables por UVA o CER, mientras que, en último lugar, se encuentran los ajustables por tipo de cambio.

6.3.1.1. Ingresos por intereses de préstamos bancarios

Dentro de esta categoría se encuentran los préstamos al sector financiero, al sector privado no financiero y al sector público no financiero. Respecto a este último, el banco BBVA no cuenta con una alta proporción en comparación a los otros sectores. Por esta razón, se estimará que los préstamos al sector público se mantendrán con un retorno igual al del sector financiero.

Por otro lado, las tasas de préstamos del sector financiero se estimaron según su valor al 31 de diciembre de 2021, para luego aplicar las variaciones anuales de la política monetaria de los años siguientes. Esta misma proyección se realizó también para los préstamos del sector privado no financiero, donde se incluyen los adelantos, préstamos prendarios, personales, tarjetas y documentos descontados. En este último tipo de préstamos, la tasa final al último día del 2021, se estimó entre el promedio de la tasa de los documentos descontados y de los documentos a sola firma.

Luego, dada la gran volatilidad de las tasas en el año 2021 (rondaron entre 3 al 7%), para los documentos descontados valuados USD se estimó un promedio, y se dejó fijo en las proyecciones. Finalmente, con respecto a los préstamos UVA se mantuvo el mismo porcentaje del 2021 para los siguientes años.

Tabla 22: Proyección de tasas de interés de préstamos

Detalle / Año	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Sector público no financiero	32%	33%	30%	28%	27%	25%
Sector financiero	32%	33%	30%	28%	27%	25%
Sector privado no financiero y residentes en el ext.						
Adelantos \$	35%	37%	33%	31%	30%	28%
Documentos descontados \$	33%	35%	31%	29%	28%	26%
Documentos descontados USD	4%	4%	4%	4%	4%	4%
Hipotecarios (UVA)	5%	5%	5%	5%	5%	5%
Prendarios	27%	29%	26%	24%	23%	21%
Personales	51%	54%	49%	46%	43%	40%
Tarjetas y Otros	46%	48%	44%	41%	39%	36%

Nota. Fuente BCRA y opinión propia. Diciembre 2021. Elaboración propia.

6.3.1.2. Ingresos por intereses de títulos

Respecto a las tasas activas de los títulos, para los títulos públicos en pesos se calculó una tasa sobre la inflación más 1%. La razón es que, dado que la totalidad está en instrumentos ajustados por la inflación, se proyectará que, por el riesgo de estanflación, se seguirá teniendo un 100% de cobertura en dicha área. Cabe destacar que, en el año 2021 se vendió la última parte de la cartera que estaba en bonos ajustados por BADLAR.

Con respecto a los títulos públicos ajustables por dólar, se tiene en cartera el bono T2V2 y TV23 los que tienen una renta del 0,2 y 0,3%. Por esta razón, se promediará una tasa de rendimiento de 0,235%, más la devaluación esperada en cada año.

Luego, en lo que respecta a los títulos privados, se tomarán como si el rendimiento fuera 2% mayor a la tasa de política monetaria, ya que tienen una variedad de títulos y coberturas.

Por último, los pases se calcularán con el *ratio* entre el rendimiento de las Letras del BCRA (tasa de política monetaria) y la tasa de pases a finales del año 2021. Por esta razón, el rendimiento de los pases será el 85% de la tasa de política monetaria proyectada.

Tabla 23: Proyección de tasas de interés de títulos públicos y privados

Detalle / Año	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Títulos Públicos \$	51%	55%	44%	35%	31%	29%
Títulos Públicos USD	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Títulos Privados \$	40%	42%	38%	36%	34%	32%
Letras BCRA	38%	40%	36%	34%	32%	30%
Pases	32%	34%	30%	29%	27%	25%

Nota. Fuente BCRA y opinión propia. Diciembre 2021. Elaboración propia.

6.3.1.3. Ingresos por ajuste CER

Los ingresos por el ajuste del coeficiente de estabilización de referencia se tomarán de la misma forma que se proyecta el incremento de inflación en cada año. Dicho revalúo se gestionará por todos los préstamos comentados anteriormente, con una parte de su cartera valuada en UVA.

Tabla 24: Proyección ajuste por CER (en millones de \$)

Detalle / Año	2022	2023	2024	2025	2026
Monto ajuste CER	\$ 6.949	\$10.470	\$ 11.350	\$12.510	\$14.563

Nota. Fuente BCRA y opinión propia. Diciembre 2021. Elaboración propia.

6.3.1.4. Ingresos por diferencia de cotización

Los ingresos por moneda extranjera se verán reflejados por la diferencia de todos los activos y pasivos en dichas monedas, multiplicándolo por la diferencia de cotización entre el valor final del año proyectado, y el valor final del año anterior.

Tabla 25: Proyección por diferencia de cotización (en millones de \$)

Detalle / Año	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Activos en Moneda Extranjera		\$ 226.664	\$ 297.284	\$ 374.408	\$ 460.184	\$ 564.895
Pasivos en Moneda Extranjera		\$-221.721	\$-288.237	\$-360.297	\$-439.562	\$-536.266
Total		\$ 4.943	\$ 9.046	\$ 14.111	\$ 20.622	\$ 28.630
Tipo de cambio	\$102,75	\$ 140,05	\$ 182,06	\$ 227,58	\$ 277,65	\$ 338,73
Monto Ajuste Tipo de Cambio		\$ 1.317	\$ 2.088	\$ 2.822	\$ 3.719	\$ 5.163

Nota. Fuente BCRA y opinión propia. Diciembre 2021. Elaboración propia.

6.3.2. Egresos financieros

Respecto a los egresos financieros, tanto para los depósitos del sector público no financiero como el financiero, se iniciará con una tasa del 23% (tasa de interés financiera a diciembre de 2021 según datos del BCRA) y, luego, se proyectará que tendrán un movimiento porcentual igual a la tasa BADLAR.

Siguiendo por el lado de los depósitos, pero para el segmento del sector privado no financiero, proyectaré que la tasa de cuentas corrientes se mantendrá en 0%. Por su parte, las cajas de ahorro en moneda local tendrán un promedio de retorno de 7,42% para el año 2021, 6% en 2022 y 5% para los siguientes años. El mismo análisis se aplicó para las cajas de ahorro en moneda extranjera, proyectando el promedio de 0,02%, idéntico al del 2021. Para los plazos fijos en pesos, se tomó la tasa promedio total de dichos pasivos del 2021 y, se proyectó según las variaciones ya consideradas para la tasa BADLAR. Por último, la tasa de plazo fijo en moneda extranjera se mantendrá en su promedio de 0,42% para los siguientes años y, el rubro de depósitos “otros”, se seguirá manteniendo en 0%.

Tabla 26: Proyección de tasas de interés de depósitos

Detalle / Año	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Sector público no financiero	23,0%	25,6%	23,1%	21,5%	20,2%	18,8%
Sector financiero	23,0%	25,6%	23,1%	21,5%	20,2%	18,8%
Sector privado no financiero y residentes en el ext.						
Cuenta corrientes \$	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Cuenta corrientes USD	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Caja de ahorros \$	7,4%	6,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Caja de ahorros USD	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Plazo fijo e inversiones a plazo \$	33,6%	37,3%	33,7%	31,4%	29,4%	27,5%
Plazo fijo e inversiones a plazo USD	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%
Otros	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Nota. Fuente BCRA y opinión propia. Diciembre 2021. Elaboración propia.

Con respecto a las Obligaciones por intermediación financiera, el gran porcentaje se debió a financiaciones de otras entidades financieras locales y, solo un 1% fue por obligaciones negociables emitidas. Por esta razón, la tasa se proyectará de igual forma que el costo de los préstamos al sector financiero.

Tabla 27: Proyección de tasas de interés de otras obligaciones

Detalle / Año	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Otras oblig. Por Intermed. Financiera	32%	33%	30%	28%	27%	25%

Nota. Fuente BCRA y opinión propia. Diciembre 2021. Elaboración propia.

6.3.3. Cargos por incobrabilidad

Los cargos por incobrabilidad se calcularán, de igual forma que en los años anteriores, como la variación de las provisiones del activo y los pases fallidos (son los préstamos que a partir de cierto momento se confirman como préstamos no cobrados y se envían a pérdida por fue del balance en el período a considerar).

Por esta razón los pasos a seguir serán:

Primero, calcular las provisiones con las variaciones de año a año. Luego, para los pases fallidos, se calculará el *ratio* entre los préstamos y los créditos irrecuperable (como se ve en el cuadro debajo). Cabe destacar la gran diferencia de porcentaje que marcó el año 2020 en relación a los otros períodos. Esto se debe a la catástrofe pandémica, que luego siguió

con una crisis financiera local, por lo que se estimará para todos los años un *ratio* de préstamos irrecuperables del 2%.

Tabla 28: *Ratio* de créditos irrecuperables (en millones de \$)

Detalle / Año	2019	2020	2021
Préstamos	\$184.200	\$261.589	\$352.211
Créditos irrecuperables	\$ 3.229	\$ 9.359	\$ 11.652
Ratio	1,75%	3,58%	3,31%

Nota. Fuente BCRA y opinión propia. Diciembre 2021. Elaboración propia.

Luego, a partir de la obtención del *ratio* a utilizar, se lo multiplicará por la proyección de préstamos del BBVA y, así tendríamos la totalidad de pases fallidos. Sumando las diferencias de provisiones de año a año, podemos proyectar la totalidad de los cargos por incobrabilidad.

Tabla 29: Proyección de cargos por incobrabilidad (en millones de \$)

Detalle / Año	2022	2023	2024	2025	2026
Cargos por incobrabilidad	\$ 18.782	\$ 31.260	\$ 42.713	\$ 56.827	\$ 74.633
Diferencia Provisiones	\$ 4.019	\$ 5.224	\$ 6.792	\$ 8.829	\$ 11.478
Pases fallidos	\$ 14.764	\$ 26.035	\$ 35.921	\$ 47.998	\$ 63.156

Nota. Fuente BCRA y opinión propia. Diciembre 2021. Elaboración propia.

6.3.4. Comisiones netas por servicios

Las proyecciones de comisiones netas se calcularán por la diferencia entre las comisiones abonadas y cobradas. Dicho cálculo estará dado por un crecimiento real y uno inflacionario.

El crecimiento real se proyectará al 5% el primer año mientras que, por la incertidumbre del año electoral 2023 habrá una leve disminución y, luego, crecerá a ritmo constante real de un 10% por año.

Tabla 30: Proyección de comisiones netas por servicios (en millones de \$)

Detalle / Año	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Inflación		54,80%	43,40%	35,00%	31,00%	29,00%
Crecimiento real		5%	-1%	10%	10%	10%
Crecimiento nominal		62,54%	41,97%	48,50%	44,10%	41,90%
Comisiones netas por servicios	\$20.172	\$32.788	\$46.548	\$ 69.123	\$ 99.607	\$141.342

Nota. Fuente BCRA y opinión propia. Diciembre 2021. Elaboración propia.

6.3.5. Gastos de administración

Los gastos de administración se calcularán de la misma forma que las comisiones netas. La diferencia estará en que, por la disminución del personal en 2022 y los costos de reestructuración (además de mayores gastos por implementación de uso de la tecnología vía web o de las aplicaciones móviles), se calculará que en ese año los costos de forma real aumentarán en un 10%. Luego, en el 2023 y 2024 se mantendrán constantes, para finalizar en una reducción del 5% real en los años 2025 y 2026 (ya que impactan los movimientos generados en el primer año proyectado),

Tabla 31: Proyección de gastos de administración (en millones de \$)

Detalle / Año	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Inflación		54,80%	43,40%	35,00%	31,00%	29,00%
Crecimiento real		10%	0%	0%	-5%	-5%
Crecimiento nominal		70,28%	43,40%	35,00%	24,45%	22,55%
Gastos de administración	\$-67.987	\$-115.768	\$-166.012	\$-224.116	\$-278.913	\$-341.807

Nota. Fuente BCRA y opinión propia. Diciembre 2021. Elaboración propia.

6.3.6. Otros resultados

Con respecto a los resultados faltantes, aquí nos quedarán 4 líneas: Créditos recuperados y provisiones desafectadas, resultado monetario, Otros y Otro resultado integral.

Los créditos recuperados se calcularán con un *ratio* de 0,5% sobre los préstamos totales. Posteriormente, el resultado monetario mostrará el ajuste por inflación de forma impositiva; por ello, se calculará el primer año con un incremento de 15% de forma real para luego, mantenerse constante en el tiempo ello, a raíz de que la variación de la inflación impacta, en mayor medida, tanto a la suba como a la baja.

Por último, los rubros Otros y otro resultado integral, por la variación que tienen y la relevancia en los resultados, se los calculará estimándolos con un crecimiento igual a la inflación.

Tabla 32: Proyección de otros resultados (en millones de \$)

Detalle / Año	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Créditos recuperados	\$ 1.729	\$ 3.691	\$ 6.509	\$ 8.980	\$ 11.999	\$ 15.789
Resultados monetarios	\$-36.951	\$-65.781	\$-94.330	\$-127.345	\$-166.822	\$-215.200
Otros resultados integrales	\$ -2.005	\$ -3.103	\$ -4.450	\$ -6.008	\$ -7.870	\$ -10.152
Otros	\$ 578	\$ 895	\$ 1.284	\$ 1.733	\$ 2.271	\$ 2.929

Nota. Fuente BCRA y opinión propia. Diciembre 2021. Elaboración propia.

6.3.7. Impuesto a las ganancias

El impuesto se calculará con una alícuota del 30% según la ley de ganancias (ley N° 27.430) para las proyecciones de los próximos 5 años, sobre la utilidad o beneficios antes de impuestos.

6.4 Cierre de balance

Las entidades financieras tienen una metodología de valuación diferente a otras industrias, y eso trae consigo un modelo diferente, tanto de proyección como de análisis. Por tal motivo, para que el balance cierre y tenga tanto lógica como razonabilidad, se gestionará tal diferencia a través de la cuenta de títulos en pesos. La cuenta para calcular dicha diferencia será:

$$A = P + PN$$

$$A + \text{Dif Títulos} = P + PN$$

Donde:

A: Es el activo para cada periodo proyectado sin contar el diferencial de títulos.

P: Es el pasivo de cada período sin contar el diferencial de títulos.

PN: Es el Patrimonio neto sin contar el diferencial de intereses por títulos.

Dif títulos: Son los excedentes de títulos en pesos agregados, más los intereses generados por ellos.

Para obtener el valor de Dif títulos la cuenta sería:

$$A - P - PN = \text{Dif títulos}$$

$$A - P - PN = \text{Exc. títulos} + \text{Int. Títulos}$$

$$A - P - PN = \text{Exc. Títulos} * (1 + ((r * (1 - \text{imp})))$$

$$(A - P - PN) / (1 + r) * (1 - \text{imp}) = \text{Exc Títulos}$$

Donde:

r: es la tasa de títulos en pesos proyectada para cada período, y se estimará en un 70% por la tasa de pases, y un 30% sobre la tasa de títulos públicos.

Imp: se va a tomar el impuesto a las ganancias de 30%

Los resultados adicionales para el cierre del balance son los siguientes:

Tabla 33: Proyección de excedentes e intereses de títulos (en millones de \$)

Detalle / Año	2022	2023	2024	2025	2026
Excedente de títulos	\$ -186.204	\$ -286.375	\$ -393.849	\$ -526.999	\$ -660.477
Interes por Excedente de títulos	\$ -53.986	\$ -71.386	\$ -88.077	\$ -108.907	\$ -127.879

Nota. Elaboración propia.

7. Tasa de descuento

La tasa de descuento será gestionada en moneda local como toda la valuación del banco BBVA. La fórmula para gestionar dicha tasa es la siguiente:

$$k_e = r_f + \beta * \text{Prima de mercado}$$

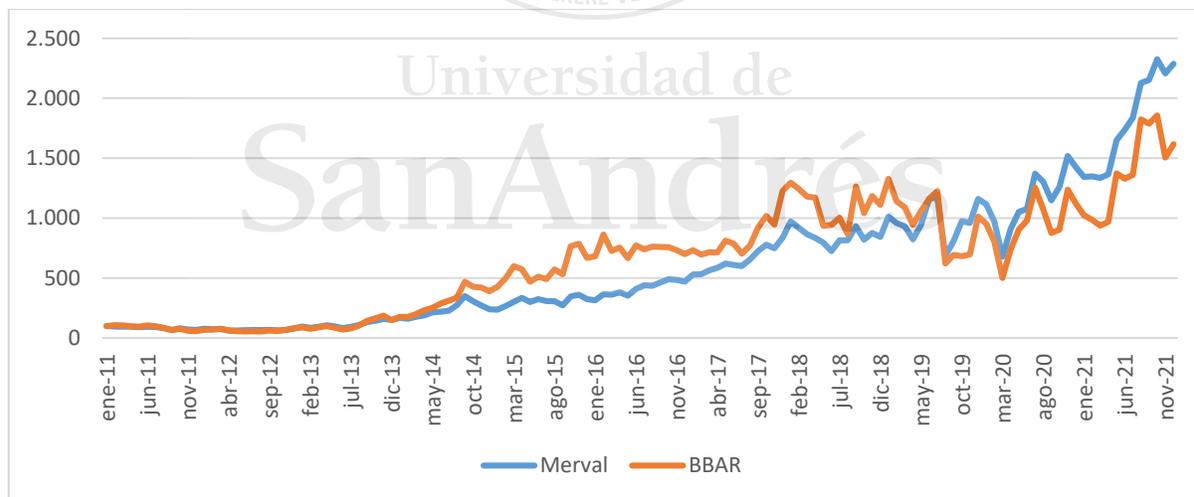
Donde:

k_e : Es la tasa de descuento.

r_f : Es la tasa libre de riesgo. Se va a calcular con el rendimiento del bono AA22 ajustado por tasa BADLAR a la fecha de valuación del 31/12/2021 (42,1%).

β : Beta, es el factor de apalancamiento. Se calculará en base a los rendimientos mensuales de la acción local banco BBVA (BBAR) y el índice Merval (IMV), de los últimos 11 años. En el gráfico debajo se verán los retornos de ambos activos con base 100.

Gráfico 38: Retornos Merval y BBAR, base 100. (2011-2021)



Nota. Fuente BCRA, REM y opinión propia. Diciembre 2021. Elaboración propia.

Prima de mercado: es la prima de riesgo de mercado y surge de la diferencia entre el rendimiento esperado del mercado y la tasa libre de riesgo. Por lo que, se calculará el promedio de los últimos 10 años ya que hubo una gran variación en ambas direcciones de mercado, y no debería quedar sesgada la muestra. Además, cabe aclarar que fue eliminado

el año 2020 de la muestra por los acontecimientos ya comentados, pues desvirtuaba la muestra. Como hubo gran variación de tasas y rendimientos, se calculó la prima de mercado por cada año y, por último, aclaro que en los primeros 3 años la tasa libre de riesgo se calculó con las Lebacks (letras a corto plazo del BCRA); luego, debido al reperfilamiento y altas tasas demandadas por el mercado, se prefirió usar un bono a corto plazo (AA22).

Tabla 34: Prima de riesgo

Año	Merval	Activo Libre de riesgo	Prima
2021	60%	42%	18%
2020	23%	50%	-27%
2019	38%	43%	-5%
2018	1%	28%	-27%
2017	78%	27%	51%
2016	45%	31%	14%
2015	36%	33%	3%
2014	58%	32%	26%
2013	86%	18%	68%
2012	16%	15%	1%

Nota. Fuente Yahoo Finance. Diciembre 2021. Elaboración propia.

La antes fórmula comentada, con los números correspondientes, será la siguiente:

$$k_e = 42,1\% + 1,21 * 16,5\% = 62\%$$

También hay que destacar que, debido a la gran inflación que se encuentra en el país, la tasa parece superlativa. La mayor parte del rendimiento es solamente un ajuste inflacionario, por lo que se la calculará en rendimiento constante.

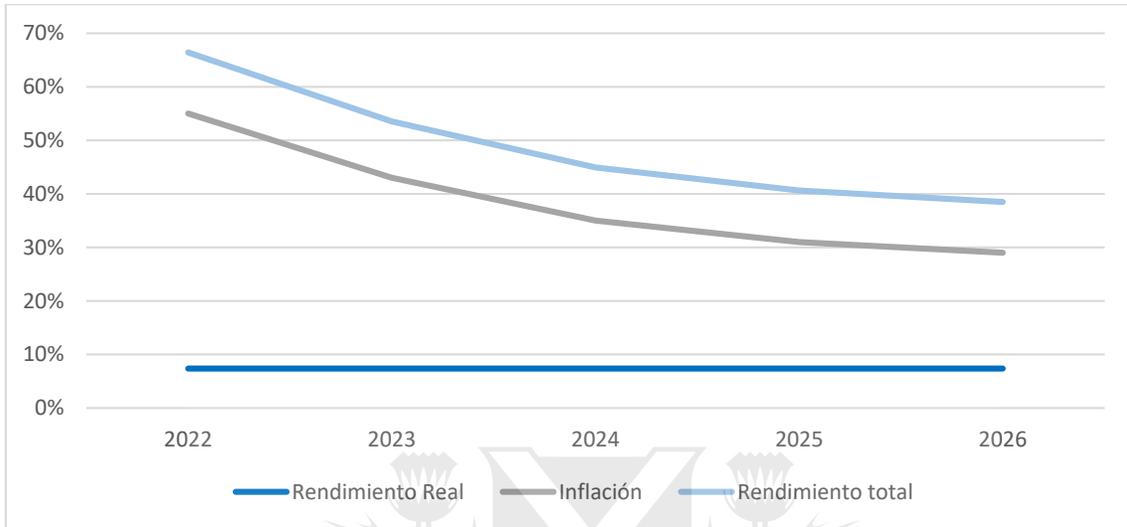
$$\text{Rendimiento real} = (1+k_e / 1+\text{Inflación}) - 1 = 7,36\%$$

Tabla 35: Rendimiento

Detalle / Año	2022	2023	2024	2025	2026
Rendimiento Real	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%
Inflación	55,0%	43,0%	35,0%	31,0%	29,0%
Rendimiento total	66,4%	53,5%	44,9%	40,6%	38,5%

Nota. Fuente BCRA y opinión propia. Diciembre 2021. Elaboración propia.

Gráfico 39: Tasa descuento real y nominal - BBAR



Nota. Fuente Yahoo finance. Elaboración propia.

Por último, cabe destacar que este formato se realizó con expectativas de una disminución en la inflación.

8. Determinación del flujo de fondos

8.1. Procedimiento para su desarrollo

La metodología a utilizarse, como comenté, será por flujos de fondos para los accionistas (FCFE). Dicho formato no es el habitual para una empresa comercial o industrial ya que tiene otras complejidades.

El cálculo se estimará con el supuesto de que todo capital que cuenta la entidad financiera, al finalizar cada año, por sobre las reservas del año 2021. Si es mayor que el capital mínimo, se distribuirá como dividendos en efectivo.

Por otro lado, en las entidades financieras, hay diferencias que generan limitaciones a la hora llevar a cabo la determinación del flujo de fondos para los accionistas. Algunas de las más importantes a destacar son:

- Regulación de efectivo mínimo
- Límite en posición de moneda extranjera
- Capital mínimo para operar

El cálculo se realizará con el supuesto de que, todo capital que cuenta la entidad financiera al finalizar cada año, por sobre el capital mínimo, se distribuirá como dividendos en efectivo.

Se efectuará el cálculo de los capitales mínimos en cada uno de los cierres de año proyectado, contemplando tres tipos de riesgos.

- Riesgo de crédito
- Riesgo de mercado
- Riesgo operacional

El riesgo de crédito (en adelante, RC) estará presente en las operaciones dentro y fuera de balance, como así en el riesgo de liquidación, es decir, cuando una transacción financiera no pueda completarse o liquidarse según lo pactado. Las pérdidas por RC se originan por el incumplimiento del deudor o contraparte de sus obligaciones. Además, contempla distintos tipos de riesgos, entre ellos, incluye el riesgo país y el riesgo de crédito de contraparte. Con respecto a la cuenta se facilitará la gestión aplicando el 8% a los activos

ponderados por riesgo. Las ponderaciones de los activos de riesgo será el 100% sobre la totalidad de la cartera de créditos en cada año proyectado, mientras que el factor k se estimará en 1,03 -que es el valor cuando no se informa la calificación y es la ponderación estándar-. Por último, se estimará que no habrá nuevas inversiones significativas en empresas.

La fórmula resumida sería:

$$RC = k * \text{Ponderador de riesgo} * \text{Activos de riesgo} + \text{INC}$$

$$RC = 1,03 * 0,08 * \text{Activos de riesgo}$$

RC: Capital mínimo de riesgo de crédito

k: factor dependiendo la entidad financiera según su calificación

Ponderador de riesgo: es el factor que se suele utilizar para calcular el riesgo determinado

Activos de riesgo: activos ponderados según su nivel de riesgo

INC: inversiones significativas de empresas

Cabe aclarar que, la fórmula tiene una mayor complejidad, pero, en el trabajo actual, no será profundizada ya que carece de tanta relevancia.

Al riesgo de mercado se lo asocia en su totalidad la cartera de títulos del banco en cuestión, en este caso banco BBVA, y sus volatilidades; y, el cálculo se genera a través de la metodología valor de riesgo (VaR), donde juega un factor importante el nivel de confianza y el período de tiempo mínimo de tenencia.

Para el trabajo actual, se estimará la relación promedio de los últimos dos años (2021 y 2020) entre la exigencia por riesgo de mercado y la cantidad de títulos que se tenga en cartera y, el porcentaje de dicho cálculo sobre el valor contable de títulos, tanto públicos como privados es de 0,21%

La exigencia por riesgo operacional depende directamente de los ingresos brutos promedio de un período de 12 meses seguidos, si es que tienen margen positivo. Para ello, se tomará el promedio de los últimos 36 meses y, luego, se le aplicará el 15%. El ingreso bruto se

calculará sumando los ingresos financieros y servicios (además de las utilidades diversas) y, restándole los egresos financieros y por servicios, y las pérdidas diversas.

En la próxima tabla se reflejarán los números de los 3 tipos de riesgos comentados anteriormente:

Tabla 36: Capitales mínimos (en millones de \$)

Detalle/Año	2022	2023	2024	2025	2026
Riesgo de crédito	\$ 60.826	\$ 107.266	\$ 147.995	\$ 197.751	\$ 260.201
Riesgo de mercado	\$ 390	\$ 391	\$ 393	\$ 395	\$ 398
Riesgo operacional	\$ 22.996	\$ 31.833	\$ 40.530	\$ 46.499	\$ 53.878

Nota. Fuente BCRA y datos propios. Diciembre 2021. Elaboración propia.

Por último, la responsabilidad patrimonial computable (RPC), para facilitar la cuenta, se determinará tomando el nivel de patrimonio neto como aproximación de la cuenta.

8.2. Flujo de fondos obtenidos

A partir de los datos ya calculados, y que fueron mencionados en el apartado anterior, se obtuvieron los flujos de fondos libres totales. La cuenta realizada fue la responsabilidad patrimonial computable, menos las exigencias totales de capitales mínimos, dando como resultado el flujo de fondos libres de cada año.

En la siguiente tabla se aprecia cómo quedaron los flujos de fondos libres para los accionistas, durante los siguientes 5 años:

Tabla 37: Proyección de flujo de fondos (en millones de \$)

Detalle / Año	2022	2023	2024	2025	2026
Flujo de Fondos	\$ 77.287	\$ 101.961	\$ 182.022	\$ 224.348	\$ 291.005
RPC	\$ 161.498	\$ 241.452	\$ 370.940	\$ 468.993	\$ 605.482
Capitales mínimos totales	\$ -84.211	\$ -139.491	\$ -188.918	\$ -244.645	\$ -314.477

Nota. Datos y elaboración propia.

9. Valor terminal

La determinación del valor terminal se gestionó a partir de la siguiente fórmula:

$$VT = [Ft * (1 + g)] / (ke + g)$$

Ft: Es el flujo de fondos del último año calculado (2026)

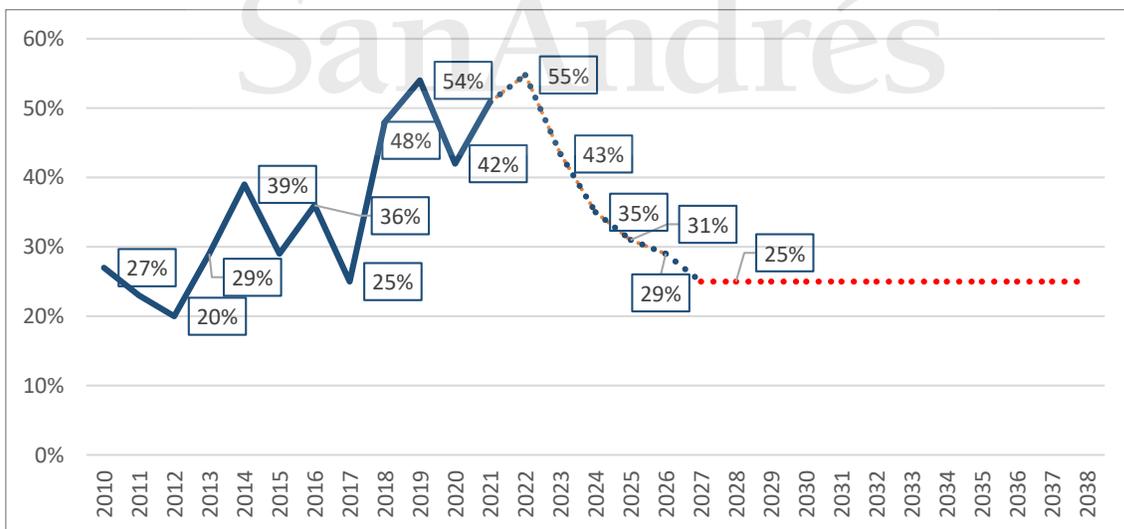
Ke: Es la tasa de descuento calculada anteriormente

g: es la tasa de crecimiento a perpetuidad. Se estimará un crecimiento conservador del 2%, mientras que la inflación a perpetuidad se va a estimar en un 25% acorde con las proyecciones estimadas anteriormente. Por ende, tendrá un crecimiento nominal a perpetuidad de 27,5%.

VT: es el valor terminal, si se lo trae a valor actual (con el factor de descuento del año 2025) da como resultante un valor de \$67.749 millones.

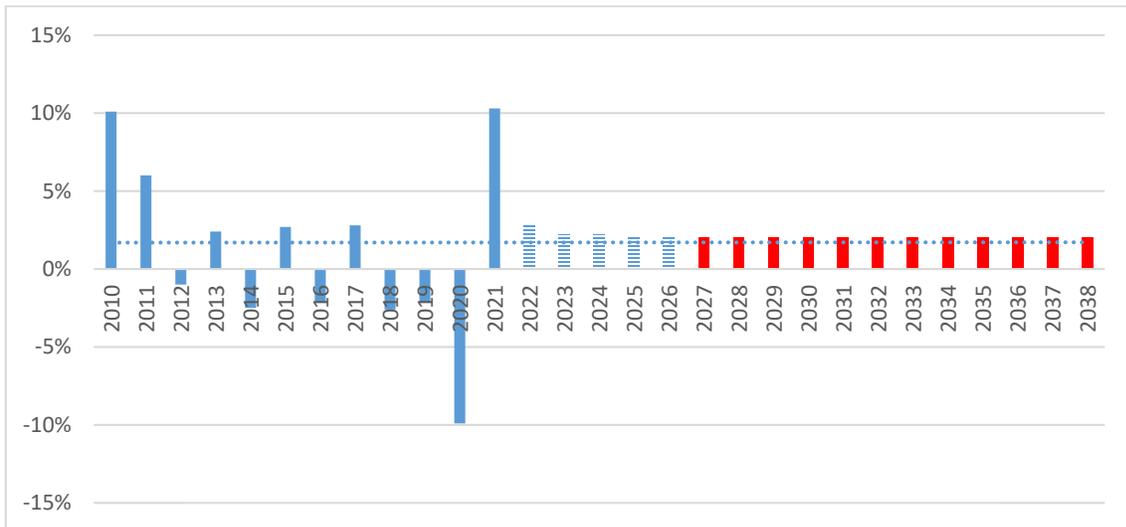
En los siguientes dos gráficos se apreciará la evolución proyectada a perpetuidad, tanto de la inflación como el PBI que sigue en línea a la proyección de los cinco años ya comentados anteriormente.

Gráfico 40: Proyección inflación a perpetuidad



Nota. Fuente BCRA, REM y visión propia. Diciembre 2021. Elaboración propia.

Gráfico 41: Proyección PBI a perpetuidad



Nota. Fuente BCRA, REM y visión propia. Diciembre 2021. Elaboración propia.



10. Valuación por flujo de fondos descontados

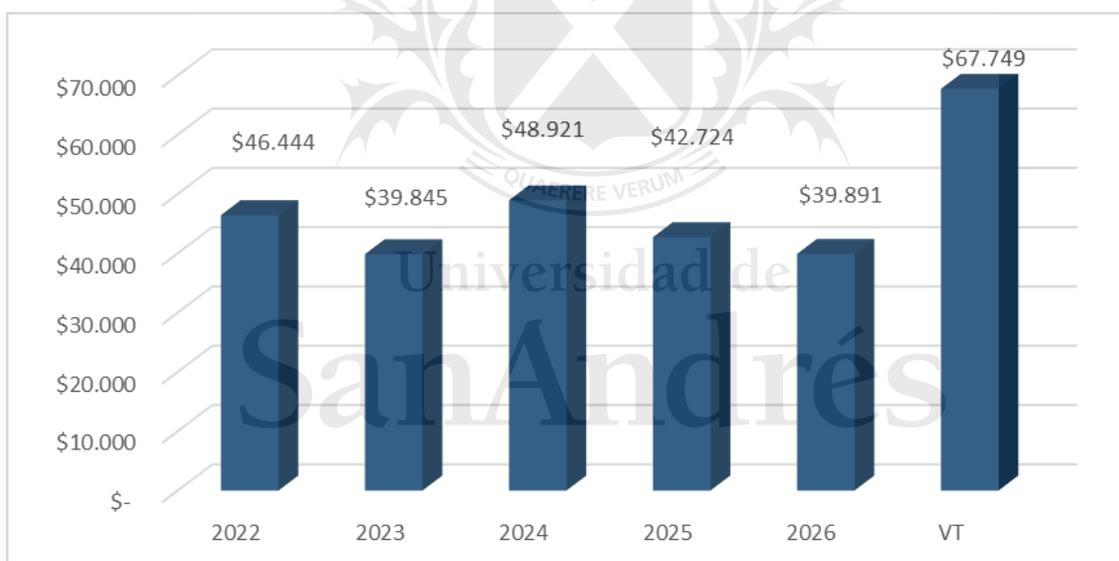
Luego de determinarse los flujos de fondos libres y el valor terminal, con las tasas de descuentos reales calculadas anteriormente (7,4%), y sus respectivas inflaciones anuales, quedaron las siguientes proyecciones:

Tabla 38: Factor de descuento

Detalle / Año	2022	2023	2024	2025	2026
Rendimiento Real	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%
Inflación	55,0%	43,0%	35,0%	31,0%	29,0%
Rendimiento total	66,4%	53,5%	44,9%	40,6%	38,5%
Factor de descuento	60,1%	39,1%	26,9%	19,0%	13,7%

Nota. Fuente BCRA y datos propios. Diciembre 2021. Elaboración propia.

Gráfico 42: Proyección de flujo de fondos descontados (en millones de \$)

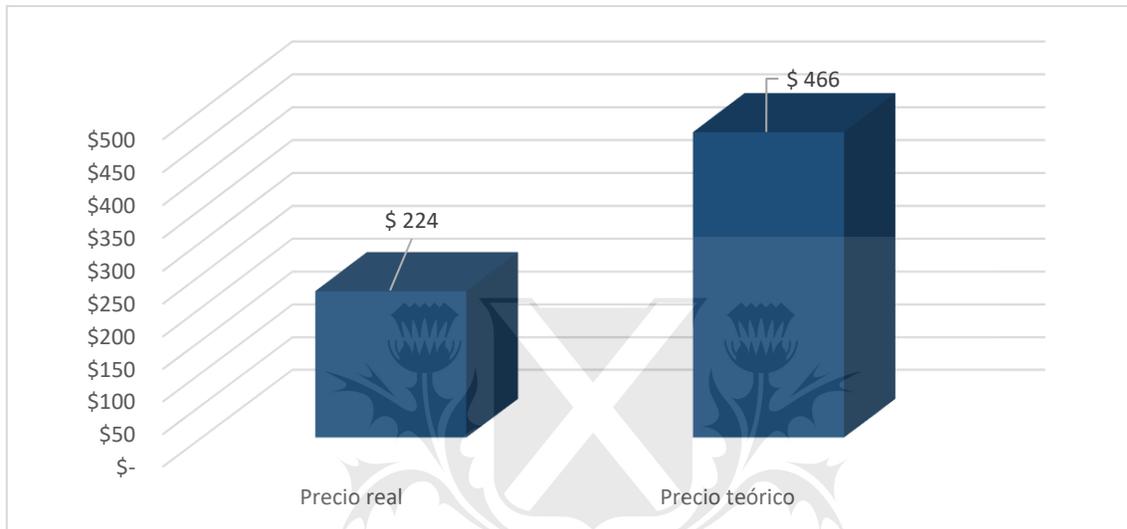


Nota. Datos y elaboración propia.

Una vez calculados los flujos de fondos descontados, se llega a la conclusión de que, en base al modelo establecido, el valor del banco BBVA al 31 de diciembre de 2021 es de \$285.574 millones. Si este valor, a su vez, se calcula al tipo de cambio “contado con liquidación” de ese momento, es decir \$192,52, el valor de mercado resulta en U\$D 1.358,66 millones.

En un paso siguiente, se buscará obtener el precio por acción de la compañía. Para esto se dividirá el valor obtenido, por la cantidad de acciones en circulación al 31 de diciembre, es decir 612.710.079. De esta manera, se obtendrá un valor teórico por acción de \$466,08 para esa fecha.

Gráfico 43: Precio teórico valuación BBVA



Nota. Elaboración propia.

11. Valuación por Comparables

11.1. Determinación de valor a través de múltiplos

Para la valuación mediante múltiplos comparables, se seleccionaron entidades bancarias que coticen en el mercado local (ByMA) y presenten características similares al banco BBVA.

En una segunda instancia, analizadas las empresas del sector bancario, se va a tomar un rango de los principales competidores que tienden a obtener un rango similar de ratios, siendo así sus principales competidoras: Banco Macro, Banco Galicia y Banco Santander.

Dentro de los *ratios* a analizar, se tomaron en cuenta los siguientes:

P/E: Este indicador analiza el precio de la acción de la firma, en relación a sus ganancias por acción. Comúnmente, es el más utilizado y su cálculo es: Precio de acción / Resultado neto por acción o Totalidad de valor de mercado / Beneficio neto total.

P/BV: El segundo indicador a tomar en consideración es el precio por valor libro. Dicho *ratio* evalúa el precio por acción / Patrimonio neto por acción. Cabe destacar que, también se puede medir con sus respectivas totalidades, como el primer indicador.

Los indicadores restantes son el ROE y el ROA, donde para obtenerlos se calculó el retorno sobre el patrimonio (ROE) y, sobre los activos (ROA) de cada entidad financiera. Y, también, el apalancamiento que se calculó como Pasivo dividido Patrimonio neto. Por último, también se tomará el margen financiero de cada entidad realizando la cuenta del total de beneficio de la compañía sobre el ingreso financiero y por servicios.

En la tabla siguiente se pueden observar los *ratios* detallados y sus resultados:

Tabla 39: Múltiplos de comparables

Empresa	P/E	P/BV	ROE	ROA	Apalanc.	Mg. Financiero
Galicia	7,11	0,90	13,1%	2,1%	4,08	13,9%
Hipotecario	N/A	0,58	-21,7%	-2,2%	14	-31,1%
Macro	5,85	0,74	15,6%	3,4%	3	17,7%
Patagonia	6,70	0,74	10,7%	1,7%	4,2	11,1%
Santander	4,92	0,75	6,7%	0,8%	6,5	5,7%
Supervielle	N/A	0,69	-3,1%	-0,3%	7,3	-2,2%
Promedio	6,15	0,73	3,5%	0,9%	6,51	2,5%
BBVA	5x -7x	0,7x - 0,9x	17,3%	2,6%	5,4	16,3%

Nota. Fuente BCRA y Bloomberg. Diciembre 2021. Elaboración propia.

11.2. Resultados por comparables

En la tabla anterior se expusieron todos los *ratios* de cada entidad financiera, y sus resultados obtenidos. A su vez, se estableció el promedio de cada *ratio* para obtener el promedio del mercado y, también, se estimó un rango representativo para el banco BBVA con los bancos de mayor similitud (Galicia, Macro y Santander). De esta manera, se podrá estimar si la entidad se encuentra sub o sobre valorada, en relación a sus tres competidoras.

Como conclusión, se obtuvo que el precio teórico del banco BBVA tomando el *ratio* precio sobre ganancias, se ubica fuertemente por arriba del precio de mercado si es que se calcula con el resultado proyectado del año 2022. llevando a indicar que la empresa se encontraría subvalorada en relación a sus competidoras.

Tabla 40: Análisis de sensibilidad – P/E

Resultado Acumulado	P/E				
	5x	5,5x	6x	6,5X	7X
Precio por acción					
\$ 50.000	\$ 408	\$ 449	\$ 490	\$ 530	\$ 571
\$ 60.000	\$ 490	\$ 539	\$ 588	\$ 637	\$ 685
\$ 70.000	\$ 571	\$ 628	\$ 685	\$ 743	\$ 800
\$ 80.000	\$ 653	\$ 718	\$ 783	\$ 849	\$ 914
\$ 90.000	\$ 734	\$ 808	\$ 881	\$ 955	\$ 1.028

Nota. Datos y elaboración propia.

Por su parte, el precio teórico calculándolo con el *ratio* precio sobre valor libro también resultó por arriba del valor real, calculado con las proyecciones del patrimonio del año 2023, pero con un desvío mucho menor que el ratio P/E.

Tabla 41: Análisis de sensibilidad – P/BV

Patrimonio Neto	P/BV				
	0,7	0,75	0,8	0,85	0,9
	Precio por acción				
\$ 280.000	\$ 320	\$ 343	\$ 366	\$ 388	\$ 411
\$ 290.000	\$ 331	\$ 355	\$ 379	\$ 402	\$ 426
\$ 300.000	\$ 343	\$ 367	\$ 392	\$ 416	\$ 441
\$ 310.000	\$ 354	\$ 379	\$ 405	\$ 430	\$ 455
\$ 320.000	\$ 366	\$ 392	\$ 418	\$ 444	\$ 470

Nota. Datos y elaboración propia.



12. Conclusiones

El banco BBVA es una de las principales entidades financieras, tanto privadas como pública. Cabe mencionar el importante crecimiento de la compañía y su estabilización en los últimos años. Dicha situación la llevó a encontrarse dentro de los 10 principales bancos del mercado local, tanto para la categoría de préstamos como depósitos.

Ante la economía local adversa, es destacable el sólido balance y los resultados positivos que la entidad mantiene. Los indicadores de diferentes tipos, entre los que se destacan de rentabilidad, crédito, liquidez y solvencia, tienen una buena performance para el período analizado, circunstancia que confirma lo dicho.

La valuación del banco BBVA que realicé fue al 31 de diciembre de 2021. La efectué a través del modelo de descuento de flujo de fondos libre para los accionistas; asumiendo como fondos libres a aquellos que superen el capital mínimo para operar y, distribuyéndose los resultados del año anterior.

Con respecto a la valuación del banco BBVA realizada en el análisis previo, bajo los supuestos establecidos, se llegó a la conclusión de que el valor resultante por acción fue de \$466 que se ubica en 107,79% más del valor de mercado, a la fecha de valuación.

La diferencia entre el precio teórico obtenido y el precio real de mercado, se puede explicar por los supuestos establecidos en el presente trabajo. Sin embargo, el desvío lleva a concluir que la valuación realizada refleja mayores expectativas de crecimiento que la cotización de mercado.

Por último, al hacer un análisis por comparables, obteniendo un rango de los múltiplos de las entidades bancarias con mayor similitud, podemos confirmar que el precio teórico por acción de la empresa BBVA se mantiene por arriba del valor de mercado, al 31 de diciembre de 2021 con valores estimados por el P/E debería tener un precio entre un 80% y un 350% por arriba, mientras que por P/B rondaría entre una valoración de 40% y 110% por encima del valor actual.

13. Bibliografía

Académica

Aswath Damodaran, *Investment valuation*, segunda Edición, 2002.

Federico Filgueira, *Valuación Banco Francés*, Universidad de San Andrés, 2015.

Valentina López, *Valuación de Banco Macro*, Universidad de San Andrés, 2018.

Clara Saladino, *Valuación de Banco Ciudad*, Universidad de San Andrés, 2021.

Informes y artículos

Banco Central de la República Argentina, “Informe de Entidades Financieras, diciembre 2021”,

2021.

Banco Central de la República Argentina, “Informe de Entidades Financieras, diciembre 2018”,

2018.

Banco Central de la República Argentina, “Resultados del Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM), diciembre de 2021”, 2021.

BBVA, “Memoria y Estados Contables al 31 de diciembre de 2021 y 2020”, 2021.

Sitios web

Banco Central de la República Argentina, www.bcra.gov.ar

BBVA Research, www.bbva.com.ar/

Instituto Nacional de Estadísticas y Censos, www.indec.gov.ar

Fondo Monetario Internacional, www.imf.org

Comisión Nacional de Valores, www.cnv.gov.ar

Banco Mundial, www.datos.bancomundial.org

Yahoo Finance, www.finance.yahoo.com/

Ministerio de Economía de la Nación Argentina, www.argentina.gob.ar/economia

Invertironline, www.invertironline.com

Bloomberg, www.bloomberg.com/



Universidad de
San Andrés

14. Anexo

Anexo I – Balance proyectado (en millones de \$)

Evolución de Estados Contables (en millones)	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Activo	\$ 1.012.845	\$ 1.450.905	\$ 2.190.688	\$ 2.928.100	\$ 3.826.558	\$ 4.952.628
Efectivo y depósito en banco	\$ 218.040	\$ 344.032	\$ 481.666	\$ 664.554	\$ 887.977	\$ 1.168.400
Títulos públicos y privados	\$ 188.605	\$ 189.378	\$ 190.255	\$ 151.820	\$ 139.550	\$ 127.476
Préstamos	\$ 352.211	\$ 738.180	\$ 1.301.773	\$ 1.796.056	\$ 2.399.890	\$ 3.157.775
Otros Cred. Por Intermed. Finan.	\$ 161.928	\$ 37.257	\$ 13.733	\$ 41.679	\$ 40.686	\$ 64.751
Crédito por arrendamiento financiero	\$ 2.576	\$ 3.988	\$ 5.719	\$ 7.720	\$ 10.114	\$ 13.047
Part. En otras sociedades	\$ 7.109	\$ 10.552	\$ 14.683	\$ 19.411	\$ 24.953	\$ 31.779
Créditos diversos	\$ 24.393	\$ 37.761	\$ 54.149	\$ 73.101	\$ 95.763	\$ 95.763
Propiedad, plantas y equipo	\$ 50.878	\$ 78.759	\$ 112.940	\$ 152.469	\$ 199.734	\$ 257.657
Bienes diversos	\$ 3.332	\$ 5.157	\$ 7.396	\$ 9.984	\$ 13.079	\$ 16.872
Activos intangibles	\$ 3.647	\$ 5.646	\$ 8.096	\$ 10.929	\$ 14.317	\$ 18.469
Filiales en el exterior	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Partidas Pend. De imputación	\$ 126	\$ 195	\$ 279	\$ 377	\$ 494	\$ 638
Pasivo	\$ 853.439	\$ 1.290.946	\$ 1.877.850	\$ 2.469.083	\$ 3.248.658	\$ 4.219.267
Depósitos	\$ 707.183	\$ 1.113.672	\$ 1.643.666	\$ 2.169.167	\$ 2.898.441	\$ 3.813.769
Otras oblig. Por Intermed. Financiera	\$ 68.317	\$ 45.000	\$ 45.000	\$ 45.000	\$ 45.000	\$ 45.000
Obligaciones diversas	\$ 71.780	\$ 111.115	\$ 159.340	\$ 215.108	\$ 253.613	\$ 294.444
Provisiones	\$ 5.525	\$ 20.179	\$ 28.439	\$ 37.910	\$ 49.119	\$ 62.847
Obligaciones Subordinadas	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Partidas pendientes de imputación	\$ 633	\$ 980	\$ 1.405	\$ 1.897	\$ 2.485	\$ 3.206
Patrimonio Neto	\$ 159.406	\$ 159.959	\$ 312.838	\$ 459.018	\$ 577.900	\$ 733.361

Anexo II – Estado de resultados proyectado (en millones de \$)

Evolución de Estado de Resultados (en millones)	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Ingresos financieros	\$ 218.830	\$ 372.400	\$ 536.273	\$ 667.533	\$ 817.592	\$ 994.963
Egresos financieros	\$ -105.115	\$ -113.912	\$ -116.103	\$ -122.793	\$ -120.961	\$ -155.900
Margen financiero	\$ 113.715	\$ 258.488	\$ 420.170	\$ 544.740	\$ 696.631	\$ 839.064
Ingreso por dif. De cotización		\$ 1.317	\$ 2.088	\$ 2.822	\$ 3.719	\$ 5.163
Ingreso por ajusta CER		\$ 6.949	\$ 10.470	\$ 11.350	\$ 12.510	\$ 14.563
Comisiones	\$ 20.174	\$ 32.788	\$ 46.548	\$ 69.123	\$ 99.607	\$ 141.342
Margen Bruto	\$ 133.889	\$ 299.541	\$ 479.275	\$ 628.036	\$ 812.466	\$ 1.000.131
Insolvencias	\$ -8.045	\$ -13.996	\$ -19.048	\$ -24.452	\$ -30.806	\$ -38.825
Otros ingresos	\$ 2.307	\$ 3.390	\$ 4.740	\$ 6.148	\$ 7.765	\$ 9.766
Margen neto	\$ 128.151	\$ 288.935	\$ 464.967	\$ 609.733	\$ 789.426	\$ 971.072
Gastos y amortización	\$ -69.992	\$ -118.872	\$ -170.462	\$ -230.124	\$ -286.782	\$ -351.960
Resultados monetarios	\$ -36.951	\$ -65.781	\$ -94.330	\$ -127.345	\$ -166.822	\$ -215.200
Beneficio antes de impuestos	\$ 21.208	\$ 104.283	\$ 200.175	\$ 252.264	\$ 335.821	\$ 403.912
Impuestos	\$ -6.362	\$ -31.285	\$ -60.053	\$ -75.679	\$ -100.746	\$ -121.174
Beneficio neto	\$ 21.762	\$ 72.998	\$ 140.123	\$ 176.585	\$ 235.075	\$ 282.739

15. Glosario

Beta: mide el grado de variación de rentabilidad de una acción respecto a la rentabilidad promedio del índice de mercado

Badlar: es la tasa de rendimiento de los plazos fijos mayorista (+\$1MM)

CAPM: es el modelo de valoración de activos financieros

CER: es el coeficiente de estabilización de referencia

FCFE: Flujo de efectivo libre al capital

P/BV: Precio sobre valor libro

P/E: precio sobre beneficios

ROA: ratio que nos indica la rentabilidad sobre los activos de la empresa.

ROE: ratio que nos indica la rentabilidad sobre el patrimonio neto de la empresa.

UVA: unidad de valor adquisitivo que se ajusta por el índice CER.

Money market: Fondos disponibles con liquidez inmediata.

Ticker: Código específico que sirve para reconocer a una empresa que cotiza en bolsa