



Universidad de San Andrés

Escuela de Negocios

Magister en Finanzas

Valuación de BBVA Argentina

Autor: Marcos Adra

DNI: 37.143.218

Director del Trabajo Final de Graduación: Federico J. Filgueira

Buenos Aires, Septiembre 2022



Universidad de
San Andrés

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

Valuación de BBVA Argentina

Autor: Marcos Adra

DNI: 37.143.218

Director del Trabajo Final de Graduación: Federico J. Filgueira

Buenos Aires, Septiembre 2022

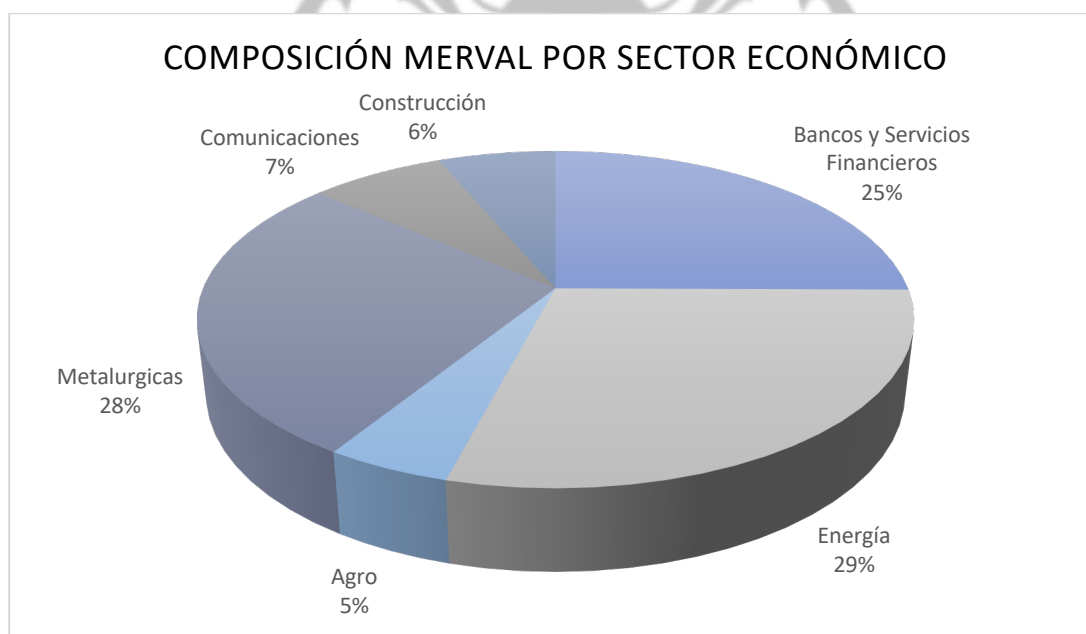
Índice:

1. INTRODUCCIÓN	3
2. LA INDUSTRIA FINANCIERA Y EL MODELO DE NEGOCIO BANCARIO	6
3. BANCO BBVA	21
4. BENCHMARK VERSUS PRINCIPALES COMPETIDORES:	28
5. VARIABLES MACROECONÓMICAS	39
6. PROYECCIÓN DE ESTADOS CONTABLES	48
7. DETERMINACIÓN DE LOS FLUJOS DE FONDOS.....	67
8. CÁLCULO DEL COSTO DE CAPITAL	72
9. VALUACIÓN POR DESCUENTO DE FLUJO DE FONDOS	75
10. VALUACIÓN POR MÚLTIPLOS.....	77
11. ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD	79
12. CONCLUSIONES	81
13. BIBLIOGRAFÍA	83
14. ANEXOS.....	85

1. Introducción

El presente trabajo final de graduación tiene como objetivo valorar a la empresa BBVA, radicada en la República Argentina, para comprender si la percepción que tiene “el mercado” de la misma coincide con el análisis presentado. Para lo cuál, se tomará como punto de referencia el valor de mercado de la empresa al 31 de diciembre de 2021 y la valuación será realizada a través de dos métodos: método de descuento del flujo de fondos libres para el accionista, comúnmente denominado “Free Cash Flow to the Equity” (FCFE). Y, el método de valuación por comparables.

En primer lugar, es importante mencionar que se ha seleccionado una empresa perteneciente a la industria financiera para realizar su valuación no sólo debido al rol preponderante actual de la misma en la República Argentina (tal como se observa en el gráfico a continuación, es el tercer sector con mayor peso siendo el mismo 25%). Si no también, por sus posibilidades de expansión y crecimiento en los años venideros.

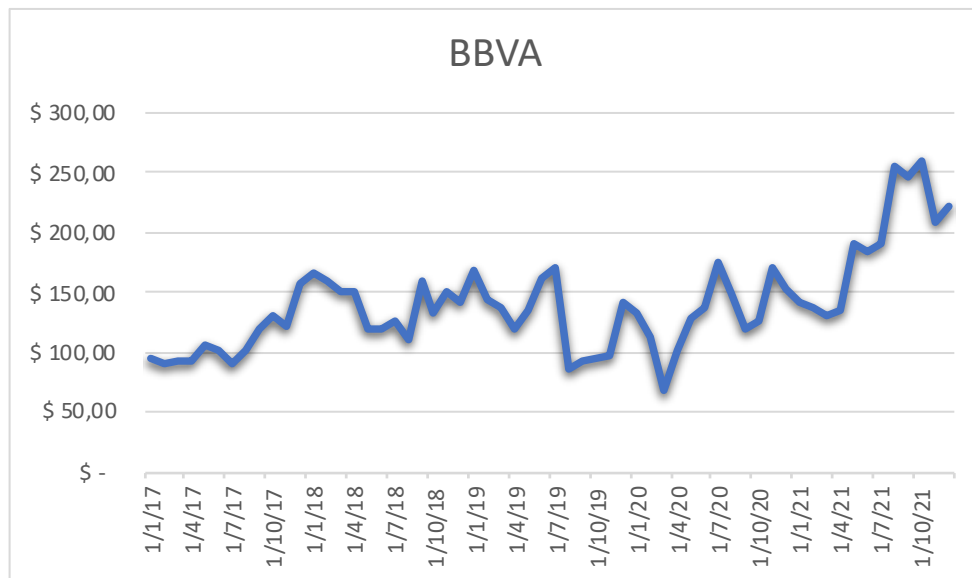


Fuente: Bolsar – S&P Merval 2021 / Gráfico N1

Al momento de definir la compañía a valorar, se eligió el banco BBVA por los motivos descriptos posteriormente:

- Es uno de los cuatro bancos comerciales más grandes del país.

- En los últimos años ha comenzado un fuerte proceso de transformación hacia lo digital
- En los últimos 5 años, tal como se observa a continuación en el gráfico, su cotización en el Merval creció un 133,9%. No obstante, este crecimiento fue menor que la inflación recogida en este período.



Fuente: BYMA – Unidad monetaria: AR\$ / Gráfico N2

Este punto es el disparador central que busca responder el presente trabajo: ¿La cotización de la acción de BBVA se encuentra relegada en lo que respecta al valor que ofrece la compañía? Más aun considerando que no ha conseguido igualar a la inflación en el período seleccionado teniendo un rendimiento negativo frente a la misma.

Para poder responder a esta pregunta, el trabajo recorre el siguiente camino:

- Inicialmente se desarrolla un análisis de la industria financiera y del modelo de negocio bancario y una descripción específica de BBVA.
- Banco BBVA e interpretación de sus indicadores financieros y de negocio con el fin de tener una noción más precisa de la compañía.
- La siguiente sección comprende una descripción y proyección de las principales variables macroeconómicas que afectan a la industria y permitirán llevar adelante la valuación.

- Posteriormente se realizan las proyecciones contables necesarias para completar la valuación.
- Se aplica un análisis profundo de las regulaciones correspondientes a la industria financiera que puede tener un impacto significativo en la valuación.
- Finalmente, se estima el valor del paquete accionario BBVA a través del modelo de descuento de flujos libres. Y se procede a las conclusiones.



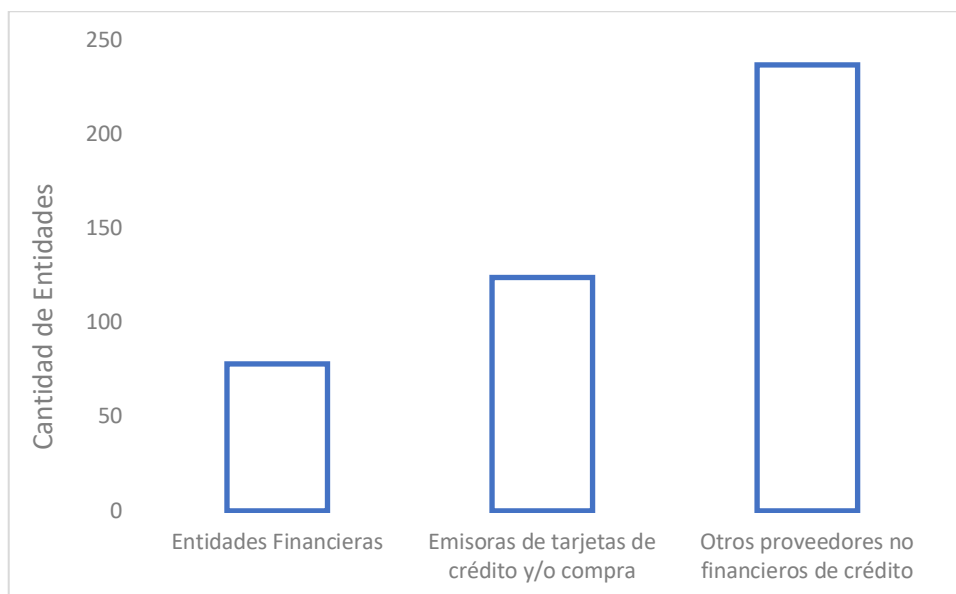
2. La Industria Financiera y el modelo de Negocio Bancario

Descripción de la Industria:

La industria financiera argentina cuenta con una numerosa cantidad de integrantes comprendidos en la ley N 21.526: “bancos comerciales, bancos de inversión, bancos hipotecarios, compañías financieras, sociedades de ahorro y préstamo para la vivienda u otros inmuebles y cajas de crédito”. Cada uno compitiendo en sus respectivos sectores dentro de la industria.

Composición del Sistema Financiero	31/12/18	31/12/19	31/12/20
Cantidad entidades financieras	78	78	79
Bancos	63	63	64
Bancos Públicos	13	13	13
Bancos Privados	50	50	51
Bancos locales de capital nacional	34	34	35
Bancos locales de capital extranjero	9	9	9
Bancos sucursales de Entidades Financ. del exterior	7	7	7
Compañías Financieras	14	15	15
Compañías Financieras de Capital Nacional	5	6	6
Compañías Financieras de Capital Extranjero	9	9	9
Cajas de Crédito	1		

Fuente: BCRA (Sistema Financieros y de Pagos / Entidades Financieras Información Estructura) / Tabla N1



Fuente: BCRA - Datos Enero 2019 / Gráfico N3

Un sector fundamental dentro de esta industria, en base a su rol e importancia tal como se observa en el cuadro siguiente, son los bancos comerciales. El mismo está compuesto por una gran cantidad de entidades. No obstante, el mercado se encuentra altamente concentrado en unos pocos jugadores muy desarrollados.

Participación de los principales bancos del sistema financiero local

Entidades	Activo	Pasivo	Patrimonio Neto
Banco de la Nación Argentina	23,50%	23,60%	22,30%
Banco Santander Río	9,30%	9,70%	6,40%
Banco de la Provincia de Buenos Aires	8,10%	8,40%	6%
Banco Galicia	8,70%	8,90%	7,20%
BBVA	6,10%	6,00%	6,50%
Subtotal	55,70%	56,60%	48,40%

Fuente: BCRA - Datos Junio 2018 / Tabla N2

Si bien es un mercado caracterizado por su poca volatilidad en términos de movimiento de clientes (capitas), los bancos compiten arduamente por incrementar la cuota de participación en el mercado de sus distintos productos y, sus pasivos y activos (saldos). La estricta regulación de capital en pos de asegurar la estabilidad del sistema financiero, en conjunto con la naturaleza del negocio en sí misma, genera que la concentración de activos refuerce el crecimiento a través de economías de escala.

La primer aclaración que se debe realizar es, marcar la diferencia entre los bancos comerciales públicos y privados. Si bien los productos desarrollados y ofrecidos al público en general son los mismos, lo que cambia es su objetivo y por ende su modelo de negocio.

“El rol de la banca pública moderna no se limita a proveer de recursos a las instituciones privadas, garantizando su operatividad. Por el contrario, su rol se relaciona de manera directa con la población, buscando alcanzar relaciones equitativas en su desarrollo. Sus objetivos se centran en eliminar desigualdades permitiendo una mejor accesibilidad a mecanismos que permitan superar la pobreza”. (Moreno, 2015). Un estudio sobre la industria bancaria argentina desarrollado por la consultora MarketLine manifiesta que durante los años 2012 -2014 se impulse una política monetaria expansionista estimulando el crédito. Esta política se ejecutó mediante los bancos otorgando préstamos con menores tasas de interés. “An expansionary monetary policy during 2012–14 stimulated credit; this was further induced by government support through state-owned banks offering lower interest rates to low and middle-income customers”.

A diferencia de los bancos públicos, los bancos privados tienen como mandamiento ser entidades redituables para sus dueños a través de los servicios que proveen (los principales bancos cotizan en bolsa local y en el exterior). Si bien utilizan los mismos productos, tienen como fin promover la transaccionalidad de la manera más simple posible, resguardar patrimonios de las personas y ofrecer créditos para los distintos usos. La diferencia reside en las tasas utilizadas a la hora de colocar y recibir pasivos y activos. Para obtener rentabilidad, la tasa a la cuál presta dinero (activo del banco) debe ser superior a la tasa que paga el banco cuando lo recibe (pasivo). Se hará foco exclusivamente a lo largo de este estudio en los bancos privados.

Los bancos comerciales fueron el segmento más rentable dentro de la industria bancaria durante 2019 (Banks in Argentina, Marketline, page 8, 2020) dado que es la forma mas común y sencilla que tiene el mercado¹ de conseguir dinero. Los bancos comerciales para su correcto funcionamiento suponen un acuerdo, entre ellos y quienes

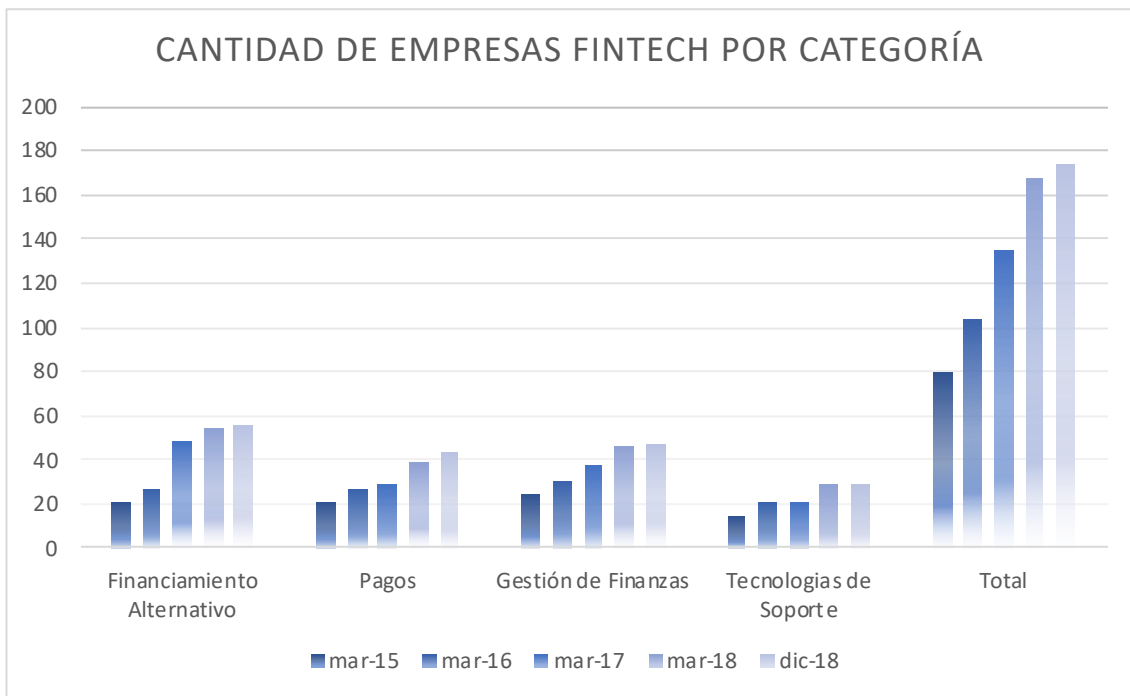
¹ Los mercados financieros son un espacio que puede ser físico o virtual, a través del cual se intercambian activos financieros entre agentes económicos y en el que se definen los precios de dichos activos.

reciben el crédito (ya sean particulares o personas jurídicas), en el cual se entrega un crédito a través de un préstamo personal, hipotecario, tarjeta de crédito, adelanto de efectivo, por un tiempo determinado a cambio de una tasa de interés. Previo a la entrega del dinero se hace un estudio de capacidad de repago para evitar tener un alto porcentaje de incumplimiento en sus acreedores. Los bancos intentan tomar la mayor cantidad de recaudos para prestar dinero, buscando prestar cantidades de dinero optimas en base a la capacidad de repago. No obstante, si bien hay contratos firmados y penalidades, gran parte del funcionamiento de este modelo reside en la confianza y buen comportamiento entre ambas partes. Este modelo de negocio es la forma tradicional de prestar dinero a terceros.

La industria bancaria argentina posee una extensa cantidad de regulaciones, las cuales actúan como una barrera de entrada elevada de cara a nuevos integrantes. Además de tener que adherirse a estrictas normas en lo concerniente a todas sus operaciones cotidianas. Mantener niveles determinados por el organismo de contralor (BCRA) para determinados indicadores de liquidez y gestión. En adición de hacer hincapié en temas de ética y transparencia que son dos de los pilares centrales demandados por la regulación que a los bancos les generan considerables costos. Fitch Solutions en su informe “Argentina Banking & Financial Services Report” del 2 trimestre 2021 enumera las regulaciones más significativas para la industria bancaria:

- Regular las operaciones del sistema financiero y velar por el cumplimiento de las normas por parte de las instituciones financieras.
- Regular las tasas de interés, los préstamos y movimientos de divisas.
- Implementar la política de tipo de cambio.

En los últimos años comenzó a cobrar suma preponderancia la creación y participación de entidades no financieras digitales (Fintech) enfocadas en la intermediación de servicios financieros y la transaccionalidad. En esta categoría se encuentran casas y agencias de cambio, fideicomisos financieros y empresas no financieras emisoras de tarjetas de crédito. Las cuales ven posible reducir las considerables barreras de entradas apalancando su modelo de negocio en la digitalización, el cuál les permite operar a lo largo y ancho de la nación sin la necesidad de tener la cantidad de activos invertidos e inmovilizados que poseen las principales entidades de la industria.

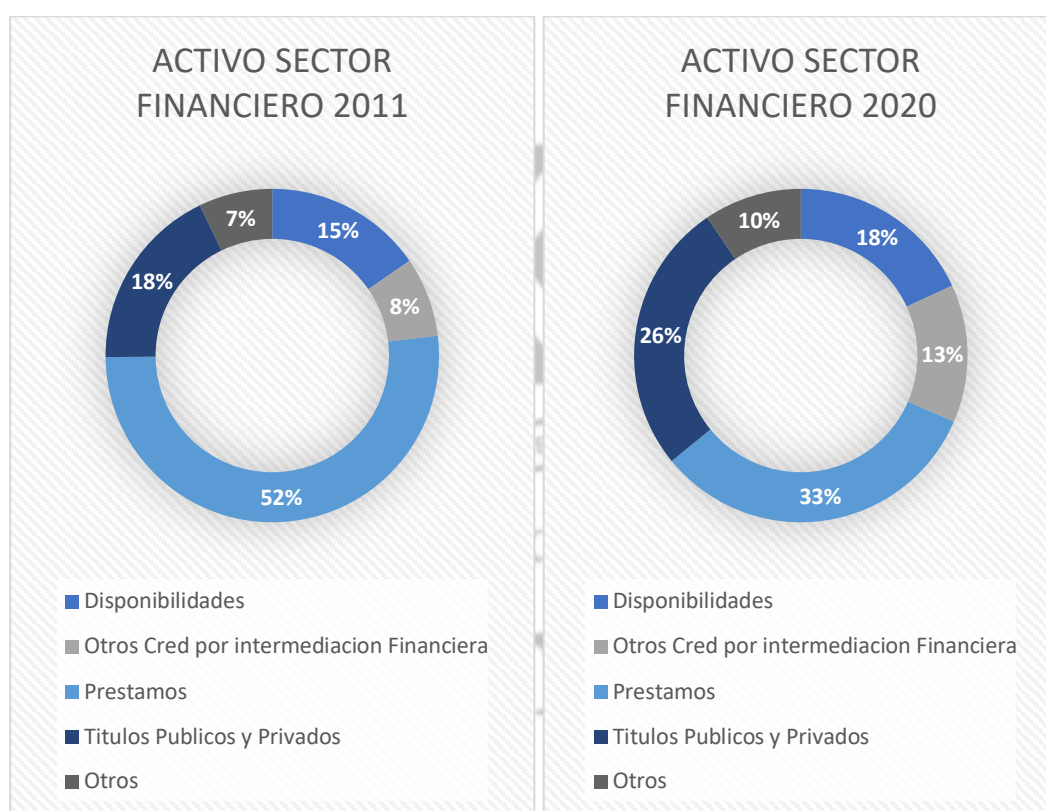


Fuente: Finnovista y BCRA / Gráfico N4

Los bancos minoristas argentinos están atravesando un periodo de transformación en la concepción del negocio tradicional a causa de la irrupción de la “tecnología” y el “análisis de datos”. Nuevas herramientas se hacen presente para satisfacer nuevas necesidades demandadas por la sociedad. Todos se verían beneficiados por el servicio que estas entidades, tanto publicas como privadas, puedan brindarle a la sociedad. Y en contraparte, las entidades que estén en la vanguardia de la transformación serán las que obtengan una mayor ventaja respecto al resto de la industria. Un estudio desarrollado por la auditora y consultora PWC menciona lo siguiente: “nuevas fuerzas están transformando la industria bancaria minorista. El crecimiento permanece escurridizo, costos difíciles de contener y resultados financieros bajos. Las regulaciones impactan en los modelos de negocios y la economía. La tecnología muta de un desafío costoso a un potente posibilitador de la experiencia del cliente y operaciones efectivas. Los actores no tradicionales desafían el orden establecido, liderando con la innovación centrada en los clientes. Los nuevos proveedores están surgiendo. Clientes demandan mayores niveles de servicios y valores”.

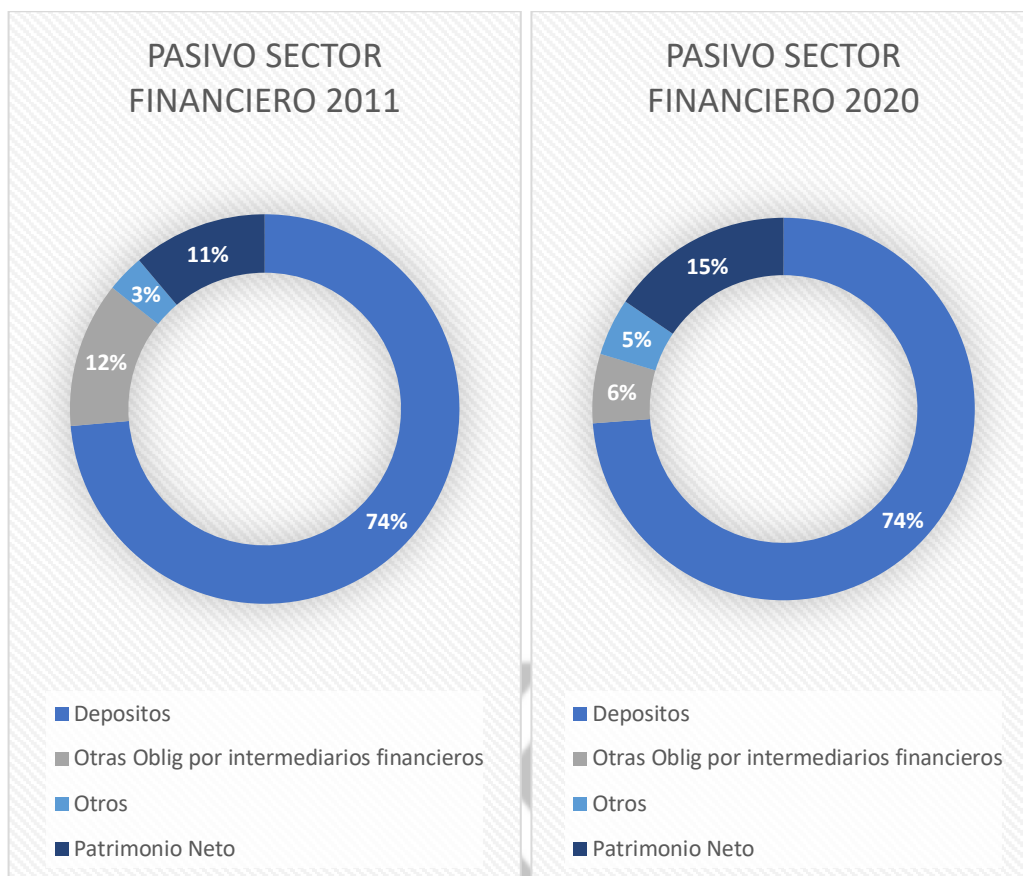
Teniendo en cuenta el panorama recientemente comentado, para tener una noción más detallada de la industria es necesario desglosar su balance. En el detalle de sus cuentas y comparándolas contra otros países de la región podremos comprender el contexto en el cual el banco BBVA desarrolla sus operaciones.

En el primer punto que es necesario hacer hincapié es la conformación tanto del activo como del pasivo del sector del financiero. En los siguientes gráficos observaremos la evolución de ambos conceptos entre los años 2011 y 2020.



Fuente: Informe Entidades Financieras 2020 - BCRA / Gráfico N5

El principal foco de atención que se presenta de la comparativa presentada es la disminución de la cuenta de préstamos en un 19%. Este concepto es sumamente relevante dado que el crédito es una variable de suma importancia para el desarrollo de un país y por ende de sus respectivos sectores. Por lo tanto, luego se profundizará en este punto, podemos asumir que el decrecimiento comparativo de este concepto es un indicador contundente del escenario macro en el cuál se encuentra insertado BBVA.



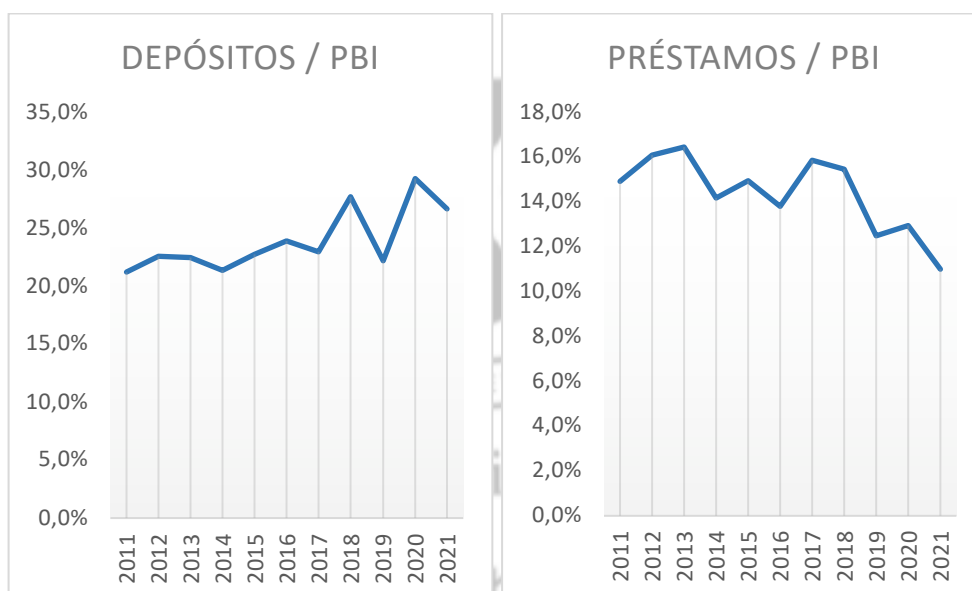
Fuente: Informe Entidades Financieras 2020 - BCRA / Gráfico N6

Depósitos, principal rubro del pasivo, se ha mantenido estable a lo largo de estos años con una participación del 74%. El resto de las categorías han sufrido variaciones relevantes, pero no significativas considerando el total del pasivo.

Teniendo en consideración esta que la participación de los depósitos dentro del pasivo se ha mantenido constante, la caída de los préstamos mencionada previamente cobra mayor relevancia. La conclusión fue mencionada en el párrafo anterior y es que hay menos crédito en circulación en términos porcentuales. Pero donde se debería poner el foco de atención es en que no se achicó la base disponible para crédito (oferta), sino que lo que se contrajo fue la demanda. Esta contracción podría ser una consecuencia de la correspondencia entre demanda de financiamiento con relación al crecimiento de la base monetaria. Como se observa en la comparativa del activo del sistema financiero la cuenta de Títulos Públicos y Privados creció 8% en el período 2011-20. Lo cual implica que una parte del dinero que podría ser destinado a financiar empresas, es absorbido por el Banco Central.

Entendiendo la relevancia y la complejidad de los conceptos presentados previamente y, con el fin de entender más en profundidad el escenario en el cual está inmerso BBVA y el cual se usará para valuarlo, se considera pertinente ahondar en su análisis. Por lo tanto, a continuación, veremos como estas variables de desempeñan de forma separada, su composición y rendimiento versus países del sector.

Un factor relevante al momento de comparar el crédito y los depósitos es el Producto Bruto Interno. En los gráficos se observa como los depósitos han crecido en lo concerniente al porcentaje que representa dentro del PBI argentino. En 2011 los depósitos del sistema financiero equivalían al 21% mientras que en 2021 al 27%.

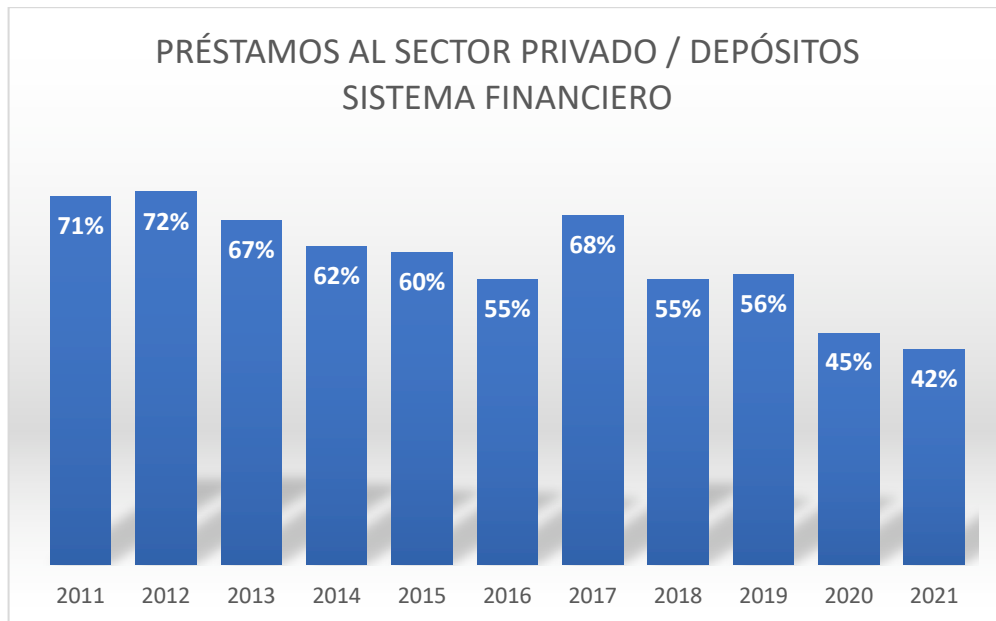


Fuente: INDEC / Gráfico N7

Relacionando esta este enfoque con el descripto previamente podemos concluir que los depósitos si bien mantuvieron su proporción dentro del pasivo del sistema financiero estos crecieron más que el PBI argentino. No obstante, y consecuente con la reducción del 14% dentro del activo, los préstamos representan un menor porcentaje del PBI argentino. En 2011 representaban el 15% mientras que en 2021 este ratio se encontraba por debajo del 11,5%.

Teniendo en cuenta esta situación es pertinente adentrarnos en el crédito al sector privado, entendiendo que en la mayoría de los países desarrollados es este el sector que demanda financiamiento para inversión y desarrollo.

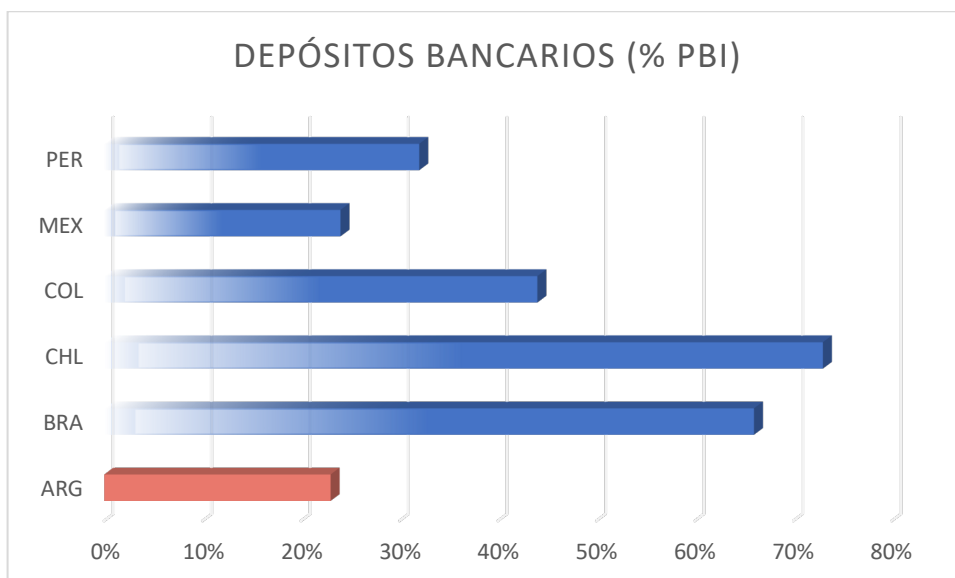
Dentro de la situación macro en la cual concluimos que se estaba contrayendo la demanda de crédito, a partir del siguiente gráfico podemos observar que gran parte de esta merma se explica por el menor financiamiento demandado o disponible para el sector privado. En el gráfico se observa una caída del 41% en el periodo 2011-2021 de los créditos destinados al sector privado sobre el total de los depósitos del sistema financiero.



Fuente: Informe Entidades Financieras 2020 - BCRA / Gráfico N8

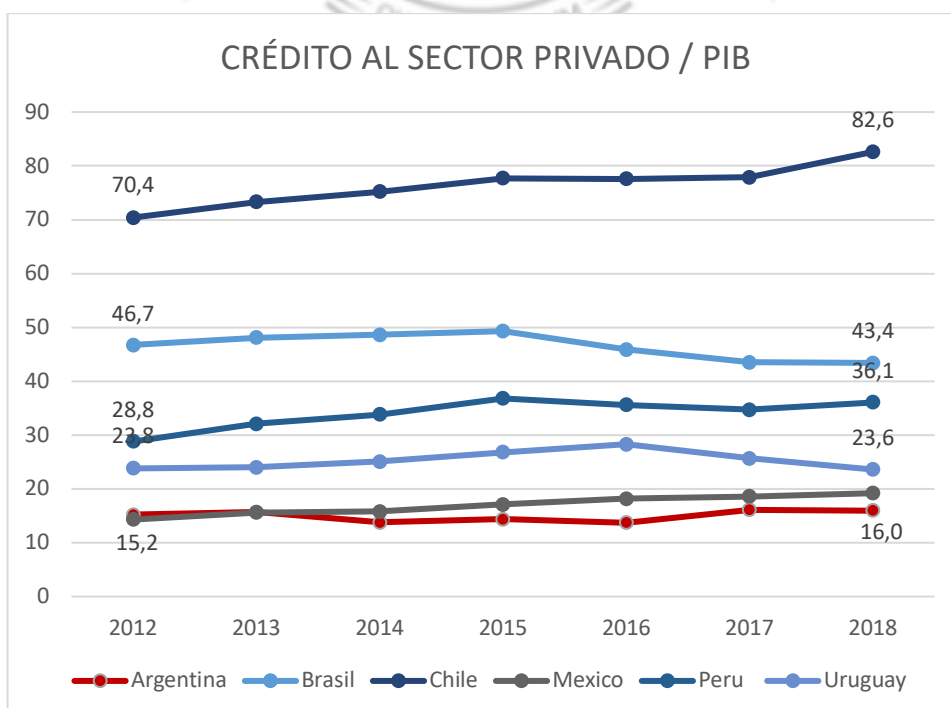
Para poder tener un poco más de contexto resulta interesante comparar como se desempeñan estos ratios en países del continente americano en vías de desarrollo. A continuación, se presentan gráficos comparativos.

El primer cuadro que hace referencia a los depósitos bancarios con relación al PBI y evidencia el tamaño del sistema financiero argentino en comparación a sus pares del continente americano. Argentina es el país, de los mencionados, con peor relación. Y esto se traslada en dificultades para el financiamiento lo cual atenta contra el desarrollo económico y la actividad productiva.



Fuente: Banco Mundial – Datos por país (2018) / Gráfico N9

A continuación, se observa como Argentina es el país dentro de sus pares listados con menor ratio de crédito al sector privado como porcentaje de su PBI. Y es una constante desde el año 2014.

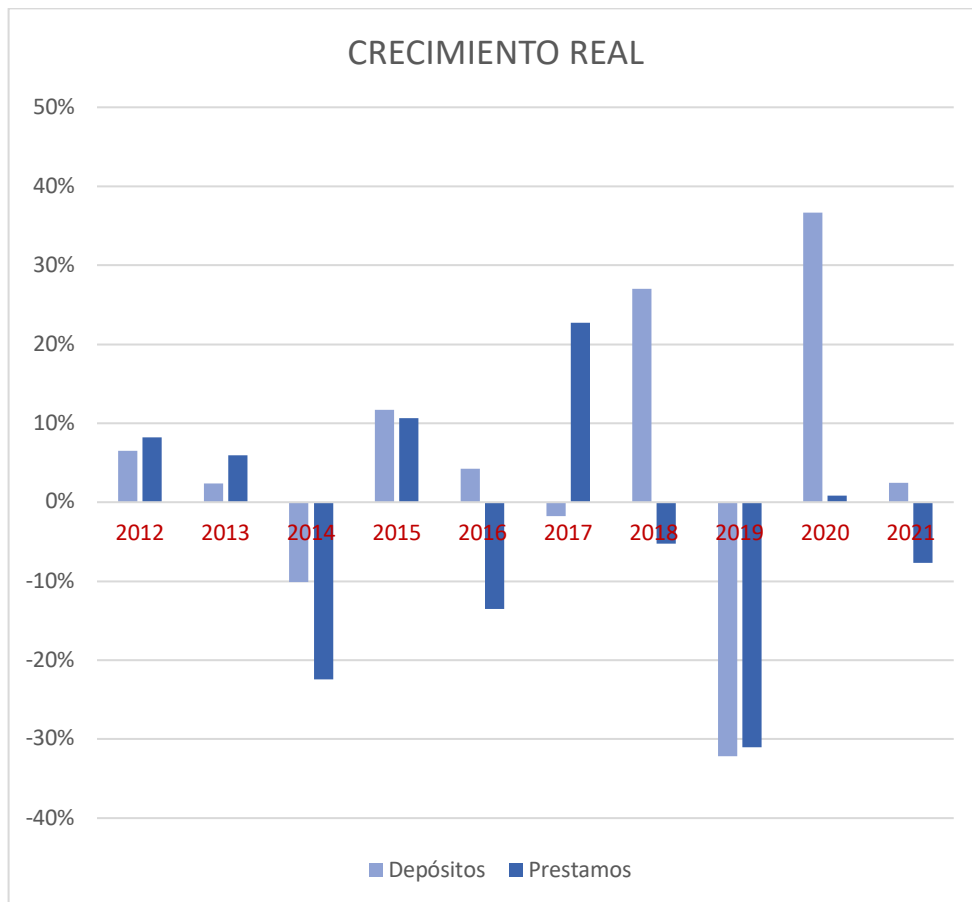


Fuente: Banco Interamericano de Desarrollo / Gráfico N10

En cinco de los últimos nueve años, como se observa en el siguiente cuadro, el rubro préstamos ha tenido un crecimiento real negativo considerando la inflación. Lo

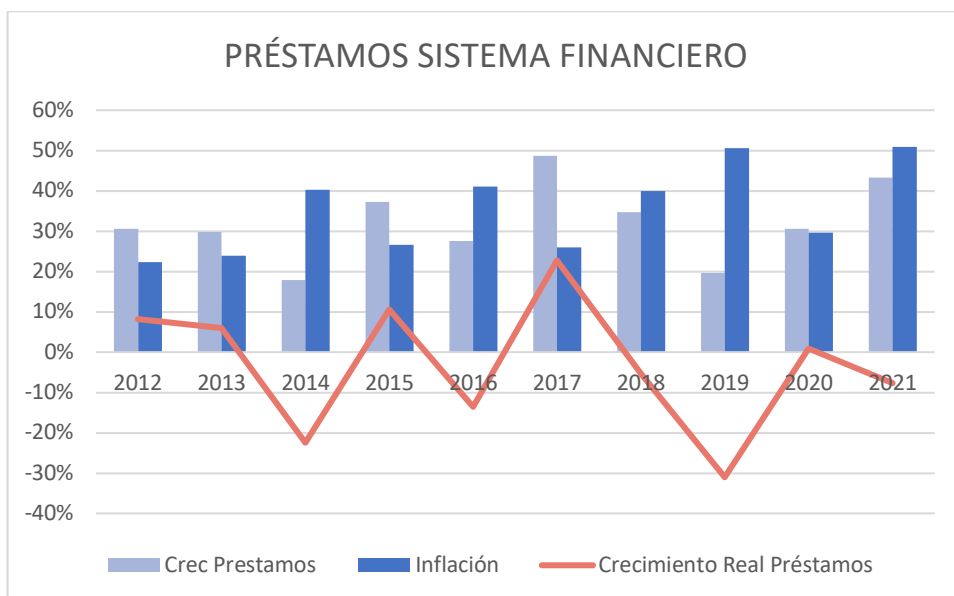
que implica que el 55% de los años dentro de este período la financiación decreció, la demanda fue menor que emisión del período.

Mientras tanto, en lo concerniente a los depósitos dos años exhiben una performance de crecimiento negativa contra inflación.

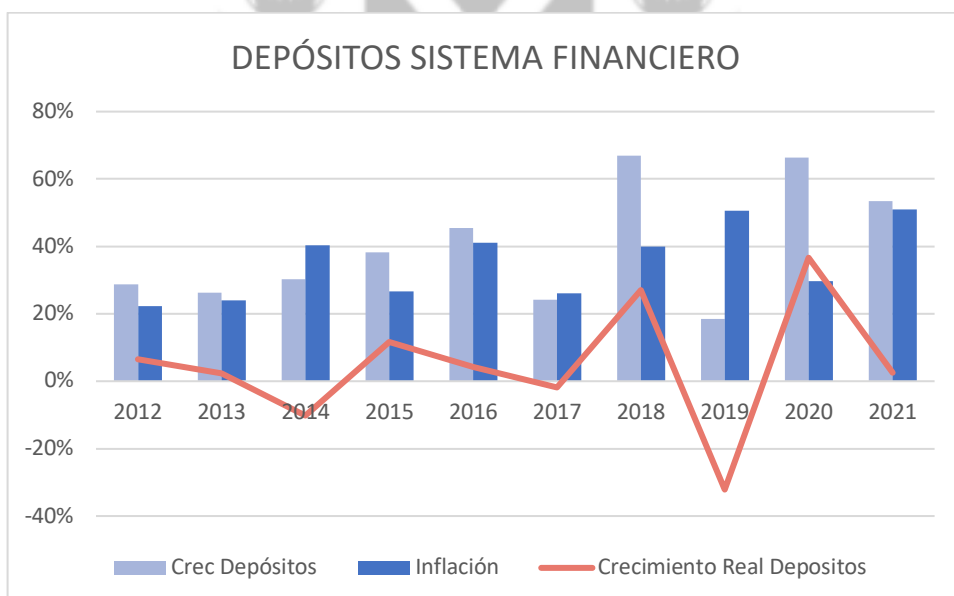


Fuente: Informe Entidades Financieras 2020 – BCRA / Gráfico N11

En los siguientes dos gráficos se hace un desglose de los rubros préstamos y depósitos comentados en el párrafo anterior.



Fuente: Informe Entidades Financieras 2020 - BCRA / Gráfico N12



Fuente: Informe Entidades Financieras 2020 - BCRA / Gráfico N13

A modo de resumen se pueden enumerar los principales conceptos macroeconómicos que condicionan el negocio bancario en Argentina:

- Crédito al sector privado en decrecimiento real en los últimos 9 años (caída en la demanda).
- Depósitos muestran un leve crecimiento real y en su relación al PBI.
- Ambos rubros se encuentran en los niveles más bajos en comparación a los demás países del continente americano.

Estas condiciones generan una condición particular en el negocio de BBVA y de los demás bancos de iguales características. Enfrentan un aumento constante de liquidez que no pueden asignar al financiamiento privado dada la falta de demanda. Por lo tanto, esta liquidez es absorbida por el Banco Central Argentino para regular las tasas de interés y por ende, la inflación. Esta falta de circulación del dinero limita unos de los fines principales por el cual se constituyen los bancos comerciales. No obstante, la rentabilidad que dejan de ganar al no poder prestar todo el dinero disponible al sector privado la compensan colocando el dinero en instrumentos financieros del gobierno a altas tasas. Esta situación genera un impacto negativo en el crecimiento productivo del país.

Como se observa en el gráfico que compara el crédito al sector privado en distintos países del continente americano, Argentina tiene un ratio promedio del 16% cuando el resto de los países tiene un ratio promedio del 30% sin considerar a Chile que es un *outlier* con 82% en el último año. Las causas de esta situación fueron explicadas previamente, aunque, otro ángulo de la situación presenta una importante oportunidad de crecimiento para Argentina y por consiguiente la industria bancaria. De controlarse la inflación y las tasas de interés, con políticas crediticias accesibles y confiables el potencial mercado es muy amplio.

Descripción del Negocio:

Varios trabajos de investigación de los últimos tiempos han hecho hincapié en lograr definir los distintos modelos de negocio de los bancos y clasificar a los mismos de forma automatizada. Investigadores como Huelsbeck, Merchant, and Sandino 2011, Ittner, Larcker, and Randall 2003, Nielsen and Roslender 2015, Vera-Muñoz, Shackell, and Buehner 2007 han coincidido que asignar un modelo de negocio universal para todos los bancos puede derivar en conclusiones incorrectas. En el presente trabajo no vamos a ahondar en los estudios previamente mencionados, pero sí vamos a utilizar sus conclusiones. En el ensayo desarrollado por Lueg, Schmaltz y Tomkus 2019 se establece que existen tres modelos de negocio bancario distintos, *Retail*, *Investment* y *Universal*.

El primer modelo de negocio tiene al cliente minorista como eje principal. Los productos se desarrollan exclusivamente este segmento enfocándose en la financiación y el ahorro. Tanto los depósitos que nutren al banco, como los préstamos, comisiones y políticas de riesgo están enfocadas plenamente en los clientes minoristas. Dentro de este modelo se observan dos vertientes, la banca privada y la banca de particulares. La banca privada hace hincapié en la inversión y el asesoramiento mientras que la banca de particulares hace foco en los créditos y el ahorro.

El segundo modelo es definido por Economipedia de la siguiente forma. “La banca de inversión a aquel segmento del sector bancario destinado a la obtención de fondos para realizar una inversión a medio y largo plazo como objeto principal. Tradicionalmente ha sido desligada de la banca comercial tradicional, ya que tienen objetos sociales diferentes, mientras que la banca comercial tradicional va enfocada a pequeños ahorradores y necesitados de financiación, la banca de inversión se enfoca en la gran empresa. También denominada banca de negocios, la banca de inversión es la que tiene como objeto principal la negociación con grandes empresas y sectores estratégicos en busca de una rentabilidad para sus clientes y accionistas”.

Por último, el modelo de negocio Universal a diferencia de los anteriores se caracteriza por la amplitud de productos que ofrece a distintos tipos de clientes. Su modelo de negocio se basa en poder responder a las necesidades de clientes tanto minoristas como empresas ejecutando operaciones variadas. Su objetivo está puesto en ser lo más amplio posible para aprovechar economías de escala.

En adición, en el ensayo redactado por Lueg, Schmaltz y Tomkus 2019 se conceptualizan seis operaciones distintas como principales actividades que los bancos desarrollan para crear valor y dan sentido a sus modelos de negocio. Las mismas son prestar dinero de corto/mediano plazo. La segunda actividad, que está directamente relacionada con la primera, es tomar depósitos de terceros. Algo esencial para la dinámica de cualquier banco dado que en base a estos pasivos se desarrollan las demás actividades. El tercer concepto es el “trading”², dicha actividad es complementaria a la colocación de préstamos. Se realiza con los depósitos sobrantes en pos de obtener un

² “El trading consiste en la compraventa de activos cotizados con mucha liquidez de mercado (acciones, divisas y futuros). Y ese mercado financiero es electrónico y está regulado. Su objetivo es obtener un beneficio económico cuando la operación genera una plusvalía”. BBVA educación financiera

beneficio económico. Esta actividad generalmente tiene un horizonte de corto plazo y tiene la posibilidad de ser escalable. A diferencia de los préstamos que tienen un mercado limitado y su rotación es baja dado que los mismos son a largo plazo. La cuarta actividad tiene que ver con el sistema de pagos y liquidaciones de los bancos. El servicio que le ofrece a sus clientes por el cual se cobran comisiones y se mueven fondos. La quinta actividad que hace a la definición del modelo de negocio es el servicio de asesoramiento financiero hacia los clientes. La última actividad se desprende de todas las anteriores. Las mismas conllevan un riesgo asociado que los bancos tienen cuantificado. Los bancos tienen el deber de estar protegidos ante ese riesgo, lo cual implica tener el capital correspondiente para responder ante los clientes en el caso de pérdidas. (DaSilva and Trkman 2014)



3. Banco BBVA

Historia:

Banco BBVA Argentina S.A. ("BBVA Argentina") es una subsidiaria del Banco Bilbao Vizcaya Argentaria S.A. ("BBVA" o "Grupo BBVA"), su principal accionista desde 1996. En Argentina, es una de las principales instituciones financieras desde 1886. BBVA Argentina ofrece servicios de banca minorista y corporativa a una amplia base de clientes, desde individuos y PyMEs, a grandes empresas. Tener como principal accionista al Grupo BBVA le permite poder importar modelos de negocio o desarrollos de productos que estén teniendo éxito en otras geografías. Además, le otorga un apoyo en los desarrollos tecnológicos dado que los mismos pueden desarrollarse en otros países y luego aplicarse en el mercado local.

El Banco fue una de las primeras compañías financieras en cotizar en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires (ByMA) desde 1888 (ticker: BBAR). Está listada en el Mercado Abierto Electrónico (MAE) desde 2018. Sus acciones en forma de American Depositary Shares (ADS) cotizan en la Bolsa de Nueva York (NYSE) desde 1993 (ticker: BBAR) y en el Mercado de Valores Latinoamericanos (LATIBEX) con sede en Madrid desde diciembre de 1999 (ticker: XBBAR).

El 7 de junio de 2019, BBVA adoptó una marca única a nivel global, "BBVA", así como un logo en línea con el mundo digital. En Argentina, BBVA Francés es ahora BBVA Argentina. En línea con esta nueva identidad, se procedió a cambiar el símbolo de cotización en NYSE, BYMA y MAE, siendo ahora BBAR, en tanto que en Latibex el nuevo símbolo es XBBAR.

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

BBVA Argentina consolida toda su actividad línea a línea con BBVA Asset Management Argentina S.A, Consolidar A.F.J.P. S.A. (en liquidación), PSA Finance Argentina Cía. Financiera S.A (PSA) y Volkswagen Financial Services Compañía Financiera S.A. (VWFS).

Banco BBVA Argentina S.A.*							
BBVA Asset Management Argentina S.A.***	BBVA Francés Valores S.A.**	PSA Finance Argentina Compañía Financiera S.A.	Rombo Compañía Financiera S.A.	Volkswagen Financiera Servicios Cía Financiera S.A.	BBVA Consolidar Seguros S.A.	Consolidar A.F.J.P. S.A. (en liquidación)	Interbanking S.A.
100%	96,99%	50,00%	40,00%	51,00%	12,22%	53,89%	11,11%

* Considerando el porcentaje de capital accionario y votos.

** Con fecha 9 de octubre de 2019, la C.N.V. ha emitido la Resolución 20484/2019 en relación a la fusión por absorción del Banco con BBVA Francés Valores S.A., encontrándose pendiente la inscripción de la misma ante la Inspección General de Justicia (IGJ).

*** A partir del 23 de enero de 2020, la IGJ aprobó el cambio en la razón social, anteriormente BBVA Francés Asset Management S.A.

Fuente: Balance BBVA 2019 / Tabla N3

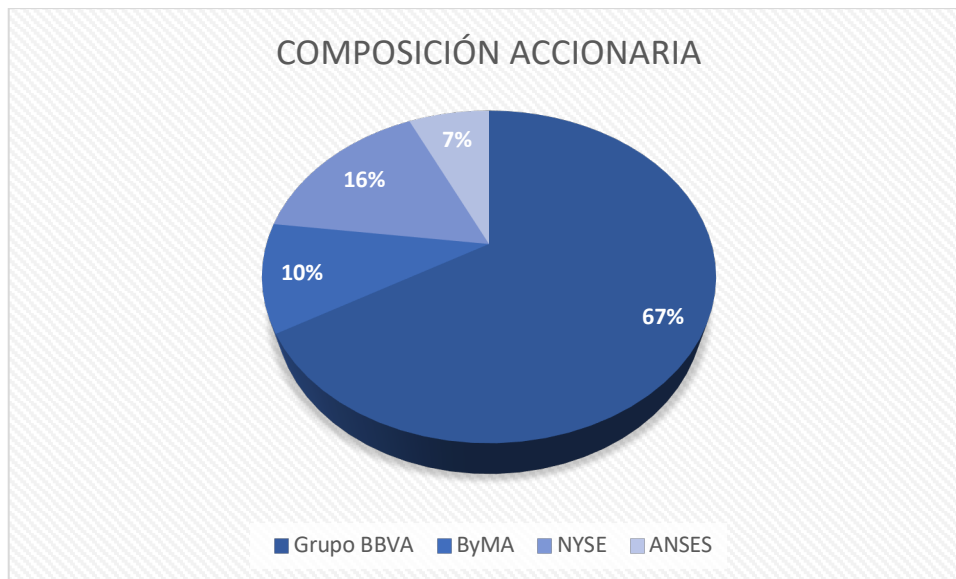
Al 31 de diciembre 2019, el Banco tenía activos consolidados totales por Pesos 440,2 mil millones, de los cuales 198,3 mil millones eran préstamos totales. Por el lado del pasivo, el Banco tenía un pasivo total consolidado de Pesos 374,9 mil millones, de los cuales 294,0 mil millones eran depósitos totales. El patrimonio neto consolidado total fue de Pesos 65,3 mil millones. El resultado neto al 31 de diciembre 2019 fue de Pesos 31,3 mil millones, contra un resultado neto consolidado de Pesos 9,7 mil millones a finales de 2018.

BBVA Argentina es el cuarto banco local de capitales privados en términos de préstamos privados, con 6,1% del total de préstamos del sistema bancario a nivel individual, y 7,7% del total de préstamos del sistema bancario a nivel consolidado. La participación de mercado para préstamos minoristas (incluyendo préstamos personales, hipotecarios, prendarios y tarjetas de crédito) fue de 7,5% a nivel individual y 8,6% a nivel consolidado. Para los préstamos comerciales (que incluyen documentos descontados, adelantos y otros préstamos), la participación de mercado fue 6,3% a nivel individual y 6,7% a nivel consolidado. Al mismo tiempo, es el tercer banco local de capitales privados en términos de depósitos privados, con una participación de mercado de 7,2% del total de depósitos del sistema bancario.

“El capital accionario de BBVA Argentina está compuesto por 612.710.079 acciones ordinarias, de las cuales el 66,55% pertenece al Grupo BBVA.

Las acciones cotizan en el mercado local, a través de Bolsas y Mercados Argentinos (BYMA) (especie BBAR) donde BBVA es una de las instituciones más antiguas y desde el 27 de diciembre de 2017 en el Mercado Abierto Electrónico (MAE). Cotiza

también en la New York Stock Exchange (NYSE) desde 1993, bajo el programa de ADR's (especie BBAR)³.



Fuente: Balance BBVA 2020 / Gráfico N14

El 26,52% del capital accionario se clasifica como *free float*, lo cual significa acciones que se encuentran cotizando tanto en la bolsa local (ByMA) como en el New York Stock Exchange (NYSE). Estas acciones están disponibles para que sean compradas y vendidas tanto por inversores individuales como corporativos.

Modelo de Negocio:

A través de su plataforma de banca universal, el Banco brinda una amplia gama de servicios financieros y no financieros, tanto a individuos como a empresas en toda Argentina, que abarcan a todos los segmentos de la población. Brinda productos para la banca minorista y comercial, además de seguros, gestión de activos, corretaje de valores e inversiones. BBVA Argentina cree que la amplia gama de soluciones financieras que ofrece a sus clientes, complementada por alianzas y socios estratégicos, así como su capacidad para aprovechar la experiencia global, las relaciones y la plataforma

³ <https://ir.bbva.com.ar/es/nuestra-compania/accionistas/>

tecnológica del Grupo BBVA, le brindan una ventaja competitiva significativa en relación a otras empresas argentinas en el sector financiero.

El banco gestiona las siguientes líneas de negocio de toda la entidad:

- Banca Minorista, a través de la cual ofrece servicios financieros a individuos en todos los segmentos de ingresos. Sus principales productos de banca minorista incluyen cuentas corrientes y de ahorro, depósitos a plazo, tarjetas de crédito, préstamos personales y para automóviles, hipotecas, seguros y productos de inversión. A pesar de su presencia históricamente fuerte dentro de los segmentos de ingresos medios y altos de la población, sus productos y canales de distribución están diseñados para atraer clientes en todos los segmentos. Al 31 de diciembre de 2019, tenía más de 2,6 millones de clientes de banca minorista activa. La estrategia de banca minorista se centra en aumentar la base de clientes expandiendo su oferta de productos y servicios, particularmente en productos subdesarrollados (como hipotecas) y en productos en los que ve potencial para aumentar su participación en el mercado (como préstamos personales), además de aprovechar su plataforma tecnológica para mejorar la experiencia bancaria de sus clientes. La participación de mercado para préstamos personales e hipotecarios al 31 de diciembre de 2019 fue de 5,0% y 3,2% respectivamente. En términos de préstamos prendarios, la participación de mercado¹⁷ fue de 1,1% a nivel individual y 14,5% a nivel consolidado. En términos de tarjetas de crédito, la participación de mercado fue 12,2% y 15,4% para financiamiento y consumo respectivamente

- Pequeñas y Medianas Empresas (PyME), a través de las cuales ofrece servicios financieros principalmente a empresas locales del sector privado. Los principales productos de esta línea de negocio incluyen productos financieros, factoraje, cuentas corrientes, depósitos a plazo, servicios transaccionales y de nómina, seguros y productos de inversión. Al 31 de diciembre de 2019, tenía aproximadamente más de 58.000 clientes activos PyME. Las pequeñas y medianas empresas son un elemento clave para el crecimiento económico en Argentina, y el Banco está enfocado en expandir el número de clientes a los que sirve y en ser un aliado estratégico para sus clientes, apoyándolos con productos personalizados y transaccionales, así como con atención diferenciada.

- Banca Corporativa (CIB), a través de la cual ofrece servicios financieros a algunas de las corporaciones y multinacionales, locales y extranjeras, más grandes que

operan en Argentina. La banca corporativa se divide por sector industrial en bienes de consumo, industrias pesadas y energía, cada uno de los cuales brinda servicios personalizados a grandes empresas. Además de los productos que se ofrecen a los clientes de empresas PyME, se brinda a los clientes de banca corporativa y de inversión, servicios de transacciones globales, soluciones de mercados globales como gestión de riesgos y corretaje de valores, productos de financiamiento a largo plazo que incluyen financiamiento de proyectos y préstamos sindicados, y servicios de finanzas corporativas, incluidas fusiones y adquisiciones, y servicios de asesoramiento sobre mercados de capitales. Al 31 de diciembre de 2019, el Banco tenía aproximadamente más de 700 clientes activos de banca corporativa. Dentro de su línea de negocios de banca corporativa y de inversión, el Banco está enfocado en aprovechar la profunda experiencia de sus ejecutivos de relaciones enfocados en la industria, respaldados por la red global del Grupo BBVA, para continuar brindando soluciones financieras globales a medida para su base de clientes corporativos. BBVA Argentina se enfoca en ser un socio confiable para sus clientes corporativos, ya que buscan financiar oportunidades de inversión, particularmente dentro de ciertos sectores de la economía donde la inversión se ha retrasado, como las telecomunicaciones, la energía y la infraestructura.

BBVA Argentina 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 de Buenos Aires. Esta red incluye 251 sucursales, que brindan servicio a las líneas de negocio minorista, pequeñas y medianas empresas, y corporaciones.

Además, BBVA Argentina ofrece un servicio de banca electrónica, una plataforma de banca por Internet moderna, segura y funcional (bbva.com.ar), y aplicaciones de banca móvil como BBVA Móvil y Go. En estos términos, al 31 de diciembre de 2019 el Banco contaba con 1,7 millones de clientes digitales activos y 1,4 millones de clientes *mobile*.

La mayor cantidad de clientes se encuentran radicados en la Argentina, lo cual genera un elevado riesgo de negocio al no contar con diversidad geográfica en su modelo de ingreso. La concentración de activos y actividad en territorio argentino, considerando sus cambiantes ciclos económicos, presenta un cuadro de constante alerta.

Estrategia

BBVA Argentina ha identificado la transformación y el crecimiento como los impulsores de su estrategia.

– Transformación

BBVA Argentina se centra en la transformación basada en la convicción de que la experiencia del cliente será el factor diferenciador decisivo en el éxito de la institución en los próximos años. Además, la actividad de intermediación financiera está alineada con la revolución tecnológica que está remodelando la mayoría de las industrias, obligando al Banco a reconsiderar y rediseñar el modelo para atender, atraer e interactuar con los clientes en general.

La estrategia de transformación digital del Banco se centra principalmente en aumentar el autoservicio del cliente a través de herramientas digitales, crecer en un mercado abierto y mejorar los puntos de contacto físico con los clientes. BBVA Argentina se ha centrado en desarrollar un modelo de servicio omnicanal, en el que las sucursales físicas son solo una de las muchas formas de conectarse con los clientes. Si bien el Banco tiene una extensa red de sucursales en todo el país presente en todas las provincias, el papel de las sucursales está cambiando y se espera que continúe cambiando. Se espera que cada vez se realicen más transacciones de valor agregado personalmente, mientras que otros tipos de transacciones se realizarán cada vez más a través de canales digitales.

En resumen, el proceso de transformación digital del Banco es un elemento esencial de su estrategia, tanto desde el punto de vista empresarial como de crecimiento, lo que le permite conectarse y servir a los clientes de una manera consistente con sus expectativas. También contribuye a la eficiencia del Banco, allanando el camino para un mejor uso de los recursos y obtener una ventaja competitiva.

– Transformación Cultural – Agile

Desde el primer trimestre de 2018 y continuando en 2019, el Banco emprendió una transformación cultural bajo el nombre y concepto de "Agile", con un enfoque en poner siempre al cliente primero y encontrar soluciones a sus necesidades. Bajo este nuevo modelo, el Banco implementó una nueva estructura organizativa, proporcionando mayores recursos a los equipos y nuevas metodologías de trabajo,

incluida la reorganización de roles y tareas, comunicación abierta y sinergias fomentadas por espacios de trabajo de plan abierto y la última tecnología disponible.

– Crecimiento

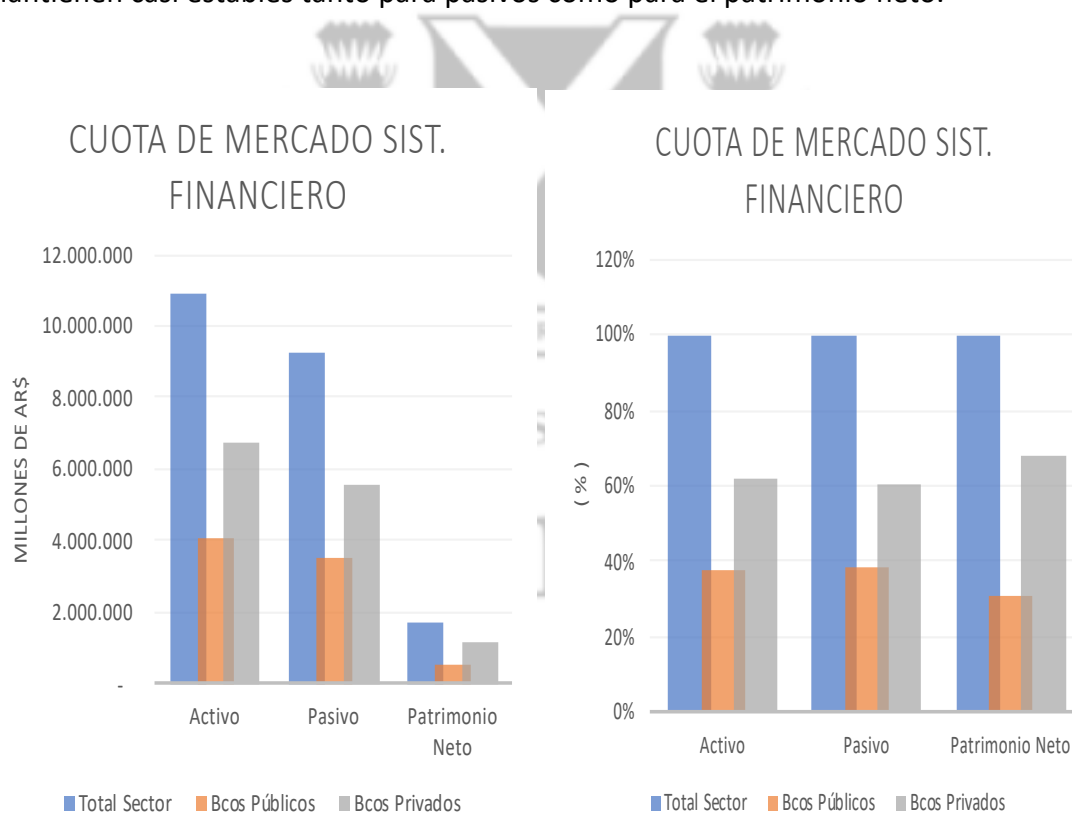
El Banco ha implementado un ambicioso plan de crecimiento que incluye la expansión de la base de clientes, tanto para particulares como para empresas, así como el tamaño del balance. Este plan de crecimiento, implementado por Banco BBVA Argentina a partir de 2017 alcanzó un total de 2,6 millones de clientes minoristas al 31 de diciembre de 2019. Con respecto a las pequeñas y medianas empresas, BBVA Argentina reorganizó el modelo de gestión para este segmento de clientes, brindando servicio a las pequeñas y medianas empresas en toda la red de sucursales, permitiendo así una mayor penetración y cercanía a empresas más pequeñas. Por el lado de Banca Corporativa, la misma cuenta con un equipo comercial altamente calificado, que ha sido punta de lanza en la capitalización y cierre de oportunidades relevantes presentadas en el mercado argentino.



4. Benchmark versus principales competidores:

La banca universal en Argentina, como se mencionó en el capítulo 2, se encuentra conformada por 64 bancos de los cuales 51 son de capitales privados. Esto conlleva a concluir que es una industria atomizada. Sin embargo, cuando se empiezan a desglosar los números del sistema financiero se puede llegar a la conclusión que unas pocas entidades concentran gran parte del sector.

Como se observa en el siguiente gráfico, contemplando únicamente los activos expresados en los balances, los bancos de capitales públicos comprenden el 37% del sector financiero y los bancos de capital privado el restante 63%. Estas proporciones se mantienen casi estables tanto para pasivos como para el patrimonio neto.

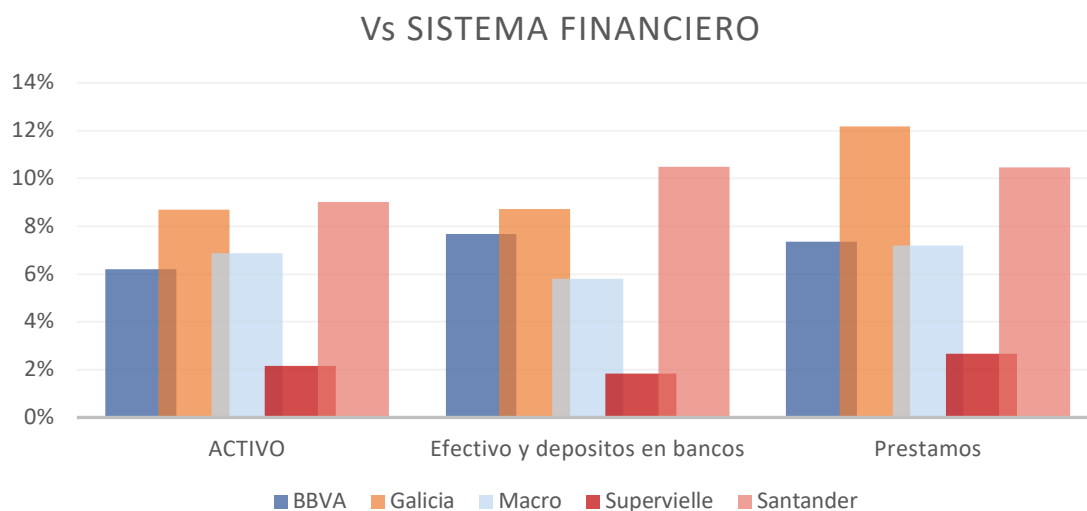


Fuente: Informe Entidades Financieras 2020 - BCRA / Gráfico N15

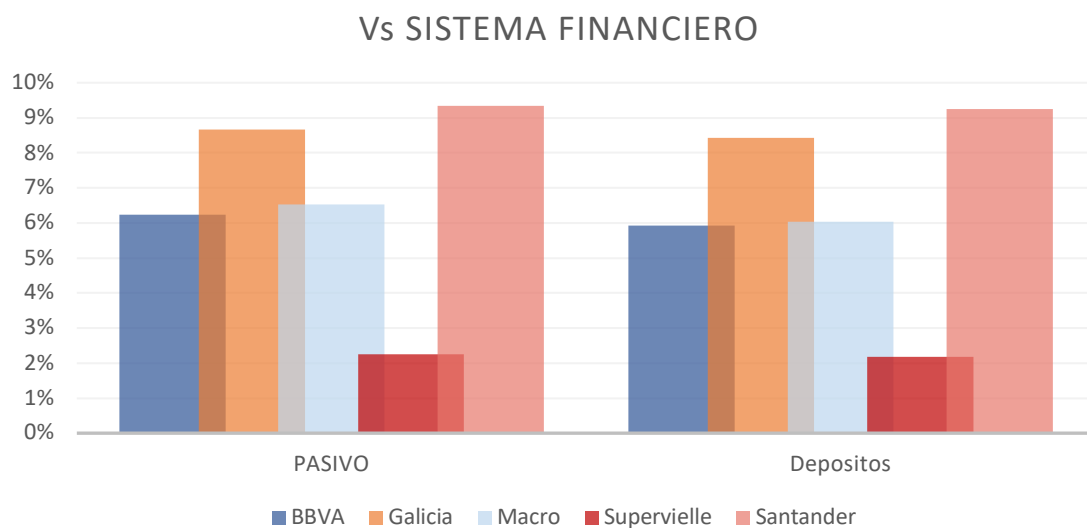
Dentro de esta sectorización nos centraremos en los bancos de capitales privados que comprenden el 63% de la industria. Como mencionamos hay 52 entidades que son parte del sector. Aunque el 50% de los activos del total de los bancos de capitales privados se encuentra aglomerado en 4 bancos (BBVA, Galicia, Macro y Santander). Estos 4 bancos concentran un 31% del total de la industria. A efectos

prácticos se podría concluir que la industria se encuentra atomizada en cantidad de entidades, pero no tanto en la distribución de activos y pasivos.

En conjunto los bancos BBVA, Galicia, Macro, Santander y Supervielle poseen una participación de mercado versus el total del sistema financiero en lo referente a préstamos del 40% y a depósitos del 32%.



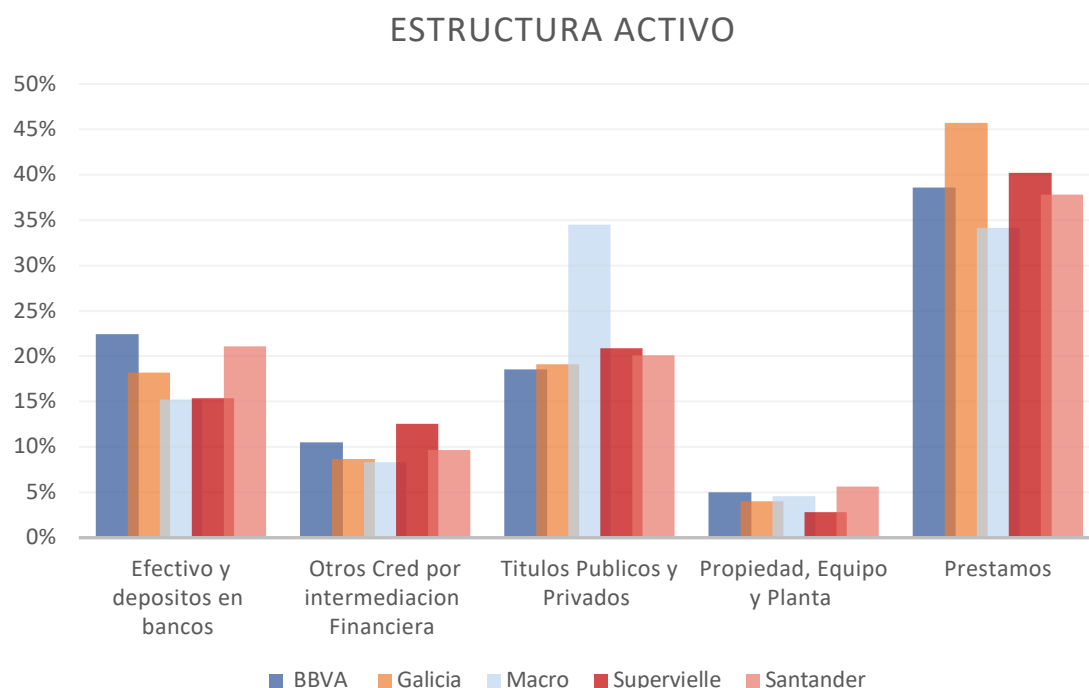
Fuente: Informe Entidades Financieras 2020 - BCRA / Gráfico N16



Fuente: Informe Entidades Financieras 2020 - BCRA / Gráfico N17

Dentro de este grupo de 5 bancos se observa que la participación del banco Supervielle es considerablemente menor en relación con los otros 4 bancos.

Teniendo en cuenta esta diferencia ahondaremos en la estructura del balance de estos bancos para comprender en detalle similitudes y diferencias.



Fuente: Informe Entidades Financieras 2020 - BCRA / Gráfico N18

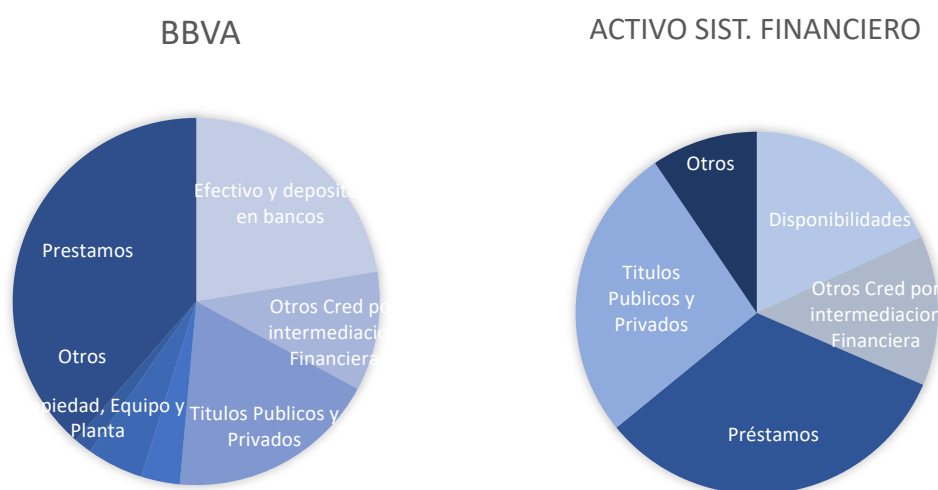
Analizando las participaciones de los distintos rubros del activo en el grupo de 5 bancos planteado, se puede identificar que el banco Macro es quién ejecuta un modelo/estrategia de negocio distinto al de sus pares. En primer lugar, tiene el menor porcentaje de efectivo (junto con Supervielle) y de préstamos. Siendo los mismos 15% y 34% respectivamente. Pero que a su vez es quien mayor proporción de títulos públicos y privados posee (35%). Por lo tanto, se puede interpretar que su foco durante 2020 estuvo centrado en invertir los depósitos en títulos públicos y privados antes que en préstamos.

BBVA, Galicia y Santander tienen un porcentaje de efectivo y depósitos en bancos cercano al 20%. Este mismo porcentaje representa los títulos públicos y privados. Y los niveles de préstamos oscilan entre el 38% y el 46%.

En el siguiente gráfico se puede observar la estructura del activo en el 2020 del banco BBVA. Su principal rubro son los préstamos, y dentro del mismo los préstamos al sector privado no financiero. Posee efectivos y depósitos por un 22% del total de su

activo como segundo rubro en importancia. Y, en tercer lugar, títulos públicos y privados 19%.

En adición, en el siguiente gráfico se puede comparar la estructura de BBVA con la estructura del sistema financiero. Donde se observa que la composición de participación en disponibilidades, títulos públicos y privados y préstamos se encuentran alineadas.



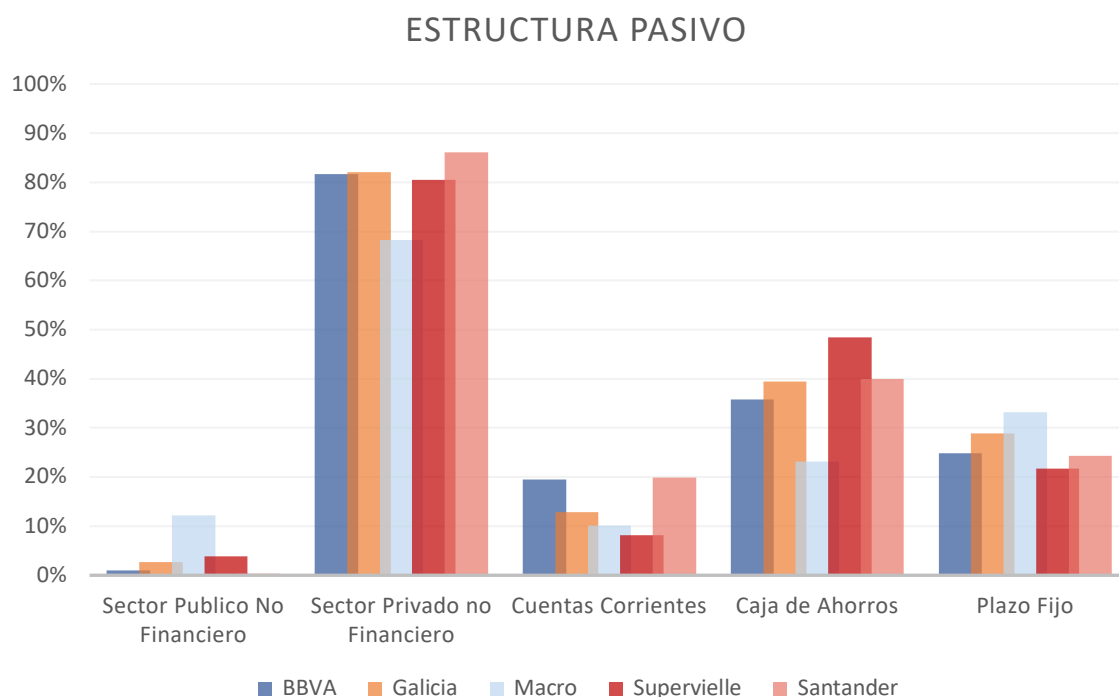
Activo	BBVA		Sistema financiero	
	%	AR\$ (en millones)	%	AR\$ (en millones)
Préstamos	39	261.588	33	3.555.732
Efectivo y depósitos en bancos	22	151.857	18	1.975.488
Títulos públicos y privados	19	125.525	26	2.880.247
Otros créditos por intermediación financiera	10	71.184	13	1.459.044
Otros	10	67.531	10	1.035.172

Fuente: Informe Entidades Financieras 2020 - BCRA / Gráfico N19

En lo que respecta a la estructura del pasivo de este grupo de 5 bancos, como se ve en el gráfico a continuación, se vuelve a identificar un modelo de negocio distinto ejecutado por el banco Macro. Es el banco con mayor porcentaje (12%) dentro de su balance de depósitos provenientes del sector público no financiero. El promedio del grupo en lo que respecta a los depósitos del sector público es 3%. Por lo tanto, el banco Macro cuadruplica al resto de los bancos en esta categoría.

En contrapartida, el banco Macro posee la menor cantidad de participación (68%) en su balance de depósitos del sector privado financiero cuando el promedio del

grupo es 82%. El 40% de estos depósitos provienen en lo que respecta al grupo, excluyendo al banco Macro, de las cajas de ahorro (promedio 40%).



Fuente: Informe Entidades Financieras 2020 - BCRA / Gráfico N20

En el siguiente gráfico se puede observar la estructura del pasivo en el 2020 del banco BBVA. Su principal rubro son los depósitos y, dentro del mismo, las cajas de ahorro con un peso del 37%. Luego los plazos fijos con una ponderación del 26% y por último, las cuentas corrientes (20%). El resto del pasivo se compone por obligaciones negociables, diversas y provisiones. En el anexo se encuentran los gráficos de los demás bancos exhibiendo su estructura tanto del pasivo como del activo.

En adición, en el siguiente gráfico se puede comparar la estructura de BBVA con la estructura del sistema financiero. Donde se observa que la composición de participación en cajas de ahorro y cuentas corrientes se encuentran alineadas.

BBVA



PASIVO SIST. FINANCIERO

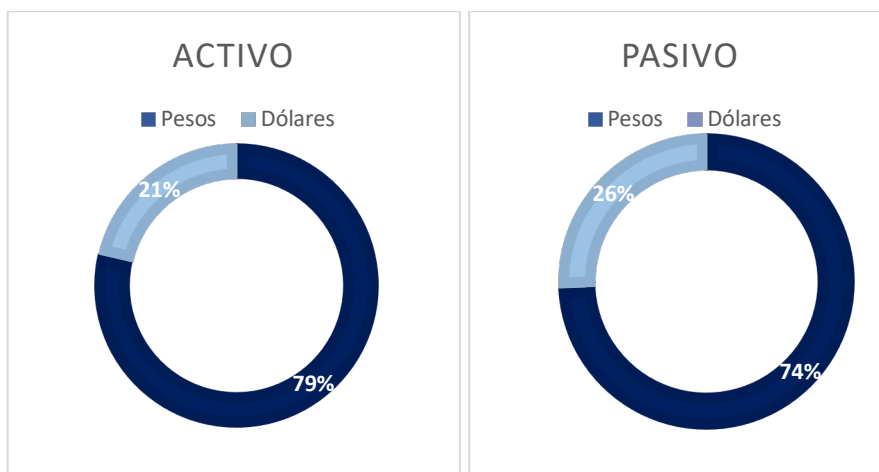


Pasivo	BBVA		Sistema financiero	
	%	AR\$ (en millones)	%	AR\$ (en millones)
Cajas de ahorro	37	205.964	36	2.498.285
Cuentas corrientes	20	111.945	18	1.256.703
Plazos fijo	26	142.993	37	2.606.969
Otras obligaciones por interm. Financieros	8	46.122	9	637.816
Otros	9	51.523		

Fuente: Informe Entidades Financieras 2020 - BCRA / Gráfico N21

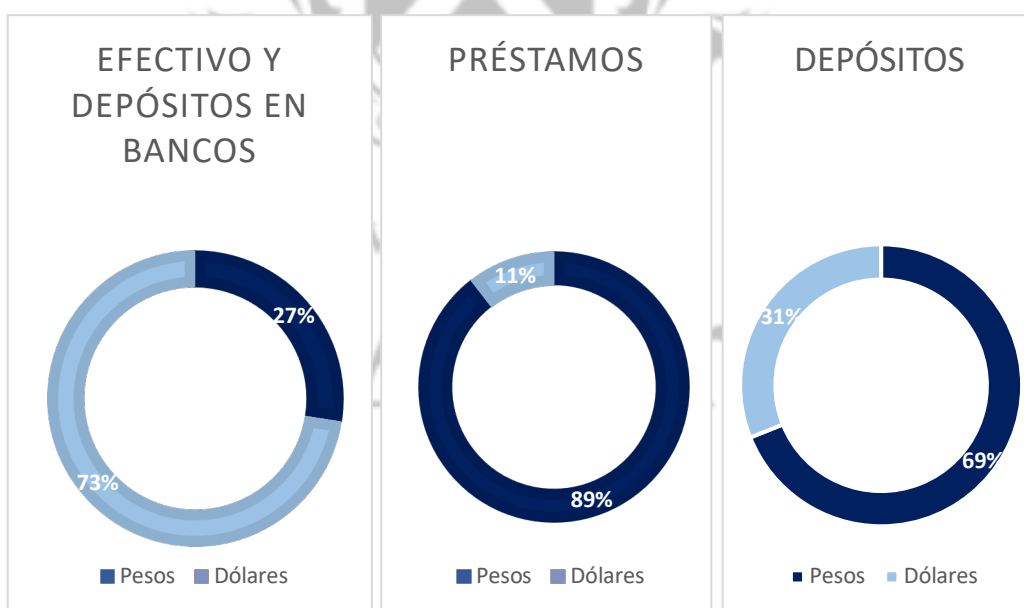
Luego de analizar la estructura del activo y del pasivo de los bancos BBVA, Galicia, Macro, Santander y Supervielle se desprende que el banco Macro exhibe un negocio más dependiente del sector público que el resto. Es el banco con mayor porcentaje de depósitos provenientes del sector público y el banco que más plata le presta al mismo. Este modelo se ve sustentado con la descripción de las cuentas de ahorro que presentan estos 5 bancos.

Otro aspecto de relevancia dentro del balance son las tenencias en moneda extranjera, pero principalmente en dólares. Tanto una parte del activo como del pasivo se encuentran alocadas en dólares. BBVA posó un 21% de su activo en dólares y un 24% del pasivo.



Fuente: Balance BBVA 2020 / Gráfico N22

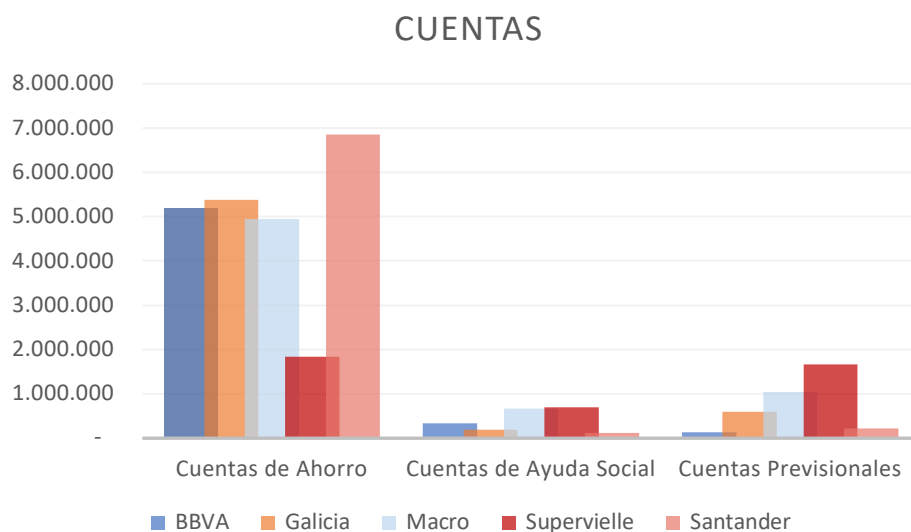
Los principales rubros son el efectivo de los bancos, los préstamos y por ende de los depósitos. En lo que respecta al efectivo, gran parte de los dólares que posee el banco se encuentran colocados como encaje en el BCRA.



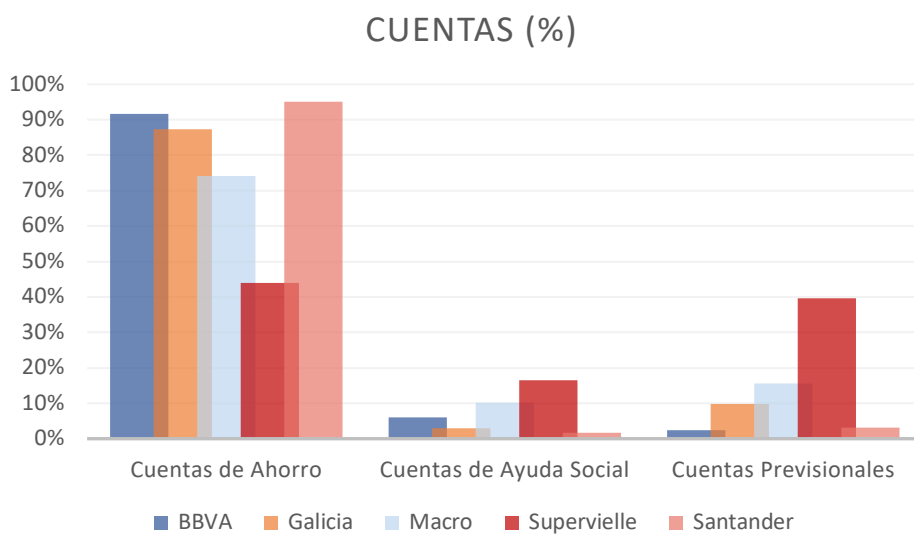
Fuente: Balance BBVA 2020 / Gráfico N23

En los últimos años se redujeron de sobre manera los préstamos comerciales minoristas en dólares debido al contexto devaluatorio, la falta de acceso a divisas extranjeras, las bajas tasas de interés y la normativa que exige computar como encaje en el BCRA las tenencias en dólares. Por ende, BBVA y los demás bancos reciben dólares en forma de depósitos sin tener casi opciones para prestar los mismos.

En lo referente a la cantidad de cuentas de ahorro observamos que el banco Santander es la entidad con mayor cantidad con casi 7 millones, seguido por Galicia, BBVA y Macro. Como mencionamos en la participación dentro del activo y del pasivo, Supervielle tiene un volumen considerablemente menor. Los bancos Macro y Supervielle son los bancos con mayor cantidad de cuentas de ayuda social y previsionales, esto significa, cuentas de jubilaciones y planes sociales ambas financiadas por el Estado Nacional. La estructura de las cuentas refleja el modelo de negocio ligado al sector público.



Fuente: Informe Entidades Financieras 2020 - BCRA / Gráfico N24



Fuente: Informe Entidades Financieras 2020 - BCRA / Gráfico N25

Las cuentas de ayuda social le representan el 10% de las cuentas de ahorro al banco Macro. Y las cuentas previsionales un 16%. Los bancos BBVA, Galicia y Santander en estas categorías tienen valores promedio del 4%. El banco Supervielle tiene el 40% de sus cuentas clasificadas como previsionales.

Otro aspecto a considerar son los indicadores financieros. Los mismos son una herramienta esencial para el análisis y la gestión de los bancos comerciales. La información obtenida de los mismos es explotada tanto por management, como los accionistas y los demás entes que mantienen relaciones comerciales. Los mismos proveen datos de la salud financiera y del rendimiento de la empresa.

A continuación, se exponen ratios relevantes (obtenidos del informe de entidades financieras 2020 elaborado por el BCRA) del banco BBVA, de sus principales competidores mencionados previamente y del sistema financiero para obtener un mayor grado de profundidad.

2020	BBVA	Galicia	Macro	Supervielle	Santander	Sistema
Eficiencia						
Margen de la rentabilidad operativa sobre gastos de estructura (%)	95%	128%	65%	-23%	54%	68%
Rentabilidad						
Rendimiento Anual del Patrimonio - ROE	13%	18%	21%	12%	22%	20%
Retorno sobre activos - ROA	2%	3%	4%	1%	2%	3%
Tasa implícita de préstamos personales (%)	29%	32%	36%	38%	25%	30%
Cargos por incobrabilidad / activo (%)	2%	3%	1%	4%	3%	2%
Estructura						
Apalancamiento	6,60	6,34	5,06	8,32	8,04	6,45
Dotación de personal	5881	5764	8489	3709	7786	

Fuente: Entidades Financieras 2020 - BCRA / Tabla N4

En lo que concierne a la información expuesta en el cuadro se puede observar que el banco BBVA se encuentra alineado al sistema en la mayoría de los indicadores, presentando desvíos positivos en cuanto a la eficiencia y negativos en cuanto al ROE.

La Rentabilidad Sobre Activos mide la rentabilidad económica relacionando utilidades antes de intereses e impuestos con los activos. La Rentabilidad Sobre el Patrimonio mide la rentabilidad financiera de las instituciones y relaciona las utilidades netas con el patrimonio (García O., Martínez G., & Fernández G., 2018). El ROA se mantiene en niveles similares a los de sus principales competidores y al sistema, por lo tanto, no genera un foco de atención. Que sí es generado por el ROE que viene disminuyendo en los últimos años y se encuentra considerablemente por debajo del sistema y de sus competidores directos.

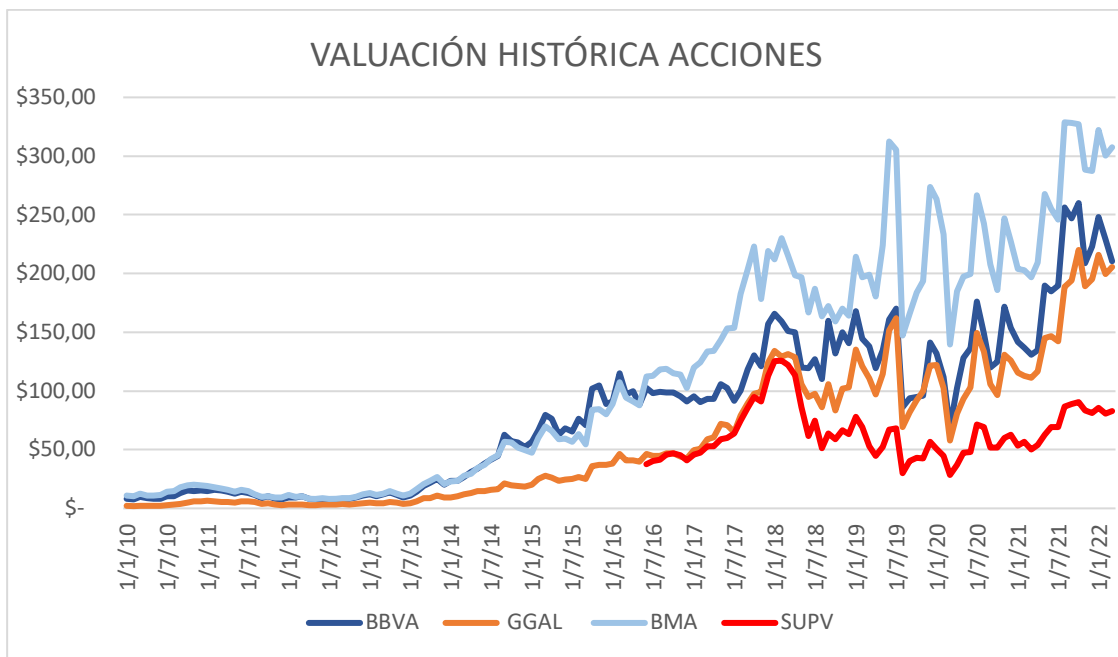
En relación de saldos impagos con respecto al total del crédito otorgado (mora). Mientras menor sea el ratio, más sana es la cartera. Y en este rubro se puede destacar a BBVA como uno de los bancos con mejor ratio de mora siendo el mismo de un 2%.

Otro aspecto destacable como se mencionó previamente es el ratio de eficiencia, el mismo muestra la capacidad de cobertura de los Gastos de Administración con Resultados Operativos y se encuentra en 95%. Únicamente Galicia tiene un mejor ratio, no obstante el sistema tiene un ratio de 68%. Esto brinda evidencias que en lo que respecta al negocio diario el mismo funciona correctamente.

El apalancamiento de Activos respecto al Patrimonio Neto se encuentra totalmente alineado al sistema y a la mayoría de los competidores.

Del análisis realizado, dentro del grupo de 5 bancos se pueden clasificar los mismos en 3 categorías. Por un lado, un grupo de tres bancos que incluya a BBVA, Galicia y Santander dado que estos tienen valores de participación de mercado y estructuras de balances similares. En otro grupo se encontraría el banco Macro, dado que este tiene una participación de mercado similar a los bancos mencionados previamente. Pero su modelo de negocio y por ende, su estructura en el balance difiere sustancialmente dado que una buena parte de su negocio se encuentra ligada al sector público. Finalmente, otra categoría es para el banco Supervielle dado que el mismo posee una participación de mercado considerablemente menor. Además, de estar fuertemente ligado al sector público.

La cotización de las acciones de cada uno de los bancos considerados (menos Santander) es consistente con la situación descrita. Supervielle se encuentra relegado, tanto con un valor nominal como en lo que respecta al ratio de crecimiento en comparación con el resto. Por otro lado, vemos como las acciones de BBVA, Galicia y Macro tienen una evolución similar en su cotización además de las mismas oscilar entre los \$205 y \$307 pesos argentinos. Siendo banco Macro el banco con mejor evolución de crecimiento y mayor valor nominal en lo referente a su acción.



Fuente: BYMA – Unidad de medida: AR\$ / Gráfico N26

San Andrés

5. Variables Macroeconómicas

Para poder construir una valuación mediante el método de flujos de fondos libres para el accionista es indispensable plantear un escenario futuro de variables macroeconómicas.

Este ejercicio de proyección que podría tener una dificultad moderada en la mayoría de las geografías mundiales resulta algo sumamente complejo en lo que respecta a la precisión de las variables. Por lo tanto, se hace foco en la metodología y fuentes de estimación.

Con el fin de sustentar la complejidad en el ejercicio de proyección se enuncian algunos hitos “recurrentes” en la República Argentina a lo largo de su historia:

- Defaults (9 en total considerando el de mayo 2020)
- Renegociaciones de deuda
- Períodos de inflación elevada e Hiperinflación
- Considerable *spread* sobre la tasa libre de riesgo norteamericana (por consecuente, alto riesgo país y tasas de interés)
- Falta de transparencia y/o disponibilidad de datos tanto en entes locales como internacionales.
- Políticas intervencionistas del Estado (regulaciones de tasa, control/restricción de capitales extranjeros, limitación a las importaciones y exportaciones, etc.)

Las variables macroeconómicas que se proyectan son: Producto Bruto Interno (PBI), Inflación, Tipo de Cambio Nominal, Tasa de Interés, Ratio de Créditos del Sector Privado sobre el PBI.

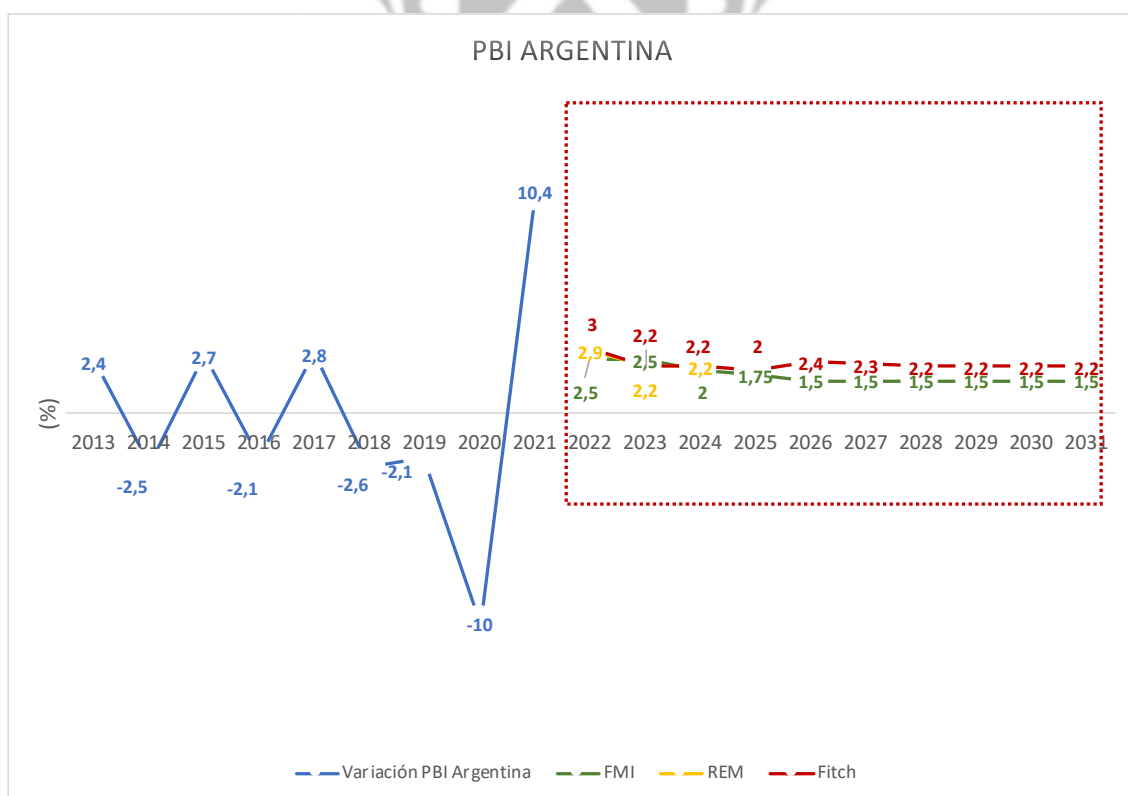
Las fuentes de información de referencia son el Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM)⁴, informes de las consultoras Fitch y Marketline y el Banco Interamericano de Desarrollo.

⁴ Informe emitido por el BCRA, versión utilizada Ene-2021.

Productos Bruto Interno (PBI):

El PBI desde el año 2013 viene alternando un año de crecimiento seguido de un año decreciente. Siendo los mismos pares entre sí, promediando un 2% tanto para la suba como para la baja. Esta situación se ve interrumpida en 2020 a causa de la paralización que sufrió el país debido al Covid-19. Ese año el producto bruto interno tuvo una variación negativa del 10%. No obstante, continuó la tendencia de alternancia y el año 2021 el PBI exhibió una variación positiva de 10,4%.

De cara a proyectar el año 2022 y los siguientes se utilizaron tres proyecciones distintas: Fondo Monetario Internacional (FMI), consultora Fitch y REM. Las tres proyecciones coinciden en que el año 2022 va a ser un año de crecimiento interanual debido a la inercia de recuperación de la baja actividad del 2020 en conjunto con el fin o por lo menos una disminución de la pandemia. Y en los años siguientes la variación interanual será creciente, pero desacelerando su ritmo.



Fuente: FMI, REM y Fitch / Gráfico N27

Proyección PBI (%)				
	2022	2023	2024	2031
FMI	2,5	2,5	2	1,5
REM	2,9	2,2	2,2	
FITCH	3	2,2	2,2	2,2

Fuente: FMI, REM y Fitch⁵ / Tabla N5

Observando la tendencia similar de las tres proyecciones, se decide proyectar hasta el 2024 utilizando la estimación del REM. Para el año 2025 se estima una disminución en la variación interanual siendo la misma 2%. A partir de 2026, se considera la proyección realizada por la consultora Fitch.

Proyección PBI (%)										
	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
	2,9%	2,2%	2,2%	2%	2,40%	2,3%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%

Fuente: REM y Fitch / Tabla N6

Inflación:

En el año 2015 asume como partido gobernante del Estado Nacional la alianza “Cambiamos”. Una de las metas planteadas para su programa de gobierno era la reducción de la inflación. Para lo cual, entre otras herramientas, utilizaron la táctica de plantear expectativas/objetivos inflacionarios para anclar la misma. Un factor determinante de esta herramienta es la confianza, la cual se vio erosionada en el tiempo y por ende, los objetivos inflacionarios quedaron fuera de alcance. Los años 2018 y 2019 tuvieron una inflación del 39,4% y 43,1% respectivamente (Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Censo).

Hacia finales de 2019, el partido político “Frente de Todos” asume la gobernación del país. En 2020 en conjunto con la llegada de la pandemia, se paralizan las industrias y se implementa una política de congelamiento de precios muy estricta. La inflación durante este año según los datos del Indec fue 29,7%.

⁵ FMI: Fondo Monetario Internacional.

REM: Relevamiento Expectativas Mercado.

FITCH: Es una calificador de riesgo.

En 2021, en conjunto con la apertura de la economía y su crecimiento, la inflación realizada una escalada ascendente muy pronunciada. El año concluye con una inflación del 51%.

De cara a los próximos años, las estimaciones del REM son más conservadoras que las de Fitch y el FMI. Por lo tanto, al igual que con el PBI, se decide utilizar la proyección más moderada. En 2022 se espera un fuerte incremento siendo la misma 55%. Luego comienza una desaceleración paulatina, aunque manteniendo valores elevados respecto a otros países de la región. En 2023 la inflación se proyecta en 43% y en 2024 será 35%. A partir de 2025 (fuente Fitch) la inflación se proyecta en torno al 27-28% y se decide mantener estos valores hasta 2031.

Proyección Inflación (%)									
2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
55%	43%	35%	25%	28%	27%	27%	28%	27%	27%

Fuente: INDEC, BCRA y Fitch / Tabla N7

Tipo de Cambio Nominal:

En lo que respecta al tipo de cambio nominal se combinó una proyección emitida por el Banco Central Argentino que releva las expectativas de mercado hasta 2023, con una proyección realizada correlacionada con los tipos de cambio reales históricos basada en la inflación mencionada en el punto anterior.

Para respaldar esta correlación de variables que se presentan a continuación, se hizo hincapié en el estudio presentado por Aké, Garcia Ruiz y Venegas Martinez titulado “Medición no lineal de la dependencia de la inflación sobre el tipo de cambio nominal”. En el mismo concluyen que “esta metodología comprueba el fuerte vínculo que la inflación subyacente (por mercancías) tiene con el tipo de cambio, así como su rápida respuesta a movimientos mayores en esta variable; es decir, el uso del coeficiente de información mutua corrobora el comportamiento de umbral que otros autores habían detectado en el *passthrough* del primer año, aunque esta investigación muestra que el ajuste completo (regreso a niveles previos de información compartida) de este sector puede tomar como máximo dos años”.

Las estimaciones del REM prevén para 2022 un tipo de cambio oficial nominal de 163,74 pesos por cada dólar americano. Y para 2023 un tipo de cambio oficial de 229,18 pesos por dólar.

Con el fin de realizar la proyección para los años venideros, se utilizó como base la proyección realizada por el banco central a diciembre 2023 (229,18 pesos por dólar estadounidense) y se aplicó un crecimiento por inflación (estimado en el apartado anterior).

Fecha	Inflación	Tipo de Cambio Real	Tipo de cambio Proyectado
dic-21	51%	\$ 101,01	\$ 124,69
dic-22	55%	\$ 163,74	\$ 156,36
dic-23	43,40%	\$ 229,18	\$ 234,80
dic-24	35,00%		\$ 309,39
dic-25	25,30%		\$ 387,67
dic-26	28,40%		\$ 497,77
dic-27	27,00%		\$ 632,16
dic-28	26,90%		\$ 802,22
dic-29	27,50%		\$ 1.022,83
dic-30	27,10%		\$ 1.300,01
dic-31	27,10%		\$ 1.652,32

Fuente: INDEC y BCRA / Tabla N8

Para demostrar la validez del procedimiento se decidió aplicar el mismo retroactivamente. Partiendo de la relación peso dólar a partir de septiembre 2018 (\$38,59 pesos argentinos equivalían a USD1). Para proyectar el tipo de cambio se aplica la inflación real ocurrida de forma mensual y la proyectada. Como se observa en el gráfico a continuación, el tipo de cambio real/histórico en relación con el proyectado difiere menos de un 5%.

Fecha*	Inflación	Periodo	Tipo de Cambio Real	Tipo de cambio Proyectado
sep-18			\$ 38,59	
dic-18	10,80%	Sept 18 - Dic 18	\$ 37,88	\$ 42,76
sep-19	42,80%	Sept 18 - Sept 19	\$ 56,50	\$ 55,11
dic-19	43,10%	Sept 19 - Dic 19	\$ 59,88	\$ 54,21
sep-20	30,50%	Sept 19 - Sept 20	\$ 75,19	\$ 73,73
dic-20	29,70%	Sept 20 - Dic 20	\$ 82,63	\$ 77,66
abr-21	16,20%	Dic 20- Abril 21	\$ 92,86	\$ 96,02

* cotización último día hábil del mes

Fuente: INDEC y BCRA / Tabla N9

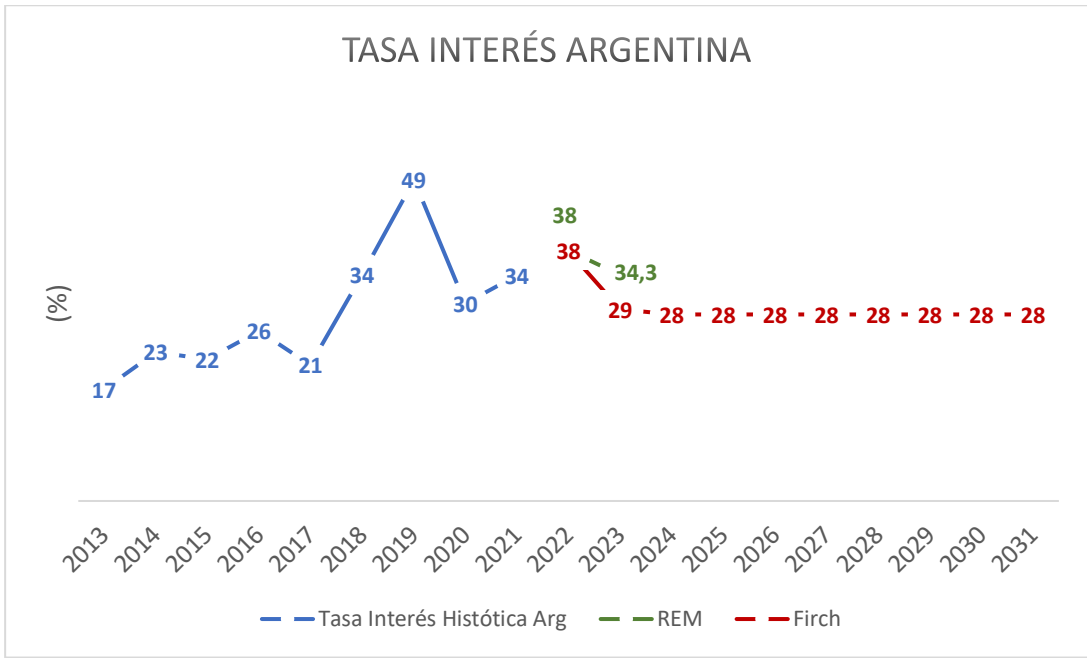
Tasa de Interés:

El rendimiento futuro de las tasas de interés se encuentra fuertemente correlacionado al crecimiento del país y los niveles de inflación. Por lo tanto, en concordancia con los presentado previamente (crecimiento positivo decreciente del PBI y disminución de la inflación en el corto plazo) se proyecta la tasa de interés.

Se utiliza la tasa Badlar⁶ como el indicador de referencia para el modelo. Al igual que con las variables anteriores, se consultaron distintas fuentes para tener de referencia.

Universidad de
San Andrés

⁶ Tasa correspondiente a depósitos a plazo fijo de 30 a 35 días de plazo en bancos privados y de más de un millón de pesos.



Fuente: INDEC, BCRA y Fitch / Gráfico N28

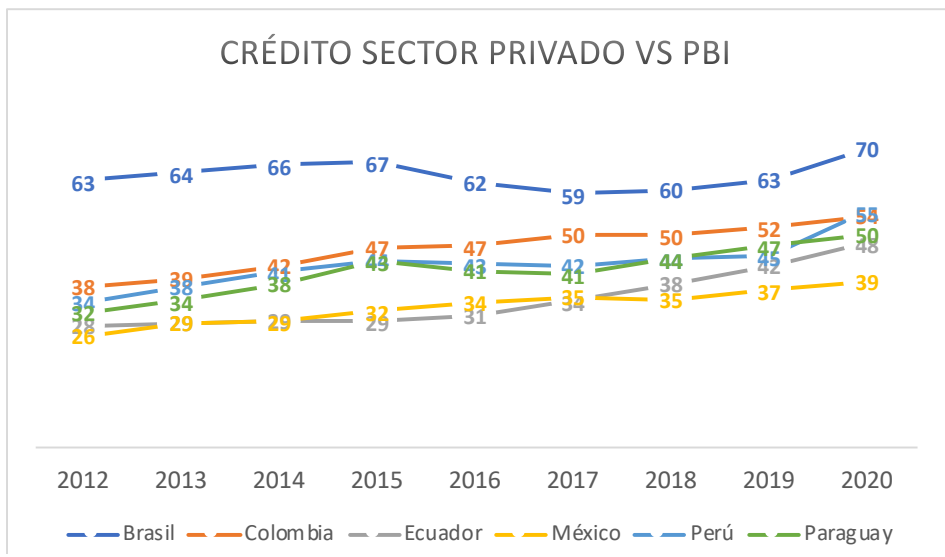
Desde 2017 en adelante la inflación es superior a la tasa Badlar generando rendimientos reales negativos. Para 2022 y 2023 se utilizará la proyección del REM y, por ende, las tasas reales de ambos años volverán a ser negativas. En 2024 la tasa de interés disminuirá 600 puntos básicos respecto a 2023. De cara a 2031 la mayoría de los años tendrán rendimientos reales con respecto a la inflación, aunque por diferencias mínimas.

Proyección Tasa Interés										
2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	
38%	34%	28%	28%	28%	28%	28%	28%	28%	28%	

Fuente: BCRA y Fitch / Tabla N10

Relación de Créditos del Sector Privado sobre el PBI:

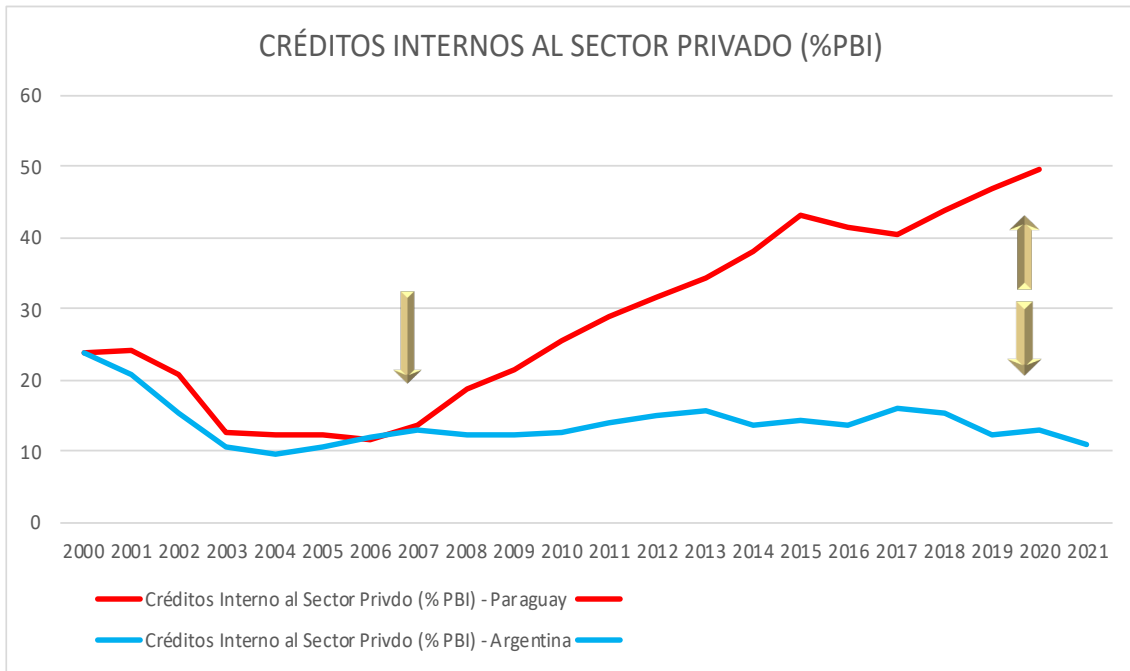
En lo que respecta a la relación de créditos otorgados al sector privado en relación con el Producto Bruto Interno, Argentina exhibe un porcentaje pequeño con relación a los demás países de la región. Como se observa a continuación, una gran cantidad de países de la región en 2018 exhibían una relación de créditos otorgados a sector privado en relación con el PBI de entre un 35% y 60%. Mientras que los valores de Argentina rondaban el 16%.



Fuente: Banco Mundial / Gráfico N29

En adición, el ratio de crecimiento de esta variable durante el periodo 2012-2018 también ha sido inferior. El conjunto de los países comprendidos en el gráfico superior posee un ratio de crecimiento del crédito asignado al sector privado vs PBI del 6,07% anual (promedio periodo 2012-2020), mientras que en la República Argentina este valor es 0,6% (periodo 2012-2018).

A fines de poder proyectar esta variable sumamente relevante se identificó que la comparación con varios países de la región no constituía el método más idóneo. Por lo tanto, se profundizó en la comparación de un solo país de características similares a la Argentina para comprender su evolución. Dicho país escogido es Paraguay. Su relación Créditos Internos al Sector Privado sobre PBI en el año 2007 era 13,72%. Mientras el mismo indicador en Argentina era 13,10%. En el año 2020, el indicador en Paraguay evolucionó hasta representar un 49,71%. Mientras que en Argentina decreció, siendo el mismo 12,94%. En 2021 este ratio en Argentina fue 11%.



Fuente: Banco Mundial / Gráfico N30

Paraguay entre 2007 y 2020 creció en promedio 277 puntos básicos nominales por año. En base a lo expresado previamente, se supone que Argentina replicará la tendencia de crecimiento de Paraguay. Con un arranque progresivo para exhibir este nivel de crecimiento a partir de 2026 en adelante.

Argentina - Créditos Internos al Sector Privado (% PBI)

Año	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Porcentaje	11%	12%	14%	16%	18%	21%	24%	27%	29%	32%

Fuente: Banco Mundial / Tabla N11

6. Proyección de Estados Contables

La siguiente proyección se encuentra compuesta por diferentes fuentes:

- Información histórica de las líneas de balances contables más representativas
- Información pública presentada por BBVA ante distintos entes regulatorios
- Variables macroeconómicas presentadas en el capítulo anterior
- Informes de las principales consultoras mundiales

Se ha optado por utilizar al rubro Plazo Fijo, ubicado dentro del pasivo, para cumplir con la igualdad contable: Activo = Pasivo + Patrimonio Neto. Este concepto variará en función de la necesidad para respetar esta igualdad.

Como consecuencia de la utilización de pesos argentinos en términos nominales para plasmar el flujo de fondos, es que se utilizará una tasa de descuento nominal en pesos.

El periodo proyectado comienza en enero 2022 siendo diciembre 2021 el último dato real. La proyección se realiza por 10 años. Cuando finalice este periodo, se calculará un valor terminal basado en un crecimiento a perpetuidad de los flujos de fondos.

Es de suma relevancia hacer la siguiente aclaración: “Las transacciones en moneda extranjera se convierten a la respectiva moneda funcional de las entidades del Grupo al tipo de cambio de referencia publicado por el B.C.R.A. a la fecha de cada transacción.

Los activos y pasivos monetarios denominados en moneda extranjera se convierten a la moneda funcional al tipo de cambio de referencia vigente al cierre del ejercicio.

Los activos y pasivos no monetarios que son medidos a valor razonable en una moneda extranjera son convertidos a la moneda funcional al tipo de cambio de referencia vigente de la fecha en la cual se determinó el valor razonable” (Balance BBVA, página 19).

Estimación de Activos:

Disponibilidades:

Este rubro representa el efectivo disponible del banco BBVA, comúnmente denominado “caja”. Efectivo que se divide en sucursales, bancos corresponsables y transportadoras de caudales.

Para estimar su proyección primero se calculó el ratio promedio del efectivo disponible en relación a la caja de ahorro y cuenta corriente durante los últimos cuatro años (2018 – 2021). Siendo el mismo 7,97%. Luego se aplicó este ratio a las sumas de caja de ahorro y cuenta corriente proyectadas hasta 2031 para estimar el volumen de esta línea.

	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Caja Ahorro+Cta Cte	738.866	1.105.638	1.568.653	2.081.051	2.846.149	3.870.005	5.283.133	7.248.260	9.970.706	13.725.833
Efectivo Disponible ARS	58.924	88.173	125.098	165.961	226.977	308.628	421.323	578.039	795.151	1.094.617

Fuente: Balance BBVA / Tabla N12 – AR\$ millones

Encajes:

Esta línea del activo engloba los fondos de dinero que están inmovilizados en el Banco Central de la República Argentina. El porcentaje de fondos a inmovilizar o encajar en el BCRA se encuentra reglamentado. Por lo tanto, a los fines de proyectar hasta 2031, se utilizan las últimas tasas de encaje publicadas y se mantienen constante. Las mismas son:

- Depósitos vista en pesos 45%
- Plazo fijo en pesos 32%
- Depósitos vista en dólares 25%

En lo que respecta a plazos fijos se utiliza la tasa aplicada para la cartera de vencimiento más próximo.

El primer paso consiste en reconstruir cuales deberían haber sido los encajes teóricos y compararlos contra los encajes reales. Esto nos brinda un cociente que se utilizará para ajustar las tasas teóricas reglamentadas. En este caso, para construir el cociente se tomó

el periodo 2018-2021 y el resultado de la relación entre encajes reales y teóricos fue 59%.

Una vez obtenido los nuevos ponderadores, se proyecta cada línea hasta 2031.

	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Encaje Caja Ahorro	123.343	185.508	265.277	356.267	493.073	680.441	945.133	1.318.460	1.847.163	2.587.876
Encaje Cuenta Corriente	73.098	108.447	151.780	197.021	263.630	348.474	459.489	608.629	803.741	1.061.401
Encaje Plazo Fijo	92.540	149.819	238.504	337.481	522.074	758.661	1.065.303	1.474.285	1.986.462	2.635.194
Moneda Extranjera	39.035	54.636	74.706	93.607	120.191	152.643	193.704	246.972	313.901	398.969
Total	328.017	498.410	730.266	984.375	1.398.968	1.940.219	2.663.628	3.648.346	4.951.267	6.683.439

Fuente: Balance BBVA / Tabla N13 – AR\$ millones

Préstamos:

Tal como se describió previamente, para proyectar los créditos internos al sector privado se decidió utilizar a Paraguay como país de referencia. El país sudamericano tuvo en promedio durante los últimos 13 años un crecimiento real por sobre el PBI de 2,77 puntos.

Para proyectar los créditos internos al sector privado, considerando el contexto macroeconómico de alta inflación y altas tasas en los años próximos, se decide hacer una progresión hacia ese 2,77.

- Se parte del 11% de créditos vs PBI que exhibió la Argentina en 2021.
- En 2022 no hay crecimiento del crédito sobre el PBI.
- En 2023 el crédito crece un punto por encima del crecimiento del país.
- Luego crece de a medio punto en 2024 y 2025.
- A partir de 2026, crece 2,77 puntos por encima del producto bruto interno.

Argentina - Créditos Internos al Sector Privado (% PBI)										
2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	
11%	12%	14%	16%	18%	21%	24%	27%	29%	32%	

Argentina - Créditos Internos al Sector Privado										
2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	
8.030.939	12.755.735	19.687.880	28.774.760	44.358.757	66.046.604	96.485.901	139.694.210	199.440.344	282.205.105	

Fuente: Balance BBVA / Tabla N14 – AR\$ millones

Una vez proyectados los créditos internos al sector privado se decide mantener constante la participación del banco BBVA en este rubro. Por lo tanto, a los créditos proyectados se procede a aplicarles el porcentaje de participación, 7,36%, en los años sucesivos.

Otros Títulos de Deuda:

Los saldos de este rubro han mostrado una marcada y creciente participación en la composición total del activo. Esto se debe a que se utiliza esta línea del activo para absorber el excedente de rentabilidad. Además, de que los rendimientos obtenidos en los últimos años, como consecuencia del contexto macroeconómico, permitieron que se generen mayores rendimientos que con la mayoría de los préstamos. Este incremento en la ponderación se exhibe con claridad, entre 2016 y 2019 el rubro osciló entre un 6% - 10% de participación en el activo. En 2020 y 2021 la participación fue del 18%.

A los fines de proyectar este rubro y considerando que una de sus principales finalidades es la absorción del capital excedente, se utilizó la relación histórica entre 2019 y 2021 de esta línea y los depósitos. El ratio resultante fue un 22%. Considerando que el escenario macroeconómico planteado no varía significativamente en el inmediato plazo. Se decidió utilizar este ratio hasta 2024 para proyectar esta línea entendiendo que el banco iba a seguir teniendo excedentes de capital. A partir de 2024, dada la estabilización de la economía y el repunte de la colocación de préstamos se proyecta una participación del rubro decreciente en 150 puntos básicos. Lo cual sitúa a esta línea del activo en una participación total del mismo para 2031 del 12%.

	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Depósitos	1.351.944	2.075.361	3.069.547	4.166.098	5.992.730	8.371.974	11.538.611	15.837.663	21.483.662	28.942.737
Otros Títulos de Deuda	300.591	461.436	682.484	863.800	1.152.643	1.484.688	1.873.181	2.333.525	2.843.153	3.396.148
Participación del Activo	22%	22%	22%	21%	19%	18%	16%	15%	13%	12%

Fuente: Balance BBVA / Tabla N15 – AR\$ millones

Otros Activos:

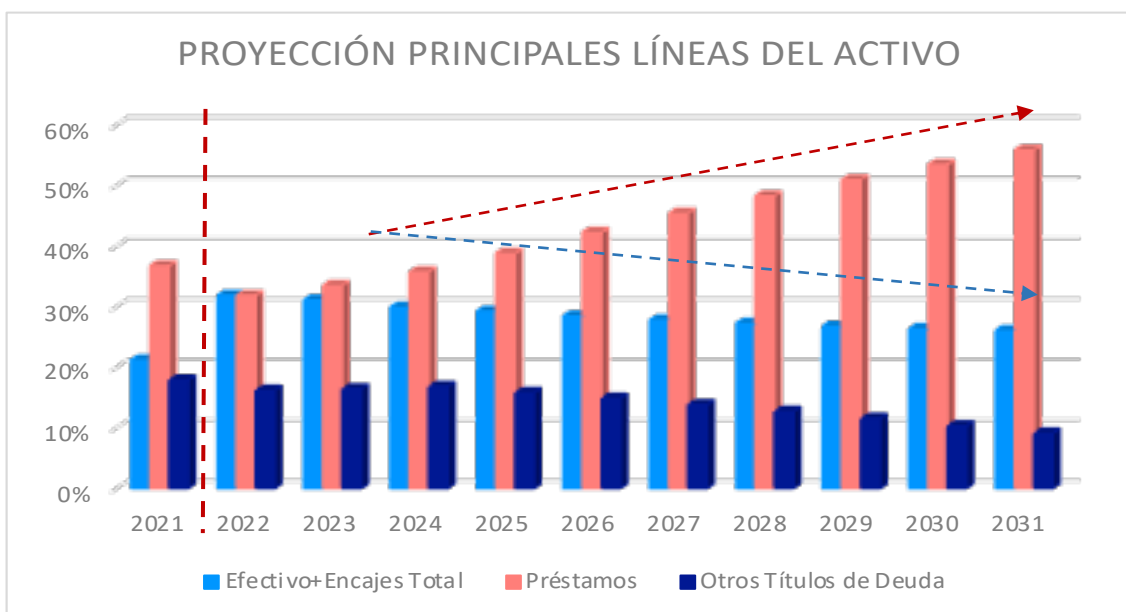
Esta categoría engloba aquellas líneas del activo que no son significativas en cuanto al volumen, entre ellas se encuentran: títulos de deuda a valor razonable con

cambios en resultados, instrumentos derivados, operaciones de pase, inversiones en instrumentos de patrimonio, activos intangibles, propiedad y equipo entre otros.

Este compendio de rubros entre los años 2016 y 2021 tuvo una participación del 15% promedio del total del activo. Dado que los rubros más fuertes dentro de este conjunto son líneas que varían en sintonía de la inflación se decidió aplicar esta variable macroeconómica para su proyección. La participación de este conjunto en 2031 representa 11% del activo, valor por debajo del promedio pero lógico dado que se encuentra dentro de los parámetros ya alcanzados. Y es concordante con el peso de los préstamos dentro del rubro hacia 2031.

Conclusiones de la proyección Activo:

En el cuadro siguiente se muestra la evolución de los principales rubros del activo. En 2021 las disponibilidades en conjunto con los encajes representaban el 21% del activo, mientras que los préstamos el 37%. Como consecuencia del elevado nivel de fondeo, las disponibilidades y los encajes incrementan fuertemente su ponderación dentro del total del activo en 2022. En 2022 no se proyecta un incremento en el rubro préstamos por encima del crecimiento del sistema. Los títulos de deuda se mantienen en un nivel alto como lo fue 2021. A partir de los años siguientes, tanto los encajes y las disponibilidades como los títulos de deuda comienzan a disminuir paulatinamente su participación en el activo. Y por consecuente, los préstamos comienzan a ganar mayor preponderancia. Esto se debe a una mayor posibilidad de otorgar créditos y un incremento en la cuota de mercado por parte de BBVA.



Fuente: Balance BBVA / Gráfico N31

Estimación de Pasivos:

Depósitos:

Este rubro es central y estratégico a la hora de definir cuál será el modelo de negocio bancario y proyectar un balance.

El rubro se divide en varios subgrupos, aunque son tres los componentes principales del mismo: cuenta corriente, caja de ahorro y plazo fijo. Entre estos tres subgrupos representan el 94% promedio del total del rubro depósitos. Estas tres cuentas mencionadas están ubicadas dentro de los depósitos al Sector Privado no Financiero. El Sector Público no Financiero es un espectro menor en BBVA representando el 2% del total de los depósitos.

El rubro depósitos es sumamente relevante debido a que es la entrada de dinero que posee el banco para luego prestar y comprar instrumentos de inversión, es comúnmente llamado "fondeo". Mientras más ingresos de capital posea el banco a través de este rubro, mayor será su oportunidad de obtener rentabilidad. No obstante, el fondeo no es igual para todas las subcategorías. La caja de ahorro es el fondeo más conveniente, dado que el banco genera un pasivo sin costo prácticamente. Por lo tanto, mientras mayor fondeo provenga de este subgrupo, mayor rentabilidad podrá obtener

el banco. Los demás subgrupo, cuenta corriente y plazo fijo son remunerados. Esto le genera al banco una pérdida por intereses.

Considerando esta situación y teniendo de referencia a Paraguay como ya se explicó en el capítulo de variables macroeconómicas, se decide proyectar cada una de estas tres subcategorías por separado y de forma particular.

Caja de Ahorro:

Esta categoría se encuentra conformada principalmente por los salarios de las personas que poseen un trabajo registrado ante organismos estatales. La población económicamente activa deposita sus ingresos en las cajas de ahorro. Por lo tanto, la variable que mayor incidencia tiene es la inflación. Además, se asumen dos supuestos. No se incrementará la población económicamente activa ni los trabajadores formales. Pero sí, BBVA incrementará año tras año su cantidad de cuentas activas lo cual se refleja en el market share de este rubro. Partiendo de un 8% de “market share” en 2021 y terminando 2031 con un 14% “market share”. El porcentaje de crecimiento en cuentas se irá incrementando a medida que disminuya la inflación y se establezca la tasa de interés.

$$\Delta \text{Depósitos en Caja de Ahorro} = \Delta \text{crecimiento de cuentas ahorro} + \text{Inflación}$$

BBVA

	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Variación Sist CA %	62%	50%	43%	34%	38%	38%	39%	40%	40%	40%
Variación Sist CA \$	5.827.656	8.764.794	12.533.656	16.832.700	23.296.456	32.149.110	44.655.114	62.293.884	87.273.731	122.270.497

Fuente: Balance BBVA / Tabla N16 – AR\$ millones

Cuenta Corriente:

Este rubro es utilizado principalmente por personas jurídicas dado que las mismas no poseen la opción de realizar transacciones a través de la caja de ahorros. La cuenta corriente a diferencia de la caja de ahorro genera beneficios para los bancos en forma de comisiones como contraprestación por su uso.

Debido a su directa relación con las personas jurídicas, se decidió tomar como variables para proyectar este rubro a la inflación, el producto bruto interno y la relación histórica entre cuenta corriente y PBI.

Δ Depósitos en Cuenta Corriente

$$= \Delta \text{Producto Bruto Interno} \\ * \frac{\Delta \text{Cuenta Corriente}}{\Delta \text{Producto Bruto Interno}} \text{ entre (2018 – 2021) + Inflación}$$

Siendo $\frac{\Delta \text{Cuenta Corriente}}{\Delta \text{Producto Bruto Interno}}$ entre 2018 y 2021 un crecimiento positivo de 2,55.

BBVA

	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Variación Sist Cta Cte %	61%	48%	40%	30%	34%	32%	32%	32%	32%	32%
Variación Sist Cta Cte \$	3.361.500	4.987.041	6.979.745	9.060.193	12.123.292	16.024.929	21.130.091	27.988.418	36.960.841	48.809.611

Fuente: Balance BBVA / Tabla N17 – AR\$ millones

Plazo Fijo:

El rubro plazo fijo, tal como lo mencionamos previamente, es la opción de fondeo menos rentable para un banco. Pero, es sumamente necesaria debido a los volúmenes que la constituyen. Y, por sobre todo, es gestionable mediante la tasa de interés. En caso de necesitar atraer una mayor cantidad de fondos hay estrategias directas de rápido impacto.

Para proyectar esta línea se utilizó el mismo método que para cuentas corrientes:

Δ Depósitos en Plazo Fijo

$$= \Delta \text{Producto Bruto Interno} \\ * \frac{\Delta \text{Plazo Fijo}}{\Delta \text{Producto Bruto Interno}} \text{ entre (2015 – 2021) + Inflación}$$

Siendo $\frac{\Delta \text{Plazo Fijo}}{\Delta \text{Producto Bruto Interno}}$ entre 2015 y 2021 un crecimiento positivo de 3,04.

BBVA

	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Variación Sist PF %	64%	50%	42%	31%	36%	34%	34%	34%	34%	34%
Variación Sist PF \$	6.421.127	9.637.310	13.654.865	17.939.701	24.343.360	32.618.031	43.573.616	58.470.351	78.226.028	104.656.656

Fuente: Balance BBVA / Tabla N18 – AR\$ millones

Por lo tanto, la proyección de las tres líneas descriptas proyectadas es la siguiente:

	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
En millones de Pesos ARS										
BBVA										
Caja Ahorro	463.925	697.743	997.772	1.340.008	1.854.571	2.559.309	3.554.880	4.959.057	6.947.639	9.733.642
Cuenta Corriente	274.941	407.896	570.881	741.043	991.577	1.310.696	1.728.253	2.289.203	3.023.068	3.992.192
Plazo Fijo	284.052	426.326	604.051	896.985	1.338.885	1.957.082	2.832.285	4.092.925	5.866.952	8.372.532

Fuente: Balance BBVA / Tabla N19 – AR\$ millones

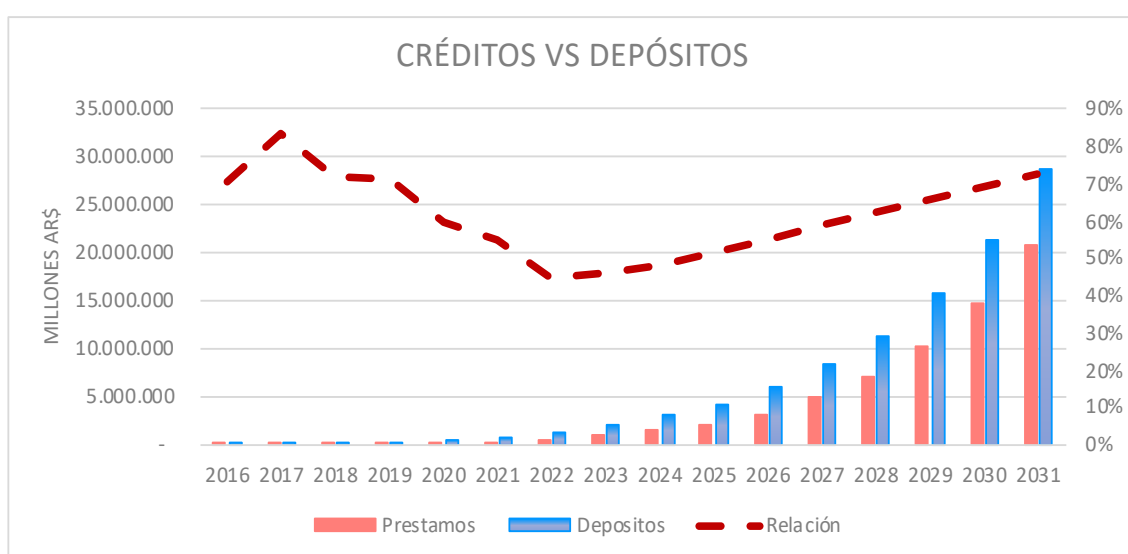
Es importante aclarar, como se mencionó previamente, que la línea “Plazo Fijo de la Mesa” o “Fondeo Mayorista” será la línea que permite cumplir con la propiedad contable Activo = Pasivo + Patrimonio Neto. Esta línea será desarrollada una vez proyectado el balance.

Otros Pasivos:

Tal como se mencionó, el rubro depósitos representa el 80% del total del pasivo. El 20% restante son líneas de financiación a otras instituciones financieras y no financieras y provisiones. Para estimar su proyección se utilizó la variable inflación. Dado que los depósitos proyectan un crecimiento elevado para poder financiar a los préstamos. Este grupo de líneas disminuyó su participación en 2031 respecto del total del pasivo.

Conclusiones de la proyección del Pasivo:

En el siguiente gráfico se observa la evolución del pasivo con relación al activo. Durante el período 2016-2019 los préstamos representaban más del 70% de los depósitos que tenía BBVA. Esta relación disminuyó en 2020 y 2021 llegando al 55%. En los primeros años de proyección se incrementa esta tendencia decreciente dado que BBVA incrementa su nivel de fondeo rápidamente y no así los préstamos. Este exceso de fondeo es alocado en instrumentos financieros. Con el correr de la proyección esta relación no solo vuelve al 55% (año 2026) sino que termina siendo del 72% en 2031 como consecuencia del aumento de los préstamos al sector privado.



Fuente: Balance BBVA / Gráfico N32

Estimación del Estado de Resultados:

Ingresos Financieros del Sector Privado – Préstamos:

Para proyectar los ingresos provenientes de los préstamos otorgados al sector financiero fue necesario construir una tasa activa.

Para la construcción de la misma se realizó un modelo que consistía en comparar la tasa Badlar publicada por el BCRA (tasa de referencia) contra la tasa implícita efectivamente aplicada por el banco sobre el total de la cartera de préstamos. Es importante aclarar que existen distintos tipos de normativas que frecuentemente afectan a los distintos productos y no permiten a los bancos aplicar las tasas de referencia en su totalidad. Un claro ejemplo es el producto de tarjetas de crédito, cuya

tasa real en 2020 fue 16,3% mientras que la tasa Badlar teórica fue 30%. O incluso, estrategias comerciales que implican a ofrecer una menor tasa para obtener un mayor grado de colocación.

Por lo tanto, el modelo consiste en calcular la tasa implícita cobrada por BBVA y calcular el *spread* sobre la tasa Badlar. Una vez calculado el *spread*, el mismo se aplica sobre la tasa de interés proyectada.

En 2022 y 2023 se decidió mantener el *spread* de 700 puntos básicos calculado previamente para el total de la cartera de préstamos. A partir de 2024 el *spread* comenzó a reducirse 50 puntos básicos. Siendo el *spread* en 2031 de 280 puntos básicos. Este supuesto de reducción de *spread* y, por lo tanto, convergencia hacia la tasa Badlar se apalanca en la disminución de las tasas de interés y una reducción en las regulaciones que afectan a los productos de crédito.

Préstamos	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Volumen	1.066.792	1.675.492	2.523.262	3.481.533	5.113.779	7.255.689	10.122.043	14.031.551	19.188.083	26.025.056
Ingresos Financieros	333.098	461.167	555.730	784.190	1.177.410	1.706.847	2.431.746	3.441.135	4.801.677	6.642.704
Tasa Activa	31,2%	27,5%	22,0%	22,5%	23,0%	23,5%	24,0%	24,5%	25,0%	25,5%

Fuente: Balance BBVA / Tabla N20 – AR\$ millones

Ingresos Financieros – Títulos Públicos:

Para proyectar esta línea se utilizó el mismo método que para los préstamos. Se calculó la diferencia entre la tasa implícita y la tasa Badlar para los períodos previos. A diferencia de los préstamos, el *spread* varía su condición de positivo y negativo según los años como consecuencia del contexto macroeconómico.

En contextos de alta inflación y, como consecuencia, altas tasas de interés resulta difícil obtener un *spread* positivo. Por lo tanto, 2022 se proyecta con un *spread* negativo respecto de la tasa de interés de referencia. En 2023 se suprime el *spread* sobre la tasa. A partir de 2024, se aplica un *spread* positivo. Este *spread* es el promedio del periodo 2016-2020.

Se plantean estos supuestos de *spreads* negativos y positivos acompañando la estabilización de la economía. Esta mejora permite disminuir la inflación, bajar las tasas de interés y volver a tener rendimientos reales positivos.

Sector Público y Financiero	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Volumen	513.516	766.770	1.094.684	1.380.287	1.815.812	2.326.913	2.941.964	3.696.224	4.575.143	5.597.507
Ingresos Financieros	184.419	263.002	352.961	445.048	585.476	750.271	948.583	1.191.781	1.475.172	1.804.815
Tasa Activa	35,9%	34,3%	32,2%	32,2%	32,2%	32,2%	32,2%	32,2%	32,2%	32,2%

Fuente: Balance BBVA / Tabla N21 – AR\$ millones

Egresos Financieros – Depósitos a Plazo Fijo:

Esta línea se proyecta bajo el modelo planteado previamente, analizar el *spread* histórico entre las tasas pasivas implícitas y la tasa Badlar de referencia.

El *spread* promedio (excluyendo *outliers*) de los años 2017-2021 fue 2% por encima de la tasa de referencia Badlar. El supuesto utilizado para proyectar hasta 2031 es que este *spread* se va a mantener constante por sobre la tasa Badlar. Esto se debe a la necesidad de fondearse para poder cumplir con la ambición de colocación de préstamos planteada.

Depósitos a Plazo Fijo	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Volumen	489.469	792.430	1.261.507	1.785.024	2.761.383	4.012.750	5.634.658	7.797.869	10.506.906	13.938.214
Egresos Financieros PF	196.372	288.598	383.743	542.993	839.996	1.220.654	1.714.028	2.372.064	3.196.136	4.239.919
Tasa Pasiva	40,1%	36,4%	30,4%	30,4%	30,4%	30,4%	30,4%	30,4%	30,4%	30,4%

Fuente: Balance BBVA / Tabla N22 – AR\$ millones

Egresos Financieros – Otros Depósitos:

Esta línea engloba distintos componentes que generan egresos financieros. Dichos elementos englobados son cuentas corrientes, ajustes UVA, cajas de ahorro, pases pasivos y otros intereses.

Debido a que los productos enunciados son heterogéneos y por consecuente poseen distintas tasas de interés pasivas. Se decidió calcular la tasa implícita del conjunto durante el periodo 2017-2020. La misma resultó ser del 21%. Por lo tanto, para proyectar esta tasa se aplicó la variación propuesta para la tasa aplicada a los plazos fijos. Manteniendo el esquema de fluctuación en la tasa pasiva.

Otros Depósitos	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Volumen (CA+CC)	377.674	555.215	769.762	990.241	1.311.547	1.717.058	2.243.926	2.946.686	3.858.729	5.054.317
Egreso Financ Otros Dep	76.652	102.293	118.456	152.385	201.829	264.232	345.310	453.455	593.806	777.791
Variación Tasa Pasiva PF	-2,8%	-9,2%	-16,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Tasa Pasiva	20,3%	18,4%	15,4%	15,4%	15,4%	15,4%	15,4%	15,4%	15,4%	15,4%

Fuente: Balance BBVA / Tabla N23 – AR\$ millones

Ingresos por Comisiones:

Esta línea del estado de resultados concentra todos aquellos conceptos que le generan ingresos a BBVA por los servicios prestados a sus clientes, algunos de los conceptos más representativos son las comisiones por mantenimiento de cuenta, por tarjetas de crédito y seguros.

Para proyectar el ingreso por comisiones se calculó el ratio de los años previos entre el monto recibido por comisiones y el volumen de los préstamos. Este ratio fue de 8,2%. En consecuencia, 2022 se proyectó replicando el valor de 2021 entendiendo que no existen a la fecha modificaciones significativas. En 2023 y 2024 se utilizó el ratio promedio sin alteraciones. Para luego comenzar con una disminución de 25 puntos básicos.

Ingreso por Comisiones	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Préstamos	590.820	938.414	1.448.397	2.116.901	3.263.384	4.858.915	7.098.272	10.277.020	14.672.422	20.761.258
Ratio	10,2%	8,2%	8,2%	7,96%	7,71%	7,46%	7,21%	6,96%	6,71%	6,46%
Comisiones	60.545	77.021	118.879	168.455	251.530	362.360	511.617	715.037	984.172	1.340.685

Fuente: Balance BBVA / Tabla N24 – AR\$ millones

Este supuesto de disminución se basa en tres conceptos:

- El primero es el de transparencia en las comisiones. El mismo implica brindar la información necesaria de la forma más simple posible para facilitarle las decisiones a los clientes.

- El segundo concepto tiene que ver con la sostenibilidad. Bajo este concepto se busca devolver a la sociedad y al medio ambiente parte de la ganancia de las empresas con el fin de reducir las ganancias desmedidas y construir al futuro de la sociedad.

- El tercer concepto tiene que ver con una característica del negocio. Tal como se mencionó previamente, la industria bancaria se encuentra concentrada en pocas entidades que poseen productos de características casi idénticas. Si bien esta concentración de la industria no se ve amenazada por el momento por los “jugadores” entrantes, si generan la necesidad de mejorar la propuesta de valor de los productos. Y uno de los aspectos a mejorar, es la reducción en las comisiones.

Egresos por Comisiones:

Esta línea del estado de resultados concentra todos aquellos conceptos que le generan egresos a BBVA, como por ejemplo las comisiones pagadas por el procesamiento de las tarjetas de crédito o los servicios de venta digitales.

El modelo de proyección y los supuestos asumidos son los mismos que para los ingresos. Difiere el ratio promedio histórico calculado que es de 4,8%. Otra diferencia es la velocidad en la cual disminuyen las comisiones pagadas. En los ingresos eran 25 puntos básicos y, para los egresos, 20 puntos básicos.

Egreso por Comisiones	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Préstamos	590.820	938.414	1.448.397	2.116.901	3.263.384	4.858.915	7.098.272	10.277.020	14.672.422	20.761.258
Ratio	5,9%	4,8%	4,8%	4,65%	4,45%	4,25%	4,05%	3,85%	3,65%	3,45%
Comisiones	34.673	45.486	70.205	98.374	145.125	206.362	287.272	395.364	535.114	715.655

Fuente: Balance BBVA / Tabla N25 – AR\$ millones

Cargos por Incobrabilidad:

Con el fin de proyectar esta línea del estado de resultados, el primer paso fue analizar el ratio histórico de provisiones en contrapartida a los préstamos. Se establece un ratio promedio para el período 2016-2021 fue de 3,5%.

El segundo paso del método fue calcular el porcentaje de incobrables respecto a las provisiones del año anterior. Una vez calculado este indicador para todos los períodos, 2016-2021, se procedió a calcular un indicador promedio el cual fue 55%. Esto implica que el 55% de las provisiones contabilizadas por BBVA al año siguiente se materializan como cargos por incobrabilidad.

	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Préstamos	590.820	938.414	1.448.397	2.116.901	3.263.384	4.858.915	7.098.272	10.277.020	14.672.422	20.761.258
Previsiones	(20.899)	(33.194)	(51.233)	(74.880)	(115.434)	(171.871)	(251.083)	(363.522)	(518.998)	(734.374)
Cargo por Incobrabilidad	(11.580)	(18.393)	(28.389)	(41.492)	(63.963)	(95.236)	(139.129)	(201.433)	(287.585)	(406.928)

Fuente: Balance BBVA / Tabla N26 – AR\$ millones

Gastos de Administración:

Este concepto del estado de resultados concentra principalmente cuatro conceptos: beneficios al personal, gastos de administración, depreciaciones y desvalorizaciones de bienes y, otros gastos operativos.

Se proyectan estos gastos siguiendo el crecimiento de la inflación. No obstante, con el fin de maximizar resultados, se espera que los mismos crezcan 200 puntos básicos menos que la inflación año tras año.

	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Beneficio al Personal	(31.046)	(43.899)	(58.386)	(71.989)	(90.995)	(113.743)	(142.065)	(178.292)	(223.043)	(279.027)
Gastos Administración	(28.755)	(40.660)	(54.078)	(66.678)	(84.281)	(105.352)	(131.584)	(165.138)	(206.588)	(258.441)
Depreciaciones y desvalorizaciones de bienes	(6.211)	(8.783)	(11.681)	(14.403)	(18.205)	(22.756)	(28.423)	(35.671)	(44.624)	(55.825)
Otros gastos operativos	(25.090)	(35.477)	(47.184)	(58.178)	(73.537)	(91.922)	(114.810)	(144.087)	(180.252)	(225.496)
Gastos Administración	(91.102)	(128.819)	(171.329)	(211.249)	(267.018)	(333.773)	(416.882)	(523.187)	(654.507)	(818.789)

Fuente: Balance BBVA / Tabla N27 – AR\$ millones

Impuesto a las Ganancias:

Se asume, según lo establecido en la normativa del BCRA en 2021, una alícuota del 30% para los períodos 2022-2031.

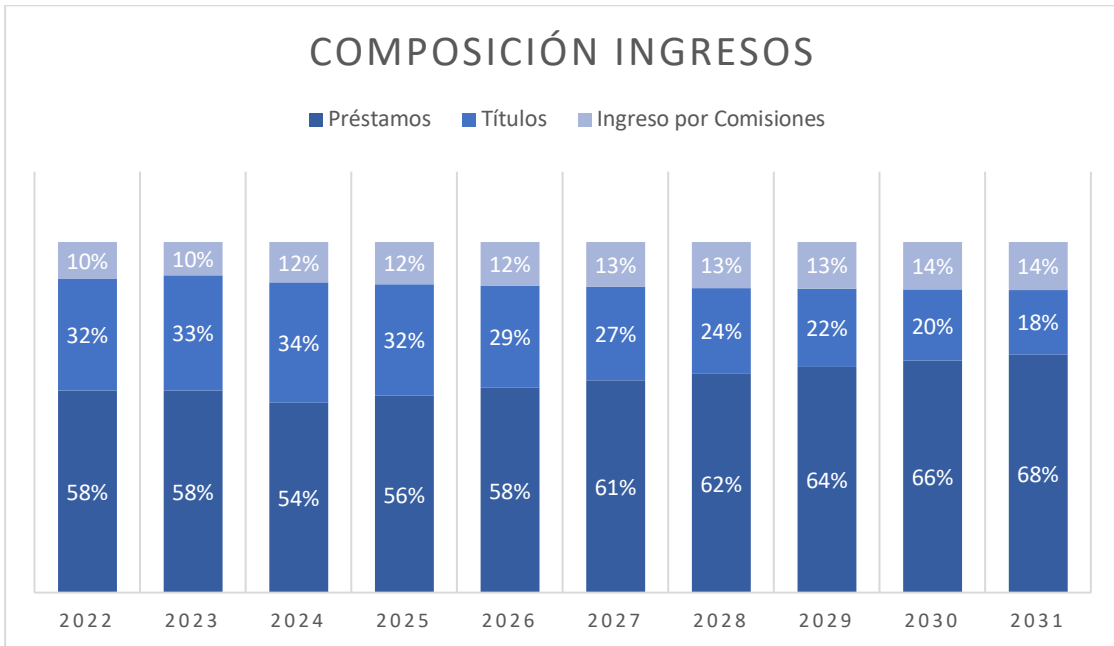
(En millones de pesos)	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Ingresos Financieros	517.517	724.169	908.691	1.229.238	1.762.886	2.457.118	3.380.330	4.632.915	6.276.849	8.447.519
Egresos Financieros	(273.024)	(390.891)	(502.199)	(695.378)	(1.041.825)	(1.484.886)	(2.059.338)	(2.825.519)	(3.789.943)	(5.017.710)
Margen Financiero	244.493	333.278	406.492	533.860	721.061	972.232	1.320.991	1.807.396	2.486.906	3.429.809
Comisiones	25.872	31.536	48.674	70.081	106.405	155.998	224.345	319.673	449.058	625.030
Diferencia Cotización	(64.788)	(90.680)	(122.419)	(153.391)	(196.954)	(250.131)	(317.416)	(404.706)	(514.381)	(653.778)
Otros	16.086	21.280	25.169	25.617	22.204	14.196	(259)	(24.374)	(62.542)	(120.899)
Margen Neto	221.663	295.413	357.917	476.167	652.715	892.296	1.227.661	1.697.989	2.359.041	3.280.161
Gastos	(91.102)	(128.819)	(171.329)	(211.249)	(267.018)	(333.773)	(416.882)	(523.187)	(654.507)	(818.789)
BAI	130.561	166.594	186.588	264.918	385.697	558.523	810.779	1.174.802	1.704.534	2.461.372
IIGG	(39.168)	(49.978)	(55.976)	(79.476)	(115.709)	(167.557)	(243.234)	(352.441)	(511.360)	(738.412)
Resultado Neto	91.393	116.616	130.612	185.443	269.988	390.966	567.545	822.361	1.193.174	1.722.961
En USD	\$ 558	\$ 509	\$ 422	\$ 478	\$ 542	\$ 618	\$ 707	\$ 804	\$ 918	\$ 1.043

Fuente: Balance BBVA / Tabla N28 – Millones AR\$



Fuente: Balance BBVA / Gráfico N33

En el gráfico que prosigue se representa la estructura de ingresos proyectada para BBVA. Se observa que las comisiones tienen una leve tendencia creciente. Mientras que los ingresos por títulos reducen su participación, la cuál es compensada por mayores ingresos mediante los préstamos.

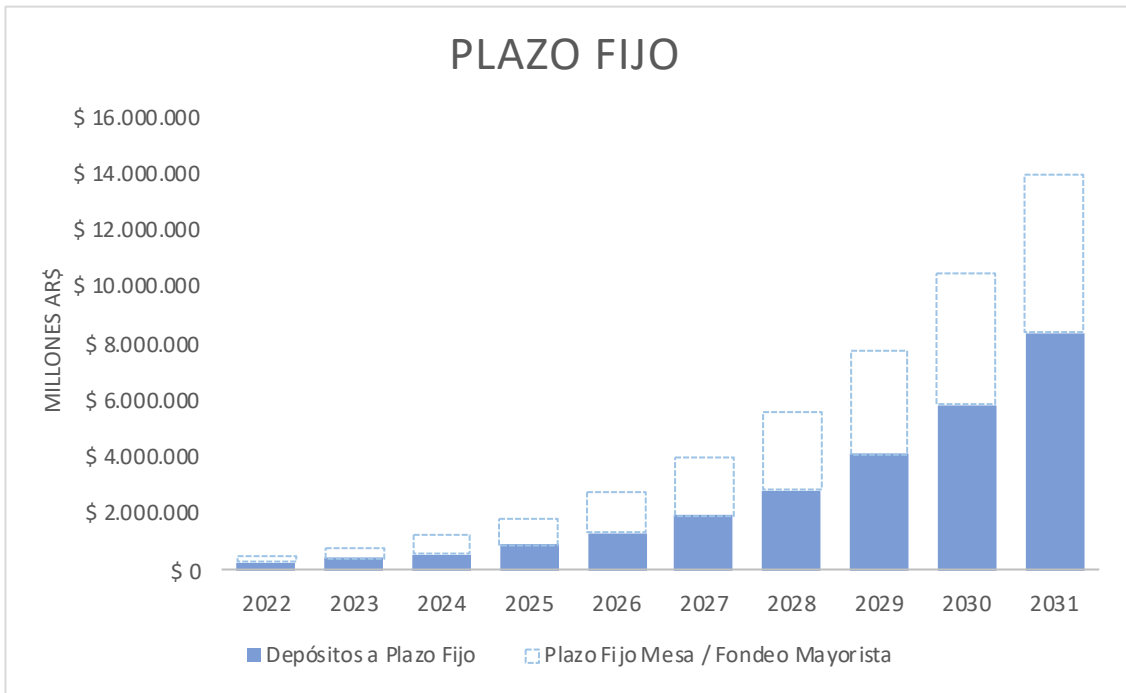


Fuente: Balance BBVA / Gráfico N34

Cierre de Balance:

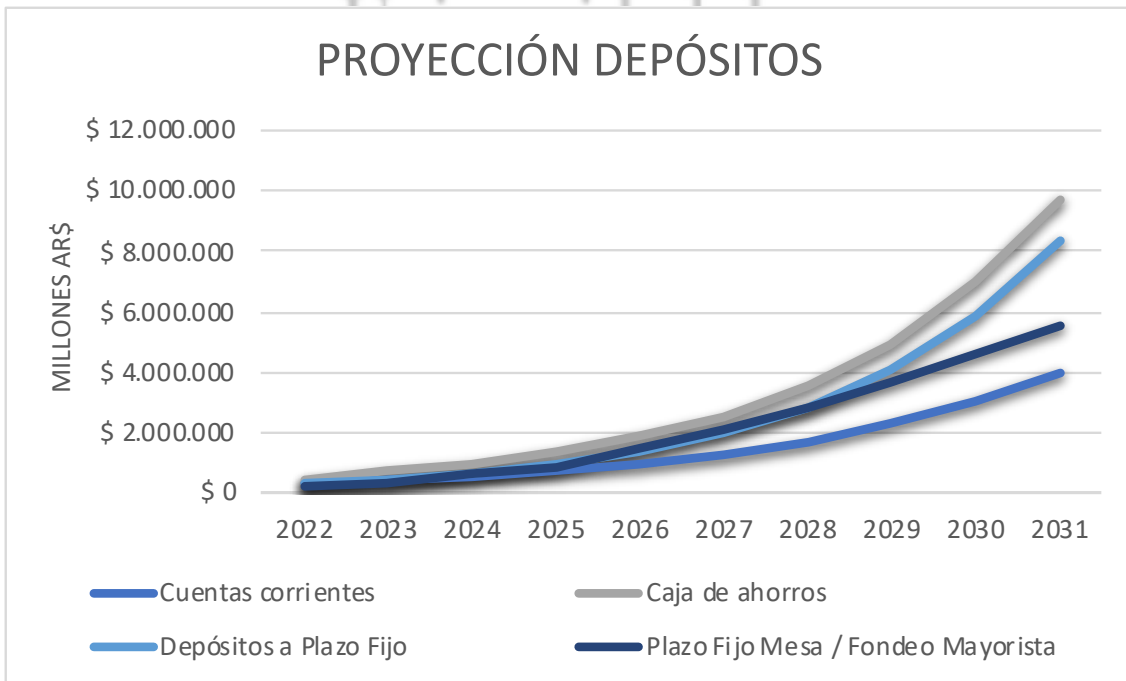
Como se mencionó al comienzo del capítulo, se utilizó el concepto de “Plazo Fijo de la Mesa” o “Fondeo Mayorista” para lograr la identidad contable Activo = Pasivo + Patrimonio Neto.

En esta línea se expone la necesidad de pasivos adicionales que necesita el banco para solventar sus activos. Este saldo de pasivos se calculó mediante la función “Buscar Objetivo” del Excel.



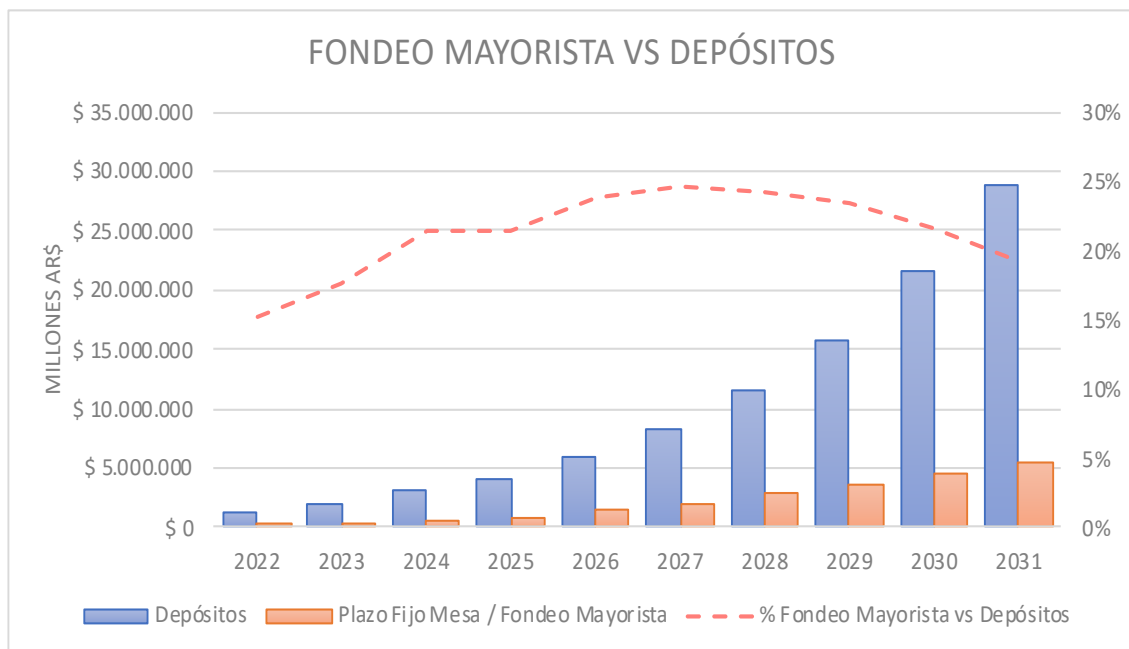
Fuente: Balance BBVA / Gráfico N35

En el siguiente gráfico se exhibe la evolución de las principales líneas de fondeo que componen los depósitos. Se identifica que los productos con mayor crecimiento son las cajas de ahorro y los depósitos a plazo fijo.



Fuente: Balance BBVA / Gráfico N36

A continuación, se grafica la incidencia del fondeo mayorista con respecto al total de los depósitos. Como se exhibe en la línea punteada, la relación oscila entre el 15%-25%.



Fuente: Balance BBVA / Gráfico N37 – AR\$

7. Determinación de los Flujos de Fondos

En lo que respecta a entidades financieras, se presentan considerables restricciones al momento de concluir el flujo de fondos disponibles para los accionistas.

Por lo tanto, comprendiendo las limitaciones del caso y no obstante poder avanzar con el flujo de fondos, se adoptó el supuesto de que el banco BBVA operará únicamente con el capital mínimo exigido por el B.C.R.A.

Por ende, para la obtener el flujo de fondos libre resulta esencial estimar la Responsabilidad Patrimonial Computable para cada periodo proyectado, así como también los Activos ponderados por riesgos (APRs) y el requerimiento adicional exigido de acuerdo a normas del BCRA para poder distribuir dividendos (“buffer”).

A continuación, se expone la metodología de cálculo de estas variables, las cuales han sido estimadas de la forma más aproximada posible de acuerdo con la información disponible y alcance del presente trabajo.

Responsabilidad Patrimonial Computable

El Banco Central de la República Argentina en su rol de ente regulador en su texto ordenado al 04/2018, define a la responsabilidad patrimonial computable de la siguiente forma:

“La responsabilidad patrimonial computable de las entidades financieras, a los efectos de las normas reglamentarias de las prescripciones de los artículos 30 y 70 de la Ley de Entidades Financieras y demás disposiciones del Banco Central de la República Argentina que se refieran a ese concepto, surgirá de la siguiente expresión:

$$RPC = PNb + PNC$$

Donde:

RPC: responsabilidad patrimonial computable – capital regulatorio total-.

PNb: patrimonio neto básico – capital de nivel uno.

PNC: patrimonio neto complementario – capital de nivel dos -, neto de las deducciones correspondientes (CDpnc)”.

Se asume que el flujo de fondos libres al cierre de un periodo será distribuido en el siguiente, posteriormente a que los resultados hayan sido auditados. Por lo tanto, para esta proyección se toman el 100% de los resultados.

Las provisiones genéricas fueron estimadas como el 1% del total de préstamos proyectados en cada período.

Capitales Mínimos: Activos Ponderados por Riesgo (APRs)

En lo que respecta al riesgo de crédito, el B.C.R.A. determina la exigencia en base a las siguientes formulas y definiciones se obtuvieron directamente del ente:

$$Crc = (k \times 0,08 \times APRc) + INC$$

Donde:

Crc: exigencia de capital por riesgo de crédito.

K: factor vinculado a la calificación asignada a la entidad según valuación efectuada por SEFyC. En tanto no se comunique, el valor de “k” será igual a 1,03.

APRc: activos ponderados por riesgo de crédito.

El componente de la fórmula INC, hace referencia a incrementos por determinados excesos que no considerarán en este estudio. La fórmula APRc se reducirá a A*p.

La base de cálculo utilizada para los activos ponderado por riesgo es el total de la cartera de créditos. Esto implica que sobre la base total se utilizará un ponderador del 8%.

Por riesgo de mercado se entiende la posibilidad de que se produzcan pérdidas en el valor de la cartera de negociación como consecuencia de movimientos adversos en las variables de mercado que inciden en la valoración de los productos e instrumentos financieros. Los principales factores de riesgos de mercado a los que se encuentra expuesto BBVA son:

- Riesgo de tasa de interés: surge por la exposición al movimiento en las diferentes curvas de tasa de interés.

- Riesgo de tipo de cambio: se produce por el movimiento en los tipos de cambio de las diferentes divisas. Todas las posiciones en una divisa distinta a la divisa del balance generan riesgo de tipo de cambio.

En el documento Disciplina de Mercado emitido por BBVA (página 57) se establecen los siguientes procedimientos y datos:

“Banco BBVA Argentina S.A. cuenta con distintas herramientas y sistemas para la gestión y seguimiento del riesgo de mercado, las cuales permiten lograr el efectivo control y tratamiento del riesgo en la cartera de negociación (*trading book*).

Para la medición del Riesgo de Mercado se utiliza un modelo de VaR (*Value at Risk*) paramétrico, que estima cuál es la pérdida máxima con un nivel de confianza de 99% que se puede producir en las posiciones de mercado en un horizonte temporal de 1 día.

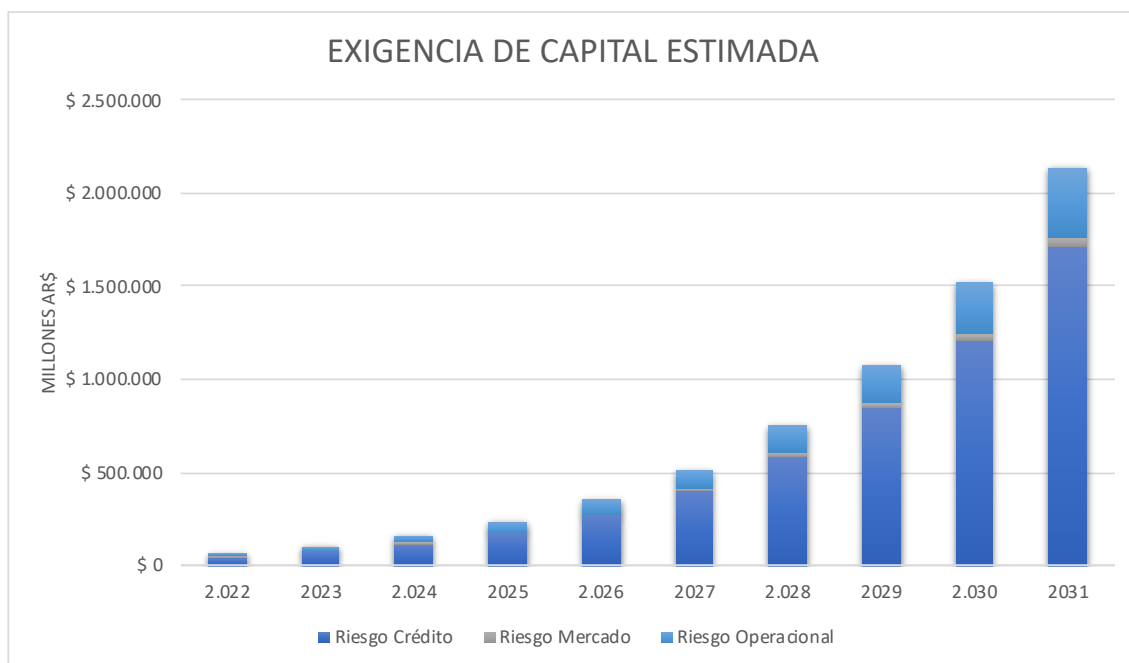
El modelo es validado periódicamente a través de pruebas de *Back-Testing* (con un 99% de confianza y considerando 250 observaciones) que buscan determinar la calidad y precisión de la estimación de VaR”.

Dado el marco recién detallado se decidió que la exigencia por riesgo de mercado fuese proyectada en función de la relación histórica que ha presentado la exigencia por riesgo de mercado de BBVA con respecto a la RPC. Con el fin de tener un estimador lo más preciso posible, se analizó una serie histórica compuesta por cada uno de los cuatro trimestres de los años 2019, 2020 y 2021. A modo de conclusión, la estimación de la exigencia por riesgo de mercado resultante es menor al 2% de la RPC.

Por último, el riesgo operacional es definido por BBVA como “aquel que puede provocar pérdidas debido a errores humanos, procesos internos inadecuados o defectuosos, fallos en los sistemas y como consecuencia de acontecimientos externos. Esta definición incluye el riesgo legal y excluye el riesgo estratégico y/o de negocio y el riesgo reputacional”.

En lo que refiere a la exigencia, la misma se calcula como 15% del promedio mensual de los ingresos totales positivos de los últimos 36 meses. Esta exigencia está relacionada directamente con los ingresos brutos.

En el siguiente gráfico se presentan las exigencias de capital proyectadas por riesgo:



Fuente: Balance BBVA / Gráfico N38 – AR\$ millones

El ente regulador de la República Argentina establece las siguientes normas:

- Las entidades deben mantener el 8% de los activos ponderados por riesgo como requerimiento mínimo de capital
- Para distribuir dividendos deben tener un margen de 2,5%
- Para distribuir dividendos deben tener un 1% adicional aquellos bancos catalogados de importancia sistémica.

Responsabilidad Patrimonial Computable	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
(En millones)										
Capital Ordinario de Nivel 1										
Participación de 3eros reconocidos en CO1	254.005	370.621	501.232	686.675	956.663	1.347.629	1.915.174	2.737.536	3.930.709	5.653.670
<i>PN Contable</i>										
Conceptos Deducibles	29.102	41.733	56.339	70.593	90.642	115.115	146.081	186.253	236.728	300.881
Capital Nivel 2	5.766	9.158	14.135	20.659	31.847	47.418	69.271	100.292	143.187	202.607
<i>Previsiones por Riesgo Incobrabilidad</i>										
Capital a Integrar (RPC)	230.668	338.046	459.028	636.741	897.868	1.279.932	1.838.365	2.651.575	3.837.168	5.555.396
Posición de Capitales Mínimos										
Exigencia Total por Riesgo de Cred, Merc y Oper	69.299	108.803	165.094	235.775	353.093	518.067	749.314	1.074.158	1.520.942	2.136.104
Integración RCP	230.668	338.046	459.028	636.741	897.868	1.279.932	1.838.365	2.651.575	3.837.168	5.555.396
Exigencia Total como % APRs	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%
APRs	712.619	1.116.049	1.687.094	2.396.798	3.565.178	5.212.523	7.520.878	10.754.948	15.196.941	21.303.377
Exigencia para distribuir dividendos										
Capital Min como % de APRs	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%
Buffer de conservación de capital	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%
Adicional por Importancia Sistémica	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Exigencia total	81.951	128.346	194.016	275.632	409.996	599.440	864.901	1.236.819	1.747.648	2.449.888
Integrado RPC	230.668	338.046	459.028	636.741	897.868	1.279.932	1.838.365	2.651.575	3.837.168	5.555.396
Fondos Libres para Distribuir (RPC - Exigencia Total)	148.717	209.700	265.012	361.109	487.873	680.492	973.464	1.414.756	2.089.520	3.105.507

Fuente: Elaboración Propia / Tabla N29 – AR\$ millones

8. Cálculo del Costo de Capital Propio

El valor del flujo es la esperanza matemática (media) de dicho flujo descontada a una tasa apropiada para el riesgo del mismo.

El flujo esperado se proyecta exclusivamente a partir de la realidad de la empresa, en tanto la tasa de descuento se estima comparando el riesgo (proceso aleatorio de flujos de fondos) del activo, con el de otros activos de riesgo similar.

Existen varios modelos para estimar el costo de capital (la tasa de descuento a aplicar a los flujos proyectados). El más común y que usará en este trabajo es el CAPM.

“El costo del *equity* puede ser entendido como la tasa de retorno que esperan obtener los accionistas como compensación por el riesgo que les genera invertir en determinada acción. Usualmente es calculado utilizando el modelo de valoración de activos financieros conocido como CAPM (*Capital Asset Pricing Model*)” (Mourin Lopez, TFG. Valuación Despegar, pag. 97) . A continuación, se expone la fórmula del mismo, teniendo en cuenta el ajuste por país emergente:

$$ke = rf + \beta \times PRM$$

siendo:

ke = tasa de descuento

rf = Tasa libre de riesgo

β = β apalancada del capital propio

PRM = prima de riesgo del mercado. Es la diferencia entre el rendimiento esperado del mercado y la tasa libre de riesgo.

Tasa libre de riesgo (rf)

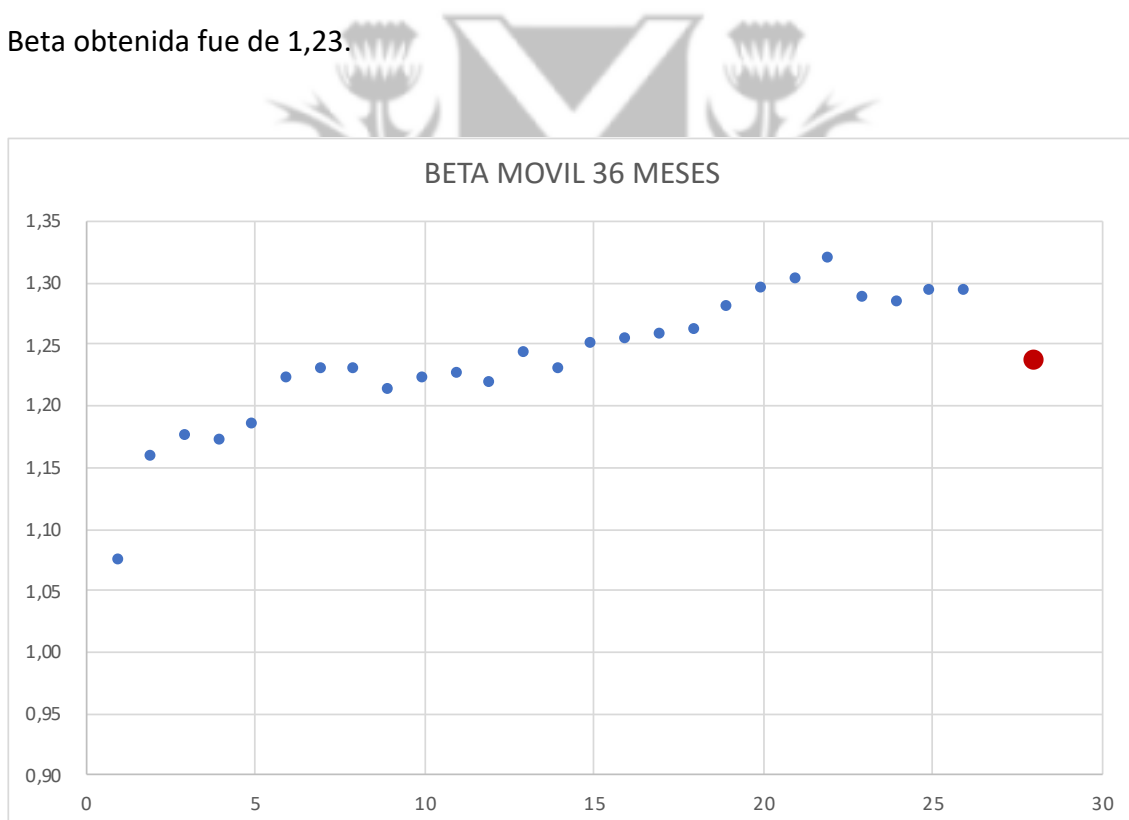
“La tasa de retorno libre de riesgo es la tasa de interés que un inversor podría esperar al invertir en un activo que tenga riesgo cero. Técnicamente, esto es imposible ya que todos los activos poseen cierto grado de riesgo” (Mourin Lopez, TFG. Valuación Despegar, pag. 97). Sin embargo, a los fines de optar por uno, se suele utilizar los bonos emitidos por Estados soberanos en su respectiva moneda local como el activo más seguro. En el presente trabajo se hace uso de la tasa de retorno del bono del tesoro

nacional en pesos y con tasa fija con vencimiento en 2026 (TO26) al 30 de diciembre 2021, la cual exhibió una tasa de rendimiento del 60%⁷.

Beta de la acción (β)

La Beta de una acción representa la volatilidad de sus retornos o riesgo de la misma con respecto al mercado en su conjunto. Para calcular la misma, se recurrió a la serie histórica de los últimos 60 meses de rendimiento de la acción versus el Merval.

Primero se obtuvieron los valores mensuales de la acción de BBVA en los últimos 5 años. Lo mismo se hizo para el índice Merval. Luego se obtuvieron los rendimientos mensuales de estos dos conjuntos. Por último, a través de las funciones de Excel, de varianza y covarianza se procedió a calcular la Beta móvil de 36 meses para BBVA. La Beta obtenida fue de 1,23.



Fuente: Merval y BYMA / Gráfico N39

Prima de riesgo del mercado

Para calcular este factor se tomó en consideración el rendimiento acumulado del Merval en los últimos cinco años. El mismo fue 462,57% según las estadísticas del BCRA⁸.

⁷ <https://www.allaria.com.ar/Bono/Especie/TO26>

⁸ https://estadisticasbcra.com/indice_merval

Luego se obtuvo el valor promedio anual del rendimiento acumulado, que es 92,5%. Como paso final, al valor promedio del Merval en los últimos 5 años se le sustrae la tasa libre de riesgo mencionada previamente.

Esto genera un PRM de 32,5% (92,5% - 60%)

Como conclusión, la tasa de descuento anual al 31 de diciembre de 2021 se conformó de la siguiente forma:

$r_f = 60\%$

$\beta = 1,23$

PRM = 32,5%

$$K_e = 60\% + 1,23 * 32,5\% \rightarrow 99,98\%$$

Considerando que la tasa de descuento contempla tanto la inflación como el rendimiento real esperado, se decidió calcular el rendimiento real exigido implícito en la tasa del 99,98%. Para lograrlo, se utilizó la tasa de descuento y la inflación acumulada de los últimos 24 meses (Enero 2020 – Diciembre 2021, incluyendo ambos meses).

$$(1 + \text{Rendimiento Real}) = \frac{(1 + 99,98\%)}{(1 + 47\%)} = 36,46\%$$

A continuación, se expone el descuento a aplicar en cada año. El mismo resulta de la combinación entre rendimiento real requerido (36,46%) y la tasa de inflación anual.

	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Rendimiento Real	36,46%	36,46%	36,46%	36,46%	36,46%	36,46%	36,46%	36,46%	36,46%	36,46%
Inflación	54,80%	43,40%	35,00%	25,30%	28,40%	27,00%	26,90%	27,50%	27,10%	27,10%
Tasa Real Combinada	111,23%	95,68%	84,21%	70,98%	75,21%	73,30%	73,16%	73,98%	73,43%	73,43%
Factor Descuento	0,47	0,24	0,13	0,08	0,04	0,03	0,01	0,01	0,00	0,00

Fuente: Elaboración Propia / Tabla N30 – AR\$ millones

9. Valuación por Descuento de Flujo de Fondos

Período de Proyección Explícita

El valor de BBVA Argentina para los 10 años proyectados de forma explícita y teniendo en cuenta el costo de capital estimado es de 267.173 millones de pesos argentinos. Tal como se exhibe en el siguiente cuadro, la valuación comienza con el primer flujo de fondos libre durante el año 2022.

	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	Total
Flujo de Fondos	148.717	209.700	265.012	361.109	487.873	680.492	973.464	1.414.756	2.089.520	3.105.507	9.736.149
Tasa Descuento	111%	96%	84%	71%	75%	73%	73%	74%	73%	73%	
Factor Descuento	0,473	0,242	0,131	0,077	0,044	0,025	0,015	0,008	0,005	0,003	
Valor Actual	70.404	50.734	34.805	27.738	21.389	17.215	14.222	11.880	10.117	8.670	267.173

Fuente: Elaboración Propia / Tabla N31 – AR\$ millones

Valor Terminal

Una vez proyectados los flujos expuestos en el capítulo anterior, fue necesario llevar a valor terminal la estimación. Para lo cual, se aplicó la siguiente fórmula:

$$VT = \frac{Ft * (1 + g)}{(Ke - g)}$$

Referencias:

VT: valor terminal del período t+1

Ft: flujo de fondos del período t

g: tasa de crecimiento

ke: tasa de descuento

Para poder calcular la tasa de crecimiento es necesario descomponer la fórmula y trabajar con sus partes:

$$g = (1 + Rreal) * (1 + \Pi e)$$

Referencias:

R real: tasa de crecimiento esperada

Π_e : inflación proyectada

Por lo tanto, aplicando las proyecciones para el año 2031 en la fórmula se obtiene la siguiente tasa de crecimiento:

$$g = (1 + 2,28\%) * (1 + 27,10\%) = 30\%$$

La fórmula para obtener el valor terminal queda de la siguiente forma:

$$VT = \frac{\$8.670 * (1 + 30\%)}{(73,43\% - 30\%)} = \$25.946 \text{ ARS}$$

A modo de resumen, el valor presente del *Free Cash Flow to Equity* tiene un valor de 267.173 millones de pesos al 31 de diciembre de 2021. Por lo tanto, el valor total del paquete accionario es 293.120 millones de pesos.

BBVA al cotizar en la bolsa argentina posee una valuación realizada por el mercado. La acción de BBVA al cierre de diciembre 2021 tenía un valor de 223 pesos por acción. A dicha fecha el banco había emitido 612.710.079⁹ acciones ordinarias. Por lo tanto, el valor del paquete accionario para el mercado era de 136.634 millones de pesos. Por lo tanto, se puede concluir que la acción de BBVA estaba **subvaluada** al cierre del año 2021.

⁹ Cantidad de Acciones emitidas por BBVA Argentina. Información disponible en la página del banco BBVA, sección accionistas.

10. Valuación por Múltiplos

En este capítulo se tratará la valuación de BBVA a través de múltiplos cuidadosamente seleccionados y frecuentemente usados por inversionistas y analistas.

Lo primero que es necesario aclarar, que a modo de empresas comparables se han escogido el banco Galicia, el banco Macro y el banco Santander. Esto se debe a lo expuesto previamente en el capítulo 4.

El primer múltiplo es uno de los más utilizados, el “valor de mercado / valor de libros” o en inglés *Price to Book Value* (P/B). Este ratio compara la cotización del mercado y el valor del patrimonio contable por acción con el fin de determinar si la acción está sobrevaluada, subvaluada o a precio justo. Existen dos formas de aplicar este ratio, la primera es compararlo contra otras empresas de iguales características. La segunda es analizando respecto al *Return Over Equity* (ROE) de la propia compañía. En esta tesis se utilizará la primera interpretación.

El siguiente múltiplo escogido es la relación “Precio - Beneficio”, o comúnmente conocido como, *Price to Earnings* (PER). Este ratio compara el valor de mercado que posee la empresa con el beneficio neto por acción. Esto significa que indica cuantas veces se está pagando el resultado neto de la compañía al comprar una acción de la misma.

El resultado obtenido difiere respecto del múltiplo utilizado para la valuación. Si se analiza la valuación obtenida en relación al valor de libros, BBVA expresa un mayor valor en términos relativos *versus* a Santander, Galicia y Macro. Dado que para el mercado, como se mencionó anteriormente, BBVA tiene un valor de 136.632 millones de pesos. Y, su valor libros es de 177.618 millones de pesos.

Lo opuesto sucede si se considera la valuación Precio-Beneficio. BBVA presenta una menor rentabilidad *versus* los bancos comparables dado que el valor teórico obtenido es 110.241 millones de pesos. Pero si se considera el análisis realizado en el capítulo anterior, se observa potencial de apreciación si se cumplen los supuestos planteados. Además, el ROE de BBVA en los últimos años ha sido inferior que el de sus competidores lo cual es consistente con una menor valuación.

Valor de mercado por P/B y P/VL a Diciembre de 2021	BBVA	BMA	GGAL	SAN
Precio Acción en pesos argentinos	223,0	287,6	195,4	32,2
Acciones en circulación (en millones)	613	639	669	4.397
Resultado Neto (en millones)	21.162	27.123	24.685	10.800
Beneficio por Acción	34,5	42,4	36,9	2,5
Patrimonio Neto (en millones)	162.612	238.606	250.187	191.030
Precio Beneficio (PER)	6,5	6,8	5,3	13,1
Precio Valor Libros (P/B)	0,8	0,8	0,5	0,7
Multiplos de Comparables (Promedio)				
Precio Beneficio (PER)		8,4		
Precio Valor Libros (P/B)		0,7		
Valuación Banco BBVA (en millones de pesos)				
Por PER		177.618		
Por P/B		110.241		
Valor de Mercado BBVA		136.632		
Estimación de valor en relación al múltiplo PER de mercado		Menor valor en terminos relativos vs otros bancos		
Estimación de valor en relación al múltiplo P/B de mercado		Mayor valor en términos relativos vs otros bancos		

Fuente: Balances de los respectivos bancos y BYMA / Tabla N32

El tercer y último múltiplo utilizado es el “Valor de Mercado – Cuota de mercado del negocio”. Este ratio analiza la relación que existe entre el valor de mercado de un banco con, su cuota de mercado de volumen de negocio.

Considerando este múltiplo encontramos que la empresa se encuentra en un precio de equilibrio dado que la diferencia entre valuaciones no es significativa.

Valor de Mercado por cuota de negocio a Diciembre 2021	BBVA	BMA	GGAL	SAN
Valor Mercado	136.632	183.891	130.591	141.583
Volumen de Negocio por Banco (Depósitos Tot + Préstamos Priv)	1.087.375	937.324	1.608.572	1.624.469
Cuota volumen de Negocio	6,82%	5,88%	10,08%	10,18%
Valor de Mercado por cada 100 p.b. de cuota	20.044	31.296	12.951	13.903
Cuota de Negocio por Comparables				
Valor por cada 100 p.b. de cuota comparables (promedio)		19.383		
Valuación BBVA (en millones de pesos)				
Valor de mercado BBVA por cuota negocio		132.127		
Valor de mercado BBVA		136.632		
Estimación de valor de mercado por comparables		Precio Equilibrio (± 3%)		

Fuente: Balances de los respectivos bancos y BYMA / Tabla N33

11. Análisis de Sensibilidad

Del análisis realizado de la compañía queda de manifiesto la importancia de los supuestos elegidos y las asunciones realizadas. Esta combinación de elementos, además de ser algo subjetivo, es directamente influyente en la determinación del valor de la compañía.

Por lo tanto, por más que se haya analizado en profundidad la historia de la empresa, su modelo de negocio, su situación financiera, que se la haya comparado con el mercado, su valuación no deja de estar condicionada por variables tanto internas como externas.

En adición, la valuación realizada no será válida indefinidamente. Justamente por esta dependencia a supuestos elegidos y asunciones realizadas es que nuevas situaciones e información puede producir cambios significativos.

Por estos motivos expuestos resulta indispensable realizar un análisis de escenarios alternativos para comprender como fluctuaría la valuación ante cambios en distintas variables tanto endógenas como exógenas.

Las variables seleccionadas fueron las siguientes:

- Variación en los gastos de administración (eficiencia).
- Variación en la tasa de encajes de los depósitos vista en pesos
- Variación en el volumen de créditos al consumo
- Variación en el volumen de depósitos vista (mix fondeo)
- Variación en la tasa de descuento

A continuación, se exponen los resultados obtenidos en los escenarios alternativos planteados y el impacto en el valor de la compañía en comparación al escenario base:

Variables 2023 2024 2025 2026 2027 2028 2029 2030 2031 2032 Valuación Variación
en MM ARS %

Variación Gastos de Administración (Eficiencia)

Escenario Base	0%	52,8%	41,4%	33,0%	23,3%	26,4%	25,0%	24,9%	25,5%	25,1%	25,1%	293.120	
Escenarios Alternativos	1)	-5%	50,2%	39,3%	31,4%	22,1%	25,1%	23,8%	23,7%	24,2%	23,8%	296.561	1,2%
	2)	10%	58,1%	45,5%	36,3%	25,6%	29,0%	27,5%	27,4%	28,1%	27,6%	286.238	-2,3%
	3)	20%	63,4%	49,7%	39,6%	28,0%	31,7%	30,0%	29,9%	30,6%	30,1%	279.357	-4,7%

Variación de la Tasa de Encajes de los Depósitos Vista en Pesos

Escenario Base	45%	45,0%	45,0%	45,0%	45,0%	45,0%	45,0%	45,0%	45,0%	45,0%	45,0%	293.120	
Escenarios Alternativos	1)	-10%	40,5%	40,5%	40,5%	40,5%	40,5%	40,5%	40,5%	40,5%	40,5%	295.364	0,8%
	2)	10%	49,5%	49,5%	49,5%	49,5%	49,5%	49,5%	49,5%	49,5%	49,5%	290.875	-0,8%

Variación en el Volumen de Créditos al Consumo

Escenario Base	45%	591	938	1.448	2.117	3.263	4.859	7.098	10.277	14.672	20.761	293.120		
Escenarios Alternativos	1)	-10%	532	845	1.304	1.905	2.937	4.373	6.388	9.249	13.205	18.685	310.763	6,0%
	2)	10%	650	1.032	1.593	2.329	3.590	5.345	7.808	11.305	16.140	22.837	275.476	-6,0%

Variación en el Volumen de Depósitos Vista (Mix Fondo)

Escenario Base	0%	55%	53%	51%	50%	47%	46%	46%	46%	46%	47%	293.120		
Escenarios Alternativos	1)	-10%	49%	48%	46%	45%	43%	42%	41%	41%	42%	43%	238.665	-18,6%
	2)	10%	60%	59%	56%	55%	52%	51%	50%	50%	51%	52%	380.147	29,7%

Variación en la Tasa de Descuento

Escenario Base	0%	111%	96%	84%	71%	75%	73%	73%	74%	73%	73%	293.120		
Escenarios Alternativos	1)	-10%	100%	86%	76%	64%	68%	66%	66%	67%	66%	66%	369.522	26,1%
	2)	10%	122%	105%	93%	78%	83%	81%	80%	81%	81%	81%	241.902	-17,5%
	3)	20%	133%	115%	101%	85%	90%	88%	88%	89%	88%	88%	205.482	-29,9%

Fuente: Elaboración Propia / Tabla N34

Tal como puede observarse en el gráfico precedente, las variables que generan mayor fluctuación en el valor final son el volumen de depósitos vista y la tasa de descuento. Todos los escenarios planteados sobre estas dos variables, considerando igual grado de sensibilidad, han generado variaciones superiores (tanto negativa como positivamente) en comparación al resto de las variables estudiadas.

El escenario de mayor resultado obtenido se presenta cuando se aumenta un 10% el volumen de depósitos vista. Esto genera que el fondeo tenga un menor costo para BBVA y, por ende, puede obtener un mayor resultado. En contrapartida, el valor final de la empresa se ve mayormente afectado con el aumento del 20% de la tasa de descuento. La variable que menos impacto demuestra sobre el resultado final, sin importar si la fluctuación es positiva o negativa, es la tasa de encaje.

12. Conclusiones

El banco BBVA es una de las principales entidades financieras privadas del sistema financiero argentino. Esto se infiere de los ratios e indicadores presentados a lo largo del trabajo en comparación al resto de integrantes del sistema financiero privado.

- Posee un margen de rentabilidad operativa sobre gastos de estructura de un 95%. El margen del sistema es 68%. Únicamente por debajo del Banco Galicia.
- Los cargos por incobrabilidad en relación con su activo representan el 2%, en línea con el sistema financiero. Solamente el banco Macro tiene presenta un mejor ratio. BBVA construyó una cartera muy sana en lo que respecta a mora e incobrabilidad.
- La cartera de clientes y su modelo de negocio se encuentra en línea con la de los bancos Galicia y Santander. Teniendo cantidades similares de clientes y muchas veces compartidos. Y, no teniendo como eje la captación de cuentas previsionales o de ayuda social.
- Posee una estructura de sucursales y dotación eficiente que le permite ejecutar un modelo de negocios solvente.

Estas variables mencionadas, y otras descriptas previamente en el presente trabajo, configuran mediante el modelo de descuento de flujo de fondos libre para los accionistas un valor alcanzado para el banco BBVA de 293.120 millones de pesos argentinos. Este valor se encuentra considerablemente por encima del valor actual de mercado, 136.634 millones de pesos.

No obstante, esta valuación se encuentra directamente condicionada y afectada tanto por variables macroeconómicas y regulatorias como, por estrategias de negocio internas. Un ejemplo concreto, en términos de conceptos generales, son los últimos años. La República Argentina recientemente se vio signada por altas tasas de inflación e interés. En concordancia con una reducción constante del poder adquisitivo de la sociedad. Dicha situación le generó a los bancos comerciales tener que adaptar su modelo de negocio al contexto. Los créditos en 2019 se redujeron sensiblemente en

comparación al año previo. Esto sucedió tanto por decisiones estratégicas internas de negocio, como por falta de demanda. Las altas tasas generaron para la sociedad que sea difícil afrontar el pago de un crédito, por consecuente incrementando los niveles de mora e incobrables. Para contrarrestar esta situación las entidades financieras endurecieron las políticas de riesgos. Al no poder incrementar los préstamos al sector privado y, en busca de rentabilidad con bajo riesgo. Los bancos comerciales destinaron el excedente de depósitos que no podían colocar en el mercado en instrumentos financieros a corto plazo emitidos por el Banco Central de la República Argentina. Estos instrumentos le permitían obtener ganancias anuales en valores nominales sin tener que exponerse a un incremento en la mora. En contrapartida, se redujo el negocio crediticio en argentina, los bancos dejaron de crear valor a través de su objetivo de negocio primordial. La sociedad sin crédito se ve imposibilitada de desarrollo a corto, mediano y largo plazo. A modo de resumen, es consistente obtener una valuación deprimida como consecuencia del contexto en el cual se desempeña BBVA.

Es por todo lo recientemente expuesto, que un análisis de sensibilidad al modelo de valuación planteado es de suma relevancia para conocer el impacto en la valuación ante posibles rumbos de estas variables. Principalmente lo relacionado al fondeo, mientras más depósitos capte un banco que le permitan reducir su costo de fondeo, mayor rendimiento obtendrá. La otra variable de suma preponderancia es la tasa de descuento. Se estima que con el correr de los años las variables macroeconómicas como la inflación y el tipo de cambio se vayan estabilizando paulatinamente permitiendo tanto a BBVA como a los demás bancos poder desarrollar un modelo de negocio que potencie sus retornos.

Por último, en el caso de la valuación por comparables, los resultados obtenidos han variado en función de la naturaleza del múltiplo aplicado. El múltiplo Precio / Beneficio ha inferido menor valor en términos relativos *versus* sus principales competidores. Mientras que el múltiplo Precio / Valor Libros ha concluido un mayor valor en términos relativos *versus* otros bancos. El ratio Valor de mercado por cuota de negocio se muestra en equilibrio con la valor adjudicado por el mercado.

13. Bibliografía

Material Bibliográfico:

- Aliaga Diaz, 2006, *Essays on the Macroeconomics of Banking*, North Carolina State University
- Chen, Danbolt y Holland, 2011, *Rethinking bank business models: the role of intangibles*, University of Glasgow.
- DaSilva y Trkman, 2014, *Business Model: What it is and what is not*, Long Range Planning.
- Federico Filgueira, 2015, *Valuación Banco Francés*, Universidad de San Andrés.
- Fernando Nieto, 2017, *Valuación Banco Patagonia*, Universidad de San Andrés.
- Fernandez, Lauxmann y Tealdo, 2011, "Sistema Bancario y de Producción en Argentina", *Revista Problemas del Desarrollo*.
- García O., M., Martínez G., F., & Fernández G., E. (2018). *Mercado de renta variable: Análisis de títulos*. Madrid, España: Paraninfo S.A.
- Lueg, Schmaltz y Tomkus, 2019, *Business Models in Banking: a cluster analysis using archival data*, *Trames*, 2019
- Salvador Cruz Aké, Reyna Susana García Ruiz y Francisco Venegas-Martínez, 2015, "Medición no lineal de la dependencia de la inflación sobre el tipo de cambio nominal (pass-through)", pag 211-244
- Valentina López, 2018, *Valuación Banco Macro*, Universidad de San Andrés.

Informes Financieros:

- B.C.R.A., 2018, "Estrategia Nacional de Inclusión Financiera".
- B.C.R.A., 2018, "Información Entidades Financieras".
- B.C.R.A., 2019, "Información Entidades Financieras".
- B.C.R.A., 2020, "Información Entidades Financieras".
- B.C.R.A., 2021, "Información Entidades Financieras".
- Banco Central de la República Argentina, 2021, "Resultados del Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM), diciembre de 2021".
- Banco BBVA, 2018, "Memoria y Estados Financieros Anuales".

- Banco BBVA, 2019, “Memoria y Estados Financieros Anuales”.
- Banco BBVA, 2020, “Memoria y Estados Financieros Anuales”.
- Banco BBVA, 2021, “Memoria y Estados Financieros Anuales”.
- Banco Galicia, 2019, “Memoria y Estados Financieros”.
- Banco Galicia, 2020, “Memoria y Estados Financieros”.
- Banco Galicia, 2021, “Memoria y Estados Financieros”.
- Banco Macro, 2019, “Memoria y Estados Financieros”.
- Banco Macro, 2020, “Memoria y Estados Financieros”.
- Banco Macro, 2021, “Memoria y Estados Financieros”.
- Fitch Solutions, 2020, “Argentina, Banking & Financial Services Report”.
- Fitch Solutions, 2021, “Argentina, Banking & Financial Services Report”.
- MarketLine, 2019, “Industry Profile, Banks in Argentina”.
- MarketLine, 2020, “Industry Profile, Banks in Argentina”.
- MarketLine, 2019, “Company Profile, BBVA Banco Francés S.A.”.
- MarketLine, 2020, “Company Profile, BBVA Banco Francés S.A.”.
- MarketLine, 2021, “Company Profile, BBVA Banco Francés S.A.”.
- PWC, 2020, “Banca minorista 2020, Evolución o revolución?”.

Sitios Web Consultados:

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

Banco Macro, Relaciones con Inversores, www.ri-macro.com.ar

Banco Mundial, <https://datos.bancomundial.org/>

Banco BBVA, Relación con Inversores, <https://ir.bbva.com.ar/es/>

Bolsa y Mercados Argentinos, www.byma.com.ar

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

Economipedia, economipedia.com

Fondo Monetario Internacional, www.imf.org

Grupo Financiero Galicia, Relaciones con Inversores, www.gfgsa.com

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

14. Anexos

Anexo 1. Estado de Situación Patrimonial Proyectado

Balance BBVA en millones	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Activo										
Efectivo+Encajes Total	590.752	871.849	1.211.038	1.595.995	2.198.171	2.975.573	4.007.168	5.402.211	7.240.892	9.677.533
Efectivo+Encajes sin ME	347.905	531.947	780.658	1.056.730	1.505.754	2.096.204	2.891.248	3.979.413	5.432.517	7.379.088
Efectivo	58.924	88.173	125.098	165.961	226.977	308.628	421.323	578.039	795.151	1.094.617
Encajes	288.982	443.774	655.560	890.769	1.278.777	1.787.576	2.469.925	3.401.374	4.637.366	6.284.470
Efectivo+Encajes ME	242.846	339.902	430.379	539.265	692.417	879.369	1.115.920	1.422.798	1.808.376	2.298.445
Efectivo+Encajes ME usd										
Préstamos	590.820	938.414	1.448.397	2.116.901	3.263.384	4.858.915	7.098.272	10.277.020	14.672.422	20.761.258
Préstamos sin ME	559.967	895.230	1.343.826	1.985.873	3.095.144	4.645.250	6.827.132	9.931.316	14.233.033	20.202.794
Préstamos ME	30.853	43.184	104.571	131.028	168.240	213.665	271.140	345.704	439.390	558.464
Préstamos ME usd										
<i>Personales</i>	65.348	104.472	156.823	231.749	361.200	542.096	796.719	1.158.974	1.660.980	2.357.645
<i>Hipotecarios</i>	28.232	45.136	67.753	100.124	156.051	234.205	344.211	500.718	717.602	1.018.586
<i>Prendarios</i>	19.439	31.077	46.650	68.938	107.445	161.255	236.997	344.755	494.085	701.319
<i>Tarjetas de Crédito</i>	178.605	285.540	428.623	633.408	987.218	1.481.635	2.177.561	3.167.662	4.539.724	6.443.821
<i>Adelantos</i>	43.993	70.333	105.576	156.018	243.167	364.950	536.367	780.245	1.118.205	1.587.214
<i>Documentos Desc</i>	40.647	64.983	97.545	144.150	224.670	337.189	495.567	720.893	1.033.145	1.466.477
<i>Otros</i>	176.488	282.155	423.541	625.899	975.514	1.464.070	2.151.746	3.130.109	4.485.905	6.367.428
Otros Títulos de Deuda	300.591	461.436	682.484	863.800	1.152.643	1.484.688	1.873.181	2.333.525	2.843.153	3.396.148
Propiedad y Equipo	78.826	113.036	152.599	191.206	245.509	311.796	395.669	504.478	641.192	814.955
Operaciones de Pase	212.924	305.333	412.200	516.487	663.169	842.225	1.068.783	1.362.699	1.731.990	2.201.359
Otros	99.445	142.604	192.516	241.222	309.729	393.356	499.169	636.440	808.916	1.028.132
Otros ME	13.790	19.301	25.929	32.490	41.717	52.980	67.232	85.720	108.951	138.476
Otros ME usd										
Previsiones	(20.899)	(33.194)	(51.233)	(74.880)	(115.434)	(171.871)	(251.083)	(363.522)	(518.998)	(734.374)
Total Real	1.852.459	2.799.479	4.048.000	5.450.731	7.717.171	10.694.682	14.691.160	20.152.851	27.419.567	37.145.011
Pasivo										
Depósitos	1.351.944	2.075.361	3.069.547	4.166.098	5.992.730	8.371.974	11.538.611	15.837.663	21.483.662	28.942.737
Sector Público no financ	20.548	29.466	39.779	49.843	63.999	81.278	103.142	131.507	167.145	212.441
Sector Público no financ sin N	15.341	22.178	31.126	39.001	50.077	63.598	80.706	102.900	130.786	166.229
Sector Público no financ ME	5.207	7.288	8.653	10.842	13.922	17.680	22.436	28.606	36.359	46.212
Sector Público no financ ME usd										
Sector financiero	327	507	727	981	1.230	1.579	2.005	2.544	3.244	4.123
Sector Privado no financiero	1.331.068	2.045.388	3.029.041	4.115.273	5.927.502	8.289.117	11.433.463	15.703.612	21.313.273	28.726.172
Sector Privado no financiero s	1.066.792	1.675.492	2.523.262	3.481.533	5.113.779	7.255.689	10.122.043	14.031.551	19.188.083	26.025.056
<i>Cuentas corrientes</i>	274.941	407.896	570.881	741.043	991.577	1.310.696	1.728.253	2.289.203	3.023.068	3.992.192
<i>Caja de ahorros</i>	463.925	697.743	997.772	1.340.008	1.854.571	2.559.309	3.554.880	4.959.057	6.947.639	9.733.642
<i>Depósitos a Plazo Fijo</i>	284.052	426.326	604.051	896.985	1.338.885	1.957.082	2.832.285	4.092.925	5.866.952	8.372.532
<i>Otros</i>	10.054	14.418	19.464	24.388	31.315	39.770	50.468	64.346	81.784	103.948
<i>Cuentas de inversión</i>	92.679	132.901	179.417	224.809	288.655	366.592	465.205	593.137	753.877	958.177
<i>Plazo Fijo Mesa / Fondet</i>	205.417	366.104	657.455	888.039	1.422.498	2.055.668	2.802.373	3.704.944	4.639.954	5.565.681
Depósitos ME	264.276	369.896	505.779	633.741	813.723	1.033.428	1.311.421	1.672.061	2.125.390	2.701.116
Depósitos ME usd										
Otros Pasivos Financieros	95.344	136.724	184.577	231.275	296.957	377.136	478.586	610.197	775.560	985.737
Provisiones	8.689	12.460	16.821	21.077	27.062	34.369	43.614	55.608	70.678	89.832
Otros Pasivos no Financ	109.755	157.388	212.474	266.230	341.840	434.136	550.919	702.422	892.778	1.134.721
Otros	32.723	46.925	63.349	79.376	101.919	129.437	164.255	209.426	266.180	338.315
Total										
Total Real	1.598.455	2.428.858	3.546.768	4.764.056	6.760.508	9.347.053	12.775.985	17.415.316	23.488.858	31.491.341
Patrimonio Neto	254.005	370.621	501.232	686.675	956.663	1.347.629	1.915.174	2.737.536	3.930.709	5.653.670
Rtdo Ejercicio en pesos	91.393	116.616	130.612	185.443	269.988	390.966	567.545	822.361	1.193.174	1.722.961