



Universidad de San Andrés
Escuela de Administración y Negocios
Magister en Finanzas
TRABAJO FINAL DE GRADUACIÓN

Valuación de Banco Macro

Autor: Goncalves Neiva Novo, Juan Manuel

DNI: 32.891.216

Director del trabajo: Federico J. Filgueira

Ciudad de Buenos Aires, noviembre 2022

Índice general

Índice de gráficos	4
Índice de tablas	5
1. Introducción	8
2. Sistema financiero Internacional y Local	11
2.1. El sistema financiero	11
2.2. Calidad de cartera	20
2.3. Liquidez y solvencia.....	23
2.4. Composición del Sistema Financiero Argentino.....	29
2.5. Principales conclusiones de la sección.....	30
3. Banco Macro	34
3.1. Historia del Banco	34
3.2. Red de Sucursales: Principales características y zonas geográficas	36
3.3. Principales características e indicadores	38
3.4. Principales conclusiones de la sección.....	46
4. Principales competidores.....	49
4.1. Identificación de los competidores	49
4.2. Principales características e indicadores.....	49
4.3. Principales conclusiones de la sección.....	53
5. Variables macroeconómicas	55
5.1. Escenario macroeconómico y contexto internacional	55
5.2. Economía y Mercado local.....	60
5.3. Proyección de principales variables macroeconómicas	73
5.3.1. PBI.....	73
5.3.2. Inflación	75
5.3.3. Tipo de cambio.....	78
5.3.4. Tasas.....	80
5.4. Principales conclusiones de la sección.....	81
6. Proyecciones.....	84
6.1. Metodología de valuación. Estados Contables	84
6.1.1. Activos	85
6.1.2. Pasivos	100
6.1.3. Patrimonio Neto	110
6.1.4. Estado de Resultados.....	110

6.1.5. Cierre del Balance.....	132
6.2. Determinación del flujo de fondos	134
6.2.1. Flujos de Fondos obtenidos.....	134
6.2.2. Tasa de descuento.....	142
6.3. Valuación	149
6.3.1. Valor Terminal	149
6.3.2. Valuación por flujo de fondos descontados	151
6.4. Principales conclusiones de la sección.....	152
7. Valuación por comparables	155
7.1. Determinación del valor del Equity a través de múltiplos	155
7.2. Principales conclusiones de la sección.....	158
8. Análisis de sensibilidad.....	159
8.1. Variables a analizar / Indicadores Claves	159
8.2. Principales conclusiones de la sección.....	160
9. Conclusiones	161
10. Bibliografía	168
11. Anexos	171
11.1. Anexo: Estado de Situación Patrimonial proyectado	171
11.2. Anexo: Estado de Resultados proyectado	172
11.3. Anexo: Fórmulas utilizadas en el cálculo de los indicadores	173
11.4. Anexo: Situación Patrimonial, Resultados e Indicadores 2018 y 2019.....	175
11.5. Anexo: Escenarios de rendimientos	182

Índice de gráficos

Gráfico 1: Créditos sobre PBI - Latinoamérica	12
Gráfico 2: Depósitos sobre PBI - Latinoamérica	14
Gráfico 3: Evolución de Créditos sobre PBI - Latinoamérica	15
Gráfico 4: Evolución de Depósitos sobre PBI - Latinoamérica.....	16
Gráfico 5: Depósitos del sector privado en pesos	19
Gráfico 6: Composición del Activo total - Sistema Financiero	20
Gráfico 7: Composición del Fondo total (pasivo + PN) - Sistema Financiero.....	20
Gráfico 8: Crédito al sector privado sobre Activo del Sistema Financiero.....	21
Gráfico 9: Irregularidad del Crédito al sector privado – por segmento y línea.....	21
Gráfico 10: Provisiones sobre cartera irregular del Crédito al sector privado	23
Gráfico 11: Liquidez del Sistema Financiero	24
Gráfico 12: Indicadores de solvencia - ROE	25
Gráfico 13: Integración del capital regulatorio	26
Gráfico 14: Posición de capital en % de exigencia.....	26
Gráfico 15: Tasas de interés implícitas estimadas – Sistema Financiero.....	27
Gráfico 16: Evolución del Banco – sucursales y activos.....	36
Gráfico 17: Presencia de sucursales	37
Gráfico 18: Empresas controladas por Banco Macro	38
Gráfico 19: Principales productos del Banco	40
Gráfico 20: Participación del Banco (Market Share-MS) en Sistema Financiero.....	43
Gráfico 21: Mercados financieros internacionales.....	58
Gráfico 22: Mercados financieros de Argentina	59
Gráfico 23: Rendimiento Mercado de Valores	67
Gráfico 24: Rendimiento S&P Merval	68
Gráfico 25: Rendimiento S&P BYMA general.....	68
Gráfico 26: Rendimiento mercado: mayores alzas y bajas.....	69
Gráfico 27: Participación por acción en mercado de valores	69
Gráfico 28: Volumen negociado en mercado de valores	70
Gráfico 29: Distribución de dividendos.....	71
Gráfico 30: Financiamiento Mercado de Capitales	72
Gráfico 31: Estimación del crecimiento del PBI	75
Gráfico 32: Estimación de la variación del IPC.....	76
Gráfico 33: Estimación variación del IPC y nivel de precios - próximos cinco años...	78
Gráfico 34: Estimación de la variación del Tipo de Cambio	79

Gráfico 35: Estimación del Tipo de Cambio nominal y real - próximos cinco años.....	80
Gráfico 36: Estimación de la variación de la tasa BADLAR.....	81
Gráfico 37: Relación Efectivo sobre Depósitos	85
Gráfico 38: Encajes reales y teóricos	87
Gráfico 39: Relación Títulos sobre préstamos	93
Gráfico 40: Estimación de créditos sobre PBI.....	95
Gráfico 41: Estimación de depósitos sobre PBI.....	101
Gráfico 42: Exigencia total de capitales mínimos.....	137
Gráfico 43: Beta Banco Galicia ADR de 3 años	143
Gráfico 44: Rolling Beta de 3 años ADRs.....	144
Gráfico 45: Rolling Beta de 3 años – Principales competidores	145
Gráfico 46: Estimación de rendimientos	148
Gráfico 47: Valuación por flujo de fondos descontados.....	152
Gráfico 48: Escenarios de valuación.....	166
Índice de tablas	
Tabla 1: Créditos sobre PBI - Mundo.....	13
Tabla 2: Depósitos sobre PBI - Latinoamérica.....	14
Tabla 3: Cuadro de rentabilidad del Sistema Financiero	27
Tabla 4: Tamaño y participación en el sistema financiero.....	29
Tabla 5: Crecimiento histórico de Macro y Sistema financiero	41
Tabla 6: Principales características e indicadores Banco Macro - 2020.....	44
Tabla 7: Composición estructura patrimonial y resultados Banco Macro - 2020.....	46
Tabla 8: Principales características e indicadores Principales Competidores - 2020 .	50
Tabla 9: Spread Tasa Implícita Principales Competidores - 2020	51
Tabla 10: Composición estructura patrimonial y resultados Competidores – 2020	52
Tabla 11: Exigencia de capitales mínimos principales competidores – 2020.....	53
Tabla 12: Distribución de dividendos por sector.....	71
Tabla 13: Estimación de la variación del IPC - próximos cinco años.....	77
Tabla 14: Estimación de la variación del Tipo de Cambio	79
Tabla 15: Estimación de efectivo.....	86
Tabla 16: Participación de los componentes para integrar efectivo mínimo.....	88
Tabla 17: Estimación de integración efectivo mínimo	89
Tabla 18: Ponderadores de encaje para integración efectivo mínimo	89
Tabla 19: Estimación de encajes - efectivo mínimo	90
Tabla 20: Estimación de activos financieros entregados en garantía.....	91

Tabla 21: Composición de títulos públicos y privados	92
Tabla 22: Relación de títulos con Activo y con Préstamos.....	92
Tabla 23: Estimación de títulos públicos y privados.....	94
Tabla 24: Expectativas de crecimiento de Préstamos.....	95
Tabla 25: Cuotas de mercado de los préstamos en Macro y Sistema Financiero.....	96
Tabla 26: Estimación de Cuotas de mercado de los préstamos.....	97
Tabla 27: Estimación de los préstamos	97
Tabla 28: Composición de otros activos financieros	98
Tabla 29: Estimación de otros activos financieros.....	99
Tabla 30: Estimación de Activos financieros.....	99
Tabla 31: Composición de otros activos no financieros.....	100
Tabla 32: Estimación de Activos no financieros	100
Tabla 33: Expectativas de crecimiento de Depósitos.....	101
Tabla 34: Cuotas de mercado de los depósitos en Macro y Sistema Financiero	102
Tabla 35: Estimación de Cuotas de mercado de los depósitos.....	103
Tabla 36: Estimación de los depósitos.....	104
Tabla 37: Composición de obligaciones negociables.....	105
Tabla 38: Estimación de las obligaciones negociables.....	106
Tabla 39: Composición de otros pasivos financieros	106
Tabla 40: Estimación de otros pasivos financieros.....	108
Tabla 41: Estimación de pasivos financieros	108
Tabla 42: Composición de otros pasivos	108
Tabla 43: Estimación de otros pasivos	109
Tabla 44: Estimación del Patrimonio Neto	110
Tabla 45: Relación ingresos sobre préstamos y estimación de tasas activas	113
Tabla 46: Estimación de ingresos por intereses por línea.....	113
Tabla 47: Estimación de ingresos por intereses	114
Tabla 48: Estimación de tasas activas	116
Tabla 49: Estimación de egresos por intereses por línea	117
Tabla 50: Estimación de egresos por intereses por obligaciones negociables	118
Tabla 51: Estimación de egresos por intereses.....	118
Tabla 52: Estimación de ingresos por comisiones.....	121
Tabla 53: Estimación de egresos por comisiones.....	123
Tabla 54: Estimación de resultados financieros.....	124
Tabla 55: Posición promedio en moneda extranjera	124
Tabla 56: Variación del tipo de cambio proyectada.....	124

Tabla 57: Estimación de los resultados por posición en moneda extranjera.....	125
Tabla 58: Estimación de las diferencias de cotización	126
Tabla 59: Estimación de la posición monetaria (ajuste por inflación)	127
Tabla 60: Estimación de cargos por incobrabilidad	128
Tabla 61: Estimación de gastos de administración.....	130
Tabla 62: Estimación de impuestos a las ganancias.....	131
Tabla 63: Estimación de la necesidad adicional de plazos fijos.....	134
Tabla 64: Estimación de exigencia de capitales mínimos.....	137
Tabla 65: Estimación de integración de capitales mínimos.....	139
Tabla 66: Estimación de flujo de fondos libres proyectado.....	141
Tabla 67: Betas de Macro y competidores – profundidad histórica	145
Tabla 68: Rolling Beta 3 años – Macro y competidores	145
Tabla 69: Resumen Beta Banco Macro (11 años)	146
Tabla 70: Estimación de rendimientos	147
Tabla 71: Estimación de valor terminal	151
Tabla 72: Estimación valuación por flujo de fondos descontados.....	151
Tabla 73: Estimación valuación por comparables.....	157
Tabla 74: Estimación valuación por cuota de negocio.....	158
Tabla 75: Análisis de sensibilidad	160

1. Introducción

El presente trabajo tendrá como principal objetivo desarrollar la valuación de Banco Macro para analizar la percepción que el mercado tiene sobre la compañía a una fecha determinada. Se tomará como punto de referencia el valor de mercado de la empresa al 31 de diciembre de 2020 y será realizada a través de dos métodos: el método de descuento del flujo de fondos libre para el accionista, conocido como "Free Cash Flow to the Equity" (FCFE), y el método de valuación relativa o por comparables. Este es uno de los modelos más aceptados y adaptados al negocio de una entidad financiera.

Banco Macro S.A. es un banco universal y nacional de capitales privados con la mayor red de sucursales en la Argentina.

Actualmente cuenta con más de 8.000 empleados y 463 Sucursales en todo el país. Cotizando en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires y en la Bolsa de Nueva York, desde noviembre 1993 y marzo 2006, respectivamente, y sus acciones se encuentran bajo el identificador BMA (NYSE: BMA; Buenos Aires: BMA).

El banco provee una amplia red de servicios financieros, con foco en individuos de ingresos bajos y medios, y pequeñas y medianas empresas. Asimismo, es Agente financiero en 4 Provincias.

El banco comenzó a operar en 1985 como una institución financiera no bancaria en el que actualmente se ha convertido en el banco privado local con la red más grande de sucursales en el país. Desde 1988 hasta 1995, Banco Macro desarrolló sus actividades como banco mayorista, cambiando luego su estrategia de negocios y focalizándose en la operatoria de banca minorista y en aquellos segmentos de mercado de bajo nivel de bancarización.

En línea con dicha estrategia, desde 1996 comenzó un proceso de adquisición (o fusión) de entidades, participaciones accionarias, de sucursales y de activos y pasivos, consolidando su presencia primero en el norte del país, luego en el sur y posteriormente en todo el territorio argentino. Banco Macro fue fundado por las familias Brito y Carballo, quienes actualmente continúan siendo los accionistas mayoritarios.

Se ha seleccionado tomar un banco para su valuación por distintos motivos, entre los cuales, se destaca al sector financiero como industria a valorar por lo atractivo que resulta en un país como Argentina donde tienen una estrecha relación con el

entorno macroeconómico del país, sino también por el gran potencial de crecimiento que presenta el sistema financiero argentino de cara a los próximos años, tema que se ampliará en el presente trabajo.

De acuerdo a lo mencionado precedentemente, los flujos de fondos de una entidad financiera guardan una relación con el contexto macroeconómico del país. Por lo tanto, se evaluarán los siguientes factores y se analizará la relación con los componentes del Banco:

- Inflación.
- Tipo de cambio.
- PBI.
- Tasas de interés activas.
- Tasas de interés pasivas.

Otro punto a considerar al realizar la proyección de los estados contables y flujos de fondos es que se deberá tener en cuenta para su valuación las exigencias y requisitos regulatorios exigidos por los organismos de contralor, principalmente el Banco Central de la República Argentina (BCRA), tales como:

- Exigencias de solvencia de capital: Relación técnica de Capitales Mínimos.
- Requerimientos de liquidez: Relación técnica de Efectivo Mínimo y de liquidez.
- Límites en la posición de moneda extranjera: Relación técnica Posición global neta en moneda extranjera. Formas de colocar los pasivos en dicha moneda.
- Seguros de depósitos.
- Activos inmovilizados.
- Pautas y límites en las tasas de intereses de las operaciones de crédito y exigencias para el otorgamiento de líneas específicas obligatorias con límites en sus condiciones (tasas, plazos, etc.), como es el ejemplo de líneas de inversión productivas.
- Límites en las tasas de intereses de las operaciones pasivas, como es el ejemplo de los depósitos a plazo fijo con tasas reguladas por el BCRA.

Se ha definido el método de valuación a utilizar, método de descuento de flujo de fondos de los accionistas (FCFE) y la compañía a valorar, Banco Macro, la cual cotiza en bolsa lo que enriquece la valuación al brindar la posibilidad de comparar el valor de la compañía con el valor que el mercado está dispuesto a pagar por la totalidad del patrimonio de la empresa a la fecha de valuación.

El presente trabajo será desarrollado en diversas etapas:

En primer lugar, se llevará a cabo un análisis del sistema financiero en Argentina y en América y el mundo.

En segundo lugar, se analizará a la compañía y sus principales competidores.

En tercer lugar, se detallarán las principales consideraciones que están impactando en el escenario macroeconómico y contexto internacional y en la economía y mercado local.

Luego se continuará con la proyección de las principales variables macroeconómicas y de los estados contables de la empresa para poder llevar a cabo la valuación correspondiente.

Asimismo, será necesario entender y desarrollar aspectos claves en materia de regulación para que las proyecciones muestren razonabilidad no solo desde el punto de vista del negocio sino también en relación al marco regulatorio al que están sujetas las entidades financieras. En este sentido, para determinar el flujo de fondos descontados se llevará a cabo un análisis global de los requerimientos mínimos de capital con los que deberá cumplir la entidad, de acuerdo a las normas dictadas por el Banco Central.

El siguiente paso será estimar el valor del paquete accionario de Banco Macro a través del modelo de descuento del flujo de fondos libre para el accionista y de la valuación por comparables.

Por último, se llevará a cabo un análisis de sensibilidad, tratando la evolución del valor de la compañía ante distintos escenarios alternativos.

Es importante mencionar que para cada una de las etapas mencionadas se hará una conclusión que contenga los principales aspectos a mencionar, fortalezas, debilidades, oportunidades y amenazas, en caso de corresponder.

En función de lo desarrollado en cada etapa, se finalizará el trabajo con las conclusiones correspondientes.

2. Sistema financiero Internacional y Local

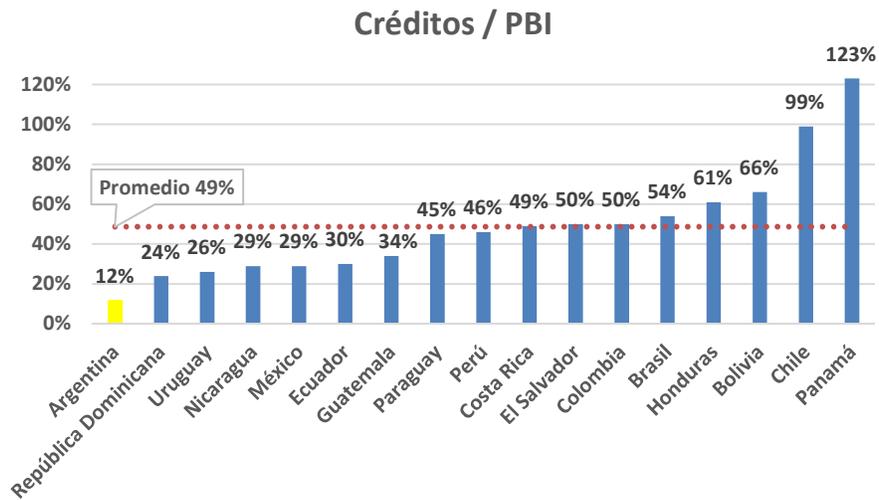
2.1. El sistema financiero

A lo largo del 2020, el gobierno fue modificando su política monetaria para adaptarse a las situaciones económicas y sociales. Se pasó de reducir al mínimo la asistencia del BCRA al Tesoro y la colocación de las Letras de Liquidez del Banco Central (LELIQ) en el sistema financiero a financiar casi sin limitaciones el déficit fiscal provocado por los gastos originados en la pandemia. Las presiones sobre el mercado de cambios, el desbalance monetario y la insuficiencia de la demanda de pesos para absorber la liquidez excedente llevaron al BCRA a intervenir en el mercado de cambios vendiendo reservas y a colocar obligaciones remuneradas en el sistema financiero para evitar desestabilizaciones monetarias y cambiarias.

La base monetaria se expandió en 2020 \$574.879 millones respecto a 2019. La asistencia al Tesoro representó el principal factor expansivo puesto que se otorgaron adelantos transitorios netos y se giraron utilidades. Como factor contractivo se absorbieron Leliqs y pases, pasivos remunerados. El otro ítem fuertemente contractivo fue la venta de reservas al sector privado y al sector público. Como es de esperar, la combinación de una oferta de dinero muy expansiva en el marco de una situación extraordinaria y caída fuerte de la actividad económica, resultó en aumentos significativos de los agregados monetarios en relación al PBI probablemente transitorios. La base monetaria pasó de 6,5% del PBI hasta 8,1% a la finalización del año y el M2 privado (circulante del público más depósitos a la vista en pesos del sector público y privado no financiero) desde 8,4% al 11,8%.

La debilidad de la monetización en Argentina no es un fenómeno nuevo y está explicado por las crisis macroeconómicas recurrentes en el pasado que minaron la confianza de los residentes en la moneda local. Por ello, el sistema financiero argentino sigue siendo uno de los que presenta menores niveles de intermediación financiera en Latinoamérica, condición que se profundizó en los dos últimos años. Por esta razón, el crédito bancario al sector privado en pesos y dólares estadounidenses representó sólo el 12,1% del PBI en 2020, cuando el promedio regional de los últimos 10 años fue cercano a 50%.

Gráfico 1: Créditos sobre PBI - Latinoamérica



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Federación Latinoamericana de Bancos (FELABAN)



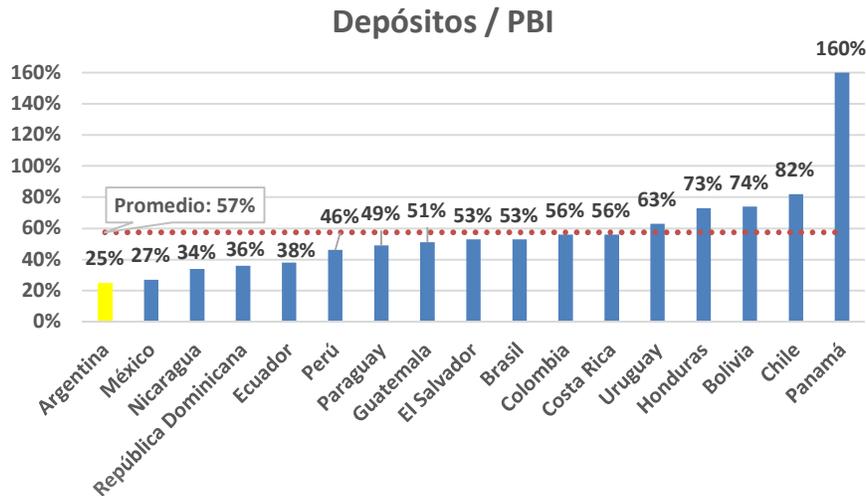
Tabla 1: Créditos sobre PBI - Mundo

		Crédito Total / PBI (%)										
	País	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Variación 2011-2020
América Latina	Argentina	15%	16%	17%	15%	15%	14%	16%	16%	13%	12%	-3%
	República Dominicana	19%	20%	21%	22%	23%	23%	23%	23%	23%	24%	5%
	Uruguay	22%	22%	22%	26%	29%	25%	23%	24%	24%	26%	4%
	Nicaragua	26%	28%	31%	32%	37%	39%	40%	34%	29%	29%	3%
	México	19%	20%	22%	22%	24%	26%	27%	27%	29%	29%	10%
	Ecuador	17%	18%	18%	19%	19%	20%	24%	25%	28%	30%	13%
	Guatemala	23%	25%	27%	30%	31%	31%	31%	31%	32%	34%	11%
	Paraguay	25%	27%	29%	32%	38%	35%	35%	37%	41%	45%	20%
	Perú	27%	29%	32%	34%	37%	36%	35%	37%	37%	46%	19%
	Costa Rica	40%	42%	44%	46%	48%	50%	50%	50%	46%	49%	9%
	El Salvador	43%	43%	45%	46%	46%	47%	48%	48%	49%	50%	7%
	Colombia	32%	35%	37%	40%	44%	46%	45%	45%	45%	50%	18%
	Brasil	46%	49%	51%	52%	54%	50%	47%	47%	48%	54%	8%
	Honduras	43%	47%	50%	50%	49%	51%	51%	56%	57%	61%	18%
Bolivia	31%	34%	36%	39%	46%	52%	53%	56%	59%	66%	35%	
Chile	72%	78%	83%	85%	89%	88%	87%	93%	99%	99%	27%	
Panamá	118%	116%	111%	113%	118%	117%	106%	104%	102%	123%	5%	
Otros países	Estados Unidos	51%	50%	49%	50%	51%	52%	52%	52%	52%	54%	4%
	Alemania	85%	84%	82%	79%	78%	77%	77%	78%	79%	85%	0%
	España	168%	158%	146%	131%	119%	112%	105%	99%	94%	107%	-60%
	Francia	97%	97%	96%	94%	95%	97%	100%	102%	105%	120%	23%
	Reino Unido	171%	161%	150%	135%	131%	132%	134%	134%	133%	146%	-25%
	China	123%	129%	134%	140%	153%	156%	155%	158%	165%	182%	59%
Deuda / Ingresos	Países pobres muy endeudados	15%	16%	16%	17%	18%	19%	19%	19%	20%	21%	6%
	Países menos desarrollados	19%	20%	21%	23%	25%	27%	28%	29%	30%	30%	11%
	Países de ingreso bajo	10%	10%	11%	12%	12%	13%	13%	13%	13%	13%	3%
	Países de ingreso mediano bajo	39%	39%	39%	40%	41%	42%	41%	42%	42%	41%	2%
	Países de Ingreso alto	89%	87%	86%	84%	83%	83%	82%	82%	82%	88%	-1%
Regiones	África al sur del Sahara	29%	28%	27%	27%	28%	28%	28%	27%	27%	28%	-2%
	Asia meridional	47%	47%	47%	47%	47%	45%	46%	47%	47%	51%	4%
	América del Norte	51%	50%	49%	50%	51%	52%	52%	52%	52%	54%	4%
	América Latina y el Caribe	41%	43%	44%	46%	46%	45%	45%	49%	50%	55%	14%
	Unión Europea	100%	99%	96%	92%	90%	89%	87%	85%	85%	92%	-8%
	Europa y Asia central	102%	99%	96%	94%	94%	93%	89%	88%	87%	95%	-7%
	Asia oriental y el Pacífico	109%	113%	119%	123%	131%	133%	134%	137%	142%	157%	48%
Mundo	81%	81%	82%	83%	86%	87%	86%	88%	90%	99%	18%	

Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco Mundial

Durante 2020 los depósitos (sector privado y público) en pesos aumentaron 88,8% en términos interanuales, mientras que los depósitos en dólares cayeron 14,2%. En un contexto de clara anormalidad provocado por la pandemia, los depósitos en pesos subieron desde 13,5% hasta 17,2% del PBI. En cuanto al segmento de dólares, volvieron a caer tras su estrepitosa merma de 2019, esta vez desde USD22.138 mil millones a finales de 2019, hasta USD18.984 millones.

Gráfico 2: Depósitos sobre PBI - Latinoamérica



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Federación Latinoamericana de Bancos (FELABAN)

Tabla 2: Depósitos sobre PBI - Latinoamérica

Depósitos Totales / PBI (%)											Variación 2011-2020
País	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	
Argentina	21%	23%	22%	21%	23%	24%	23%	28%	23%	25%	4%
México	19%	19%	19%	20%	22%	22%	23%	23%	23%	27%	8%
Nicaragua	41%	37%	39%	39%	41%	40%	40%	29%	28%	34%	-7%
República Dominicana	28%	28%	29%	29%	29%	30%	30%	29%	30%	36%	8%
Ecuador	24%	26%	26%	27%	25%	29%	29%	29%	31%	38%	14%
Perú	27%	28%	31%	31%	35%	32%	33%	33%	34%	46%	19%
Paraguay	28%	30%	33%	35%	39%	39%	38%	39%	42%	49%	21%
Guatemala	34%	35%	37%	39%	39%	40%	40%	41%	43%	51%	17%
El Salvador	46%	45%	45%	43%	44%	44%	47%	47%	51%	53%	7%
Brasil	39%	37%	35%	34%	35%	34%	36%	39%	40%	53%	14%
Colombia	31%	34%	36%	37%	46%	48%	48%	48%	48%	56%	25%
Costa Rica	43%	44%	45%	46%	45%	47%	49%	49%	49%	56%	13%
Uruguay	49%	47%	47%	53%	62%	51%	48%	49%	53%	63%	14%
Honduras	52%	51%	51%	53%	52%	54%	55%	56%	59%	73%	21%
Bolivia	41%	46%	48%	53%	63%	63%	64%	63%	62%	74%	33%
Chile	60%	64%	68%	71%	75%	73%	71%	73%	78%	82%	22%
Panamá	144%	136%	133%	136%	137%	134%	118%	113%	115%	160%	16%

Fuente: Elaboración propia en base a datos de Federación Latinoamericana de Bancos (FELABAN)

Por un lado, encontramos un segmento de intermediación financiera muy pequeño, con bajos niveles de crédito, tasas reales negativas y depósitos principalmente de corto plazo.

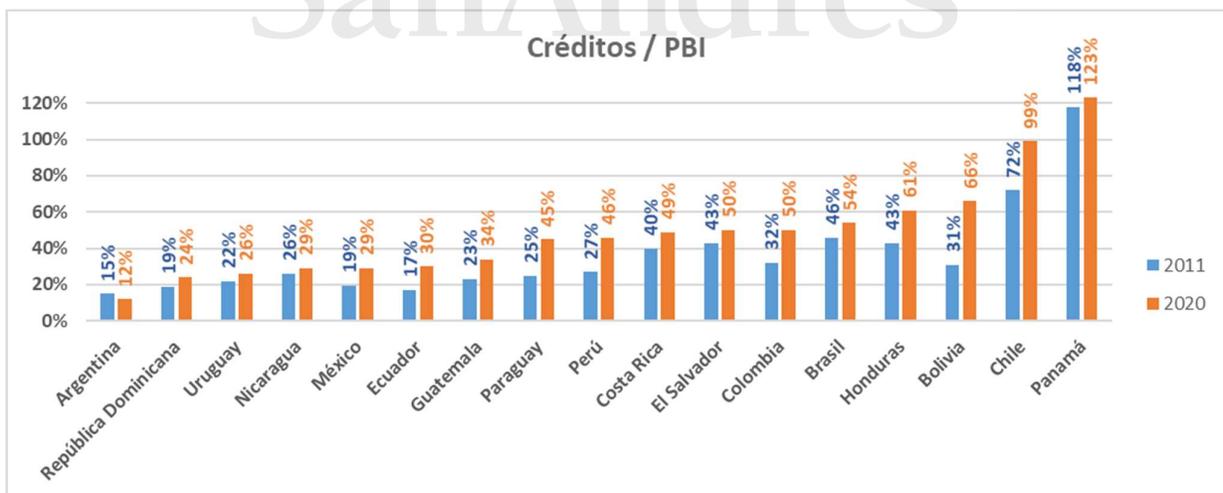
Desarrollo muy limitado del crédito privado: Una medida por excelencia de la profundidad del sistema financiero es el stock de préstamos al sector privado relativo al tamaño del PBI. A mayor ratio, más robusta es una economía a la hora de

financiar proyectos de largo plazo que alimentan la inversión, pilar de la productividad y del crecimiento sostenido de largo plazo. En Argentina, el indicador de crédito privado sobre PBI es de 12%. Al compararlo con países similares, se refleja indicadores con atraso financiero. Argentina posee uno de las peores ratios de Latinoamérica.

Depósitos meramente transaccionales: Otro punto para destacar es la duración de los depósitos del sector privado en pesos. En ellos se evidencia una alta concentración en el corto plazo. Los depósitos entre 30 y 59 días acaparan aproximadamente un 70% del total, mientras que aquellos que son a 60 y 90 días concentran 10% y 12%, respectivamente. En tanto, los que tienen un plazo mayor ocupan menos del 5%. Es decir que, de cada \$100 colocados en bancos, \$95 son a menos de 3 meses, lo que genera también una mayor exigencia de liquidez a través de la relación técnica de efectivo mínimo. En este sentido, la transaccionalidad del sistema financiero, por un lado, dificulta el desarrollo del crédito de largo plazo mencionado en el punto precedente.

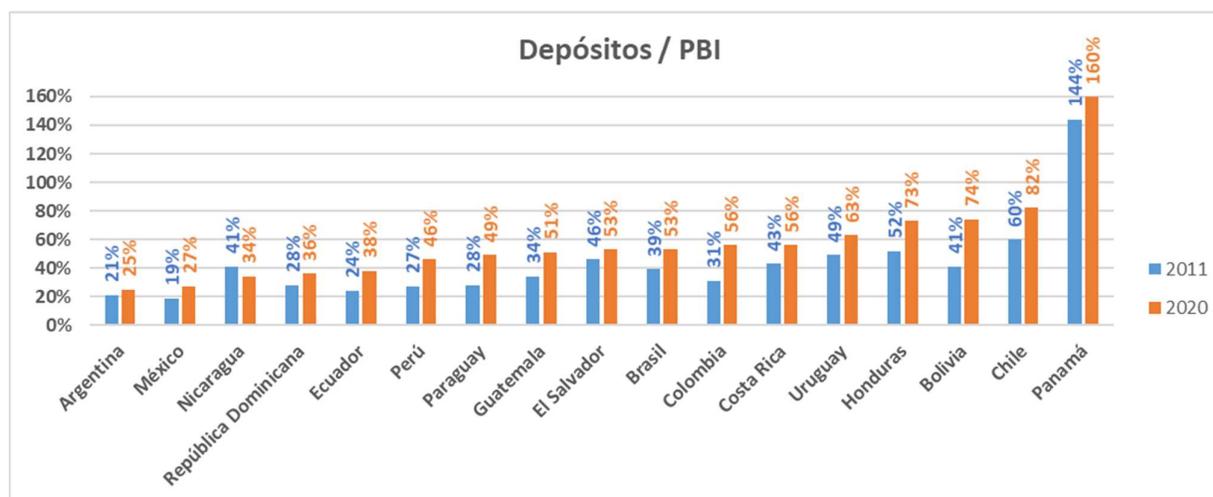
El crecimiento de la profundización financiera en la región tuvo una excepción en la Argentina, ubicada en la última posición, tanto en préstamos como en depósitos en relación al PBI. Al comparar la profundización financiera entre países, bajo la perspectiva de cartera, entre 2011 y 2020, se evidencian aumentos sostenidos entre los países de América Latina, con la excepción de Argentina.

Gráfico 3: Evolución de Créditos sobre PBI - Latinoamérica



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Federación Latinoamericana de Bancos (FELABAN)

Gráfico 4: Evolución de Depósitos sobre PBI - Latinoamérica



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Federación Latinoamericana de Bancos (FELABAN)

La ausencia de esos ahorros es el origen del bajísimo nivel de crédito en relación al PBI. Los depósitos son la materia prima ausente de los préstamos que escasean.

Los bancos están teniendo una importante participación en la financiación al sector público, nacional o provincial y al Banco Central, con su emisión constante de títulos para absorber dinero y controlar la inflación, tal como las Leliq en la actualidad o las Letras del Banco Central (Lebac) en años anteriores.

En una comparación interanual el saldo de depósitos en pesos del sector privado se incrementó 34% en términos reales (82,4% nominal). De esta manera, el saldo de depósitos totales (del sector público y privado) en pesos acumuló un aumento de 34,8% (83,5% nominal).

En 2020, el total de los depósitos privados (pesos más dólares medidos en pesos) crecieron 64,5% por la combinación de un alza promedio del 85,7% en pesos y del 13,9% en dólares (medidos en pesos, favorecidos exclusivamente por la depreciación del tipo de cambio). La performance del segmento en pesos del sector privado estuvo liderada por las cajas de ahorro (+106%) y las cuentas corrientes (+84%), en un escenario en el que la preferencia por la liquidez dominó el comportamiento de los agentes económicos. Los plazos fijos, en tanto, crecieron 66% nominal, prácticamente en línea con el PBI a precios corrientes.

Del lado del crédito, en 2020 los préstamos medidos en ambas monedas (sector privado y público) aumentaron 27,4%, muy por debajo de la inflación. El crédito en pesos (sector privado y público) se incrementó 46,9% y creció un punto del PBI hasta 8,7%, impulsado principalmente por los préstamos a empresas para hacer

frente a la crisis económica derivada de la pandemia (Programa ATP y créditos a PyMEs a tasas subsidiadas).

El crédito privado en pesos creció 49,2%, mientras que los créditos privados en dólares expresados en pesos cayeron 30,6%.

Dentro del sector privado en pesos, los créditos comerciales crecieron 78,8%, de la mano de la línea de descuento de documentos, que saltó 121,5% al incluir la ayuda estatal a empresas en el marco de la pandemia. Por su parte, los préstamos al consumo crecieron 38,3%, apenas unos puntos por debajo de la inflación promedio del año, liderados por las compras con tarjeta de crédito (+59,6%).

En este contexto, las tasas de interés mostraron cierta volatilidad, en línea sobre todo con las presiones cambiarias. En diciembre de 2019 la tasa de política monetaria (Leliq 7 días) había cerrado en 55%. A fin del 2020, el plazo de las Leliqs era a 28 días y la tasa cerró en 38%.

La liquidez del sistema financiero según la definición amplia del BCRA llega al 64% en diciembre del 2020. Neto de Leliqs y títulos públicos, el ratio de liquidez alcanza al 39% del activo contra 36% a fin del 2019.

A partir de enero de 2020, las entidades financieras reportan todas sus cuentas ajustadas por inflación. Los datos disponibles hasta noviembre de 2020 muestran que el sistema financiero en su conjunto ganó \$271.500 millones, una caída del 40% medida en moneda constante. El retorno sobre el capital (ROE) de la banca cayó de 46% a 14,7%, mientras que el retorno sobre activos (ROA) pasó de 5,4% a 2,2%. La caída de rentabilidad se debe a la combinación de un menor margen financiero que cayó 17% en el marco de un gasto administrativo que pasó de representar el 53% del margen de intermediación a más del 60%.

La morosidad del sistema financiero alcanza 4,4% del total y 4,1% considerando el sector privado solamente. Entre los bancos privados, el resultado de dicho ratio es aún más bajo ubicándose en 2,3%. La banca privada tiene provisionado más del 200% de su cartera irregular.

El sistema financiero finalizó el año con niveles relativamente altos y crecientes de provisionamiento (5,8% del crédito total al sector privado y 151% del crédito en situación irregular).

El sistema financiero dispone de un ratio de capitalización de 21,3% (indicador de capital nivel 1), un 75% más de lo que requieren las normas de Basilea.

Las tasas de interés pasivas se mantuvieron sin cambios significativos, en torno a las tasas mínimas garantizadas. Dichas tasas de interés se sitúan en 37% para las colocaciones a plazo fijo de personas humanas por hasta \$1 millón y en 34,2% para el resto de los depósitos.

En términos reales y sin estacionalidad, los préstamos en pesos al sector privado habrían registrado en diciembre una caída de 1,7%. Así, el financiamiento en pesos acumuló en el 2020 un crecimiento nominal desestacionalizado de 49% (7,4% real).

En diciembre el saldo de crédito al sector privado en pesos no presentó cambios significativos en términos reales, acumulando un incremento interanual real de 10,3%. Se revirtieron así las caídas observadas en los dos años anteriores (-18% real tanto en 2019 como en 2018). En particular, a través del esquema de Financiamiento para la Inversión Productiva de MiPyMEs.

El saldo de los depósitos en moneda nacional del sector privado acumuló un aumento de 34% en términos reales (revirtiendo caídas 10,8% real en 2019 y de 4,7% real en 2018), con crecimientos tanto en las cuentas a la vista como en los depósitos plazo.

El sistema financiero agregado cerró 2020 con elevados márgenes de solvencia. En diciembre la integración de capital (RPC) totalizó 23,3% de los activos ponderados por riesgo (APR) y la posición de capital (RPC neta de la exigencia regulatoria) se ubicó en torno a 177% de la exigencia regulatoria.

En 2020 el sistema financiero obtuvo resultados integrales en moneda homogénea equivalentes a 2,2% del activo (ROA) y 15,1% del patrimonio neto (ROE). En el último trimestre de 2020 el ROA fue de 1,5% y el ROE de 9,8% para el agregado de entidades, siendo los menores registros trimestrales del año, en línea con la tendencia descendente iniciada a mediados de año.

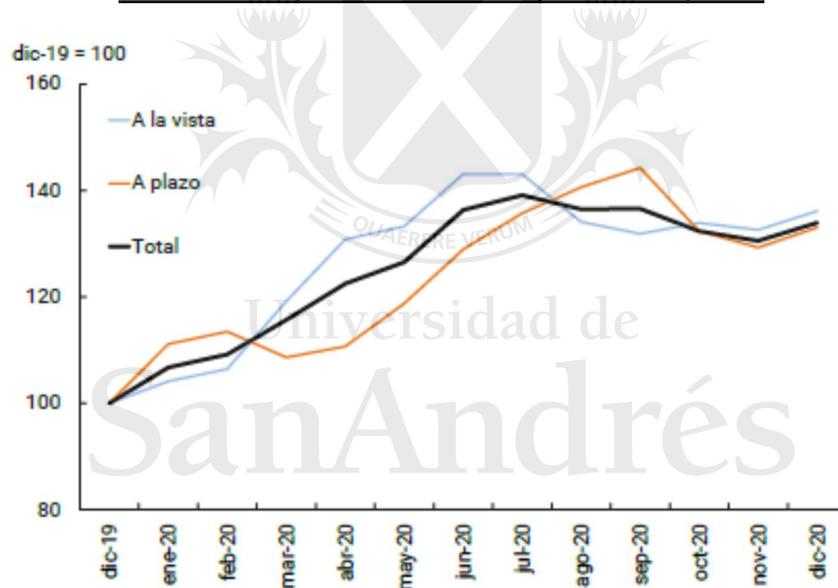
La actividad de intermediación financiera en pesos del conjunto de entidades financieras con el sector privado creció a lo largo de 2020, reflejándose en incrementos tanto de las financiaciones (principalmente en las líneas comerciales) como de los depósitos.

En una comparación interanual, en diciembre el saldo de crédito en pesos al sector privado acumuló un incremento de 10,3% en términos reales, revirtiendo las variaciones negativas observadas en los dos últimos años para el mismo período. De esta manera, el financiamiento en pesos al sector privado registró tasas de variación interanual positivas para este segmento desde mayo de 2020. Este

desempeño fue dinamizado principalmente por las entidades financieras privadas, y en menor medida, por las públicas.

Por el lado del fondeo del conjunto de entidades financieras, en el marco de efectos estacionales en diciembre el saldo de los depósitos totales en pesos del sector privado se incrementó 2,6% real (+6,7% nominal). En particular, el saldo de las cuentas a la vista presentó un desempeño similar, recogiendo en parte el efecto del pago del medio aguinaldo y de las necesidades de liquidez características del cierre de año. En tanto, los depósitos a plazo en pesos aumentaron 2,9% en términos reales en el período (7% nominal), explicado mayormente por las entidades financieras privadas. En diciembre se destacó especialmente el crecimiento de los depósitos a plazo fijo UVA del sector privado, los cuales se incrementaron 19% real para aquellos con cancelación anticipada y 11,6% real para los tradicionales.

Gráfico 5: Depósitos del sector privado en pesos

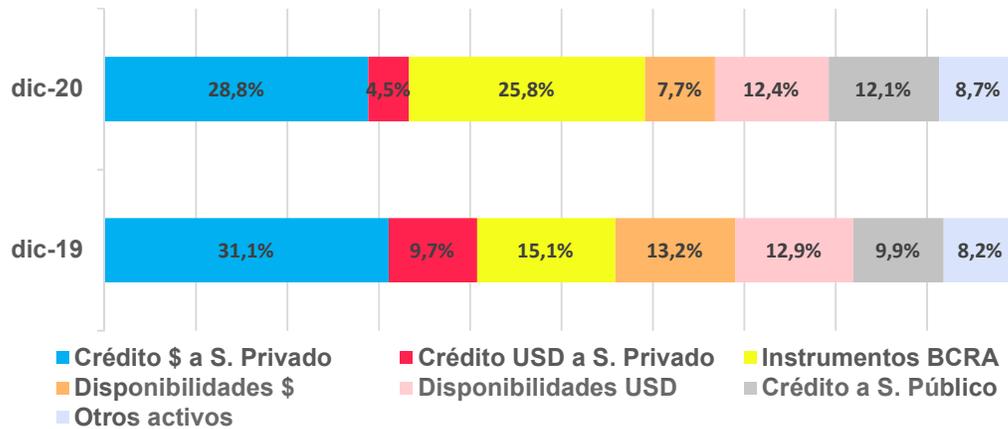


Fuente: Elaboración propia en base a datos de BCRA: Información monetario y sobre bancos.

Con relación al fondeo bancario, en línea con el desempeño de los depósitos, en diciembre las colocaciones del sector privado tanto en moneda nacional (a plazo y a la vista) como en moneda extranjera aumentaron su ponderación en el total. En particular, los depósitos a plazo en pesos del sector privado incrementaron su participación hasta representar 20,9%. Similar crecimiento se evidenció en las cuentas a la vista en igual denominación que alcanzaron a totalizar un 26%. Por su parte, los depósitos en moneda extranjera del sector privado ponderaron 12,4% del

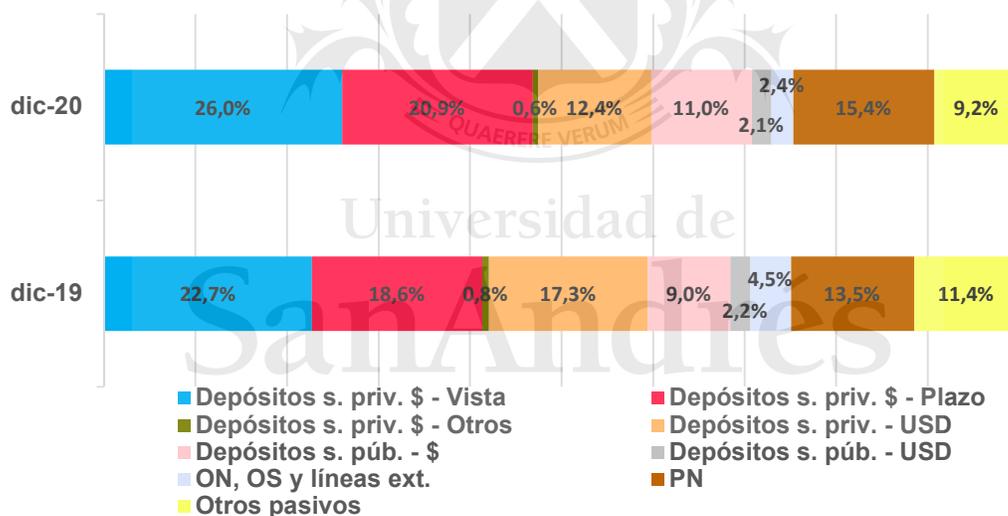
fondeo en el cierre del año, aumentando 0,7% respecto al valor del mes anterior. El resto de los rubros que integran el fondeo redujeron su peso relativo en el período.

Gráfico 6: Composición del Activo total - Sistema Financiero



Fuente: Elaboración propia en base a datos de BCRA: Información monetario y sobre bancos.

Gráfico 7: Composición del Fondeo total (pasivo + PN) - Sistema Financiero



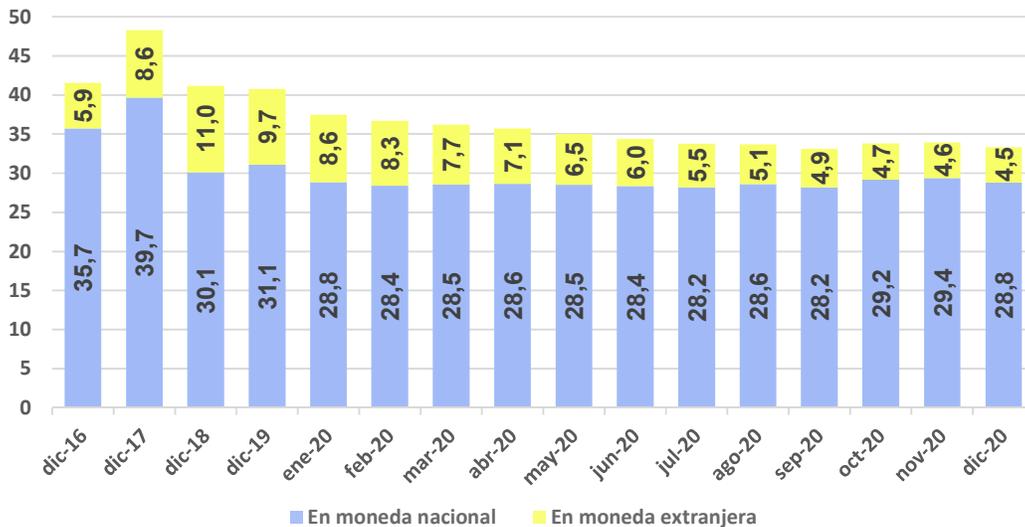
Fuente: Elaboración propia en base a datos de BCRA: Información monetario y sobre bancos.

En diciembre los activos en USD representaron 19,6% del total de activos del sistema. Los pasivos en USD totalizaron 17,7% del fondeo total.

2.2. Calidad de cartera

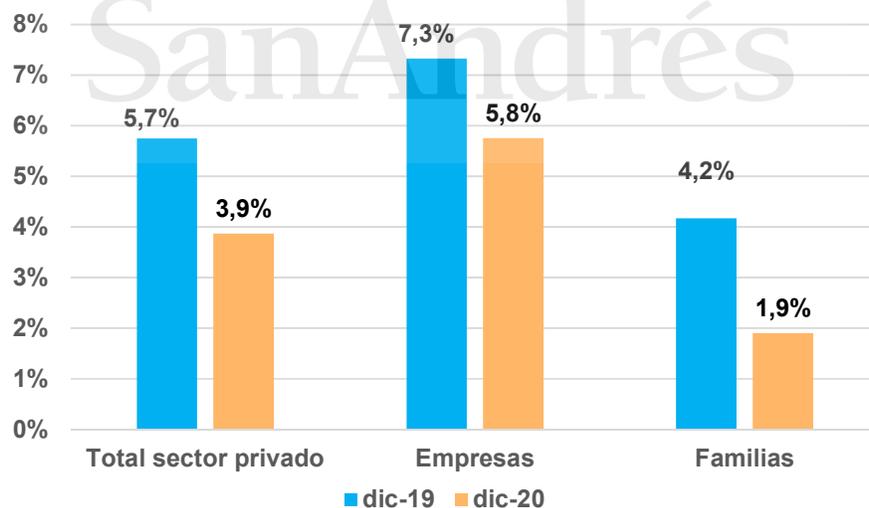
El saldo de crédito total al sector privado (moneda nacional y extranjera) totalizó 33,3% del activo del sistema financiero, evidenciando un descenso de 7,4% en relación al nivel de un año atrás. Considerando únicamente el saldo de financiamiento en pesos, el ratio se ubicó en 28,8%. Por su parte, el crédito al sector privado en USD continuó disminuyendo su ponderación en el crédito total.

Gráfico 8: Crédito al sector privado sobre Activo del Sistema Financiero (%)



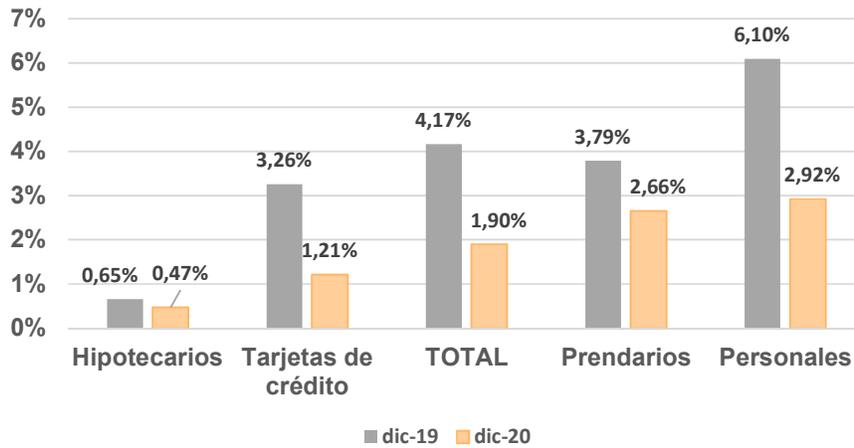
Fuente: Elaboración propia en base a datos de BCRA: Información monetario y sobre bancos. Mientras continúa vigente la modificación de los parámetros para clasificar a las personas deudoras y la posibilidad de transferir cuotas impagas al final de la vida del crédito devengándose sólo intereses compensatorios, la morosidad del crédito al sector privado continuó disminuyendo, hasta finalizar el año en 3,9%. El indicador de mora de los créditos a las familias se ubicó en 1,9%, mientras que el ratio de irregularidad en empresas totalizó 5,8%.

Gráfico 9: Irregularidad del Crédito al sector privado – por segmento y línea



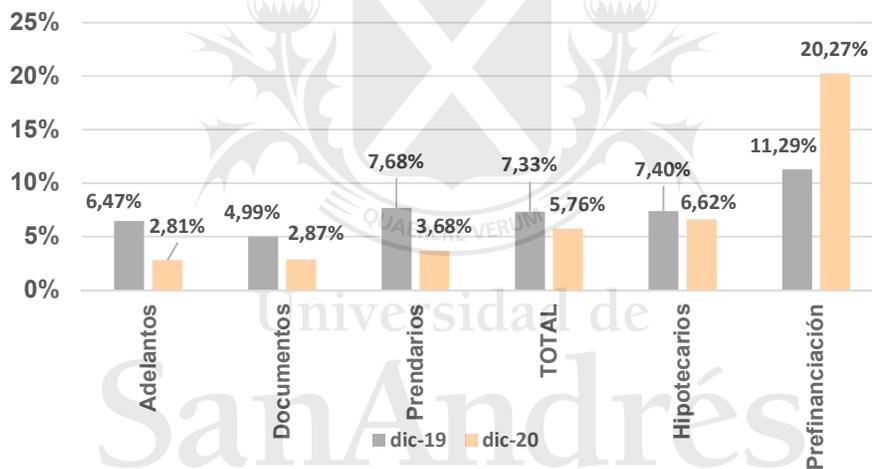
Fuente: Elaboración propia en base a datos de BCRA: Información monetario y sobre bancos.

Familias - Línea de crédito



Fuente: Elaboración propia en base a datos de BCRA: Información monetario y sobre bancos.

Empresas - Línea de crédito



Fuente: Elaboración propia en base a datos de BCRA: Información monetario y sobre bancos.

El sistema financiero en su conjunto finalizó el año con niveles holgados de provisionamiento. Las provisiones representaron el 5,8% del crédito total al sector privado, manteniendo una tendencia ascendente. El saldo de provisiones contables totales representó 151,1% del saldo de crédito al sector privado en situación irregular para todo el sistema financiero, mientras que, para el grupo de entidades financieras privadas con capital nacionales, donde pertenece Banco Macro, el saldo de provisiones representó 225,9%, un margen aún mayor. Por su parte, el saldo de provisiones regulatorias atribuibles a la cartera irregular totalizó en diciembre 125,2% de dicha cartera.

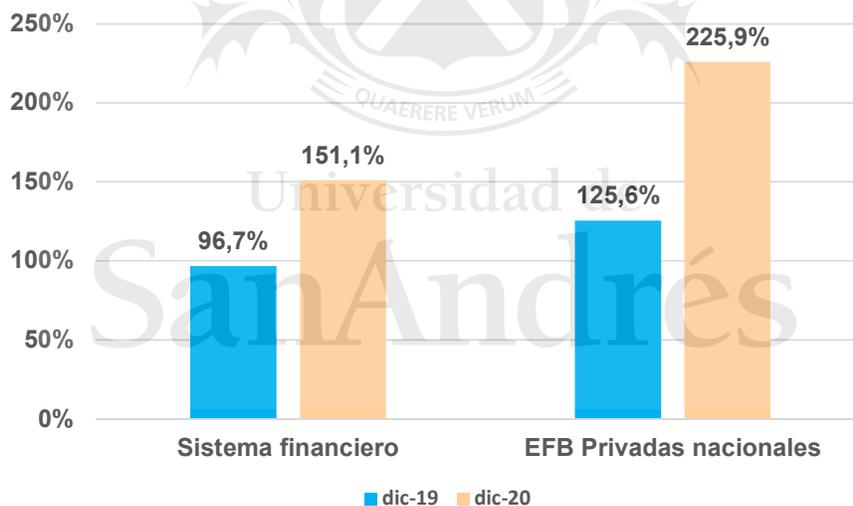
Las provisiones de todas las entidades se incrementaron en 2020, tanto en valores absolutos como en relación con el crédito total y aquel en situación irregular.

El ratio entre el capital regulatorio y crédito al sector privado (neto de provisiones totales) a nivel agregado, se ubica en el máximo nivel de los últimos 15 años.

Los indicadores que incluyen información de clasificación de las personas deudoras, deben ser interpretados teniendo en cuenta el impacto de las acciones regulatorias tomadas para atemperar las consecuencias del shock, las cuales fueron detalladas anteriormente. Estos efectos gradualmente podrían comenzar a atemperarse en el transcurso de 2021, en la medida en que el BCRA evalúe la conveniencia de avanzar en la recalibración en etapas de las medidas regulatorias tomadas para atemperar los efectos del escenario de pandemia.

Con este desempeño, el ratio entre el saldo de provisiones y el crédito total al sector privado continuó mostrando una tendencia creciente, aún en el marco de los cambios normativos.

Gráfico 10: Provisiones sobre cartera irregular del Crédito al sector privado

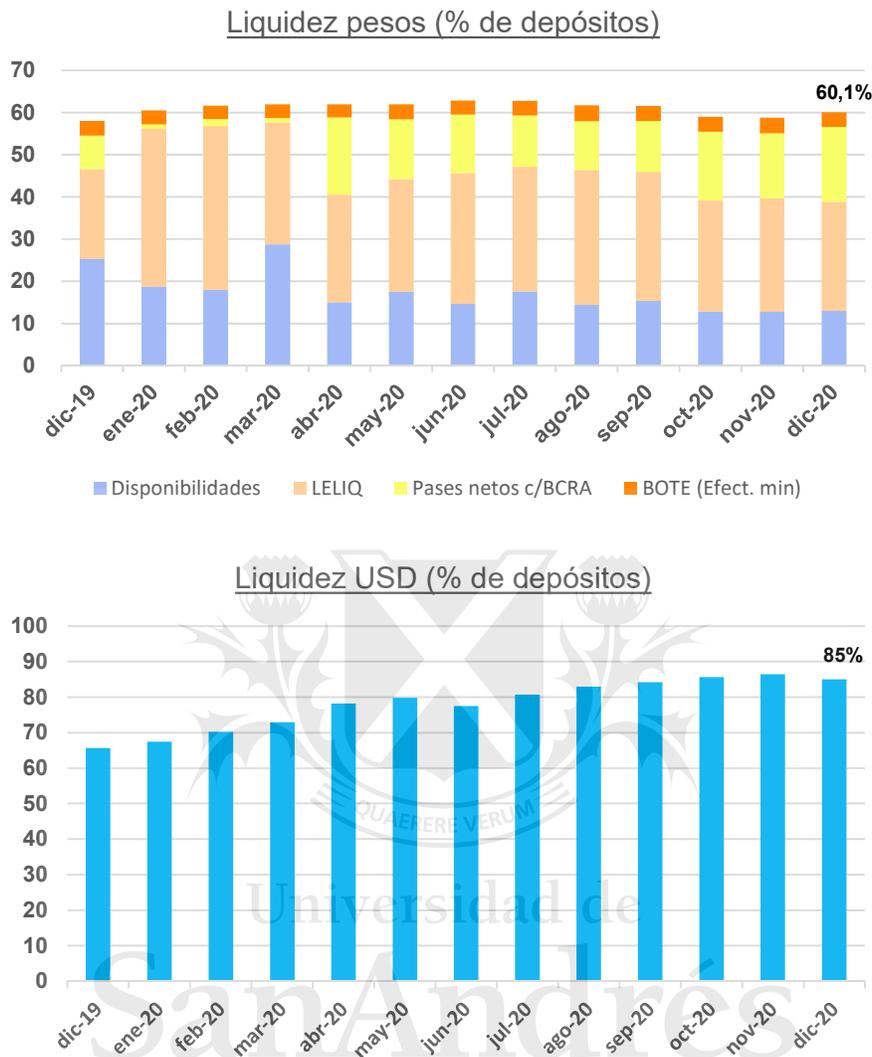


Fuente: Elaboración propia en base a datos de BCRA: Información monetario y sobre bancos.

2.3. Liquidez y solvencia

El sistema financiero cerró el año con niveles relativamente elevados de liquidez. La liquidez amplia del sistema financiero se ubicó en 65% de los depósitos totales (60,1% para las partidas en pesos y 85% para el segmento en moneda extranjera).

Gráfico 11: Liquidez del Sistema Financiero



Fuente: Elaboración propia en base a datos de BCRA: Información monetario y sobre bancos.

Respecto a los indicadores recomendados por el Comité de Basilea -Ratio de Cobertura de Liquidez (LCR) y Ratio de Fondo Neto Estable (NSFR)-, a diciembre de 2020 el conjunto de entidades pertenecientes al Grupo A (entidades en las cuales el importe de sus depósitos es mayor o igual al 1% del total de los depósitos del sistema financiero) presentó niveles que prácticamente duplicaron a los mínimos exigidos localmente, los cuales están en línea con los estándares internacionales. En términos de solvencia del sector, el ratio de integración de capital (RPC) sobre los activos ponderados por riesgo (APR), totalizó 28% para las entidades financieras privadas nacionales. Del mismo modo, la posición de capital (RPC menos exigencia normativa) se situó en torno a 234% para las entidades financieras privadas

nacionales. Parte del incremento de los indicadores de solvencia se deben a las políticas del BCRA. En particular, la suspensión sobre distribuir dividendos.

Los indicadores de capital regulatorio del sistema financiero, tanto a nivel agregado como por grupo de entidades, se ubican por encima de otros países de la región.

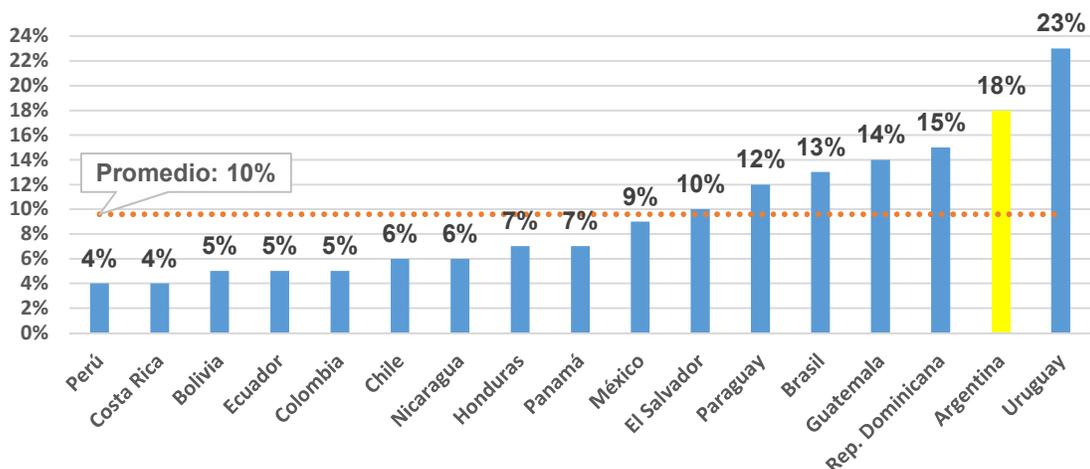
El capital nivel 1 -aquel con mayor capacidad para afrontar pérdidas eventuales- de las entidades locales de forma agregada representó 92% de la integración de capital. En este marco, se destaca que prácticamente la totalidad de las entidades financieras continuó verificando el 100% de los márgenes adicionales de capital.

El coeficiente de apalancamiento, en base a los lineamientos establecidos por el Comité de Basilea (cociente entre el capital regulatorio de mayor calidad y una medida amplia de exposiciones), alcanzó 11,9% en diciembre para el agregado de entidades, superando holgadamente el mínimo de 3%.

El sistema continuó presentando un moderado nivel de apalancamiento tanto desde una comparación histórica como regional. En términos de los estándares internacionales que recomienda el Comité de Basilea, el coeficiente de apalancamiento-cociente entre el capital de mejor calidad y una medida amplia de exposiciones-alcanzó 11,9% en diciembre, superando el umbral mínimo exigido normativamente de 3%, en línea con la recomendación internacional.

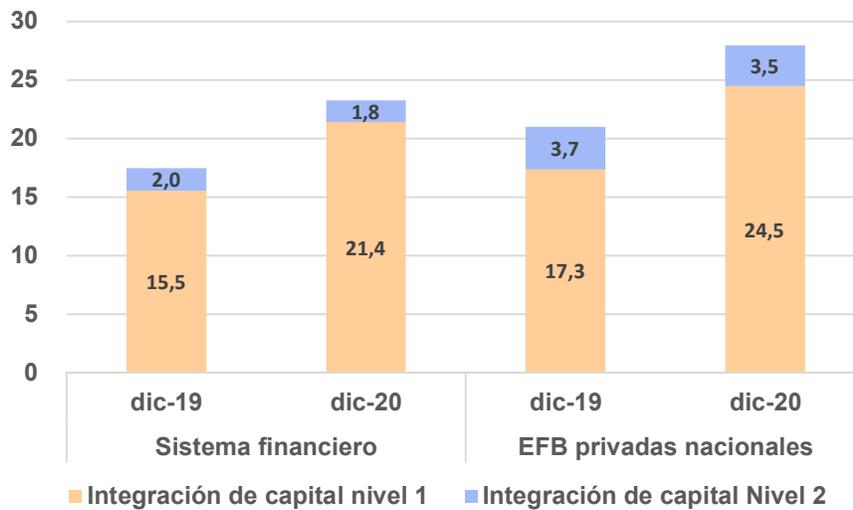
En cuanto a los indicadores de rentabilidad, el sistema financiero acumuló un resultado total integral en moneda homogénea equivalente a 2,2% del activo (ROA) y a 18% del patrimonio neto (ROE).

Gráfico 12: Indicadores de solvencia - ROE



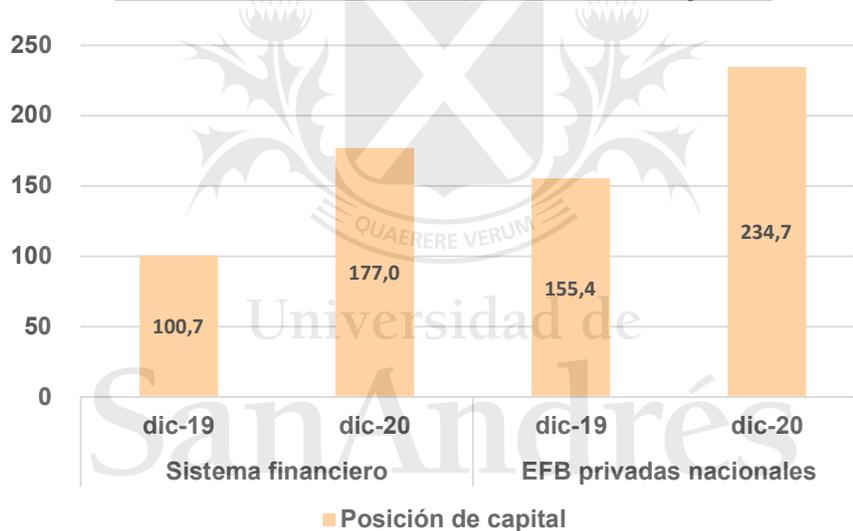
Fuente: Elaboración propia en base a datos de Federación Latinoamericana de Bancos (FELABAN)

Gráfico 13: Integración del capital regulatorio (en % de APR)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de BCRA: Información monetario y sobre bancos.

Gráfico 14: Posición de capital en % de exigencia



Fuente: Elaboración propia en base a datos de BCRA: Información monetario y sobre bancos.

En 2020 el margen financiero de las entidades se ubicó en torno a 11% del activo. A lo largo del año los ingresos por intereses fueron el componente más relevante del margen financiero (8,5% del activo). En segundo lugar, se ubicaron los ingresos provenientes de la cartera de títulos públicos (8% del activo). Por otro lado, los intereses por depósitos resultaron los principales egresos del margen financiero (9% del activo). Entre los conceptos no financieros, en el año se destacaron los resultados por servicios (1,9% del activo) como fuente de ingresos, mientras que los gastos de administración (6,6% del activo) y los cargos por incobrabilidad (1,6% del activo) resultaron los principales egresos.

La estimación de las tasas de interés implícitas y su diferencial son instrumentos que contribuyen a evaluar el comportamiento de las principales fuentes de ingresos y egresos en moneda nacional del cuadro de rentabilidad de las entidades.

Tabla 3: Cuadro de rentabilidad del Sistema Financiero (en % del activo neteado)

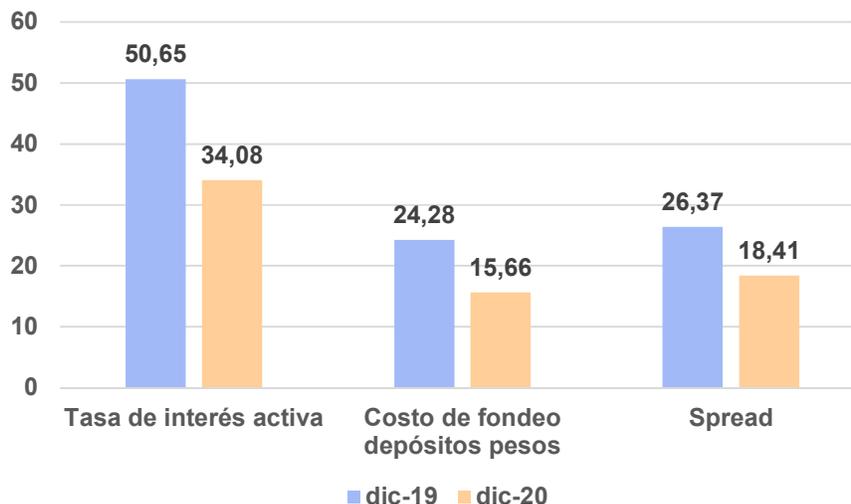
Conceptos	mar-20	jun-20	sep-20	dic-20	2020
Margen financiero	12,2	11,3	10,4	10,0	11,0
Ingresos por intereses	10,3	8,2	7,7	8,0	8,5
Ajustes CER y CVS	1,8	1,2	1,0	1,5	1,4
Diferencias de cotización	0,7	0,7	0,9	0,9	0,8
Resultado por títulos valores	9,3	7,3	8,5	7,0	8,0
Primas por pases	0,9	1,0	1,4	3,0	1,6
Egresos por intereses	-10,3	-7,0	-8,7	-10,1	-9,0
Otros resultados financieros	-0,4	-0,2	-0,4	-0,4	-0,3
Resultado por servicios	2,0	1,9	1,8	1,8	1,9
Cargos por incobrabilidad	-1,6	-2,1	-1,1	-1,6	-1,6
Gastos de administración	-7,0	-6,5	-6,4	-6,5	-6,6
Resultado monetario	-0,2	-0,1	0,3	-0,1	-0,0
Impuestos y otros	-2,0	-1,8	-1,8	-1,4	-1,7
Resultado	3,5	2,7	3,2	2,2	2,9
Otros resultados integrales (ORI)	-1,4	0,7	-1,2	-0,7	-0,6

Resultado total / Patrimonio neto (ROE)	17,2	25,1	16,5	14,4	18,2
Resultado total (ROA)	2,2	3,3	2,0	1,5	2,2

Fuente: Elaboración propia en base a datos de BCRA: Información monetario y sobre bancos.

Gráfico 15: Tasas de interés implícitas estimadas – Sistema Financiero (%)

Fecha	Tasa de interés activa	Costo de fondeo depósitos pesos	Spread
dic-19	50,65	24,28	26,37
dic-20	34,08	15,66	18,41



Fuente: Elaboración propia en base a datos de BCRA: Información monetario y sobre bancos.

Baja ponderación de las partidas en moneda extranjera y reducido descalce de moneda en el balance del sistema financiero. En un escenario de disminución de la intermediación financiera en moneda extranjera a lo largo de 2020, y ante el marco regulatorio vigente, la participación del activo y del pasivo en esa denominación en el balance del sistema continuó reduciéndose. El activo en moneda extranjera representó 19,1% de los activos totales, mientras que los pasivos en esta denominación alcanzaron 17,9% del fondeo total. La diferencia entre activos y pasivos en moneda extranjera (incluyendo compras netas a término fuera de balance) del sector se mantiene en niveles bajos, en el orden de 10% de la RPC.

Acotada exposición al riesgo de descalces de plazo. La operatoria de las entidades financieras continúa focalizada en actividades transaccionales, evidenciando un acotado descalce de plazos.

Entre los principales riesgos exógenos al sistema que eventualmente podrían llegar a enfrentarse, se destacan los siguientes:

i. Riesgo de una recuperación de la economía más débil que la esperada. El crecimiento económico podría verse condicionado por cambios en algunas cuestiones locales, como la evolución de la situación epidemiológica, el grado de avance en la flexibilización de las medidas de aislamiento sanitario o aumento de la incertidumbre aún remanente. Una economía relativamente más deteriorada tendría incidencia directa sobre la intermediación financiera (principalmente sobre la oferta y demanda de crédito, con correlato en las fuentes de ingresos de las entidades) y sobre la capacidad de pago de las personas deudoras del sistema financiero.

ii. Riesgo de volatilidad en mercados financieros locales. Se sumaron tensiones en los mercados de deuda (en el marco del proceso de renegociación) y, más recientemente, desequilibrios temporales en la oferta y demanda de divisas con efecto sobre el mercado de cambios. No podría descartarse la eventual reaparición de cierta volatilidad en los mercados. Una mayor volatilidad en las tasas de interés y en el tipo de cambio afectaría tanto al contexto en el cual se lleva a cabo la intermediación financiera (incluyendo la evolución y composición del fondeo de los bancos) como al riesgo de crédito enfrentado por el sistema.

iii. Riesgos operacionales vinculados a la mayor dependencia a recursos tecnológicos, por ejemplo, al mayor uso de los canales digitales y el teletrabajo. Aunque hasta el momento no se han verificado eventos disruptivos de alto impacto, la dinámica impuesta por la pandemia implica una mayor exposición a riesgos

operacionales, como los asociados a estafas o fraudes vinculados a la ingeniería social (“*phishing*” o “*ransomware*”), u otro tipo de ataques a la seguridad de la información, o a problemas en la provisión de servicios de intermediación y pagos.

2.4. Composición del Sistema Financiero Argentino

El sistema financiero argentino se ha caracterizado por ser transaccional, principalmente debido a las condiciones macroeconómicas y políticas del país vinculadas en mayor medida a elevados niveles de inflación y a una consecuente pérdida de confianza en la moneda local.

Banco Macro conforma y compite con las entidades calificadas por el BCRA de Grupo A que está integrado por aquellas entidades en las cuales el importe de sus depósitos es mayor o igual al 1% del total de los depósitos del sistema financiero.

Tabla 4: Tamaño y participación en el sistema financiero

(en miles de millones de pesos)

Nº	ACTIVOS	\$	%	PRESTAMOS	\$	%
1	NACION ARGENTINA	2.109.131	19%	NACION ARGENTINA	618.410	17%
2	SANTANDER	983.192	9%	GALICIA	432.917	12%
3	GALICIA	947.559	9%	SANTANDER	371.803	10%
4	PROV BUENOS AIRES	922.097	8%	PROV BUENOS AIRES	302.804	9%
5	MACRO	749.965	7%	BBVA ARGENTINA	261.588	7%
6	BBVA ARGENTINA	677.686	6%	MACRO	256.109	7%
7	CREDICOOP	426.127	4%	CIUDAD DE BS AS	126.258	4%
8	HSBC BANK	418.713	4%	HSBC BANK	115.884	3%
9	CIUDAD DE BS AS	370.580	3%	ICBC	112.541	3%
10	ICBC	354.697	3%	PATAGONIA	103.349	3%
11	CITIBANK NA	327.553	3%	SUPERVIELLE	95.019	3%
12	PATAGONIA	292.017	3%	PROV CORDOBA	82.782	2%
13	PROV CORDOBA	247.166	2%	CREDICOOP	65.337	2%
14	SUPERVIELLE	236.073	2%	ITAU ARGENTINA	56.431	2%
15	NVO SANTA FE	192.613	2%	BICE	48.121	1%
16-79	RESTO BANCOS	1.650.513	15%	RESTO BANCOS	506.378	14%
79	SISTEMA FINANCIERO	10.905.683	100%	SISTEMA FINANCIERO	3.555.733	100%

N°	DEPOSITOS	\$	%	PATRIMONIO NETO	\$	%
1	NACION ARGENTINA	1.719.580	21%	NACION ARGENTINA	285.496	17%
2	PROV BUENOS AIRES	765.205	10%	GALICIA	149.347	9%
3	SANTANDER	744.818	9%	MACRO	148.079	9%
4	GALICIA	678.103	8%	SANTANDER	122.348	7%
5	MACRO	485.045	6%	BBVA ARGENTINA	102.619	6%
6	BBVA ARGENTINA	476.510	6%	PROV BUENOS AIRES	99.866	6%
7	CREDICOOP	323.918	4%	CITIBANK NA	79.293	5%
8	HSBC BANK	296.352	4%	CREDICOOP	77.546	5%
9	CIUDAD DE BS AS	294.113	4%	HSBC BANK	60.598	4%
10	ICBC	231.359	3%	ICBC	59.955	4%
11	CITIBANK NA	218.351	3%	PATAGONIA	50.189	3%
12	PROV CORDOBA	211.634	3%	CIUDAD DE BS AS	47.946	3%
13	PATAGONIA	211.522	3%	SAN JUAN	43.072	3%
14	SUPERVIELLE	175.216	2%	NVO SANTA FE	34.057	2%
15	NVO SANTA FE	151.583	2%	SUPERVIELLE	28.378	2%
16-79	RESTO BANCOS	1.065.713	13%	RESTO BANCOS	301.282	18%
79	SISTEMA FINANCIERO	8.049.024	100%	SISTEMA FINANCIERO	1.690.071	100%

Fuente: Elaboración propia en base a datos de BCRA: Información de Entidades Financieras

2.5. Principales conclusiones de la sección

En base al análisis efectuado en esta sección, es importante detallar los principales aspectos a considerar, las fortalezas y debilidades, tales como:

- Aspectos a considerar:
 - o Las presiones en mercado de cambios y la insuficiencia de la demanda de pesos para absorber la liquidez excedente llevaron al BCRA a intervenir en el mercado de cambios vendiendo reservas y colocando obligaciones remuneradas en el sistema financiero.
 - o La base monetaria pasó de 6,5% del PBI hasta 8,1% a la finalización del año y el M2 privado (circulante del público más depósitos a la vista en pesos del sector público y privado no financiero) desde 8,4% al 11,8%.
 - o Se caracteriza al sistema financiero con participación en intermediación financiera muy pequeño, con bajos niveles de crédito, tasas reales negativas y depósitos principalmente de corto plazo.
 - o Depósitos meramente transaccionales. Alta concentración en el corto plazo, donde los depósitos a 30 días son el 70%. La transaccionalidad del sistema financiero dificulta el desarrollo del crédito de largo plazo.
 - o En diciembre de 2019 la tasa de política monetaria (Leliq 7 días) había cerrado en 55%. A fin del 2020, el plazo de las Leliqs era a 28 días y la tasa cerró en 38%.

- Desde 2020, los bancos reportan sus cuentas ajustadas por inflación.
- Fortalezas:
 - En 2020, el total de depósitos privados crecieron 64,5%, por la combinación de 85,7% en pesos y del 13,9% en dólares (en pesos por depreciación del tipo de cambio).
 - El crédito en pesos (privado y público) se incrementó 46,9% y creció un punto del PBI hasta 8,7%, impulsado por préstamos a empresas.
 - La morosidad del sistema financiero alcanza 4,4% del total y 4,1% el sector privado. Entre los bancos privados, es aún más bajo ubicándose en 2,3%. La banca privada tiene provisionado más del 200% de su cartera irregular.
 - El sistema financiero finalizó el año con niveles holgados de provisionamiento. El ratio entre el capital regulatorio y crédito al sector privado (neto de provisiones totales) a nivel agregado, se ubica actualmente en el máximo nivel de los últimos 15 años.
 - El sistema financiero dispone de un ratio de capitalización de 21,3%, un 75% más de lo que requieren las normas de Basilea.
 - El sistema financiero cerró 2020 con elevados márgenes de solvencia. Para las entidades financieras privadas, el ratio de integración de capital (RPC) sobre los activos ponderados por riesgo (APR), totalizó 25,5% y la posición de capital (RPC menos exigencia normativa) se situó en 208%.
 - Baja ponderación de las partidas en moneda extranjera y reducido descalce de moneda en el balance del sistema financiero.
 - Acotado riesgo de descalce de plazo. La operatoria continúa focalizada en actividades transaccionales, evidenciando un acotado descalce de plazos.
 - El sistema financiero cerró el año con niveles elevados de liquidez.
 - Los indicadores de capital regulatorio del sistema financiero, tanto a nivel agregado como por grupo de entidades, se ubican por encima de otros países de la región.
 - El coeficiente de apalancamiento, en base a los lineamientos establecidos por el Comité de Basilea (cociente entre capital regulatorio de mayor calidad y una medida amplia de exposiciones) alcanzó 11,9%, superando holgadamente el mínimo de 3%.

- Debilidades:
 - El crédito bancario al sector privado representó el 12,1% del PBI en 2020, cuando el promedio regional de los últimos 10 años fue cercano a 50%.
Desarrollo muy limitado del crédito privado. A mayor ratio, más robusta es una economía a la hora de financiar proyectos de largo plazo que alimentan la inversión y crecimiento sostenido de largo plazo. Argentina posee uno de las peores ratios de Latinoamérica.
 - El crecimiento de la profundización financiera en la región tuvo una excepción en la Argentina, ubicada en la última posición, tanto en préstamos como en depósitos en relación al PBI. Bajo la perspectiva de cartera, entre 2011 y 2020, se evidencian aumentos sostenidos entre los países de América Latina, con la excepción de Argentina.
 - El sistema financiero argentino presenta menores niveles de intermediación financiera en Latinoamérica, condición que se profundizó en los dos últimos años.
 - La ausencia de depósitos a largo plazo es origen del bajísimo nivel de crédito en relación al PBI. Los depósitos son la materia prima ausente de los préstamos que escasean.
 - El ROE de la banca cayó de 46% a 14,7%, mientras que el retorno sobre activos pasó de 5,4% a 2,2%. La caída de rentabilidad se debe a menor margen financiero y un gasto administrativo que pasó de 53% a más del 60% del margen de intermediación.
- Oportunidades:
 - El sistema financiero argentino sigue siendo uno de los que presenta menores niveles de intermediación financiera en Latinoamérica, condición de gran potencial de crecimiento que presenta el sistema financiero argentino para los próximos años.
- Amenazas:
 - Riesgo de una recuperación de la economía más débil que la esperada. El crecimiento económico podría verse condicionado por la evolución de la situación epidemiológica, medidas de aislamiento sanitario o aumento de la incertidumbre. Una economía más deteriorada tendría incidencia directa sobre la intermediación financiera (oferta y demanda de crédito) y sobre la capacidad de pago de las personas deudoras del sistema financiero.

- Riesgo de volatilidad en mercados financieros locales. Se sumaron tensiones en los mercados de deuda (proceso de renegociación) y desequilibrios temporales en oferta y demanda de divisas con efecto sobre el mercado de cambios. Una mayor volatilidad en las tasas de interés y en el tipo de cambio afectaría tanto la intermediación financiera como al riesgo de crédito enfrentado por el sistema.
- Riesgos operacionales vinculados a mayor dependencia a recursos tecnológicos y mayor uso de los canales digitales y teletrabajo. Implica una mayor exposición a riesgos operacionales, como los asociados a estafas o fraudes vinculados a la ingeniería social (“phishing” o “ransomware”), u otro tipo de ataques a la seguridad de la información, o a problemas en la provisión de servicios de intermediación y pagos.



Universidad de
San Andrés

3. Banco Macro

Banco Macro S.A. es un banco universal y nacional de capitales privados con la mayor red de sucursales en la Argentina.

Actualmente cuenta con más de 8.000 empleados y 463 Sucursales en todo el país. Cotizando en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires y en la Bolsa de Nueva York, desde 1994 y marzo 2006, respectivamente, y sus acciones se encuentran bajo el identificador BMA (NYSE: BMA; Buenos Aires: BMA).

El banco provee una amplia red de servicios financieros, con foco en individuos de ingresos bajos y medios, y pequeñas y medianas empresas. Asimismo, es Agente financiero en 4 Provincias.

3.1. Historia del Banco

- 1978: Macro Compañía Financiera se inscribe en registro de comercio.
- 1985: Macro inició sus actividades como institución financiera no bancaria con la adquisición de Macro Financiera.
- 1988: Autorizado por Banco Central de República Argentina para funcionar como banco comercial. Cambio de denominación social a Banco Macro S.A.
- 1996: Macro adquirió paquetes accionarios de bancos provinciales: Banco Misiones (93%), Banco Salta (98%) y Banco Jujuy (100%).
- 2001: Sólidamente posicionado en norte del país, Macro amplió su presencia nacional adquiriendo el 59.58% del capital social de Banco Bansud S.A.
- 2002: Adquirió 36 sucursales del Scotiabank Quilmes.
- 2003: Banco Macro y Banco Bansud se fusionan con el objetivo estratégico de integrar una entidad con presencia en todo el territorio argentino.
- 2004: Macro adquirió Nuevo Banco Suquía S.A. conformando así la mayor red privada de sucursales en el país fuertemente extendida en el interior.
- 2005: Banco Empresario del Tucumán Cooperativa Limitada fue adquirido por Macro Bansud, incorporándose sucursales del Banco a Macro.
- 2006: Adquirió Banco del Tucumán y lo mantuvo como agente financiero de la provincia. Cambió la denominación de Macro Bansud a Macro, realizó su desembarco en Bolsa de Nueva York (NYSE) y adquirió Nuevo Banco Bisel.
- 2007: Fusión con el Nuevo Banco Suquía S.A.
- 2009: Fusión con Nuevo Banco Bisel S.A.

- 2010: Macro adquirió el Banco Privado de Inversiones S.A, con el objetivo de reforzar la estrategia en Buenos Aires.
- 2019: Fusión con Banco del Tucumán.

Se detallan los principales casos de fusiones/adquisiciones:

Banco Misiones	Banco Mayo	Banco Bansud	Banco Tucumán
Banco Noroeste	Banco Almafuerite	Scotiabank	Banco Bisel
Banco de Salta	Banco Mendoza	Banco Suquía	
Banco Jujuy	Banco Israelita	Banco Priv. Inversiones	

Banco Macro fue fundado por las familias Brito y Carballo, quienes actualmente continúan siendo los accionistas mayoritarios.

Total de acciones en circulación al 31 de diciembre de 2020: 639.413.408.

A continuación, se detalla la estructura accionaria del Banco:

Apellido y Nombre / Razón social	Capital (%)	Votos (%)
ANSES	28,80	26,90
Carballo Delfin Jorge Ezequiel	17,47	19,19
Brito Jorge Horario (*)	17,28	19,65
Accionistas agrupados (Bolsas del país)	9,72	9,28
Accionistas agrupados (Bolsas del exterior)	26,73	24,98

(*) Con motivo del fallecimiento del señor Jorge Horacio Brito el 20 de noviembre de 2020, por disposición testamentaria, las acciones de su titularidad fueron transferidas ad referéndum del BCRA al fideicomiso de administración denominado "Trust JHB", cuyos beneficiarios son sus herederos forzosos.

Universidad de
San Andrés

Gráfico 16: Evolución del Banco – sucursales y activos



Fuente: Banco Macro – Relación con Inversores

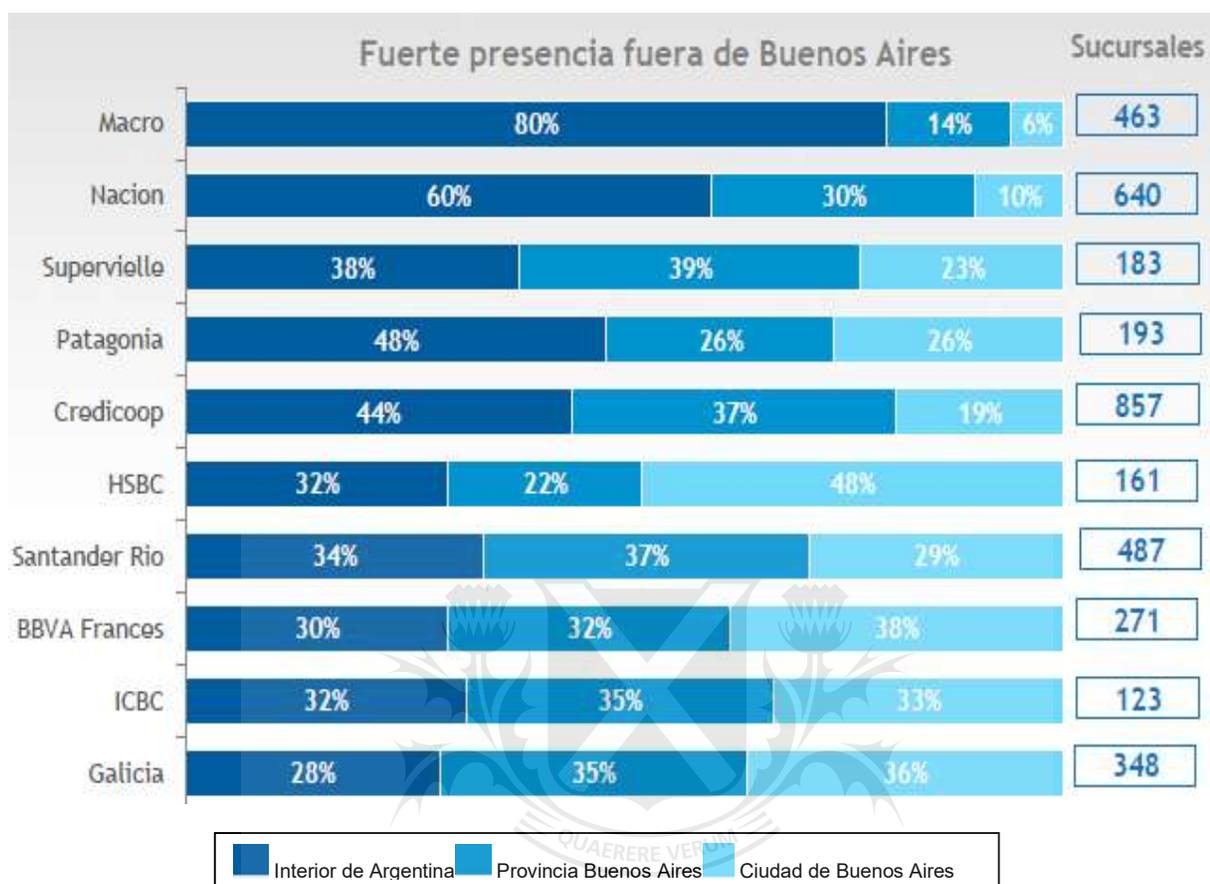
3.2. Red de Sucursales: Principales características y zonas geográficas

El Banco posee sucursales en todas las provincias de Argentina (salvo Formosa) logrando una fuerte presencia:

463 Sucursales	1.572 cajeros automáticos
960 Terminales auto consulta	35 Anexos

- 80% sucursales en Interior del país. Fuerte presencia fuera de Buenos Aires.
- 14% de sucursales en la Provincia de Buenos Aires.
- 6% de sucursales en la Ciudad de Buenos Aires.

Gráfico 17: Presencia de sucursales (bancos con 100 o más sucursales)



Fuente: Banco Macro Memoria y Estados Contables 2020.

Regiones	Cantidad de sucursales	Sucursales sistema financiero	Participación
NOA	100	311	32 %
Centro	177	1.021	17 %
NEA	52	372	14 %
Patagónica	21	313	7 %
Cuyo	18	263	7 %
Provincia de Buenos Aires	67	1.495	4 %
Ciudad de Buenos Aires	28	830	3 %
TOTAL	463	4.605	10 %

Fuente: Elaboración propia en base a datos de Banco Macro Memoria y Estados Contables 2020.

3.3. Principales características e indicadores

Agente financiero en 4 provincias

La compañía es agente financiero exclusivo en Salta, Misiones, Jujuy y Tucumán, lo cual le permite captar una importante cantidad de clientes, lograr un rápido crecimiento en el segmento minorista y generar operaciones de ventas cruzadas entre empleados y parientes, compañías con contratos gubernamentales y compañías que operan en economías regionales.

Adicionalmente, se pueden detallar como beneficios por ser agente financiero que es el banco del Gobierno provincial, facilitando las cuentas bancarias de la nómina de empleados públicos.

Provincias	Población (en millones)	Participación Mercado por Sucursales	Vencimiento Contrato
Salta	1,2	46%	2026
Misiones	1,1	52%	2029
Jujuy	0,7	47%	2024
Tucumán	1,5	42%	2021

Fuente: Banco Macro Memoria y Estados Contables 2020.

Por otra parte, Banco Macro es la sociedad controlante de otras entidades, que denominamos “sociedades subsidiarias” o “subsidiarias”.

Gráfico 18: Empresas controladas por Banco Macro



Fuente: Banco Macro Memoria y Estados Contables 2020.

- **Macro Bank Limited:** Entidad establecida en Bahamas que se dedica al negocio bancario y a toda clase de inversiones financieras, de actividades comerciales, de negociación y otras operaciones.
- **Macro Securities:** Empresa argentina líder en el mercado bursátil y manejo de activos, que ofrece asesoramiento y administración de inversiones para una amplia gama de clientes, incluyendo particulares hasta corporaciones.

- **Macro Fiducia:** Entidad que tiene como objetivo realizar actividades de agente fiduciario, de análisis y asesoramiento financiero, de mandataria y de servicios financieros y de inversión.
- **Macro Fondos:** Sociedad administradora de Fondos Comunes de Inversión, que a través de su trayectoria se posicionó entre los primeros participantes del mercado local en el lanzamiento de tales fondos.
- **Argenpay:** Entidad que tiene como objeto el desarrollo de una red propia o incorporación a otras redes para transaccionar con personas humanas o jurídicas (presencial o remota), los pagos electrónicos, billeteras, monederos electrónicos o virtuales y comercio electrónico.

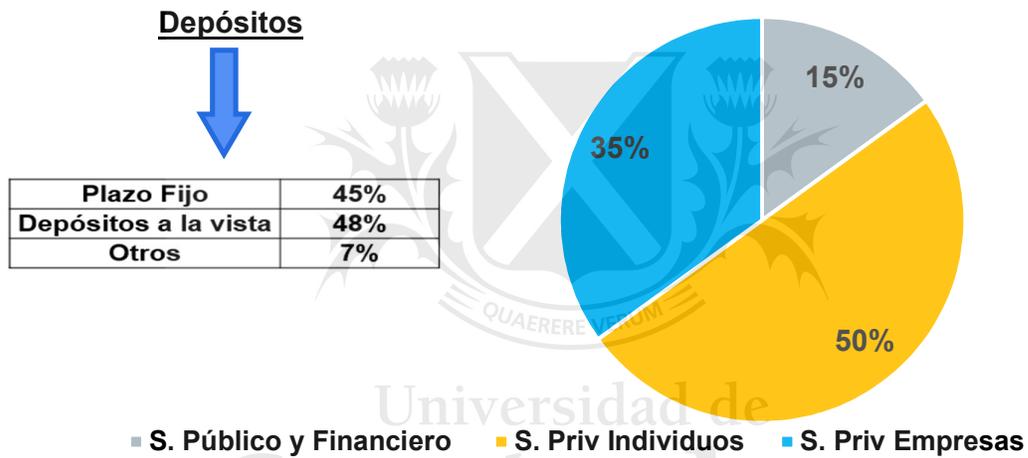
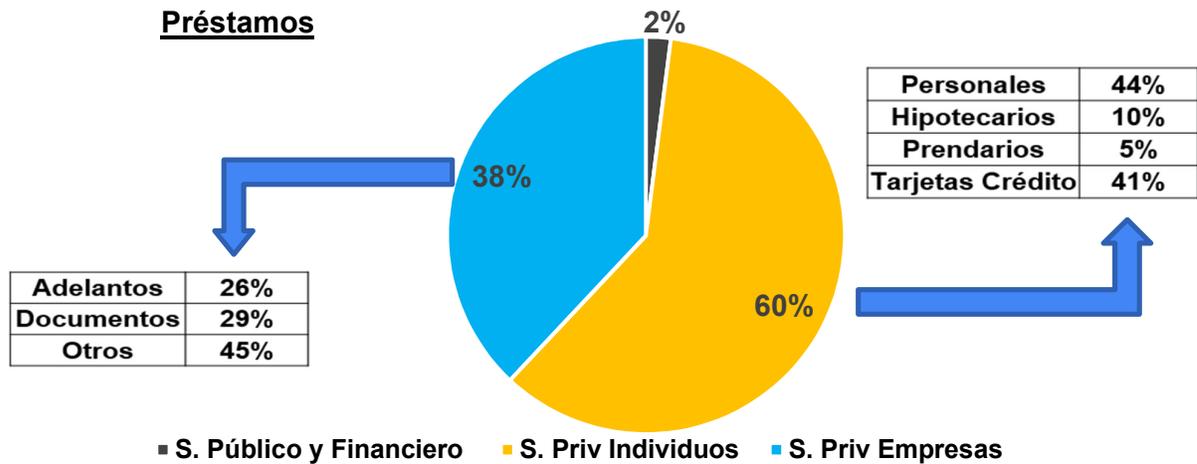
Cantidad de clientes

- Clientes minoristas: 4.127.191.
- Clientes corporativos: 84.691.



Universidad de
San Andrés

Gráfico 19: Principales productos del Banco



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Relación con inversores y Estados Contables 2020.

Tabla 5: Crecimiento histórico de Macro y Sistema financiero

(en millones de pesos)

ACTIVOS	Ranking Sist. Fin.	4	6	5	6	6	6	6	6	6	6	5
	Año	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
	MACRO	30.771	38.283	43.999	53.904	68.239	95.478	144.421	211.023	323.268	425.324	749.965
	SISTEMA FINANCIERO	511.038	628.994	790.375	1.005.680	1.340.880	1.846.097	2.645.673	3.468.783	5.505.993	6.733.723	10.905.683
	Market Share	6%	6%	6%	5%	5%	5%	5%	6%	6%	6%	7%
	Crecimiento Sistema		117.956	161.381	215.305	335.200	505.217	799.576	823.111	2.037.210	1.227.730	4.171.960
	Crecimiento Sistema %		23%	26%	27%	33%	38%	43%	31%	59%	22%	62%
	Crecimiento Macro		7.512	5.716	9.905	14.335	27.239	48.943	66.602	112.245	102.056	324.641
	Crecimiento Macro %		24%	15%	23%	27%	40%	51%	46%	53%	32%	76%
	Crecimiento Estimado Macro		37.874	47.591	60.555	80.738	111.159	159.304	208.866	331.532	405.458	656.664
	Variación estimada vs real		410	-3.592	-6.651	-12.499	-15.681	-14.883	2.157	-8.264	19.867	93.301

PRÉSTAMOS	Ranking Sist. Fin.	5	4	5	5	6	5	5	6	6	5	6
	Año	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
	MACRO	14.700	22.542	28.789	35.837	39.759	56.825	81.044	121.618	164.522	218.772	256.109
	SISTEMA FINANCIERO	223.844	325.144	424.329	550.956	649.206	890.864	1.136.955	1.691.214	2.279.521	2.728.821	3.555.732
	Market Share	7%	7%	7%	7%	6%	6%	7%	7%	7%	8%	7%
	Crecimiento Sistema		101.300	99.185	126.627	98.250	241.658	246.091	554.259	588.307	449.301	826.911
	Crecimiento Sistema %		45%	31%	30%	18%	37%	28%	49%	35%	20%	30%
	Crecimiento Macro		7.842	6.247	7.049	3.922	17.066	24.218	40.574	42.904	54.250	37.337
	Crecimiento Macro %		53%	28%	24%	11%	43%	43%	50%	35%	33%	17%
	Crecimiento Estimado Macro		21.352	27.865	36.181	42.633	58.502	74.663	111.060	149.694	179.199	233.501
	Variación estimada vs real		1.190	923	-343	-2.874	-1.677	6.381	10.558	14.828	39.573	22.608

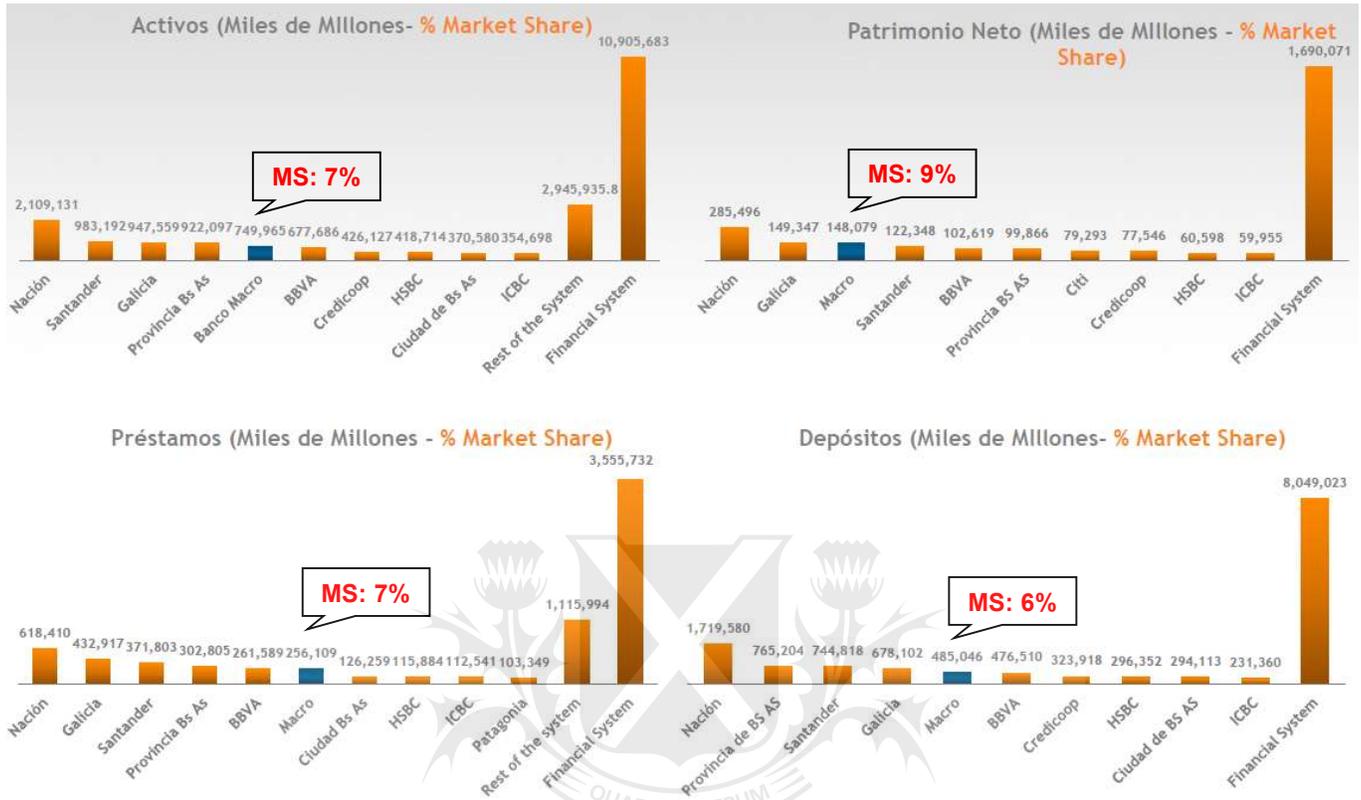
Fuente: Elaboración propia en base a datos de BCRA: Información de Entidades Financieras

DEPÓSITOS	Ranking Sist. Fin.	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	5
	Año	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
	MACRO	20.908	26.433	32.494	38.647	48.214	67.911	102.497	132.820	219.726	262.384	485.046
	SISTEMA FINANCIERO	376.344	462.537	595.764	752.423	979.387	1.354.391	1.969.029	2.445.998	4.084.868	4.838.130	8.049.024
	Market Share	6%	6%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	6%
	Crecimiento Sistema		86.193	133.227	156.659	226.964	375.004	614.638	476.969	1.638.871	753.262	3.210.894
	Crecimiento Sistema %		23%	29%	26%	30%	38%	45%	24%	67%	18%	66%
	Crecimiento Macro		5.525	6.061	6.153	9.567	19.697	34.586	30.323	86.906	42.658	222.662
	Crecimiento Macro %		26%	23%	19%	25%	41%	51%	30%	65%	19%	85%
	Crecimiento Estimado Macro		25.696	33.098	41.801	54.410	75.244	109.390	135.889	226.937	268.785	447.168
Variación estimada vs real		737	-604	-3.154	-6.196	-7.333	-6.894	-3.069	-7.211	-6.401	37.878	

PATRIMONIO NETO	Ranking Sist. Fin.	2	3	3	3	3	3	2	2	2	2	3
	Año	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
	MACRO	4.153	4.720	6.199	8.627	11.492	15.876	22.106	43.131	54.847	89.806	148.079
	SISTEMA FINANCIERO	57.552	70.117	90.823	121.791	168.205	226.878	297.212	401.196	599.143	896.979	1.690.071
	Market Share	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	11%	9%	10%	9%
	Crecimiento Sistema		12.565	20.706	30.968	46.414	58.674	70.334	103.984	197.947	297.835	793.093
	Crecimiento Sistema %		22%	30%	34%	38%	35%	31%	35%	49%	50%	88%
	Crecimiento Macro		567	1.480	2.428	2.864	4.384	6.230	21.025	11.716	34.959	58.273
	Crecimiento Macro %		14%	31%	39%	33%	38%	39%	95%	27%	64%	65%
	Crecimiento Estimado Macro		5.059	6.554	8.788	12.137	16.371	21.446	28.949	43.233	64.724	121.951
Variación estimada vs real		-340	-354	-161	-645	-495	660	14.181	11.614	25.082	26.127	

Fuente: Elaboración propia en base a datos de BCRA: Información de Entidades Financieras

Gráfico 20: Participación del Banco (Market Share-MS) en Sistema Financiero



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Banco Macro – Relación con Inversores

Principales resultados económicos – financieros al 31 de diciembre de 2020

- \$30.269 millones resultado neto positivo del período.
- \$148.079 millones de patrimonio neto del Banco.
- \$439.772 millones de liquidez al cierre del ejercicio.
- 14% de resultado neto superior a 2019.
- \$157.080 millones de ingresos por intereses.
- 17% de caída interanual del margen financiero y comisiones netas.
- 21,45% retorno sobre el capital (ROE).
- 4,18% retorno sobre el activo (ROA).
- 256.109 millones en préstamos totales.
- 15,1% de participación de mercado en préstamos personales.
- 11% de crecimiento interanual en tarjetas de crédito.
- 485.046 millones de depósitos totales.
- 10% de participación de mercado en depósitos totales del sector privado.

- 37% de crecimiento anual de los depósitos totales.

A su vez, a continuación, se detallan al cierre del ejercicio 2020, las principales características y composición de la estructura patrimonial y de resultados, como así también, los ratios más utilizados en el sistema financiero.

Es importante mencionar que en la sección de “principales competidores” se hará también una comparación y conclusiones del análisis de los principales componentes y ratios que se detallan a continuación:

Tabla 6: Principales características e indicadores Banco Macro - 2020

Conceptos (Cantidad)	
Cuentas corrientes	807.632
Cuentas de ahorro	4.943.608
Cajas ahorro ayuda social	675.798
Cuentas previsionales	1.043.513
Plazo fijo Individuos	292.431
Plazo fijo Empresas	11.423
Préstamos hipotecarios	23.495
Préstamos prendarios	8.057
Otros préstamos	4.365.488
Dotación personal	8.489
Titulares tarjetas de crédito	1.484.917
Tarjetas de crédito (plásticos)	2.599.113
Tarjetas de débito	4.352.541

Detalle	
TOTAL FINANCIACIONES (MM \$)	270.458
Sit.1: En situación normal (%)	98,09
Sit.2: Riesgo bajo (%)	1,13
Cartera Regular (Sit.1 + Sit.2)	99,22
Sit.3: Riesgo medio (%)	0,11
Sit.4: Riesgo alto (%)	0,17
Sit.5: Irrecuperable (%)	0,5
Cartera Irregular (Sit.3+Sit.4+Sit.5)	0,78
TOTAL Garantías Preferidas (%)	19,31
Previsiones por incobrabilidad	10.031
Previsiones / Total Financiaciones	3,71%

Fuente: Elaboración propia en base a datos de BCRA, Relación con inversores y Estados Contables

CAPITAL (%)	
C1 - Apalancamiento (en veces)	3,81
C2 - Pérdida Potencial Cartera en Situación 2 a 5	-3,28
C3 - Pérdida Potencial Cartera en Situación 3 a 5	-5,36
ACTIVOS (%)	
A11 - Cartera Irregular Sector Privado	0,78
A12 – Part. Cartera Comercial Sector Privado	39,55
A13 – Part. Cartera Consumo Sector Privado	60,45
A14 - Previsiones sobre Cartera Irregular Total	478,04
A16 - Cartera Irregular Consumo Sector Privado	0,58
A17 - Cartera Irregular Comercial Sector Privado	1,12
A21 - Posición de Previsiones Mín SPNF	156,64
A9 - Total Cartera Irregular / Total Financiaciones	0,78
AG29 - Efectivo y Depósito en Bancos / Activo	15,67
AG3 - Cartera Vencida del Sector Privado	0,61
EFICIENCIA (%)	
E1 - Absorción Gastos de Ad. c/ Volumen de Negocio	6,19
E2 - Margen Rentabilidad Operat. /Gastos Estructura	65,45
E4 - Depósitos por Empleado (MM \$)	55,95
E5 - Financiaciones por Empleado (MM \$)	28,63
RENTABILIDAD (%)	
R1 - Rendimiento Anual del Patrimonio (ROE)	21,45
R17 - Gastos en Personal / Gastos de Administración	57,07
R2 - Rendimiento Ordinario del Patrimonio	24,91
R8 - Tasa Implícita Préstamos Totales	36,18
R9 - Tasa Implícita Depósitos Totales	14,53
RG1 - Retorno sobre Activos (ROA)	4,18
RENTABILIDAD (%)	
RG15 - Retorno sobre Activos (ROA) antes Imp. Gcias	6,17
RG2 - Ingresos Financieros Netos / Activo	10,76
RG3 - Cargos por Incobrabilidad / Activo	1,32
RG4 - Ingresos Netos por Servicios / Activo	2,83
RG5 - Gastos de Administración / Activo	7,42
LIQUIDEZ (%)	
L1 - Liq con títulos c/cotiz + posición de call y leliq	60,99
L8_II - Liquidez con títulos con cotiz	34,49
L9 - Liquidez con leliq y pases	59,44

Fuente: Elaboración propia en base a datos de BCRA, Relación con inversores y Estados Contables

Es importante mencionar que en la sección de “Anexos - Anexo: Fórmulas utilizadas en el cálculo de los indicadores” se expone el detalle y descripción de cada ratio expuesto precedentemente.

Tabla 7: Composición estructura patrimonial y resultados Banco Macro - 2020

Conceptos	
ACTIVO	100%
EFFECTIVO Y DEPOSITO EN BANCOS	15%
TÍTULOS PÚBLICOS Y PRIVADOS	35%
PRÉSTAMOS	34%
OTROS CRED.POR INTERM.FINAN.	8%
CREDITOS ARRENDAMIENTO FINANCIERO	0%
PART. EN OTRAS SOCIEDADES	1%
CRÉDITOS DIVERSOS	1%
PROPIEDAD, PLANTAS Y EQUIPO	5%
BIENES DIVERSOS	0%
ACTIVOS INTANGIBLES	1%
PARTIDAS PEND. DE IMPUTACIÓN	0%
PASIVO	100%
DEPÓSITOS	81%
OTRAS OBLIG.POR INTERMED. FINANC.	7%
OBLIGACIONES DIVERSAS	6%
PROVISIONES	0%
OBLIGACIONES SUBORDINADAS	6%
PARTIDAS PENDIENTES DE IMPUTACIÓN	0%
PATRIMONIO NETO	100%
CAPITAL, APORTES, RESERVAS Y ORI ACUM	114%
RESULTADOS NO ASIGNADOS	-14%
RESULTADOS DEL EJERCICIO	100%
INGRESOS FINANCIEROS	687%
EGRESOS FINANCIEROS	-430%
CARGO POR INCOBRABILIDAD	-32%
INGRESOS POR SERVICIOS	105%
EGRESOS POR SERVICIOS	-37%
GASTOS DE ADMINISTRACIÓN	-177%
CRÉDITOS Y PREV DESAFECTADAS	2%
RESULTADO MONETARIO	54%
OTROS	-5%
IMPUESTO A LAS GANANCIAS	-47%
OTRO RESULTADO INTEGRAL	-20%

3.4. Principales conclusiones de la sección

En base al análisis efectuado en esta sección, es importante detallar los principales aspectos a considerar, las fortalezas y debilidades, tales como:

- Aspectos a considerar:
 - o Banco universal y nacional de capitales privados con más de 8.000 empleados y 463 sucursales en el país. 80% de sucursales se encuentra en el interior de Argentina. Fuerte presencia fuera de Buenos Aires.

- \$148.079 millones de patrimonio neto del Banco.
- \$439.772 millones de liquidez al cierre del ejercicio.
- El 85% de los activos del Banco son efectivo, títulos y préstamos.
- \$485.046 millones de depósitos, que componen el 81% de los pasivos.
- \$157.080 millones de ingresos por intereses.
- 15,1% de participación de mercado en préstamos personales.
- 10% de participación de mercado en depósitos totales del sector privado.
- Fortalezas:
 - Banco nacional con la mayor red de sucursales en la Argentina.
 - Banco de importancia sistémica local.
 - Agente financiero exclusivo en Salta, Misiones, Jujuy y Tucumán.
 - Rankeado n°1 en términos de préstamos personales.
 - Fuerte presencia en segmentos de rápido crecimiento.
 - Ratios de capitalización, liquidez y solvencia muy sólidos.
 - Más de 880.000 de cuentas de acreditación de haberes.
 - \$30.269 millones resultado positivo del período (+14% a 2019).
 - 11% de crecimiento interanual en tarjetas de crédito.
 - 37% de crecimiento anual de los depósitos totales.
 - 21,45% retorno sobre el capital (ROE).
 - 4,18% retorno sobre el activo (ROA).
 - El 99% de los préstamos se encuentra en cartera regular.
- Debilidades:
 - Los flujos de fondos del Banco guardan una relación directa con el contexto macroeconómico del país, que puede ser perjudicial en épocas de crisis económicas, tiempos habituales en Argentina.
 - 17% de caída interanual del margen financiero y comisiones netas
- Oportunidades:
 - Oportunidades de ventas cruzadas para depositantes (especialmente clientes de nómina y PYMES) para utilizar otros productos (tales como tarjetas de crédito, hipotecas, préstamos a largo plazo). Venta cruzada nos permite aumentar crecimiento y al mismo tiempo controlar el riesgo.

- Oportunidad de expandir la oferta de productos más allá de capital de trabajo y financiación pre-exportaciones a corto plazo con préstamos en moneda local extranjera a plazos mayores.



Universidad de
SanAndrés

4. Principales competidores

4.1. Identificación de los competidores

Dentro de las entidades del Grupo A, los principales competidores de Banco Macro son los Bancos Privados con más de 100 sucursales y con una dotación por arriba de 5.000 empleados: Santander Río, BBVA Francés y Galicia.

Bancos	Sucursales	Dotación Personal
Macro	463	8.489
Santander	417	7.786
BBVA	247	5.881
Galicia	335	5.764

Fuente: Elaboración propia en base a datos de BCRA: Información de Entidades Financieras

En términos de actividad, Banco Macro es uno de los principales bancos privados del sistema financiero argentino. Al cierre de diciembre de 2020, la compañía se posicionó en cuarto lugar con respecto a los bancos privados en préstamos y tercer lugar en depósitos totales.

4.2. Principales características e indicadores

A su vez, a continuación, se detallan al cierre del ejercicio 2020, las principales características y composición de la estructura patrimonial y de resultados, como así también, los ratios más utilizados en el sistema financiero de Banco Macro, sus principales competidores y del sistema financiero, a fin de analizar su relevancia y desempeño con respecto al mercado.

Es importante mencionar que en la sección de "Anexos - Anexo: Situación Patrimonial, Resultados e Indicadores 2018 y 2019" se expone también una comparación de los componentes y ratios mencionados correspondientes a los ejercicios 2018 y 2019.

Tabla 8: Principales características e indicadores Principales Competidores - 2020

Montos expresados en millones de pesos. Ratios expresados en %.

Ejercicio	Dic-2020					4 Bancos Competidores	Market Share
	BBVA	SANTANDER	GALICIA	MACRO	Sistema Financiero		
Cuentas corrientes	1.596.408	1.358.476	475.141	807.632	6.586.108	4.237.657	64%
Cuentas de ahorro	5.199.586	6.847.675	5.386.933	4.943.608	71.842.219	22.377.802	31%
Cajas ahorro ayuda social	337.440	125.635	185.938	675.798	9.983.334	1.324.811	13%
Cuentas previsionales	138.022	225.579	600.772	1.043.513	13.839.747	2.007.886	15%
Plazos fijo Individuos	250.359	370.986	326.456	292.431	3.871.994	1.240.232	32%
Plazos fijo Empresas	5.653	14.151	11.275	11.423	154.328	42.502	28%
Préstamos hipotecarios	6.022	27.355	6.897	23.495	260.303	63.769	24%
Préstamos prendarios	8.758	78.452	1.737	8.057	332.413	97.004	29%
Otros préstamos	2.561.204	1.373.083	3.848.081	4.365.488	30.521.307	12.147.856	40%
Dotación de personal	5.881	7.786	5.764	8.489	103.441	27.920	27%
Titulares tarjetas de crédito	3.740.091	1.885.861	3.042.063	1.484.917	23.218.912	10.152.932	44%
Tarjetas de crédito (plásticos)	4.553.743	5.691.576	9.704.512	2.599.113	41.606.489	22.548.944	54%
Tarjetas de débito	2.924.161	4.768.614	4.521.930	4.352.541	56.243.888	16.567.246	29%
Pago Remuneraciones – Acreditaciones							
Cuentas	653.143	997.654	809.243	894.631	9.690.573	3.354.671	35%
Empresas	32.835	63.352	49.975	26.227	315.390	172.389	55%

Fuente: Elaboración propia en base a datos de BCRA: Información Entidades Financieras y Bancos

Detalle	dic-20					
	BBVA	SANTANDER	GALICIA	MACRO	10 Prin. Bancos Priv	Sist. Financiero
FINANCIACIONES (\$)	285.796	414.479	498.252	270.458	2.092.353	4.061.367
Sit.1: En situación normal (%)	98,42	97,24	98,45	98,09	97,73	95,25
Sit.2: Riesgo bajo (%)	0,17	0,55	0,3	1,13	0,6	0,74
Cartera Regular (Sit1+Sit2)	98,59	97,79	98,75	99,22	98,33	95,99
Sit.3: Riesgo medio (%)	0,99	0,96	0,22	0,11	0,51	0,43
Sit.4: Riesgo alto (%)	0,23	0,81	0,41	0,17	0,64	1,86
Sit.5: Irrecuperable (%)	0,21	0,44	0,61	0,5	0,52	1,72
Cartera Irregular (Sit3+Sit4+Sit5)	1,43	2,21	1,24	0,78	1,67	4,01
Garantías Preferidas (%)	7,38	9,99	10,79	19,31	12,43	21,2
Previsiones por incobrabilidad	13.343	24.588	27.086	10.031	103.844	231.554
Previsiones / Financiaciones	4,67%	5,93%	5,44%	3,71%	4,96%	5,70%

Fuente: Elaboración propia en base a datos de BCRA: Información Entidades Financieras y Bancos

DETALLE (%)	dic-20					
	BBVA	SANTANDER	GALICIA	MACRO	10 prin. Bancos Priv	Sistema Financiero
CAPITAL						
C1-Apalancamiento (en veces)	5,59	7,51	5,29	3,81	5,13	5,55
C2-Pérdida Potencial Cartera Sit 2 a 5	-8,66	-12,72	-14,08	-3,28	-6,77	-1,83
C3-Pérdida Potencial Cartera Sit 3 a 5	-9,20	-14,93	-15,17	-5,36	-8,31	-3,79
ACTIVOS						
A11-Cartera Irregular S. Privado	1,45	2,23	1,29	0,78	1,72	3,78
A12-Cartera Comercial S. Privado	43,93	50,16	63,38	39,55	56,73	55,78
A13-Cartera Consumo S. Privado	56,19	49,89	36,62	60,45	43,48	45,56
A14-Previsiones Cartera Irregular	329,75	267,95	436,08	478,04	296,84	137,02
A16-Cartera Irregular Consumo S. Privado	0,94	2,16	1,88	0,58	1,52	1,88
A17-Cartera Irregular Comercial S. Privado	2,11	2,30	0,94	1,12	1,86	5,23
A21 - Posición Previsiones Mín SPNF	203,78	193,96	206,54	156,64	171,25	79,31

DETALLE (%)	dic-20					
	BBVA	SANTANDER	GALICIA	MACRO	10 prin. Bancos Priv	Sistema Financiero
A9-Cartera Irregular / Financiaciones	1,42	2,21	1,25	0,78	1,67	4,01
AG29-Efectivo y Depósitos Bancos / Activo	22,45	21,11	18,23	15,67	21,49	18,28
AG3 - Cartera Vencida del Sector Privado	0,78	1,26	0,87	0,61	1,19	3,14
EFICIENCIA						
E1-Absorción Gastos Adm. c/ Vol. Negocio	5,82	5,66	4,48	6,19	6,09	6,08
E2-Rentabilidad Operat./Gastos Estructura	94,88	53,75	127,66	65,45	85,16	67,67
E4-Depósitos por Empleado (MM \$)	79,23	93,19	114,99	55,95	80	77,09
E5-Financiaciones por Empleado (MM \$)	42,61	47,07	74,24	28,63	38,64	32,68
RENTABILIDAD						
R1-Rendimiento Anual Patrimonio (ROE)	13,34	22,28	18,48	21,45	22,06	19,96
R17-Gastos Personal / Gastos Administración	45,92	37,74	44,07	57,07	49,09	56,12
R2 - Rendimiento Ordinario del Patrimonio	44,29	36,91	55,39	24,91	42,92	36,18
R8-Tasa Implícita Préstamos	28,71	25,24	31,60	36,18	30,81	29,86
R9-Tasa Implícita Depósitos	9,78	11,53	14,12	14,53	12,31	13,75
RG1-Retorno sobre Activos (ROA)	2,21	2,38	2,63	4,18	3,32	2,85
RG15-ROA antes Imp. Gcias	3,72	3,79	4,80	6,17	5,15	4,15
RG2-Ingresos Financieros Netos / Activo	14,83	11,42	14,87	10,76	13,64	12,7
RG3-Cargos por Incobrabilidad / Activo	1,77	2,71	3,36	1,32	1,99	1,83
RG4-Ingresos Netos por Servicios / Activo	2,03	2,57	2,52	2,83	2,39	1,95
RG5-Gastos de Administración / Activo	7,75	7,34	6,17	7,42	7,58	7,64
LIQUIDEZ (%)						
L1-Liq títulos c/cotiz + posición call-leliq	50,82	48,39	48,82	60,99	54,13	47,56
L8_II - Liquidez con títulos con cotiz	32,06	28,00	28,95	34,49	32,38	26,7
L9 - Liquidez con leliq y pases	62,35	59,77	53,47	59,44	65,56	60,56

Fuente: Elaboración propia en base a datos de BCRA: Información Entidades Financieras y Bancos

Es importante mencionar que en la sección de "Anexos - Anexo: Fórmulas utilizadas en el cálculo de los indicadores" se expone el detalle y descripción de cada ratio expuesto precedentemente.

Tabla 9: Spread Tasa Implícita Principales Competidores - 2020

BBVA	SANTANDER	GALICIA	MACRO	10°Bancos Priv	Sistema Financiero
18,93	13,71	17,48	21,65	18,50	16,11

Fuente: Elaboración propia en base a datos de BCRA: Información Entidades Financieras y Bancos

Tabla 10: Composición estructura patrimonial y resultados Competidores – 2020

Ejercicio	dic-20				
	Bancos	BBVA	SANTANDER	GALICIA	MACRO
ACTIVO	100%	100%	100%	100%	100%
EFFECTIVO Y DEPOSITO EN BANCOS	22%	21%	18%	15%	15%
TÍTULOS PÚBLICOS Y PRIVADOS	19%	20%	19%	35%	35%
PRÉSTAMOS	39%	38%	46%	34%	34%
OTROS CRED. INTERM.FINAN.	11%	10%	9%	8%	8%
CREDITO ARRENDAMIENTO FINAN.	0%	0%	0%	0%	0%
PART. EN OTRAS SOCIEDADES	1%	0%	0%	1%	1%
CRÉDITOS DIVERSOS	3%	3%	3%	1%	1%
PROPIEDAD, PLANTAS Y EQUIPO	5%	6%	4%	5%	5%
BIENES DIVERSOS	0%	1%	0%	0%	0%
ACTIVOS INTANGIBLES	0%	1%	1%	1%	1%
PARTIDAS PEND. DE IMPUTACIÓN	0%	0%	0%	0%	0%
PASIVO	100%	100%	100%	100%	100%
DEPÓSITOS	83%	87%	85%	81%	81%
OTRAS OBLIG. INTERMED. FINAN.	8%	6%	8%	7%	7%
OBLIGACIONES DIVERSAS	7%	5%	4%	6%	6%
PROVISIONES	2%	1%	1%	0%	0%
OBLIGACIONES SUBORDINADAS	0%	2%	3%	6%	6%
PARTIDAS PENDIENTES IMPUTACIÓN	0%	0%	0%	0%	0%
PATRIMONIO NETO	100%	100%	100%	100%	100%
CAPITAL, APORTES, RESERVAS	129%	114%	118%	114%	114%
RESULTADOS NO ASIGNADOS	-29%	-14%	-18%	-14%	-14%
RDOS. INTEGRALES ACUM. PERIODO	100%	100%	100%	100%	100%
INGRESOS FINANCIEROS	1072%	925%	1026%	687%	687%
EGRESOS FINANCIEROS	-402%	-445%	-460%	-430%	-430%
CARGO POR INCOBRABILIDAD	-80%	-114%	-128%	-32%	-32%
INGRESOS POR SERVICIOS	248%	212%	172%	105%	105%
EGRESOS POR SERVICIOS	-156%	-104%	-76%	-37%	-37%
GASTOS DE ADMINISTRACIÓN	-350%	-308%	-235%	-177%	-177%
CRÉDITOS Y PREV DESAFECTADAS	13%	5%	11%	2%	2%
RESULTADO MONETARIO	-150%	-51%	-113%	54%	54%
OTROS	-29%	-15%	-9%	-5%	-5%
IMPUESTO A LAS GANANCIAS	-67%	-43%	-84%	-47%	-47%
OTRO RESULTADO INTEGRAL	0%	38%	-5%	-20%	-20%

Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA

Tabla 11: Exigencia de capitales mínimos principales competidores – 2020

Conceptos	2020			
	BBVA	SANTANDER	GALICIA	MACRO
EXIGENCIA DE CAP. MIN.				
En MILLONES de \$				
Exigencia por riesgo de crédito	29.523	39.940	42.458	28.025
Exigencia por riesgo de mercado	246	573	1.419	1.556
Exigencia por riesgo operacional	9.026	10.243	12.192	11.777
Exigencia total	38.795	50.756	56.069	41.358
Capital Ordinario de Nivel 1 (CO _{n1})	92.901	98.872	129.584	137.312
Capital de nivel 2 (CO _{n2})	2.967	17.413	27.477	36.248
Integración de capital -RPC-	95.868	116.286	157.061	173.560
Exceso de integración	57.073	65.529	100.992	132.202
Margen (exceso RPC vs. Exigencia)	147,11%	129,11%	180,12%	319,65%
Activos Ponderados por Riesgo (APR)	474.190	625.429	685.407	506.766
Ratio de capitalización	20,22%	18,59%	22,91%	34,25%
Ratio TIER 1 (Capital Level 1/APR)	19,59%	15,81%	18,91%	27,10%
ACTIVOS	688.970	983.192	947.559	749.965
APR / ACTIVOS	69%	64%	72%	68%

Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA y Estados Contables de los Bancos

4.3. Principales conclusiones de la sección

En base al análisis efectuado en esta sección, es importante detallar los principales aspectos a considerar, las fortalezas y debilidades, tales como:

- Aspectos a considerar:
 - o Se observa una marcada competencia entre Banco Macro, Galicia y BBVA Francés por el capital flotante que presentan (30% promedio), por ser parte del panel líder del Merval y ser los bancos con volúmenes negociados y niveles de liquidez similares.
 - o Macro es el banco con más sucursales y personal de dotación.
 - o Mayor participación en títulos públicos que sus competidores.
 - o Menor apalancamiento que sus competidores.
- Fortalezas:
 - o Ratios de capitalización, liquidez y solvencia muy sólidos frente a la competencia.
 - o Mejores ratios de provisionamiento y cartera regular en cuanto a la cartera de préstamos.

- Macro está mejor posicionado en los ratios de ROE y ROA. Lo supera Santander levemente en el ROE.
- Debilidades:
 - Menor participación en cuentas corrientes, cajas ahorro y tarj. de crédito.
 - Peores ratios de Depósitos y Financiaciones por Empleado frente a sus competidores por lo que el ratio de Gastos en Personal / Gastos de Administración es mayor.
 - Peor posicionado frente al ratio de Ingresos Financieros Netos / Activo.
- Oportunidades
 - Oportunidades de expandirse en las líneas de cuentas corrientes, cajas de ahorro y tarjetas de crédito.



Universidad de
SanAndrés

5. Variables macroeconómicas

5.1. Escenario macroeconómico y contexto internacional

El contexto internacional

La pandemia del COVID-19 puso en shock a la economía mundial en 2020. El PBI global cayó un 3,5% de acuerdo con las estimaciones del Fondo Monetario Internacional, con una caída de 4,9% en los mercados desarrollados y 2,4% en los emergentes. Para los emergentes la caída no fue peor porque China consiguió terminar el año en positivo con un crecimiento de 2,3%, con una recuperación mucho más rápida que el resto del mundo. Estados Unidos cayó 3,4%, la zona del Euro 7,2%, el Reino Unido 10%, Japón 5,1% y la India 8%. América Latina perdió 7,4%.

Prácticamente todos los países tuvieron respuestas rápidas y fuertes frente a la pandemia, con medidas fiscales significativas para asegurar los ingresos de personas y empresas que tuvieron que cerrar o reducir sus actividades. Como consecuencia, los déficits fiscales de muchos países alcanzaron niveles históricos, como así también los indicadores de deuda sobre PBI. Al mismo tiempo, los bancos centrales de los principales países redujeron la tasa de interés de referencia a niveles prácticamente nulos, lo que posibilitó que muchos estados y empresas consiguieran financiamiento muy barato haciendo sostenibles, de ese modo, niveles de deuda que en otras circunstancias hubieran sido considerados muy peligrosos. Más aún, muchos países pusieron en marcha políticas monetarias fuertemente expansivas para proveer de liquidez adicional a sus economías.

La pandemia afectó con mayor intensidad a los sectores de servicios, especialmente lo relacionado al turismo, esparcimiento, eventos y cultura, que tuvieron un paro casi total. Los productores de bienes sufrieron relativamente menos.

Para el año 2021, el FMI pronostica una recuperación del PBI global de alrededor de 5.5% interanual, con un crecimiento de 6,3% en el mundo emergente y 4,3% entre las economías desarrolladas. Estados Unidos crecería 5,1% y la zona del Euro quedaría rezagada con un 4,2% y seguiría perdiendo participación en el PBI mundial. América Latina recuperaría 4,1%, lo que implica una caída de 3,6% tomando 2020 y 2021 en conjunto. Difícilmente la región como un todo pueda recuperar en 2022 el nivel de actividad que alcanzó en 2019 aunque Brasil, la economía de la región más importante para Argentina, puede que lo haga ya que se

espera que crezca 3,5% en 2021 luego de una caída de 4,5% en 2020. Argentina, México y Perú presentan un panorama más difícil.

La economía de Estados Unidos cayó 2,5% respecto de 2019 pero mostró una gran volatilidad a lo largo del año, básicamente en línea con la evolución de la pandemia. El desempleo pasó de 4% a 14% en el primer mes de la crisis sanitaria para luego estacionarse debajo del 7% durante el resto del año. La inflación terminó en 1,4% y, aunque se aceleró levemente en los últimos meses del año, se mantiene por debajo del 2% anual establecido por las autoridades monetarias como referencia para administrar la política monetaria y, eventualmente, reducir los estímulos vigentes.

La primera ola de coronavirus impactó en forma directa a varios países de Europa y particularmente a Italia y España, los que sufrieron el colapso de los sistemas sanitarios en algunas regiones muy afectadas. Tanto el Reino Unido como la mayoría de los países de Europa han introducido medidas restrictivas a la circulación de su población que afectaron tanto a sus economías como a la del Continente.

Desde agosto 2020, los precios de los últimos 12 meses muestran caídas y el IPC cerró en 0,3% negativo con la inflación núcleo aún positiva en 0,2% y alimentos en 0,9%. En casi todo Europa las tasas de interés para deuda soberana son negativas.

Brasil tuvo una mejor performance que la de la mayoría de los países de la región, con una caída de alrededor de 4,5%. Pese a que el virus tuvo efectos muy duros en muchas regiones de ese país, las restricciones fueron relativamente menores que en otros países de la región. Con una tasa de interés del 2% negativa en términos reales, Brasil habría comenzado a recuperarse y se espera que siga con fuerza, apalancada por buenos precios para la exportación de materias primas. El desempleo en Brasil continúa alto, ubicándose en 14,1% a noviembre de 2020.

China cerró el 2020 creciendo a una velocidad interanual del 6,5%, en línea con lo que venía creciendo previo a la pandemia. El desempleo también logró volver a su nivel previo a la pandemia mientras que la inflación ha caído 5,4% anual en enero a 0,2% en diciembre (últimos 12 meses).

Los mercados de valores en el mundo terminaron un año en positivo, pese a la pandemia y la recesión global. El índice Standard & Poor's 500 aumentó 16,3% empujado por las empresas tecnológicas. El índice Nasdaq creció 43,6%, el mayor de la última década. Los mercados pasaron por una gran caída al comienzo de la

pandemia, pero para la finalización del segundo trimestre ya habían recuperado las pérdidas y prevaleció el optimismo. Esto se contrapone con valores negativos para los mercados de valores europeos. El viejo continente tiene menos componentes tecnológicos y mucha preponderancia del turismo, un sector totalmente golpeado por la pandemia del COVID-19.

Los mercados de renta fija tuvieron su dosis de volatilidad. La tasa de interés del bono del Tesoro estadounidense a 10 años arrancó en 1,8% para caer a 0,6% en el pico de la pandemia cerrar el año arriba de 1%. Esto sigue siendo un rendimiento negativo en términos reales, pero empezó a reflejar expectativas de cierta normalización de la economía estadounidense y, eventualmente, más inflación. El rendimiento del bono del Tesoro a 30 años está cercano al 2% anual, mientras que la deuda de menos de dos 2 años de plazo se ha mantenido estable cerca de 0,1% anual. Como se mencionó anteriormente, en la mayoría de los países grandes de Europa los rendimientos de la deuda son negativos.

Las materias primas también tuvieron volatilidad, aunque cerraron el año con mejoras. El precio del petróleo se desplomó al comienzo de pandemia a tal punto que los futuros del WTI (West Texas Intermediate es el petróleo de referencia en Estados Unidos) llegaron a negociarse a valores negativos, aunque luego fue recuperándose para cerrar el año arriba de 50 dólares por barril. Respecto a los productos agropecuarios, la soja, principal cultivo de la Argentina, tuvo un precio promedio de USD349 por tonelada, pero terminó el año cerca de los USD 500. El maíz arrancó el año en 385 centavos por bushel y cerró en 511 centavos de dólar.

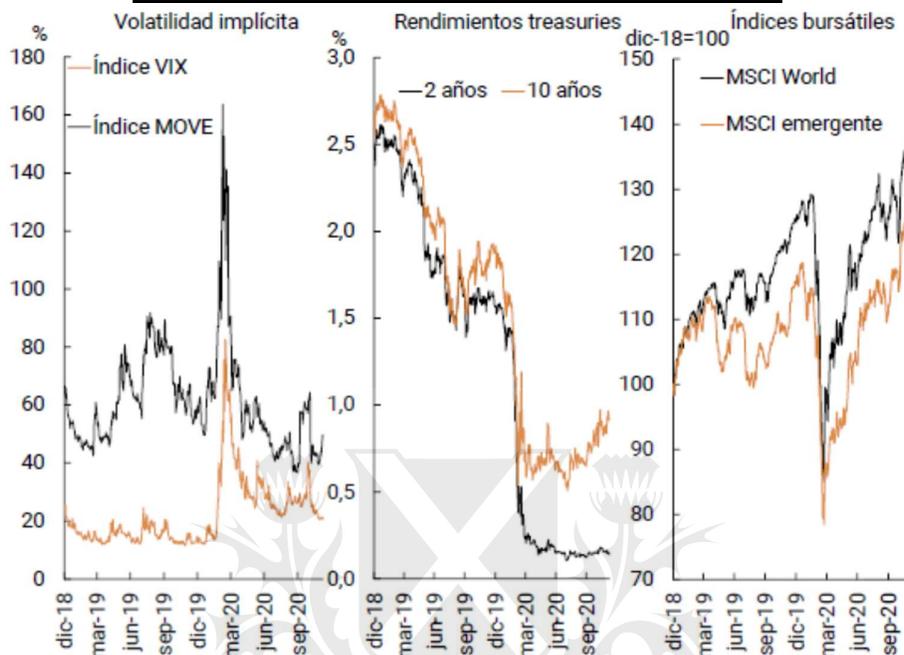
Parte de la buena performance de las materias primas está asociada con la debilidad del dólar que pasó de valer 1,09 por euro a 1,21 a fin del 2020.

Contexto internacional y local

Mientras que el impacto más fuerte a nivel mundial se verificó en el primer semestre de 2020 de forma heterogénea entre regiones y sectores, las expectativas de crecimiento económico global siguen siendo débiles y con riesgos a la baja. A pesar de esto, las rápidas y contundentes medidas de estímulo aplicadas por los gobiernos, junto con la ausencia de episodios de disrupción en los mercados financieros internacionales, permitieron que a partir de mayo se verificara una

tendencia a la recuperación de los mercados que incluyó a los de economías emergentes.

Gráfico 21: Mercados financieros internacionales



Fuente: BCRA en base a Bloomberg

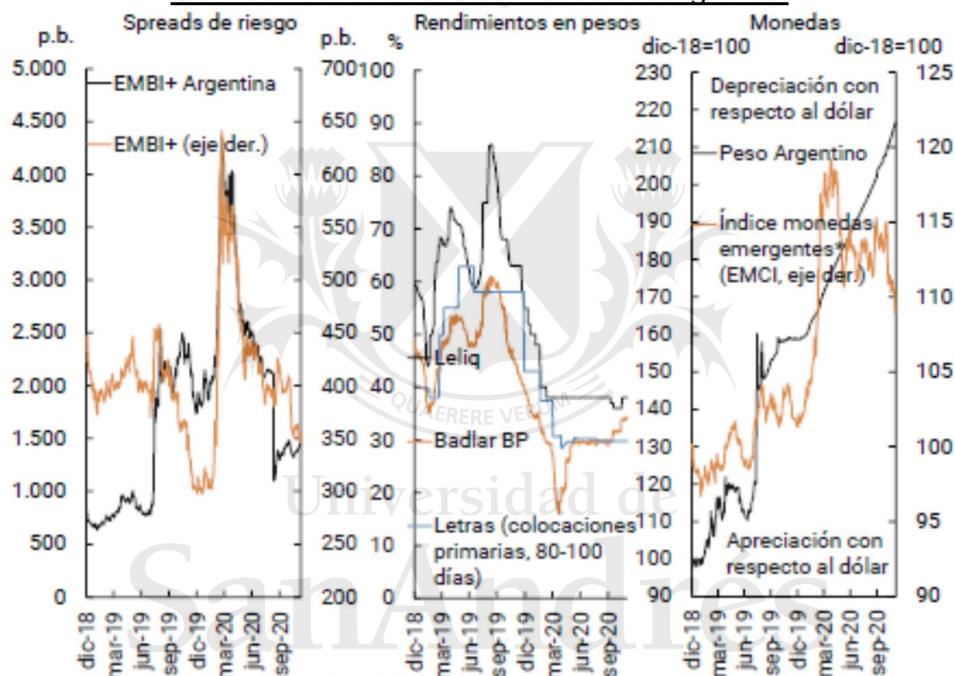
Ante este escenario, para Argentina la pandemia implicó una combinación de shocks externos e internos sin precedentes sobre una economía que ya venía de casi dos años de recesión, con alta inflación y deuda pública en niveles insostenibles.

Sin embargo, el sistema financiero continuó mostrando un adecuado grado de resiliencia en el transcurso de 2020. Esto se da en un contexto local que gradualmente está evidenciando señales de recomposición, situación que sigue siendo dinámica. En este sentido, dada la batería de medidas de política (monetaria, financiera, fiscal y de ingresos) destinadas a evitar que estos shocks transitorios dejaran secuelas permanentes en la economía, a lo que se sumó el gradual avance en la flexibilización de políticas sanitarias, comenzaron a verificarse indicios de un mayor dinamismo de la demanda interna y de una incipiente recuperación económica que está cobrando fuerza en la segunda mitad del 2020 (aunque con disparidad entre sectores).

A su vez, en los últimos meses se avanzó localmente en la normalización de los mercados de deuda pública. A las medidas que se vienen tomando para reconstruir la curva de rendimientos en pesos, se le sumaron logros significativos en la

restauración de la sostenibilidad de la deuda: el cierre con éxito de reestructuraciones de bonos en moneda extranjera con legislación internacional y local (agosto y septiembre), diversos canjes y operaciones de conversión de instrumentos locales (ampliando el menú de instrumentos de financiamiento del Tesoro), el inicio de las conversaciones para readecuar los compromisos financieros con el FMI y el envío al Congreso de un sendero fiscal plurianual. En función de esto, en los mercados se observó cierta mejora en las cotizaciones de diferentes activos, aunque no exenta de volatilidad:

Gráfico 22: Mercados financieros de Argentina



Fuente: BCRA en base a Bloomberg

BCRA actualizó los lineamientos de su política monetaria, incluyendo medidas para armonizar las tasas de interés de política monetaria (iniciando un proceso de subas en diferentes tasas de interés), desarrollar instrumentos de ahorro e inversión en pesos que permitan obtener rendimientos positivos respecto de la inflación y del tipo de cambio, y ajustar las regulaciones vinculadas al mercado de cambios para evitar desequilibrios temporales que puedan afectar la posición internacional de divisas. Una vez regularizada la situación de una parte de la deuda y con la economía en vías de reactivación, se espera seguir avanzando en la mejora de la situación fiscal, externa y monetaria.

En este contexto, estarían dadas las condiciones para seguir fomentando el desarrollo del mercado de capitales, de forma tal que asuma una importancia creciente en el financiamiento del sector público y del privado. En este sentido, mientras que el sector público muestra un sostenido y creciente nivel de refinanciamiento de su deuda en los mercados locales, el financiamiento al sector privado en el mercado local aumentó cerca de 30% en términos reales respecto a igual período de 2019.

Esto se dió principalmente por el aumento observado en obligaciones negociables (con menor ponderación de colocaciones en dólares y mayor dinamismo de operaciones dollar-linked y en pesos –nominales y UVA—) y en cheques de pago diferido (segmento en el que se destaca la relevancia que tomaron los e-cheq).

5.2. Economía y Mercado local

Escenario macroeconómico en 2020 - Argentina

Al igual que en la mayoría de los países del mundo, la pandemia del COVID-19 marcó el ritmo de la economía argentina en 2020. Con una merma en torno al 10%, la caída en el nivel de actividad afectó el desarrollo de numerosas actividades, en especial las vinculadas a servicios.

Para hacer frente a las consecuencias económicas y sociales de la crisis sanitaria, el gobierno lanzó un programa de emergencia que ayudó a las empresas a pagar salarios y a los trabajadores informales a reponer parte de los ingresos perdidos. Además, se dispuso garantizar con fondos públicos préstamos bancarios a empresas y se subsidió la tasa de interés para ciertos créditos a PyMEs y trabajadores independientes. Estas medidas tuvieron un costo fiscal de casi 4 puntos del PBI en todo el año y llevaron a que el déficit primario ascendiera a 6,5% del PBI y 8,5% una vez contabilizados los intereses.

La inflación del 36,1% en el año fue significativamente más baja que en 2019, cuando alcanzó 53,8%. Varios factores explican este comportamiento, entre los que se destaca el impacto de la pandemia. Sobre el final los registros mensuales subieron en línea con las primeras señales de normalización de la economía.

Los salarios formales crecieron alrededor de 35%, ligeramente por debajo de la inflación. Como es de esperar, la caída del salario y del empleo fue mucho mayor en sectores con altos niveles de informalidad.

Previo a la aparición del virus en el país, el gobierno había comenzado a avanzar hacia una cierta consolidación fiscal con el aumento de la alícuota de algunos impuestos y la creación de nuevos tributos. Aumentó la alícuota del impuesto a los bienes personales, redujo las exenciones en IVA y ganancias y con el doble objetivo de mejorar los recursos fiscales y preservar las reservas internacionales del Banco Central, impuso un nuevo impuesto y una retención del 35% a la compra de moneda extranjera para atender gastos en el exterior y atesorar.

En paralelo a las iniciativas tributarias, el gobierno lanzó una propuesta de reestructuración de la deuda pública en moneda extranjera.

Luego de varias prórrogas, en agosto se llegó a un acuerdo con los tenedores de deuda en moneda extranjera emitida bajo ley extranjera y, en septiembre, con los tenedores de deuda emitida bajo ley local. Bajo el nuevo calendario de vencimientos, Argentina no tiene obligaciones significativas en USD hasta el año 2024.

Ante la caída sostenida de las reservas internacionales del Banco Central, sus autoridades profundizaron el control haciendo cada vez más difícil el acceso al mercado de cambios sobre todo para atesorar, cancelar compras en el exterior e, incluso, atender el pago de deudas a nivel corporativo. El Banco Central terminó vendiendo USD4.169 millones de dólares en el mercado, como parte de un proceso que redujo sus reservas en USD5.439 millones en 2020.

La cotización del dólar estadounidense para las operaciones de comercio exterior aumentó más de 40% desde \$59,87 a \$84,15, una pequeña depreciación real del peso comparado con la inflación de la canasta de bienes que mide el Índice de Precios al Consumidor. Los tipos de cambio implícitos en las operaciones con bonos denominados en moneda extranjera oscilaron ampliamente según evolucionaron las condiciones del mercado a lo largo del año.

Aún cuando las tasas de interés no alcanzaron para mantener el poder adquisitivo de los ahorros, los depósitos privados crecieron 84,6% impulsados básicamente por la política monetaria en un contexto en el cual la demanda de crédito sólo aumentó en los segmentos subsidiados. Por su parte, en el segmento de moneda extranjera los préstamos cayeron 48%, 10% más que los depósitos evidenciando el impacto de las expectativas cambiarias y del proceso de pesificación que ha caracterizado al

sistema financiero en esta etapa. Al mismo tiempo, el sistema financiero ha continuado el proceso de pesificación de sus activos y pasivos.

En un contexto internacional que se presenta favorable con bajas tasas de interés y precio de las commodities sostenidos, el país tendrá una oportunidad de recuperar la actividad económica y superar los desequilibrios macroeconómicos que condicionan su capacidad de crecer sostenidamente.

La economía argentina

Ya contando con la ley de Emergencia Económica aprobada en 2019, el gobierno comenzaba el año con múltiples objetivos: poner en orden las cuentas fiscales a través del aumento de la recaudación tributaria y la desindexación del gasto, cuidar las reservas internacionales para demostrar capacidad de pago en moneda extranjera ante la falta de acceso a los mercados de crédito, favorecer el ahorro en pesos, alejar temores acerca de un nuevo salto inflacionario e impulsar el despegue del consumo privado como primer paso hacia la reactivación de la economía.

El plan económico se enfocó básicamente en el ordenamiento de las cuentas fiscales y financieras del Estado. Se aumentaron los derechos a la exportación incrementando la alícuota de varios productos, se introdujo un impuesto del 30% para la compra y los consumos en moneda extranjera (Impuesto PAIS) y, en el plano de los impuestos directos, se aumentó la alícuota del impuesto a los Bienes Personales y se eliminó de la base de tributación del impuesto a las ganancias la renta de los depósitos a plazo fijo y títulos de la deuda pública en moneda local.

La realidad económica y social cambió dramáticamente en la segunda mitad de marzo, con la aparición de los primeros casos de COVID-19 en el país. La crisis derivada de la pandemia del Coronavirus y la reestructuración de la deuda soberana en moneda extranjera marcaron a partir de ese momento la agenda de la política económica argentina en 2020. En marzo, se anunció el ASPO a nivel nacional y finalizaría formalmente en noviembre.

Así como la mayoría de los países desarrollados anunciaron paquetes de estímulo fiscal y monetario para hacer frente a la inevitable recesión, Argentina lanzó medidas enfocadas básicamente a asistir a las familias, jubilados por parte de la ANSES. Por otro lado, lanzó un programa de garantías de préstamos a empresas a tasas subsidiadas por un total de \$350 mil millones con el fin de ayudarlas a pagar hasta el

50% de los salarios y otros gastos corrientes. De esta manera, el costo fiscal de las medidas de asistencia vinculadas a la pandemia terminó rondando el 4% del PBI.

Las medidas de aislamiento social profundizaron la recesión que ya venía experimentando la actividad económica y la llevaron a registrar las mayores caídas mensuales e interanuales de las que dan cuenta las series del INDEC, medido respecto del año anterior: Industria manufacturera (30%), construcción (80%), comercio mayorista y minorista (25%), salud (30%) y hoteles y restaurantes (85%).

La política cambiaria del Banco Central siguió centrada en evitar saltos en la cotización del dólar interviniendo en el mercado con sus reservas de libre disponibilidad. De esta manera, en la primera mitad del año el tipo de cambio oficial avanzó a una tasa diaria constante de 0,09%, acumulando casi 18% de aumento, a la vez que las reservas se redujeron en más de USD1.500 millones. En junio, el Banco Central endureció las restricciones para el acceso de las importaciones al mercado de cambios. Los importadores tendrían que usar sus propios dólares para realizar pagos en moneda extranjera antes de recurrir al mercado de divisas, y el acceso al mismo estaría sujeto a la aprobación del BCRA. Además, se limitó el acceso al mercado de cambios a las personas que hubieran realizado operaciones de compra de moneda extranjera a través de instrumentos de deuda denominados en moneda extranjera (dólar MEP y contado con liquidación) en los últimos 90 días, sumándose el compromiso de abstenerse también de estas operaciones durante los siguientes 90 días de haber accedido al mercado oficial. Por otro lado, la entidad monetaria relajó controles cambiarios para pymes y algunas importaciones (medicamentos y fertilizantes para sector agrícola). De ese modo, la entidad pudo comprar divisas en el mercado por USD672 millones durante junio, aunque volvió a vender reservas en julio luego de una modesta flexibilización del control de cambios. Previo al ASPO en febrero, la autoridad monetaria extendió los plazos de su instrumento principal de absorción de liquidez, las Leliq, desde 7 hasta 28 días al mismo tiempo que impulsaba un sendero progresivo de baja de las tasas de interés. La tasa de política monetaria pasó de 55% a fines de 2019 a 36% en marzo, mientras que la tasa Badlar de depósitos mayoristas de los bancos privados se redujo desde 40% hasta 29,3%. El financiamiento del déficit fiscal incrementado por el paquete de ayuda de la pandemia, derivó en una fuerte emisión de dinero que

condicionó la política monetaria del Banco Central y, como subproducto del control de cambios, impactó en la cotización del dólar en los mercados no regulados. Ya a partir de abril, las tasas comenzaron a subir nuevamente, y en junio el Central subió el piso para la tasa de interés de los depósitos a plazo fijo hasta 30,02%, buscando sostener la demanda de pesos y reducir la presión sobre la brecha cambiaria.

Con varias rondas de negociación, el 31 de agosto el Gobierno anunció oficialmente los resultados del acuerdo con los acreedores de deuda soberana emitidos bajo ley extranjera por el cual se canjearía el 93,55% de la deuda total elegible (USD65 mil millones) proporción que, merced a la activación de cláusulas de acción colectiva, elevaría la aceptación general al 99,01%. En tanto, el riesgo país que había llegado a superar los 4.300 puntos en marzo, se ubicaba en torno a los 2.800 puntos, ante las crecientes expectativas de un acuerdo. En paralelo, el gobierno llevó a cabo la reestructuración de bonos emitidos bajo la legislación argentina por un valor de USD 41,7 mil millones con las mismas condiciones ofrecidas a los emitidos bajo ley extranjera, logrando una aceptación del 99,4% de la deuda elegible.

Como resultado, se alcanzó un alivio financiero de USD35.000 millones durante la próxima década vía reducción de intereses y alargamiento de plazos tanto para interés como de capital especialmente para los próximos tres años. El riesgo país, por su parte, cayó levemente estabilizándose en alrededor de los 2.000 puntos.

A pesar de la exitosa reestructuración de la deuda, los problemas en el frente cambiario continuaron drenando las reservas del Banco Central. Como respuesta, la entidad monetaria decidió endurecer aún más las restricciones para acceder al mercado oficial de cambios. Como resultado, las empresas con vencimientos mensuales de deuda financiera por encima de un millón de dólares podrían cubrir sólo el 40% de estos vencimientos en el mercado de cambios oficial y deberían negociar nuevas condiciones para la deuda remanente con una vida promedio de hasta dos años. Asimismo, se comenzó a aplicar una retención del 35% a cuenta del pago del impuesto a las Ganancias y a los Bienes Personales, a quienes comprasen el cupo permitido de USD200 por mes de moneda extranjera en el mercado oficial de cambios para atesoramiento y gastos en el exterior. Además, los extranjeros ya no podrían acceder al mercado de bonos en moneda extranjera.

La brecha entre el dólar oficial y la cotización de la divisa en los mercados MEP y contado con liquidación, que venía mostrando mucha volatilidad desde principios de agosto, subió a alrededor del 80%. En cuanto a las acciones, el S&P Merval medido en pesos se contrajo más de 20% en un mes y medio y 30% medido en dólares, entre otros factores porque se interpretaba que las últimas medidas afectarían decisivamente el acceso de las empresas al mercado financiero internacional.

Luego de un octubre agitado en la brecha cambiaria, el Gobierno logró tranquilizar los mercados financieros anunciando su intención de cubrir la brecha fiscal en noviembre y diciembre sin recurrir a adelantos transitorios del Banco Central, y renovando exitosamente los vencimientos de la deuda en el mercado doméstico.

Con controles más estrictos sobre las importaciones y una relativa calma en el mercado de cambios, las reservas internacionales brutas perforaron los USD39.000 millones durante noviembre, aunque los depósitos en dólares crecieron USD23 millones luego de dos meses de caídas por encima de los USD1.000 millones.

Diciembre fue un mes sin mayores sobresaltos. La debilidad del dólar a nivel global y el fortalecimiento de las principales monedas emergentes y en especial del real brasilero, alimentaron la calma en el mercado cambiario local. La demanda de pesos empezó a reaccionar por la estacionalidad de fin de año, a la vez que los depósitos en dólares subieron no sólo por la relativa tranquilidad cambiaria, sino también por estar exentos de pagar el impuesto a los bienes personales que tributa sobre las tenencias en efectivo al final del año. A los bancos ingresaron más de USD1.500 millones durante el mes y cerraron el año en torno a los USD19.000 millones (privados en USD16.000 millones). Las reservas terminaron el año en USD39.410 millones, casi USD5.400 millones menos que a comienzos de 2020. La devaluación del peso se siguió acelerando para no atrasar el dólar oficial y la brecha con la cotización del resto de los mercados cambiarios se mantuvo contenida. El tipo de cambio oficial cerró el año en \$84,145, un 40,5% por encima del cierre de 2019 mientras que las cotizaciones del dólar en los mercados MEP y contado con liquidación cerraron en \$139,99 (93%) y \$ 140,33 (88%), respectivamente.

Diciembre cerró con una inflación acumulada de 36,1%. Si se redujo 17,7% respecto al registro de 2019, aunque cabe mencionar que 2020 fue un año muy especial por el impacto de la pandemia y las medidas adoptadas para mitigar sus consecuencias.

Por el lado del sector de producción agropecuaria y de forestación, en su conjunto terminó 2020 con una caída de aproximadamente 7%. Por su parte, la actividad industrial cayó 8%, un par de puntos menos que el promedio de los sectores. En tanto, la producción automotriz cayó 18,5%.

El sector comercial también obtuvo mejores resultados que el promedio, con una caída de alrededor del 6%. La construcción, si bien cayó en torno al 25% respecto al 2019, en los primeros meses arrastraba una caída de 35%. En los últimos meses se registró una importante recuperación del sector liderada por la inversión privada. El abaratamiento de los costos de construcción en un mercado tradicionalmente denominado en dólares, actuó como un incentivo muy eficaz para impulsar la obra privada. La obra pública, por su parte, también repuntó en el último trimestre del año. Por el lado de la demanda, la inversión cayó en torno al 20% en todo el año, aunque comenzó a recuperarse hacia fin de año por el avance de la construcción privada. Por su parte, el consumo, que había caído 2,2% en 2018 y 6,6% en 2019, cayó en torno a 13,5% en 2020, deteriorándose prácticamente en todos sus rubros. En particular, las ventas minoristas acumularon una caída de 21,3%. Por su parte, el sector automotriz cerró 2020 con una caída acumulada de 16,1%, tras haberse desplomado 45,3% en 2019.

En el plano fiscal, el gobierno enfocó sus esfuerzos en brindar ayuda económica a las familias y empresas más afectadas por la pandemia, y el paquete de medidas destinado a este fin trepó a casi 4 puntos del producto entre mayores erogaciones y exenciones impositivas. En todo el año, se registró un déficit primario de \$1.749.957 millones, equivalente al 6,5% del PBI. De esta manera, el resultado primario exhibió un deterioro de 6,3 puntos porcentuales si se lo compara con el déficit registrado en 2019 (0,2% del PBI bajo la metodología actual).

En 2020 el Tesoro tuvo que cubrir un déficit fiscal de 8,5 puntos del PBI. El Tesoro obtuvo un financiamiento neto de \$386.000 millones básicamente como resultado de la deuda que consiguió colocar durante la segunda mitad del año. En tanto, la emisión monetaria del Banco Central para financiar al Tesoro trepó a más de \$2 billones entre adelantos transitorios y transferencias de utilidades contables. Como contrapartida, la autoridad monetaria vendió divisas en el mercado cambiario por un total de \$473 mil millones y absorbió fondos del sistema financiero mediante la

colocación de obligaciones a corto plazo remunerados (Leliq) y operaciones de pases pasivos que se renuevan sobre bases diarias por un monto de \$1,6 billones. La base monetaria, creció 30,3% respecto al cierre de 2019.

En este escenario, la deuda pública neta cerró el año en niveles cercanos al 53% del PBI, incrementándose respecto al registro de un año atrás (43,6%). La deuda pública bruta sumó USD333.000 millones a fin del 2020, es decir, casi 90% del PBI como resultado, en gran medida, del desplome del nivel de actividad que afecta al denominador.

Mercado Local

El S&P Merval y el S&P BYMA General, medidos en dólares, cayeron por tercer año consecutivo, en la comparación anual (Dic/Dic). En el caso del S&P Merval, su valor a fin de 2020 es el 22,6% del observado a fin de 2017, el último año con suba.

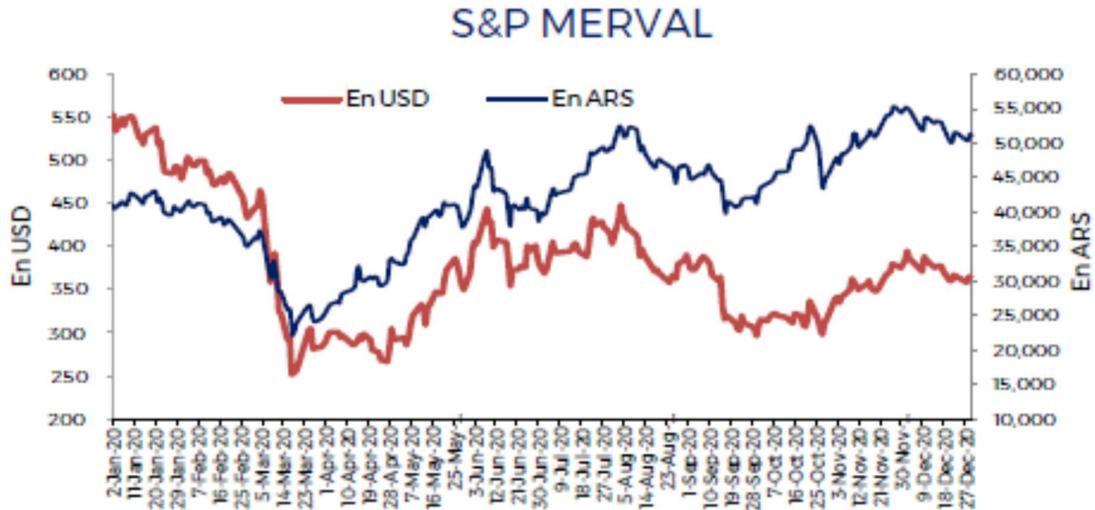
Durante el año, el tipo de cambio implícito en el precio de los bonos (promedio ponderado diario) aumentó 94,3%. Entre fin de 2019 y marzo 2020, cuando comenzó el ASPO, el S&P Merval cayó 42,7% en pesos. Desde entonces, creció un 114% en pesos. El ratio precio/ganancia por acción (P/E) del S&P Merval a fin de 2020 fue de 8,34, contra un valor de 5,54 a fin de 2019.

Gráfico 23: Rendimiento Mercado de Valores

	S&P Merval	S&P BYMA GENERAL
Cierre en ARS	51,226.5	2,156,061.7
Var. Anual en ARS	22.9%	20.0%
Cierre en USD ¹	363.8	15,310.1
Var. Anual en USD ¹	-36.7%	-38.2%
Máx del Año (en ARS)	55,427.26	2,331,169.7
	27-Nov-20	27-Nov-20
Max del Año en USD	552.37	23,834.70
	2-Ene-20	2-Ene-20
P/E 2020 (fdp)	8.34	8.21
P/E 2019 (fdp)	5.54	6.33
fdp: fin del periodo	(1) Promedio ponderado de Dólar implícito MEP	

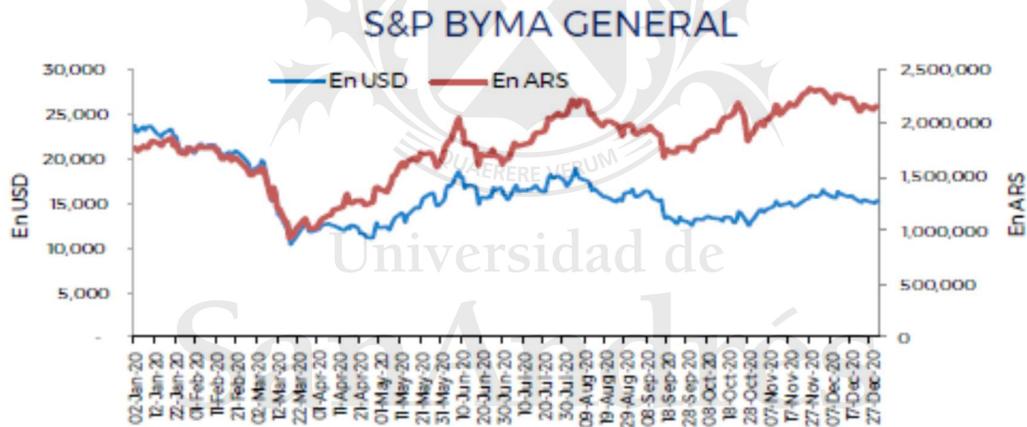
Fuente: Instituto Argentino de Mercado de Capitales

Gráfico 24: Rendimiento S&P Merval



Fuente: Instituto Argentino de Mercado de Capitales

Gráfico 25: Rendimiento S&P BYMA general



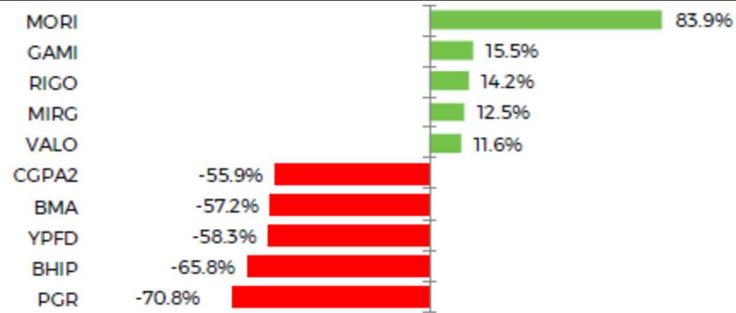
Fuente: Instituto Argentino de Mercado de Capitales

A continuación, se detallan las consideraciones más importantes ocurridas durante el ejercicio 2020 en el mercado de valores:

Mayores alzas y bajas

Hubo 53 acciones que aumentaron su valor en pesos y sólo 8 alzas si se lo mide en dólar implícito. Entre las 5 mayores alzas del año, en dólares, 2 pertenecen al S&P BYMA General (MORI y GAMI), 2 al S&P Merval (MIRG y VALO) y la quinta, RIGO, no pertenece a ningún índice. Sólo 13 acciones cayeron de precio en pesos.

Gráfico 26: Rendimiento mercado: mayores alzas y bajas

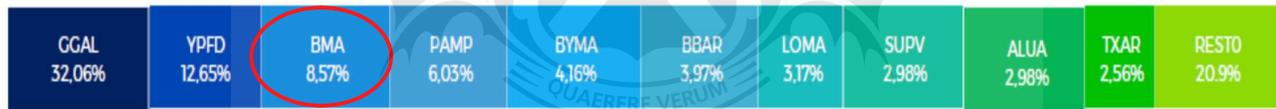


Fuente: Instituto Argentino de Mercado de Capitales

Acciones más negociadas

Las 10 acciones más negociadas durante 2020 explicaron el 79% del volumen total, una cifra superior a la del año anterior (65%). Durante los últimos 3 años, Banco Galicia (GGAL) fue la más negociada: 32,06% del volumen efectivo total en pesos (24,2% en 2019). La acción de Banco Macro (BMA) fue la tercera más negociada, con el 8,57% del total.

Gráfico 27: Participación por acción en mercado de valores



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Instituto Argentino de Mercado de Capitales

Capitalización de empresas domésticas

Considerando la variación en pesos, 55 compañías incrementaron su valor y 16 lo redujeron. Se deslistaron tres empresas, INDU, COLO y PATY, y ninguna empresa se incorporó a la oferta pública. Las 5 empresas con mayor capitalización representaron el 43% del total (TECO, YPF, TXAR, GGAL y BMA).

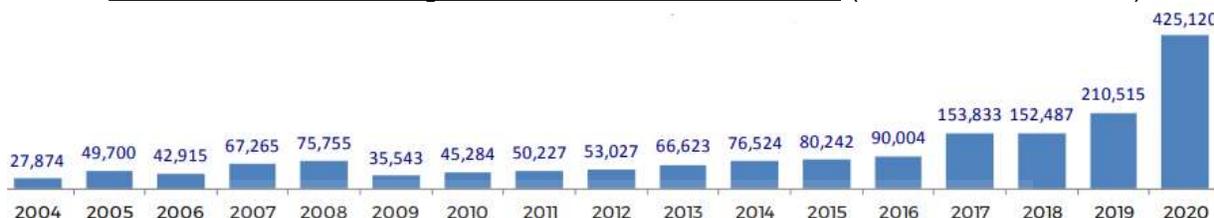
Se destacó el aumento en la capitalización de: TGLT (+452%), MORI (+333%) y MTR (+302%). MORI y TGLT emitieron nuevas acciones. Solo 9 empresas registraron una variación positiva corregida por tipo de cambio.

Volumen negociado en mercado de valores

En 2020 se observó aumento significativo del volumen de cauciones en pesos, contrario a USD. Las cauciones a 1 día representaron el 69% del total operado en pesos y el 22% del monto en USD. Las cauciones a 7 días explicaron el 7,6% del volumen en pesos y el 58% del monto en USD. El volumen efectivo en pesos creció un 186%. Medido en dólares a TC oficial, creció un 102%. En pesos, lo operado

sumó \$30,5 billones, equivalente a USD425.120 millones (dólar oficial). El único instrumento que disminuyó su volumen respecto al año anterior fue fideicomisos financieros. Lo negociado en acciones mostró una variación positiva del 21%. El volumen de títulos públicos aumentó 100,3%, representando la mitad de volumen total negociado. Se destacó el aumento del volumen en Obligaciones Negociables (+930,7%). El volumen de derivados (Opciones + Futuros) creció 288,6% anual.

Gráfico 28: Volumen negociado en mercado de valores (en millones de dólares)

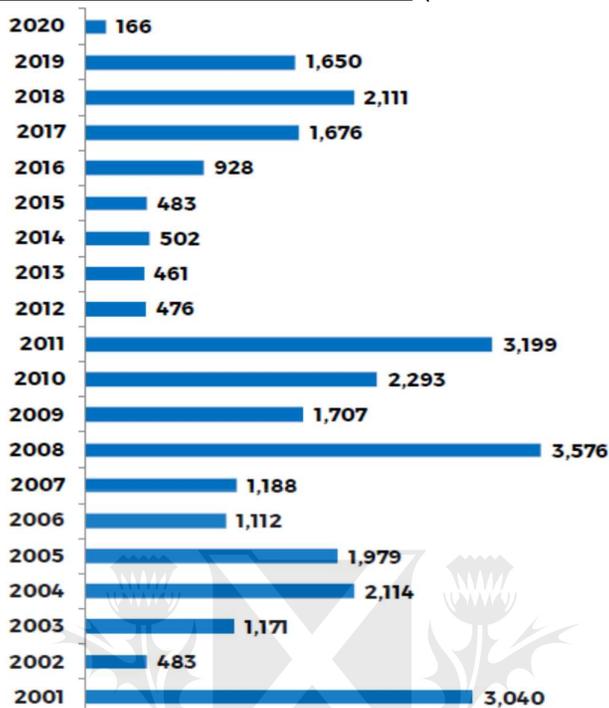


Fuente: Elaboración propia en base a datos del Instituto Argentino de Mercado de Capitales

Dividendos en efectivo empresas domésticas

El monto distribuido fue de USD166 millones, aproximadamente el 10% de lo distribuido en 2019. En pesos se distribuyeron \$21.160 millones, 75% menos respecto del año anterior. La disminución puede explicarse a partir de diversos factores: la depreciación del 94% del tipo de cambio (dólar implícito), las dificultades que afrontaron las empresas ante la pandemia y las resoluciones del BCRA que limitaron al sector Bancos a distribuir dividendos. Hubo 21 empresas que pagaron dividendos contra 38 que habían distribuido en 2019, de las cuales 16 distribuyeron en ambos años. El récord fue en 2011 con 49 empresas.

Gráfico 29: Distribución de dividendos (en millones de dólares)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Instituto Argentino de Mercado de Capitales

Tabla 12: Distribución de dividendos por sector (en millones de dólares)

Sector	2020	2019
Actividades Inmobiliarias	66,25	39,94
Construcción	23,81	-
Bancos	15,98	370,54
Agricultura y Ganadería	15,85	54,76
Transporte de Pasajeros y Peajes	15,85	82,84
Holdings	8,88	3,29
Actividades financieras, bursátiles y seguros	8,62	20,52
Alimentos y bebidas	3,5	22,24
Generación de energía eléctrica	3,19	20,6
Turismo, recreación y juegos de azar	2,64	6,43
Comercio	0,92	-
Manufacturas de origen industrial	0,01	3,5
Telecomunicaciones	-	509,68
Transporte de gas	-	237,67
Industria metalúrgica y siderúrgica	-	143,95
Transporte de energía eléctrica	-	73,5
Petróleo y Gas	-	54,78
Manufacturas de origen agropecuario	-	5,6889
PyMEs	-	0,14
TOTAL	166	1650

Fuente: Elaboración propia en base a datos del Instituto Argentino de Mercado de Capitales

Financiamiento empresario

En el mercado primario, las colocaciones sumaron USD4.928 millones. Aunque superó el monto de 2019, fue el segundo menor valor desde 2010. Con excepción de enero, mayo y agosto, el monto mensual colocado nunca superó los USD600 millones mensuales, alcanzando un piso de USD47,3 millones en abril.

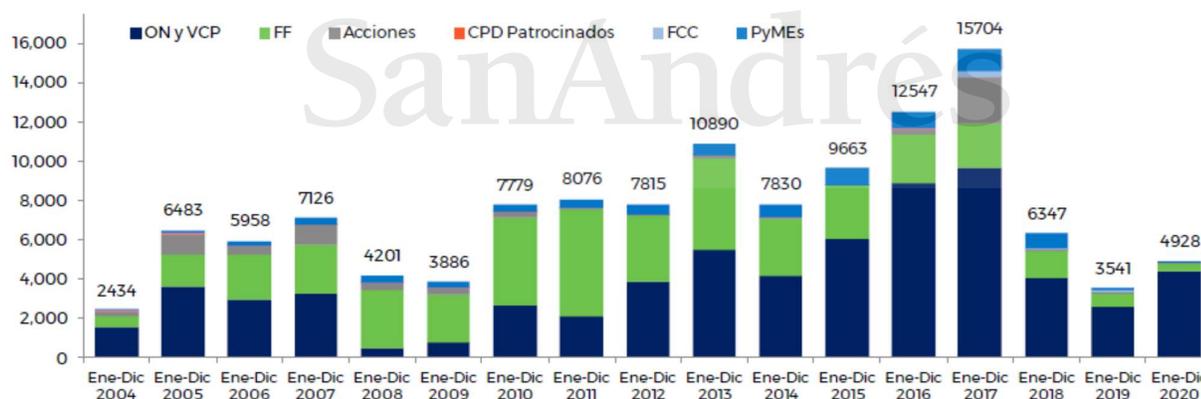
El 90,5% de lo colocado fueron obligaciones negociables (ON) y valores a corto plazo (VCP), seguido por los fideicomisos financieros (FF) en un 8,3% y el 1,2% restante entre fondos comunes de inversión cerrados (FCC) y acciones.

Del total colocado en ON (USD4.449 millones) los tres principales sectores fueron Industria de Petróleo y Gas, Generación de Energía y Telecomunicaciones. En 2020, de 21 sectores que emitieron ON, solo el sector de Bancos también emitió VCP.

En cuanto a la emisión de FF, la mayor participación por activo fideicomitado fue de “Préstamos Personales y consumo”, con el 56,7%. Luego se ubicó “Tarjetas de Crédito” con 22,5%. En 2019, “Préstamos Personales” también lideró con un 54,1% sobre el total y en segundo lugar “Créditos Comerciales” con el 21%.

Por su parte, las colocaciones de FCC fueron de los sectores inmobiliario y agropecuario. Hubo 4 suscripciones de acciones, todas por aumento de capital: HARG, BRIO, INVJ y MORI. El total suscripto alcanzó los USD 50,4 M.

Gráfico 30: Financiamiento Mercado de Capitales (en millones de dólares)



Instrumento	Financiamiento Empresario a través del Mercado de Capitales (Millones de USD)									
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020*
ON	2,170	3,899	5,538	4,160	6,064	8,922	9,703	4,114	2,640	4,462
FF	5,494	3,446	4,718	2,994	2,762	2,516	2,402	1,444	735	410
ACC	49	26	91	42	15	287	2,344	50	24	50
CPD	346	427	525	622	822	810	854	573		
FCC							281	41	139	6
Pagarés						12,3	120	124		
TOTAL General	8,060	7,798	10,872	7,818	9,662	12,547	15,704	6,347	3,541	4,928

Fuente: Elaboración propia en base a datos del Instituto Argentino de Mercado de Capitales

5.3. Proyección de principales variables macroeconómicas

Antes de comenzar a detallar la metodología utilizada para proyectar las distintas cuentas del balance y de los flujos de fondos, es necesario exponer el análisis y resultados en cuanto a la proyección de las variables macroeconómicas que, según el modelo de valuación desarrollado, tienen impacto directo en el balance y en los flujos de fondos.

Los sistemas financieros de cualquier país tienen una relación directa muy significativa con su entorno político y macroeconómico.

Por esta razón, a continuación, se llevará a cabo un breve análisis de las principales variables macroeconómicas y expectativas que serán consideradas para el desarrollo del presente trabajo y sus estimaciones de cara a los próximos cinco años, tanto para el balance como para los flujos de fondos.

Por último, es importante mencionar que, para la consideración en la proyección de las principales variables macroeconómicas, se tuvo en cuenta el Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) a diciembre 2020.

Dicho relevamiento consiste en un seguimiento sistemático de los principales pronósticos macroeconómicos de corto y mediano plazo que habitualmente realizan personas especializadas, locales y extranjeras, sobre la evolución de variables seleccionadas de la economía argentina que recopila el Banco Central de la República Argentina (BCRA).

Se relevan las expectativas sobre precios minoristas, la tasa de interés, el tipo de cambio nominal, las exportaciones e importaciones, el resultado primario del sector público nacional no financiero, la desocupación y la actividad económica.

Se contemplan pronósticos de 41 participantes (28 consultoras y centros de investigación locales, 12 entidades financieras de Argentina y 1 analista extranjero).

Asimismo, se calculan para las proyecciones para cada variable los siguientes estadísticos: a. mediana; b. promedio; c. desvío; y d. percentil:

5.3.1. PBI

A nivel mundial, la reciente aprobación de vacunas ha alentado la esperanza de que la pandemia llegue a un punto de inflexión, pero también hay perspectivas e inquietudes vigentes de nuevas olas y variantes del virus. En medio de esta

incertidumbre, se han comenzado a ver signos de recuperación a nivel global, por lo que se proyecta que la economía mundial crezca 5,5% en 2021 y 4,2% en 2022.

Las proyecciones para 2021 se han incrementado en vista de las expectativas de un fortalecimiento de la actividad más avanzado el año gracias a las vacunas y al respaldo adicional de las políticas en algunas grandes economías.

La recuperación del crecimiento proyectada para este año se produce tras el fuerte colapso registrado en 2020, que ha tenido graves repercusiones para toda la población mundial. Se estima que la contracción del crecimiento mundial en 2020 fue de -3,5%.

Según las proyecciones, la solidez de la recuperación varía considerablemente entre países, dependiendo del acceso a intervenciones médicas, la eficacia del apoyo de las políticas, la exposición a repercusiones económicas transfronterizas y las características estructurales de cada economía al inicio de la crisis.

La comunidad mundial sigue colaborando estrechamente para proporcionar a los países un acceso adecuado a liquidez internacional. En los casos en que la deuda soberana era insostenible, los países están trabajando con los acreedores para reestructurar su deuda con arreglo al marco común acordado por el G-20.

Más allá de 2022, se proyecta que el crecimiento se modere alrededor de 3,3% a mediano plazo.

En lo que refiere a nuestro país, cabe destacar que durante los últimos 3 años (2018-2020), se ha visualizado un decrecimiento del PBI de 2,60%, 2,10% y 9,90%, respectivamente. El año 2020 fue impactado significativamente por la pandemia mundial mencionada precedentemente.

En cuanto a las proyecciones de quienes participan del REM, se pronostica una variación real del Producto Interno Bruto (PBI) para 2021 de 5,5%, implicando una expansión 0,7% superior a la contemplada en la encuesta previa (4,8%).

Para el año 2022, se espera un crecimiento económico de 2,5% (sin cambios respecto a lo previsto en el relevamiento anterior) y también de 2,45% para 2023.

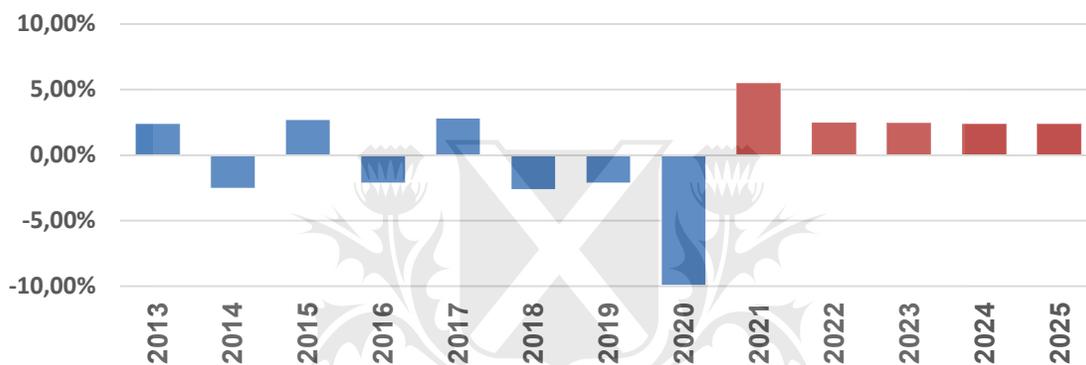
Para los restantes dos años, se ha proyectado un crecimiento del 2,40% y 2,35%, respectivamente, sustentado en las perspectivas y tendencias de crecimiento de los años anteriores.

Gráfico 31: Estimación del crecimiento del PBI (%)

PIB a precios constantes					
Período	Referencia	Mediana (REM dic-20)	Dif. con REM anterior*	Promedio (REM dic-20)	Dif. con REM anterior*
2021	var. % prom. anual	5,5	+0,7 (2)	5,3	+0,5 (2)
2022	var. % prom. anual	2,5	0,0 (4)	2,2	-0,3 (1)
2023	var. % prom. anual	2,5	-	2,4	-

Fuente: BCRA – REM (diciembre 2020)

Variación del PBI Real (%)



Fuente: Elaboración en base a datos del BCRA – REM (diciembre 2020) y estimaciones propias

5.3.2. Inflación

A los fines del presente trabajo se ha optado por estimar la inflación para los próximos cinco años en función de las expectativas que se pueden extraer del REM a través del Índice de Precios al Consumidor (IPC) – Nivel General.

El índice de precios al consumidor (IPC) de Argentina, que se difunde desde enero de 2017, mide la evolución de los precios de un conjunto de bienes y servicios representativos del gasto de consumo de los hogares residentes en áreas urbanas.

Sus resultados se publican para el total país como índice nacional y para regiones.

La dirección del programa está a cargo del Instituto Nacional de Estadística y Censos (INDEC) con la participación de las direcciones provinciales de estadística.

El IPC provee información relevante con la finalidad de:

- Se utiliza como medida de la inflación del país, por lo cual es considerado para la determinación de políticas económicas y monetarias, obligaciones contractuales, tasa de interés y remuneraciones.
- Sirve como indicador del cambio en el poder de compra de los consumidores.

- Herramienta para estimar series económicas a precios constantes.

En relación a la proyección del Índice de Precios al Consumidor (IPC) – Nivel General, el promedio mensual de variaciones esperadas para el primer semestre del 2021 es de 3,6%, evidenciándose un sendero mensual generalmente descendente.

A fines de diciembre de 2020, los analistas del mercado que participaron del REM, proyectaron para diciembre 2021, que la inflación (nivel general) alcanzará 49,8%, disminuyendo en 0,2% respecto de previsión proyectada en el relevamiento previo.

Consecuentemente, dicha previsión para 2021 resultaría 13,1% superior a la variación proyectada para diciembre de 2020 en el último relevamiento (36,7%). Asimismo, elevaron los pronósticos de inflación para 2022, llegando a 39,2% (+2,8% respecto del REM previo) y proyectaron un descenso hasta 30,0% en 2023.

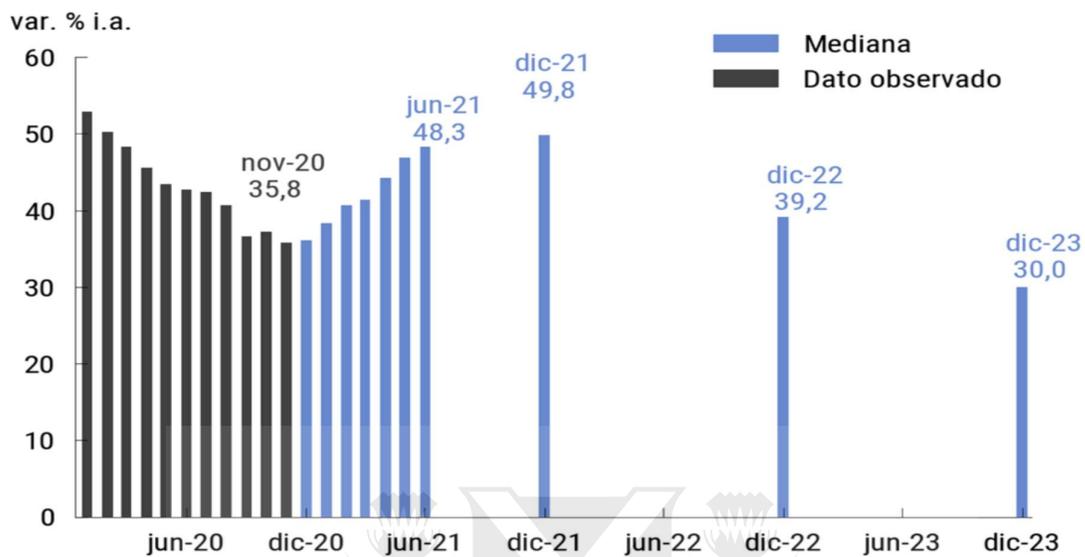
Para los restantes dos años, se ha proyectado continuar con la tendencia decreciente de 2,5% por año, estimando una inflación de 27,50% y 25%, respectivamente, sustentado en las perspectivas de los años anteriores.

Gráfico 32: Estimación de la variación del IPC (%)

Precios minoristas (IPC nivel general)							
Período	Referencia	Mediana (REM dic-20)	Dif. con REM anterior*		Promedio (REM dic-20)	Dif. con REM anterior*	
2021	var. % i.a.; dic-21	49,8	-0,2	(1)	48,6	-1,4	(1)
Próx. 12 meses	var. % i.a.	49,8	-2,7	(1)	48,6	-2,5	(1)
2022	var. % i.a.; dic-22	39,2	+2,8	(11)	39,6	+1,5	(1)
Próx. 24 meses	var. % i.a.	39,2	+0,1	(2)	39,6	+0,2	(1)
2023	var. % i.a.; dic-23	30,0	-		31,4	-	

Fuente: BCRA – REM (diciembre 2020)

En base a lo mencionado precedentemente, a continuación, se detalla la inflación de los últimos cinco años y la proyectada para los próximos cinco períodos:



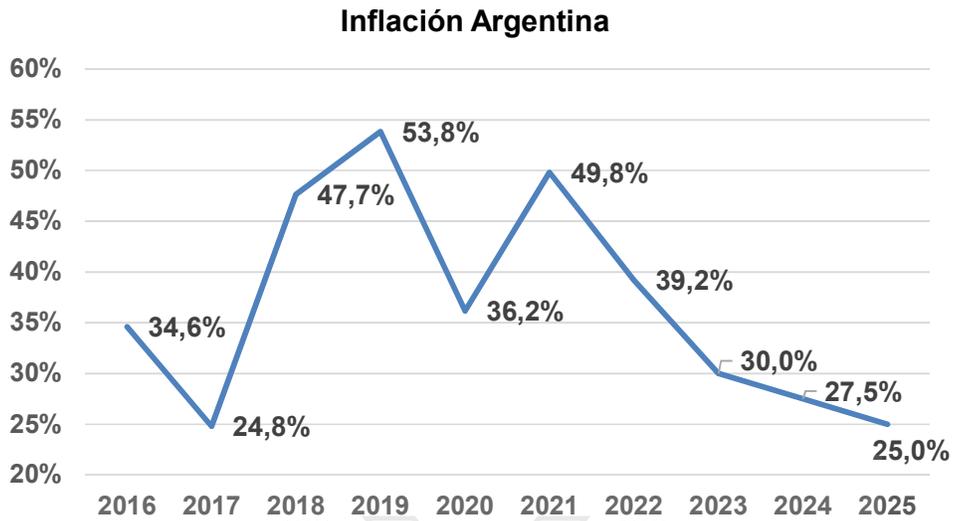
Fuente: BCRA – REM (diciembre 2020)

Tabla 13: Estimación de la variación del IPC - próximos cinco años

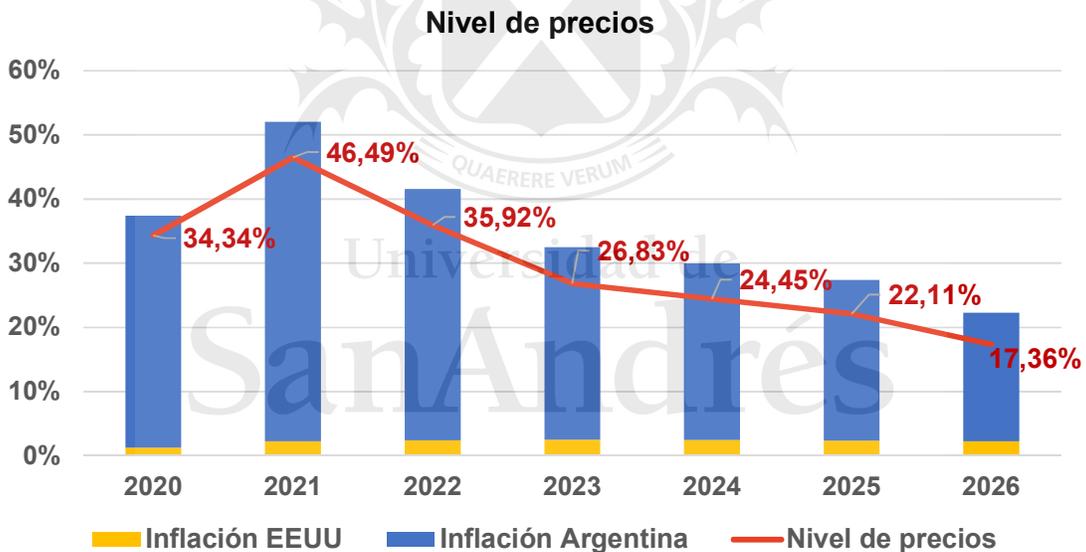
	Año	Inflación Argentina
Histórico	2016	34,59%
	2017	24,80%
	2018	47,65%
	2019	53,83%
	2020	36,15%
Estimado	2021	49,80%
	2022	39,18%
	2023	30,00%
	2024	27,50%
	2025	25,00%

Fuente: Elaboración propia e INDEC

Gráfico 33: Estimación variación del IPC y nivel de precios - próximos cinco años



Fuente: Elaboración en base a datos del BCRA – REM (diciembre 2020) y estimaciones propias



Fuente: Elaboración propia en base a BCRA, estatista y estimaciones propias

5.3.3. Tipo de cambio

A los fines del presente trabajo se ha optado por estimar el tipo de cambio para los próximos cinco años en función de expectativas de acuerdo al período proyectado:

- 2021 y 2022:

A diciembre 2020, los analistas del mercado que participaron del REM, ajustaron a la baja sus proyecciones mensuales del tipo de cambio nominal y

prevén que alcance \$125,80 por dólar para diciembre 2021 (-\$0,65 por dólar respecto del REM previo) y que se ubique en \$171,45 a fines de 2022.

- 2023 a 2025:

Se ha proyectado que el tipo de cambio nominal mantenga la misma tendencia que la inflación proyectada para esos años.

Se ha asumido dicha tendencia (inflación) ya que es un comportamiento similar al que tomaron los analistas de mercado que participaron del REM para proyectar el tipo de cambio para 2021 y 2022.

Tabla 14: Estimación de la variación del Tipo de Cambio

Conceptos	2020	2021	2022
Tipo de cambio (REM)	84,15	125,80	171,45
Variación Tipo de cambio (\$)		41,65	45,65
Inflación (REM)		49,80%	39,18%
Variación Tipo de cambio (%)		49,49%	36,29%
Inflación (REM) - Variación Tipo de cambio (%)		0,31%	2,89%

En base a lo mencionado precedentemente, a continuación, se detalla el tipo de cambio nominal y real (resultante de aplicar el nivel de precios de Estados Unidos y Argentina al tipo de cambio nominal) proyectados para los próximos cinco períodos:

Gráfico 34: Estimación de la variación del Tipo de Cambio

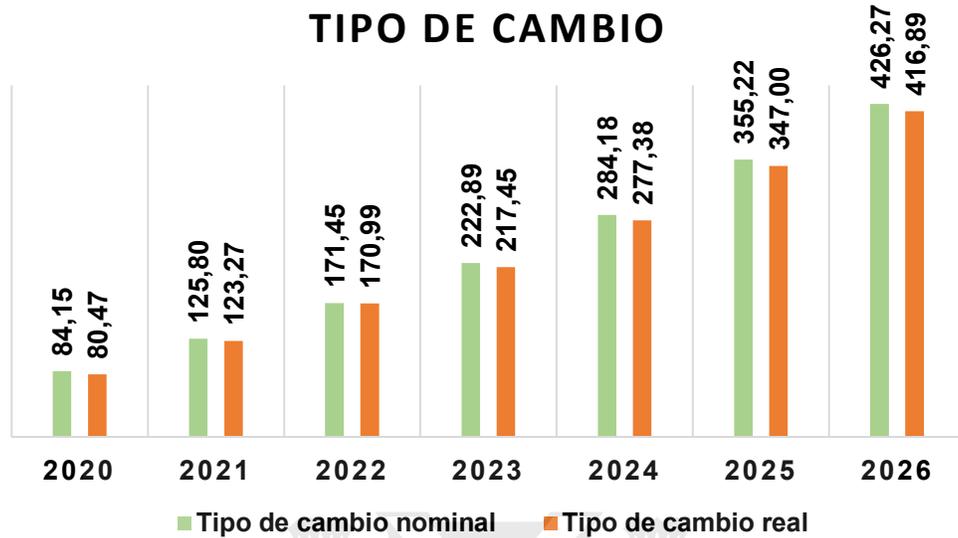
Tipo de cambio nominal							
Período	Referencia	Mediana (REM dic-20)	Dif. con REM anterior*		Promedio (REM dic-20)	Dif. con REM anterior*	
ene-21	\$/US\$	85,9	-0,9	(2)	86,2	-3,4	(2)
feb-21	\$/US\$	89,4	-1,5	(2)	90,1	-3,7	(2)
mar-21	\$/US\$	93,0	-2,0	(1)	94,2	-4,2	(2)
abr-21	\$/US\$	96,6	-1,6	(1)	97,4	-4,3	(1)
may-21	\$/US\$	100,0	-1,3	(1)	100,3	-4,3	(1)
jun-21	\$/US\$	103,0	-		103,4	-	
Próx. 12 meses	\$/US\$	125,8	+4,7	(5)	126,1	+1,8	(12)
2021	\$/US\$; dic-21	125,8	-0,7	(1)	126,1	-3,2	(1)
2022	\$/US\$; dic-22	171,5	-		173,0	-	

Fuente: BCRA – REM (diciembre 2020)

Tipo de cambio nominal											
Período	Referencia	Mediana	Promedio	Desvío	Máximo	Mínimo	Percentil 90	Percentil 75	Percentil 25	Percentil 10	Cantidad de participantes
ene-21	\$/US\$	85,88	86,21	1,23	90,20	84,79	88,00	86,63	85,32	85,05	40
feb-21	\$/US\$	89,43	90,08	3,34	106,67	85,90	92,55	90,90	88,26	87,40	40
mar-21	\$/US\$	93,00	94,16	4,70	110,00	86,40	99,00	95,10	91,40	90,00	41
abr-21	\$/US\$	96,60	97,43	5,61	120,00	86,80	102,33	99,12	94,30	92,66	40
may-21	\$/US\$	100,00	100,28	5,95	123,00	87,10	105,82	101,85	97,30	94,85	40
jun-21	\$/US\$	103,00	103,36	6,04	125,00	90,60	110,00	105,63	100,56	97,45	41
próx. 12 meses	\$/US\$; dic-21	125,80	126,08	10,60	150,00	95,03	140,00	130,00	120,59	115,10	41
2021	\$/US\$; dic-21	125,80	126,08	10,60	150,00	95,03	140,00	130,00	120,59	115,10	41
2022	\$/US\$; dic-22	171,45	173,04	25,18	227,90	117,80	200,00	187,25	156,84	146,41	34

Fuente: BCRA – REM (diciembre 2020)

Gráfico 35: Estimación del Tipo de Cambio nominal y real - próximos cinco años



Fuente: Elaboración en base a datos del BCRA – REM (diciembre 2020) y estimaciones propias

5.3.4. Tasas

A los fines del presente trabajo, las premisas de las tasas activas y pasivas proyectadas fueron detalladas en cada acápite por ser específicas y diferenciadas por cada línea de negocio, moneda y sector.

No obstante, a los fines informativos y de expectativas, se exponen las proyecciones del REM para la tasa de interés nominal anual (TNA) correspondiente a depósitos a plazo fijo de 30 a 35 días en bancos privados de más de un millón pesos (BADLAR). Para enero de 2021, quienes participan del REM pronosticaron una tasa BADLAR de bancos privados de 35,00%, con una tendencia creciente en los meses siguientes y hasta fines de año. De todas formas, respecto de la encuesta previa se verificaron correcciones a la baja en los pronósticos relevados para los próximos meses y al alza para fines del año 2021, cuando el nivel de la tasa ascendería a 38,14% y continuando con tendencia decreciente para 2022, cerrando con tasa de 33,10%.

Gráfico 36: Estimación de la variación de la tasa BADLAR (%)

Tasa de interés (BADLAR)						
Período	Referencia	Mediana (REM dic-20)	Dif. con REM anterior*		Promedio (REM dic-20)	Dif. con REM anterior*
ene-21	TNA; %	35,00	-1,0	(1)	35,06	-1,3 (1)
feb-21	TNA; %	36,00	-1,0	(1)	36,27	-1,1 (1)
mar-21	TNA; %	36,98	-1,0	(1)	37,42	-1,1 (1)
abr-21	TNA; %	37,10	-0,9	(1)	37,59	-1,2 (1)
may-21	TNA; %	37,50	-0,5	(1)	37,62	-0,9 (1)
jun-21	TNA; %	37,71	-		37,62	-
Próx. 12 meses	TNA; %	38,14	+1,7	(4)	38,26	+0,8 (8)
2021	TNA; %; dic-21	38,14	+2,1	(9)	38,26	+1,1 (9)
2022	TNA; %; dic-22	33,10	-		33,06	-

Fuente: BCRA – REM (diciembre 2020)

Tasa de interés (BADLAR)											
Período	Referencia	Mediana	Promedio	Desvío	Máximo	Mínimo	Percentil 90	Percentil 75	Percentil 25	Percentil 10	Cantidad de participantes
ene-21	TNA; %	35,00	35,06	1,83	38,81	30,06	37,65	36,00	34,26	34,00	38
feb-21	TNA; %	36,00	36,27	2,39	42,34	31,08	39,00	37,83	34,50	34,00	38
mar-21	TNA; %	36,98	37,42	3,45	45,00	30,90	42,60	39,40	35,04	34,00	38
abr-21	TNA; %	37,10	37,59	3,56	48,10	30,24	42,67	39,31	35,11	34,14	38
may-21	TNA; %	37,50	37,62	3,49	48,23	30,24	42,00	39,00	35,20	34,00	38
jun-21	TNA; %	37,71	37,62	3,76	48,96	28,08	42,00	39,75	34,93	33,85	38
próx. 12 meses	TNA; %; dic-21	38,14	38,26	5,54	50,00	27,70	45,00	41,01	34,63	32,43	38
2021	TNA; %; dic-21	38,14	38,26	5,54	50,00	27,70	45,00	41,01	34,63	32,43	38
2022	TNA; %; dic-22	33,10	33,06	7,47	50,00	18,80	39,92	37,44	28,04	24,10	32

Fuente: BCRA – REM (diciembre 2020)

5.4. Principales conclusiones de la sección

En base al análisis efectuado en esta sección, es importante detallar los principales aspectos a considerar, las fortalezas y debilidades, tales como:

- Aspectos a considerar:
 - El PBI global cayó un 3,5% de acuerdo con estimaciones del FMI, con una caída de 4,9% en mercados desarrollados y 2,4% en emergentes.
 - Los déficits fiscales de muchos países alcanzaron niveles históricos, como así también los indicadores de deuda sobre PBI, en relación a medidas fiscales para afrontar la pandemia. Para Argentina, el costo fiscal de las medidas de asistencia vinculadas a la pandemia terminó rondando el 4% del PBI.
 - El rendimiento del bono del Tesoro a 30 años está al 2%, mientras que la deuda de menos de dos años se ha mantenido cerca de 0,1%.

- La inflación del 36,1% fue más baja que 2019 (53,8%).
- Los salarios crecieron un 35%, ligeramente por debajo de la inflación.
- Banco Central impuso un nuevo impuesto y una retención del 35% a la compra de USD para atender gastos en el exterior y atesorar.
- Argentina llegó a un acuerdo de reestructuración de deuda pública en USD, no teniendo obligaciones significativas en USD hasta 2024.
- La cotización del dólar aumentó más de 40% desde \$59,87 a \$84,15.
- BCRA actualizó lineamientos de su política monetaria con medidas para armonizar las tasas de interés de política monetaria (proceso de subas de tasas de interés)
- Durante el año, el tipo de cambio implícito en el precio de los bonos (promedio ponderado diario) aumentó 94,3%.
- Fortalezas:
 - Los mercados de valores en el mundo terminaron el año en positivo, pese a la pandemia y la recesión global. El índice Standard & Poor's 500 aumentó 16,3% empujado por las empresas tecnológicas
 - El sistema financiero local continuó mostrando un adecuado grado de resiliencia en el transcurso de 2020, en un contexto local que gradualmente está evidenciando señales de mayor dinamismo de la demanda interna y de una incipiente recuperación económica con medidas de política monetaria, financiera, fiscal y de ingresos.
- Debilidades:
 - Ante caída de reservas del BCRA, se profundiza el control al acceso al mercado de cambios. Las reservas terminaron el año en USD39.410 millones, casi USD 5.400 millones menos que a comienzos de 2020.
 - Préstamos de moneda extranjera cayeron 48%, 10% más que los depósitos evidenciando el impacto de expectativas cambiarias y del proceso de pesificación.
 - Las medidas de aislamiento social profundizaron la recesión que ya venía experimentando la actividad económica registrando las mayores caídas interanuales.

- El S&P Merval y el S&P BYMA General, medidos en dólares, cayeron por tercer año consecutivo, en la comparación anual (Dic/Dic). En el caso del S&P Merval, su valor a fin de 2020 es el 22,6% del observado a fin de 2017, el último año con suba.
- Distribución de dividendos Merval: El monto distribuido fue USD166MM (10% de distribuido en 2019). En pesos se distribuyeron \$21.160MM, un 75% menos que 20219. Factores: depreciación del 94% del tipo de cambio, dificultades de empresas ante pandemia y resoluciones del BCRA que limitaron a los Bancos a distribuir dividendos.
- Oportunidades:
 - Para 2021, FMI pronostica recuperación del PBI global de 5.5%, con un crecimiento de 6,3% en el mundo emergente y 4,3% entre las economías desarrolladas.
 - En un contexto internacional que se presenta favorable con bajas tasas de interés y precio de las commodities sostenidos, Argentina tendrá oportunidad de recuperar la actividad económica y superar los desequilibrios macroeconómicos vigentes.

Universidad de
San Andrés

6. Proyecciones

6.1. Metodología de valuación. Estados Contables

Se planea desarrollar la valuación de Banco Macro para analizar la percepción que el mercado tiene sobre la compañía a una fecha determinada. Se tomará como punto de referencia el valor de mercado de la empresa al 31 de diciembre de 2020 y será realizada a través de dos métodos: el método de descuento del flujo de fondos libre para el accionista, conocido como “Free Cash Flow to the Equity” (FCFE), y el método de valuación relativa o por comparables.

Este es uno de los modelos más aceptados y adaptados al negocio de una entidad financiera.

Los flujos de fondos de una entidad financiera guardan una relación con el contexto macroeconómico del país. Por lo tanto, se evaluarán los siguientes factores y se analizará la relación con los componentes del Banco:

- Inflación.
- Tipo de cambio.
- PBI.
- Tasas de interés activas.
- Tasas de interés pasivas.

A su vez, se deberá tener en cuenta para su valuación las exigencias y requisitos regulatorios exigidos por los organismos de contralor, principalmente el Banco Central de la República Argentina, tales como:

- Exigencias de solvencia de capital: Relación técnica de Capitales Mínimos.
- Requerimientos de liquidez: Relación técnica de Efectivo Mínimo.
- límites en la posición de moneda extranjera: Relación técnica Posición global neta en moneda extranjera. Formas de colocar los pasivos en dicha moneda.
- Seguros de depósitos.
- Activos inmovilizados.
- Pautas y límites en las tasas de intereses de las operaciones de crédito y exigencias para el otorgamiento de líneas específicas obligatorias con límites en sus condiciones (tasas, plazos, etc.), como es el ejemplo de líneas de inversión productivas.

- Límites en las tasas de intereses de las operaciones pasivas, como es el ejemplo de los depósitos a plazo fijo con tasas reguladas por el BCRA.

Con el objetivo de poder contemplar dichas limitaciones, se escogió llevar a cabo el cálculo de flujo de fondos de los accionistas con la premisa que se tomará como modelo de dividendos para distribuir, todo aquel capital con el que cuente el banco al finalizar cada año que exceda el capital mínimo para operar, exigido por el órgano de contralor, BCRA.

6.1.1. Activos

Disponibilidades

El rubro disponibilidades está compuesto por:

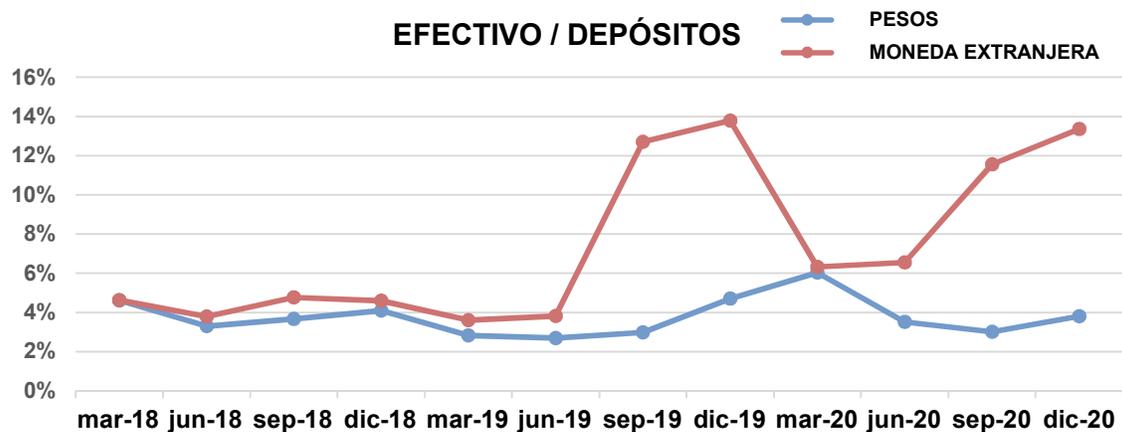
- Efectivo
- Entidades Financieras y corresponsales
- Otras disponibilidades
- Activos financieros entregados en garantía
- Efectivo

El saldo de efectivo o “caja” fue estimado por moneda en función de la relación histórica del ratio de efectivo con respecto a los depósitos totales en pesos y dólares de los períodos 2018, 2019 y 2020, respetando la segmentación por moneda.

Con el fin de considerar la estacionalidad de los depósitos y llegar a una mejor estimación de caja, se tomó el promedio de los ratios trimestrales.

A continuación, se exponen los resultados obtenidos:

Gráfico 37: Relación Efectivo sobre Depósitos (%)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de los Estados Contables trimestrales Banco Macro

Del análisis efectuado surge un saldo de caja en pesos y dólares representando en promedio el 3,8% y 7,4% de los depósitos totales en dichas monedas, respectivamente.

Vale aclarar que los saldos de efectivo por moneda fueron estimados en función de los depósitos proyectados al inicio.

Definidos los ratios y estimados los depósitos, se procedió a determinar el saldo de efectivo a través de la aplicación de dichos ratios (3,8% a pesos y 7,4% a moneda extranjera) a los saldos de depósitos proyectados.

En base a lo mencionado precedentemente, se detallan a continuación los saldos de efectivo proyectados:

Tabla 15: Estimación de efectivo (en millones de pesos)

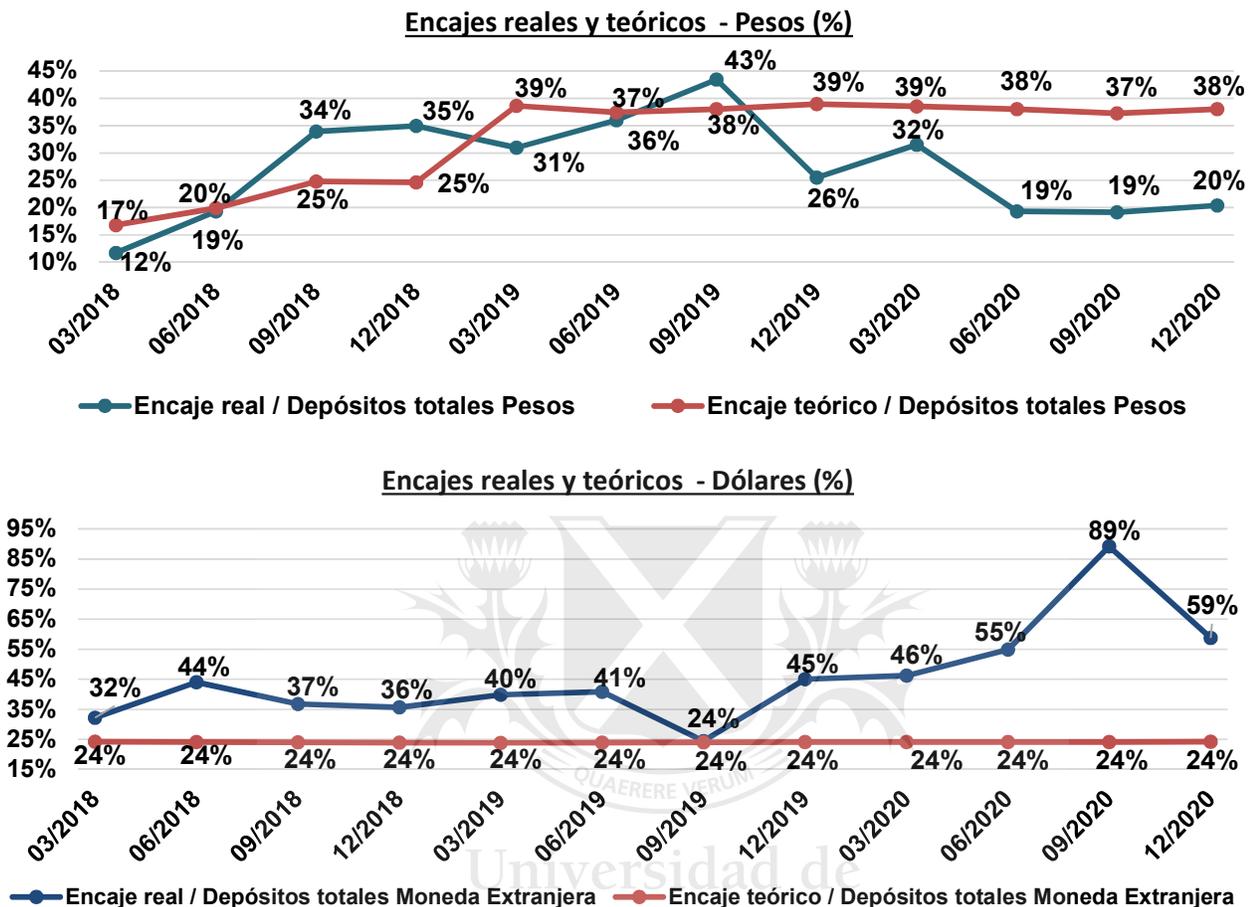
Conceptos	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Efectivo – Pesos	15.494	22.288	34.263	50.894	75.000	107.552
Efectivo - Moneda Extranjera	5.456	15.438	23.749	35.296	52.039	74.658
Efectivo – Total	20.950	37.726	58.013	86.190	127.039	182.210
Depósitos – Pesos	411.808	592.369	910.663	1.352.680	1.993.372	2.858.552
Depósitos - Moneda Extranjera	73.237	207.247	318.811	473.819	698.581	1.002.213
Depósitos – Total	485.045	799.616	1.229.474	1.826.499	2.691.953	3.860.765
EFFECTIVO \$ / DEPÓSITOS \$		3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%
EFFECTIVO USD / DEPÓSITOS USD		7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%

- Entidades Financieras y corresponsales

La línea Entidades Financieras y Corresponsales está compuesta principalmente por el efectivo y depósitos en cuentas en el BCRA que tratan los requisitos normativos de encajes.

Para la proyección se tomaron los años 2018, 2019 y 2020 como base y se procedió a observar la relación de los saldos trimestrales de encajes (encaje real) con respecto a los encajes resultantes de aplicar los correspondientes ponderadores a los saldos de depósitos a la vista y a plazo fijo (encaje técnico).

Gráfico 38: Encajes reales y teóricos (por moneda)



Fuente: Elaboración propia en base de datos de Estados Contable y Norma efectivo mínimo BCRA. Como puede observarse en los gráficos, las instituciones financieras tienden a presentar un encaje real inferior al teórico en moneda local. Este sub encaje surge principalmente de ciertas deducciones que la normativa de efectivo mínimo contempla a la hora de la integración.

En el caso de los encajes en dólares la relación generalmente es inversa, es decir, se produce un sobre encaje (encajes reales mayores a los teóricos).

El comportamiento de los encajes reales en pesos del año 2018 difiere del observado durante 2019 y 2020. A partir de 2019, BCRA ha resuelto modificar la estructura de requisitos de efectivo mínimo con el fin de promover el ahorro en dicha moneda y simplificar la estructura vigente y transformar el incentivo al aumento de los depósitos a plazo fijo vigente desde el 1º de octubre en un estímulo a la prolongación de los plazos, sin impacto en la base monetaria.

A fines de septiembre 2018, el BCRA resolvió que los requisitos de efectivo mínimo por el aumento de depósitos a plazo fijo pudieran ser integrables enteramente en Letras de Liquidez (LELIQ). Esta medida BCRA la consideró exitosa para incentivar la captación de plazos fijos en pesos y reducir el spread entre la tasa de referencia (LELIQ) y la tasa de los depósitos a plazo fijo. Los depósitos privados a plazo fijo en pesos crecieron a un ritmo superior al 10% mensual en octubre y noviembre, y el spread entre la tasa de referencia y la tasa promedio de depósitos privados a plazo fijo se redujo en más de 900 puntos básicos entre septiembre y diciembre.

En base a los cambios estipulados desde 2019 mencionados precedentemente, se podían tomar distintos conceptos para integrar la exigencia de efectivo mínimo que se detallan a continuación:

- Efectivo y depósitos en bancos - Saldos en cuentas en el BCRA.
- Otros títulos de deuda.
- Activos financieros entregados en garantía.

Por tal razón, se determinó para cada componente, segmentado por moneda, la participación histórica trimestral, logrando el siguiente promedio:

Tabla 16: Participación de los componentes para integrar efectivo mínimo

Conceptos	Promedio trimestral 2019-2020
Efectivo y depósitos en bancos - Cuentas en BCRA – Pesos	23%
Otros títulos de deuda – Pesos	35%
Activos financieros entregados en garantía – Pesos	7%
Efectivo y depósitos en bancos - Cuentas en BCRA - Moneda extranjera	34%
Activos financieros entregados en garantía - Moneda extranjera	1%
Efectivo y depósitos en bancos - Cuentas en BCRA - Total	57%
Otros títulos de deuda - Total	35%
Activos financieros entregados en garantía - Total	8%

El modelo para estimar los encajes en pesos fue el que le aplica un ponderador del 45% a los depósitos vista y un 32% a los depósitos a plazo (requisito para depósitos con vencimiento a 30 días).

No obstante, es importante destacar el impacto de las deducciones en pesos que posee el banco por diferentes motivos especificados en la norma de “Efectivo mínimo” y el sobre encaje en dólares que en día poseen los bancos.

Para tener en cuenta los efectos de dichas deducciones, se calcularon los promedios históricos trimestrales de 2018 a 2020 de los encajes reales en relación a

los saldos de depósitos del pasado, segmentado por moneda. Dichos promedios arrojaron como resultado un 27% para pesos y un 46% para moneda extranjera.

De esta manera, se determinaron los ratios que exponen el encaje real, los cuales demuestran el porcentaje de reducción que existió en el pasado con el objeto de evaluar el impacto de las deducciones de la exigencia de efectivo mínimo.

Por último, se procedió a calcular el saldo de efectivo en base a la participación histórica trimestral de Efectivo y depósitos en bancos - Saldos en cuentas en el BCRA (57%) con los nuevos ponderadores de encaje real (27% pesos y 46% moneda extranjera) sobre los depósitos proyectados, segmentados por moneda.

Los montos de encaje obtenidos para cada cierre de año fueron los siguientes:

Tabla 17: Estimación de integración efectivo mínimo (en millones de pesos)

Conceptos	2021	2022	2023	2024	2025
Integración Pesos	161.048	247.583	367.754	541.940	777.157
Integración Moneda Extranjera	94.592	145.513	216.262	318.849	457.433
TOTAL - Integración Efectivo Mínimo	255.640	393.096	584.016	860.789	1.234.590
Participación efectivo en bancos - Saldos en BCRA	57%	57%	57%	57%	57%
Efectivo y depósitos bancos - Cuentas en BCRA	145.878	224.315	333.261	491.197	704.502

El cálculo que detallamos anteriormente, lo voy a comparar con la siguiente metodología de cálculo para exponer el impacto de las deducciones regulatorias:

En la siguiente tabla se exponen los ponderadores vigentes para la integración de efectivo mínimo que serán utilizados en la proyección:

Tabla 18: Ponderadores de encaje para integración efectivo mínimo

Exigencias – Encajes	Diciembre 2020	
	Pesos	Dólares
Depósitos a la vista	45%	25%
Depósitos a plazo fijo	32%	23%

Fuente: BCRA - Normas de efectivo mínimo Cat. I

Encaje vista = Saldos vista * Ponderador vista

Encaje PF = Saldos PF * Ponderador PF

Para este modelo, el supuesto que se asume para los próximos cinco años se basa en un modelo de ponderadores sin variaciones.

Por lo tanto, el encaje para los depósitos a la vista surge de aplicar a los saldos vista en pesos y dólares los ponderadores por moneda correspondientes a dicho tipo de depósitos, mientras que para los depósitos a plazo fijo el encaje se constituye a

partir de aplicar a los saldos de depósitos a plazo fijo en pesos y dólares los ponderadores por moneda correspondientes a este tipo de depósitos.

Es importante mencionar que el análisis del mix de fondeo es una cuestión determinante en la proyección dado que de esto dependerá el ponderador a aplicar y el efectivo mínimo a integrar.

En este sentido, se procedió al análisis del mix de depósitos que Banco Macro ha mantenido en el sector privado durante los últimos tres años, efectuando un promedio trimestral desde 2018 a 2020:

SPNF - Depósitos - Pesos	
Depósitos vista - Pesos	47%
Plazo fijo e inversiones a plazo - Pesos	53%
SPNF - Depósitos - Moneda Extranjera	
Depósitos vista - Moneda Extranjera	54%
Plazo fijo e inversiones a plazo - Moneda Extranjera	46%

Los montos de encaje obtenidos para cada cierre de año fueron los siguientes:

Tabla 19: Estimación de encajes - efectivo mínimo (en millones de pesos)

	2021	2022	2023	2024	2025
Integración Pesos Vista	124.416	191.267	284.105	418.670	600.385
Integración Pesos Plazo Fijo	101.084	155.400	230.827	340.158	487.796
Integración Moneda Extranjera Vista	28.229	43.425	64.538	95.153	136.510
Integración Moneda Extranjera Plazo Fijo	21.696	33.375	49.603	73.132	104.919
TOTAL - Integración Efectivo Mínimo	275.425	423.467	629.073	927.113	1.329.609
Participación efectivo en bancos - Saldos en BCRA	57%	57%	57%	57%	57%
Efectivo y depósitos en bancos - Cuentas en BCRA	157.168	241.646	358.972	529.044	758.724
Metodología cálculo principal - Cuentas en BCRA	145.878	224.315	333.261	491.197	704.502
Variación entre metodologías de cálculo	11.290	17.331	25.711	37.847	54.221
Variación entre metodologías de cálculo (%)	8%	8%	8%	8%	8%

Es importante destacar que el 8% de variación que surge entre ambas metodologías de cálculo refleja la importancia y el impacto de las deducciones regulatorias.

El modelo que voy a utilizar para la valuación es la primera metodología de cálculo que refleja los encajes reales efectuados por el Banco.

El otro componente de la línea Entidades Financieras y Corresponsales son los Corresponsales que tiene el Banco en moneda extranjera.

Se estimó mantener el mismo saldo en moneda extranjera que se calculó con el promedio de los últimos tres años (2018-2020): USD 556 miles. Dicho saldo se valuó al tipo de cambio proyectado para cada año.

- Otras disponibilidades

La línea Otras disponibilidades incluye oro valuado en dólares que solo han crecido al ritmo de la devaluación año a año. Por lo tanto, se han estimado considerando la variación en el tipo de cambio para los años proyectados.

- Activos financieros entregados en garantía

Para la valuación, inicialmente se calculó el spread de los saldos a diciembre 2020 entre lo registrado en dicho componente y lo computado para la integración de efectivo asociado a dicho concepto: 18%

El excedente se debe al cumplimiento de otros requisitos regulatorios donde se deben resguardar distintos activos financieros en garantía, como es el ejemplo de las garantías en la operatoria en MAE.

Luego aplique la participación de dicho concepto en la integración de efectivo mínimo proyectada y le agregue el spread mencionado.

Por último, se procedió a calcular el saldo de Activos financieros entregados en garantía en base a la participación histórica trimestral de dicho concepto (8%) en la integración de efectivo mínimo proyectada y se le agregó el spread mencionado.

Los montos de activos financieros entregados en garantía para cada cierre de año fueron los siguientes:

Tabla 20: Estimación de activos financieros entregados en garantía (millones de pesos)

Conceptos	2021	2022	2023	2024	2025
Integración Pesos	161.048	247.583	367.754	541.940	777.157
Integración Moneda Extranjera	94.592	145.513	216.262	318.849	457.433
TOTAL - Integración Efectivo Mínimo	255.640	393.096	584.016	860.789	1.234.590
Participación Activos financieros en garantía	8%	8%	8%	8%	8%
Activos financieros en garantía – SubTotal	20.647	31.748	47.168	69.521	99.711
Spread adicional	18%	18%	18%	18%	18%
Activos financieros en garantía – Total	24.368	37.471	55.670	82.052	117.683

Títulos Públicos y privados

La cartera de títulos de Banco Macro se compone principalmente en moneda local. De acuerdo al análisis basado en el promedio de participación de los años 2018, 2019 y 2020, el 99% de la cartera de títulos es en pesos mientras que el 1% restante corresponde a títulos en dólares.

En cuanto a la composición de los títulos en pesos, la línea de Instrumentos del BCRA, compuesta principalmente por letras de liquidez, ha mostrado un traspaso a la tenencia de títulos públicos con foco en letras del tesoro nacional. Ambos instrumentos reflejan el 99% de la composición de la línea de títulos públicos y privados, exponiendo el eje de la política de inversión de títulos del Banco. Durante los últimos 5 años, la tenencia en títulos privados nunca superó el 5% de la composición, de acuerdo al siguiente detalle:

Tabla 21: Composición de títulos públicos y privados (%)

Conceptos	2020	2019	2018	2017	2016
Títulos Públicos	49%	28%	14%	3%	20%
Letras BCRA	50%	67%	84%	97%	78%
Títulos privados	1%	5%	2%	0%	2%

Es importante destacar que Banco Macro tiene una participación vertical significativa de la línea de Títulos públicos y privados sobre su Activo y más elevada que sus restantes competidores.

A continuación, se puede visualizar para los años 2018, 2019 y 2020 la participación sobre el Activo y la relación que mantiene con el principal componente del Activo de los Bancos - Préstamos:

Tabla 22: Relación de títulos con Activo y con Préstamos (%)

Ejercicio	2018			
	BBVA	SANTANDER	GALICIA	MACRO
Bancos				
A C T I V O	100%	100%	100%	100%
TÍTULOS PÚBLICOS Y PRIVADOS	9%	7%	18%	20%
PRÉSTAMOS	50%	40%	46%	51%
TÍTULOS / PRÉSTAMOS	18%	18%	38%	39%

Ejercicio	2019			
	BBVA	SANTANDER	GALICIA	MACRO
Bancos				
A C T I V O	100%	100%	100%	100%
TÍTULOS PÚBLICOS Y PRIVADOS	12%	5%	14%	17%
PRÉSTAMOS	43%	43%	51%	51%
TÍTULOS / PRÉSTAMOS	28%	11%	28%	32%

Ejercicio Bancos	2020			
	BBVA	SANTANDER	GALICIA	MACRO
ACTIVO	100%	100%	100%	100%
TÍTULOS PÚBLICOS Y PRIVADOS	19%	20%	19%	35%
PRÉSTAMOS	39%	38%	46%	34%
TÍTULOS / PRÉSTAMOS	48%	53%	42%	101%

Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA y Estados Contables de Bancos

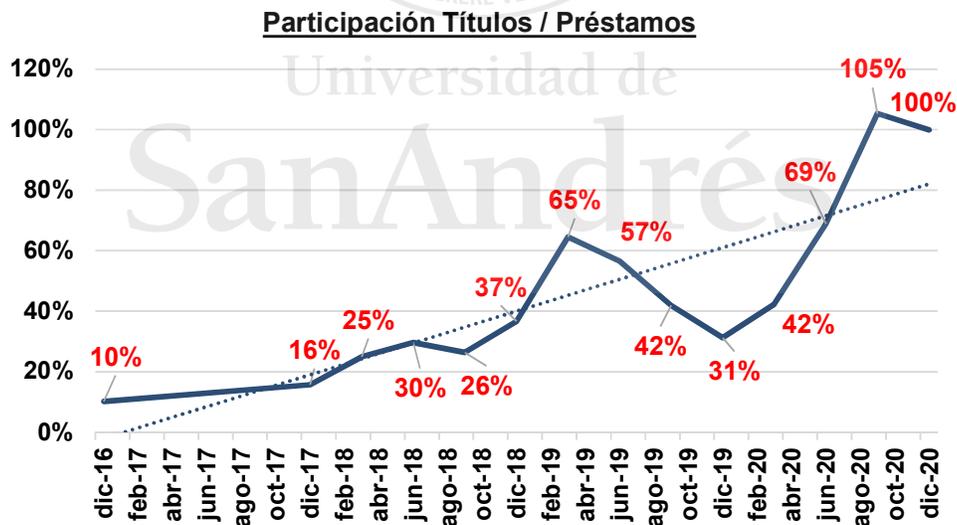
En base a lo expuesto en los cuadros precedentes, se puede observar una mayor participación en el ratio de Títulos / Préstamos sobre sus competidores en torno al 26% superior (promedio 2018-2020):

Títulos / Préstamos (promedio anual 2018-2020)	%
Banco Macro	57%
Competidores	31%
Spread Competidores	26%

En base a que el componente de Títulos públicos y privados está asociado a las políticas monetarias y económicas, se expone adicionalmente la participación trimestral del Banco en los últimos tres años en el ratio de Títulos / Préstamos:

Títulos / Préstamos (promedio trimestral 2018-2020)	%
Banco Macro	52%

Gráfico 39: Relación Títulos sobre préstamos (%)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Estados Contables Banco Macro

A los efectos de reflejar este escenario en la proyección, la cartera de títulos fue estimada en función del promedio trimestral 2018-2020 de la participación títulos / préstamos (52%) más el spread frente a los demás competidores (26%), obteniendo una participación de 78% sobre los préstamos proyectados. Dicha participación

(78%) también se ve reflejado en el promedio de la participación trimestral que tuvo el Banco durante 2020. A su vez, se mantuvo una participación constante entre los rubros que compone la línea, tomando como referencia el promedio de los últimos tres años (2018-2020).

Por último, se asume una suba gradual de 1% para cada año proyectado, de acuerdo al siguiente detalle:

Tabla 23: Estimación de títulos públicos y privados (en millones de pesos)

Concepto	%	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Títulos de deuda	10%	53.187	36.189	57.148	88.712	138.387	208.656
Otros títulos de deuda	90%	204.136	308.880	487.768	757.175	1.181.152	1.780.915
TÍTULOS PÚBLICOS		257.327	345.069	544.916	845.887	1.319.539	1.989.571
PRÉSTAMOS			439.631	685.509	1.050.914	1.619.252	2.411.875
Part. Títulos / Préstamos			79%	80%	81%	82%	83%

Préstamos

Los saldos de los préstamos se han proyectado en función de un modelo de cuotas de mercado basado en información histórica, actual y estimada para cada una de las líneas que componen los créditos para personas jurídicas.

Para el desarrollo de este modelo se realizó el siguiente procedimiento:

En primer lugar, se proyectaron los saldos de préstamos del sistema financiero. Para ello se consideraron las estimaciones del mercado con respecto al crecimiento de la relación Préstamos / PBI esperado para los próximos años.

Ante todo, es importante destacar que tanto el PBI como la relación Préstamos / PBI vinieron con una tendencia bajista desde fines de 2018.

No obstante, se visualizó una tendencia de crecimiento del PBI para los años 2021, 2022 y 2023 publicadas por ciertos equipos de investigación de mercado en el Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) a diciembre 2020 mencionado precedentemente, y una evolución positiva para 2024 y 2025 aunque a menor ritmo que en los períodos anteriores:

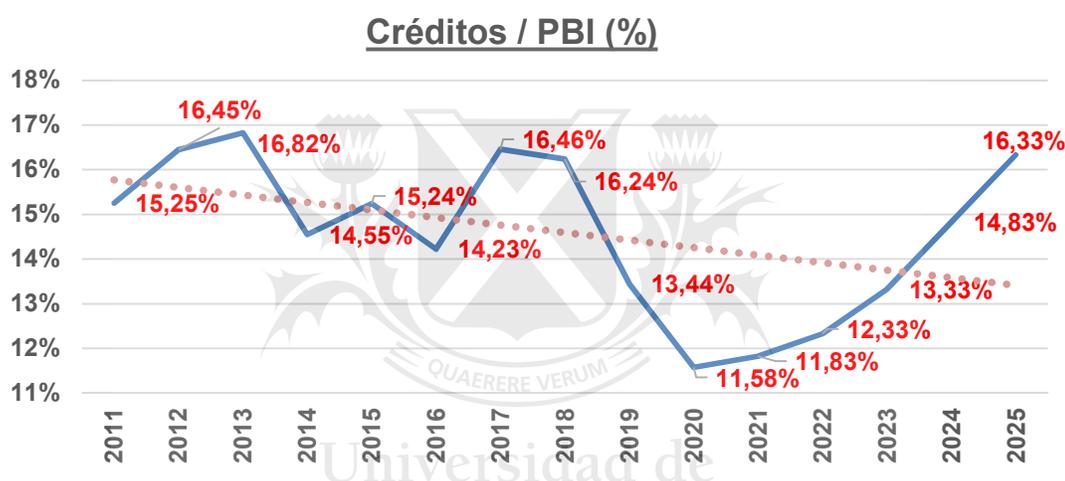
Para la relación de Préstamos / PBI, se mantiene la misma tendencia de crecimiento, pero en forma ascendente el grado de penetración de los préstamos. Cabe mencionar que, en 2024, el ratio alcanza el nivel de promedio histórico de los últimos 10 años (2011-2020): 14,8%.

A continuación, se detalla tanto la tendencia bajista que se inició en 2018 como las expectativas de crecimiento a partir de 2021:

Tabla 24: Expectativas de crecimiento de Préstamos (en millones)

Conceptos	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Tipo de cambio	84,15	125,80	171,45	222,89	284,18	355,22
	\$	\$	\$	\$	\$	\$
Préstamos Sistema Financiero	3.774.694	6.082.195	8.855.684	12.751.150	18.521.518	26.093.025
	USD	USD	USD	USD	USD	USD
	44.859	48.348	51.652	57.210	65.176	73.455
Ratio Créditos / PBI	11,58%	11,83%	12,33%	13,33%	14,83%	16,33%
Incremento Ratio		0,25%	0,50%	1,00%	1,50%	1,50%
PBI (USD)	387.445	408.754	418.973	429.238	439.540	449.869
Evolución PBI	-9,90%	5,50%	2,50%	2,45%	2,40%	2,35%

Gráfico 40: Estimación de créditos sobre PBI (%)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Federación Latinoamericana de Bancos (FELABAN)
Una vez determinados los saldos estimados del sistema financiero, se proyectaron los saldos de préstamos de Banco Macro al cierre de cada período en función de la participación de mercado que ha arrojado la compañía. Se partió de la proporción de préstamos privados al cierre de 2020 (7,2%), se mantuvo la misma durante 2021 y luego, se estimó un crecimiento de participación del 0,5% para cada año:

Concepto	2021	2022	2023	2024	2025
Market Share	7,2%	7,7%	8,2%	8,7%	9,2%

De esta manera se buscó reflejar las expectativas de crecimiento y recuperación de la actividad que presenta el modelo para los próximos años, principalmente ligadas a una mayor inversión y evolución positiva para ciertos sectores.

Las líneas correspondientes a los créditos minoristas están conformadas por préstamos personales, hipotecarios, prendarios y financiaciones de tarjetas de

crédito, mientras que los créditos comerciales se componen de adelantos, documentos y la línea “otros” que está principalmente relacionada a financiaciones de comercio exterior.

Como paso posterior, se tomaron los saldos de préstamos privados del sistema financiero y del Banco Macro desde 2010 al 2020 para evaluar las cuotas de mercado y escoger la adecuada para la estimación de los años proyectados:

Tabla 25: Cuotas de mercado de los préstamos en Macro y Sistema Financiero (%)

Conceptos	Sist. Fin.	Macro	Sist. Fin.	Macro	Promedio	2020	Macro	Sist. Fin.
	Promedio (2010-20)	Promedio (2010-20)	2020	2020	Sist Fin Vs Macro	Sist Fin Vs Macro	Promedio vs 2020	Promedio vs 2020
S. Púb. no Fin.	6,3%	1,7%	2,6%	1,3%	-4,6%	-1,3%	-0,4%	-3,7%
S. Financiero	2,2%	1,4%	1,8%	0,7%	-0,8%	-1,1%	-0,7%	-0,4%
S. Priv. no Fin.	91,5%	96,9%	95,6%	98,0%	5,4%	2,4%	1,1%	4,1%
Adelantos	9,5%	11,0%	7,4%	6,5%	1,5%	-0,8%	-4,5%	-2,1%
Documentos	21,4%	12,3%	19,2%	10,0%	-9,0%	-9,1%	-2,3%	-2,2%
Hipotecarios	8,4%	5,8%	6,6%	5,2%	-2,7%	-1,5%	-0,6%	-1,8%
Prendarios	5,1%	2,9%	3,8%	1,3%	-2,2%	-2,5%	-1,7%	-1,4%
Personales	18,1%	31,2%	11,8%	25,7%	13,0%	13,9%	-5,5%	-6,4%
Tarjetas Crédito	23,3%	23,3%	24,5%	24,5%	0,0%	0,0%	1,2%	1,2%
Otros	10,8%	10,7%	16,6%	19,7%	-0,1%	3,1%	9,1%	5,8%
Intereses	3,4%	2,8%	10,2%	7,1%	-0,5%	-3,1%	4,2%	6,8%
Previsiones / Préstamos	3,1%	2,6%	5,8%	3,8%	-0,6%	-2,0%	1,2%	2,7%
En pesos	88,5%	88,5%	86,6%	91,4%	0,0%	4,8%	2,9%	-1,9%
En USD	11,5%	11,5%	13,4%	8,6%	0,0%	-4,8%	-2,9%	1,9%
Préstamos-Total	100%	100%	100%	100%				

En función de los datos expuestos se procedió a evaluar los distintos ratios y se fijó las cuotas de mercado que se tomarán como base de la proyección, para lo cual se consideró el promedio de las participaciones registradas durante 2010 a 2020 y se asumió que las cuotas de mercado se mantendrán constantes, excepto para las líneas de adelantos, documentos y otros donde el banco ganará participación de 0,5% desde el 2022 para estas líneas de negocio.

De la estimación mencionada surgen las siguientes cuotas de mercado proyectadas:

Tabla 26: Estimación de Cuotas de mercado de los préstamos (%)

Conceptos	Cuotas de Mercado				
	2021	2022	2023	2024	2025
S. Público no Financiero	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%
S. Financiero	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%
S. Privado no Financiero	96,9%	96,9%	96,9%	96,9%	96,9%
Adelantos	11,0%	11,5%	12,0%	12,5%	13,0%
Documentos	12,3%	12,8%	13,3%	13,8%	14,3%
Hipotecarios	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%
Prendarios	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%
Personales	31,2%	31,2%	31,2%	31,2%	31,2%
Tarjetas Crédito	23,3%	23,3%	23,3%	23,3%	23,3%
Otros	10,7%	11,2%	11,7%	12,2%	12,7%
Intereses	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%
Previsiones / Préstamos	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%
En Pesos	88,5%	88,5%	88,5%	88,5%	88,5%
En Moneda Extranjera	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%
Préstamos - Total	100%	100%	100%	100%	100%

Con los préstamos estimados del sistema financiero, se proyectaron los saldos de préstamos de Banco Macro al cierre de cada período en función de las cuotas de mercado en el sistema financiero y las proyectadas para cada línea de negocio y por moneda. A continuación, se exponen los resultados obtenidos:

Tabla 27: Estimación de los préstamos (en millones de pesos)

Conceptos	Años				
	2021	2022	2023	2024	2025
Préstamos (neto provisiones)	428.418	668.025	1.024.110	1.577.952	2.350.359
Préstamos (sin provisiones)	439.631	685.509	1.050.914	1.619.252	2.411.875
S. Público no Financiero	7.416	11.545	17.700	27.272	40.621
S. Financiero	6.225	9.691	14.856	22.890	34.095
S. Privado no Financiero	425.989	664.273	1.018.359	1.569.090	2.337.159
Adelantos	46.927	73.417	112.552	173.420	258.310
Documentos	52.585	82.270	126.123	194.331	289.456
Hipotecarios	24.504	38.145	58.479	90.104	134.210
Prendarios	12.539	19.520	29.924	46.108	68.677
Personales	132.816	206.757	316.966	488.383	727.446
Tarjetas Crédito	99.163	154.369	236.654	364.636	543.126
Otros	45.372	70.984	108.822	167.673	249.749
Intereses	12.084	18.811	28.838	44.434	66.184
Previsiones	(11.213)	(17.484)	(26.804)	(41.300)	(61.516)
En Pesos	388.926	606.447	929.708	1.432.497	2.133.703
En Moneda Extranjera	50.705	79.063	121.206	186.755	278.172
Préstamos - Total	439.631	685.509	1.050.914	1.619.252	2.411.875

Previsiones

El saldo total de provisiones fue proyectado en función de la relación histórica trimestral que ha presentado esta cuenta con respecto a la sumatoria de los préstamos del Sector Público, Financiero y Privado no Financiero.

De acuerdo al análisis histórico de la cuenta se puede observar que durante los últimos tres años (2018-2020) los saldos de provisiones trimestrales en pesos representaron en promedio un 2,82% de los préstamos totales en dicha moneda, mientras que los saldos de provisiones en dólares un 2,24% de los préstamos totales en dólares.

En este sentido, la cuenta Provisiones fue proyectada teniendo en cuenta los ratios por moneda antes mencionados, asumiendo que los mismos se mantendrán constantes para cada uno de los períodos bajo análisis, al igual que la composición de préstamos por moneda.

Otros Activos Financieros

A continuación, se detalla la composición de las cuentas de otros activos financieros y su representación en el activo durante los últimos tres años (2018-2020):

Tabla 28: Composición de otros activos financieros (%)

Conceptos	Representación del Activo		
	2018	2019	2020
Instrumentos derivados	0%	0%	0%
Operaciones de pase	0%	0%	5%
Otros activos financieros	1%	1%	2%
Inversión en subsidiarias y negocios conjuntos	1%	1%	1%
Inversiones en instrumento de patrimonio	0%	0%	0%
Representación total sobre el Activo	2%	2%	8%

A continuación, se exponen los montos estimados y las variables que se consideraron para la estimación de los saldos proyectados teniendo en cuenta que cada concepto tiene un comportamiento diferenciado:

- Instrumentos derivados: Se procedió a calcular el promedio de los últimos 3 años, 2018-2020, cuyo resultado fue de \$36 millones y a eso se le ajustó con la inflación para cada año proyectado.
- Operaciones de pase: Los saldos que se registran en este concepto tienen un componente altamente temporal ya que las operaciones de pase tienen un corto plazo.

Por esta razón, se consideró el promedio de los saldos promedio de todos los trimestres de 2018 a 2020, cuyo resultado fue de \$11.062 millones y a eso se le ajustó con la inflación para cada año proyectado.

- Otros activos financieros: Dentro de esta cuenta, se va a clasificar en los conceptos que tienen un componente altamente temporal, deudores por ventas contado a liquidar en moneda extranjera y en títulos públicos, ya que dichas operaciones tienen un corto plazo.

Por esta razón, se consideró el promedio de los saldos promedio de todos los trimestres de 2018 a 2020, cuyo resultado fue de \$1.414 millones y \$369 millones respectivamente, y a eso se le ajustó con la inflación para cada año proyectado.

- Para los restantes ítems, se ajustó con la inflación para cada año proyectado.

Tabla 29: Estimación de otros activos financieros (en millones de pesos)

Otros activos financieros	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Deudores a liquidar-moneda extranjera	0%	52%	2.118	2.947	3.832	4.885	6.107
Deudores varios	93%	44%	10.678	14.862	19.320	24.634	30.792
Deudores a liquidar-títulos públicos	2%	3%	553	770	1.001	1.276	1.595
Títulos Privados	0%	0%	39	55	71	90	113
Otros	4%	1%	289	402	522	666	832
Previsiones	0%	0%	(28)	(39)	(51)	(65)	(82)
TOTAL			13.648	18.996	24.694	31.485	39.357

- Inversión en subsidiarias, asociadas y negocios conjuntos: Se ajustó con la inflación para cada año proyectado.
- Inversiones en instrumento de patrimonio: Se ajustó con la inflación para cada año proyectado.

A continuación, se exponen los resultados obtenidos:

Tabla 30: Estimación de Activos financieros (en millones de pesos)

Conceptos	2021	2022	2023	2024	2025
Instrumentos derivados	53	74	96	123	154
Operaciones de pase	16.571	23.065	29.984	38.230	47.787
Otros activos financieros	13.648	18.996	24.694	31.485	39.357
Inversión subsidiarias-negocios conjuntos	7.084	9.859	12.817	16.342	20.427
Inversiones en instrumento de patrimonio	2.491	3.467	4.507	5.747	7.183

Otros Activos No Financieros

A continuación, se detalla la composición de las cuentas de otros activos no financieros y su representación en el activo en los últimos cinco años (2016-2020):

Tabla 31: Composición de otros activos no financieros

Conceptos	Representación del Activo					
	2016	2017	2018	2019	2020	Promedio
Propiedad, planta y equipo	4,6%	3,6%	4,4%	5,8%	4,6%	4,6%
Activos intangibles	0,4%	0,4%	0,6%	0,8%	0,7%	0,6%
Otros activos no financieros	0,6%	0,6%	0,2%	0,2%	0,3%	0,4%
Activos no corrientes para la venta	0,1%	0,1%	0,4%	0,4%	0,3%	0,3%
Total Otros Activos No Financieros	5,7%	4,7%	5,7%	7,2%	5,8%	5,8%

La proyección de estas cuentas se realizó en función de la relación histórica que registraron los saldos con respecto al total de Activo al cierre de los últimos 5 años. Al respecto, se observa que considerando la suma de saldos de dichas cuentas la relación mencionada se mantuvo relativamente estable y en torno al 6%.

Aplicando este criterio se procedió a la estimación de las cuentas manteniendo la misma tendencia ajustando con la inflación para cada año proyectado, y se le adiciona el promedio de altas de los últimos 4 años (2017 a 2020) por una tasa de 7% y se aplica la tasa promedio depreciaciones de los últimos 2 años de aproximadamente un 10%. A continuación, se exponen los resultados obtenidos:

Tabla 32: Estimación de Activos no financieros (en millones de pesos)

Conceptos	2021	2022	2023	2024	2025
Propiedad, planta y equipo	48.753	64.538	80.082	97.561	116.653
Activos intangibles	7.243	9.589	11.898	14.495	17.331
Otros activos no financieros	2.803	3.711	4.605	5.610	6.707
Activos no corrientes para la venta	3.138	4.154	5.155	6.280	7.509

6.1.2. Pasivos

Depósitos totales

Los saldos de los depósitos se han proyectado en función de un modelo de cuotas de mercado basado en información histórica, actual y estimada para cada una de las líneas que componen los depósitos, procedimiento similar al mencionado para el caso del rubro Préstamos.

Para el desarrollo de este modelo se realizó el siguiente procedimiento:

En primer lugar, se proyectaron los saldos de depósitos del sistema financiero. Para ello se consideraron las estimaciones del mercado con respecto al crecimiento de la relación Depósitos Totales / PBI esperado para los próximos años.

Ante todo, es importante destacar que tanto el PBI como la relación Depósitos Totales / PBI tuvieron su mayor pico de crecimiento en diciembre 2018 y luego, con una tendencia bajista para 2018 y recuperándose en 2020.

Se visualizó una tendencia de crecimiento del PBI para los años 2021, 2022 y 2023 publicadas por ciertos equipos de investigación de mercado en el Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) a 2020 mencionado, y una evolución positiva para 2024 y 2025 aunque a menor ritmo que en los períodos anteriores:

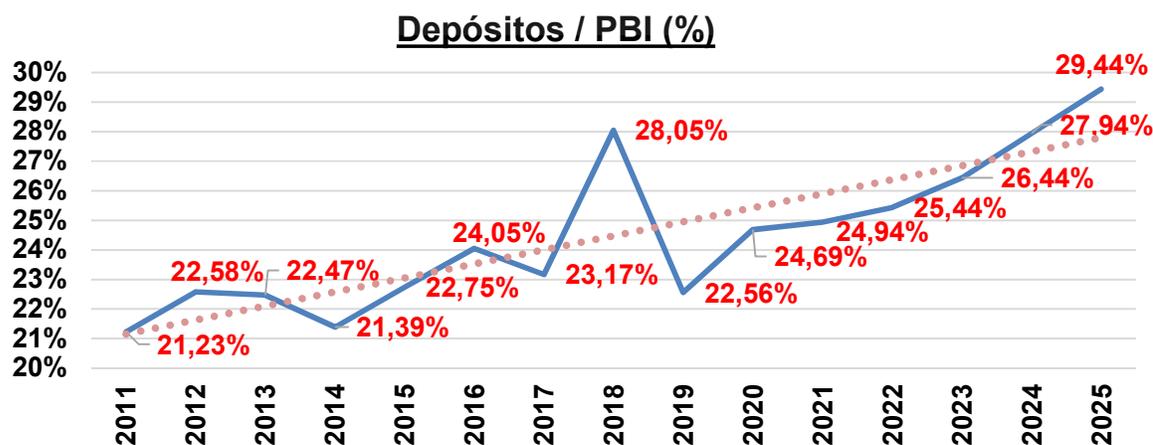
Para la relación de Depósitos Totales / PBI, se mantiene la misma tendencia de crecimiento, pero en forma ascendente el grado de penetración de los depósitos. Cabe mencionar que, en 2023, el ratio alcanza el nivel de promedio histórico de los últimos 3 años (2018-2020): 25,84%.

A continuación, se detalla tanto la evolución del ratio como las expectativas de crecimiento a partir de 2021:

Tabla 33: Expectativas de crecimiento de Depósitos (en millones)

Conceptos	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Tipo de cambio	84,15	125,80	171,45	222,89	284,18	355,22
	\$	\$	\$	\$	\$	\$
Depósitos Sistema Financiero	8.049.647	12.824.055	18.273.722	25.294.564	34.898.199	47.044.941
	USD	USD	USD	USD	USD	USD
	95.657	101.940	106.583	113.487	122.804	132.438
Ratio Depósitos / PBI	24,69%	24,94%	25,44%	26,44%	27,94%	29,44%
Incremento Ratio		0,25%	0,50%	1,00%	1,50%	1,50%
PBI (USD)	387.445	408.754	418.973	429.238	439.540	449.869
Evolución PBI	-9,90%	5,50%	2,50%	2,45%	2,40%	2,35%

Gráfico 41: Estimación de depósitos sobre PBI



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Federación Latinoamericana de Bancos (FELABAN)

Una vez determinados los saldos estimados del sistema financiero, se proyectaron los saldos de depósitos de Banco Macro al cierre de cada período en función de la participación de mercado que ha arrojado la compañía. Se partió de la proporción de depósitos privados no financieros al cierre de 2020 (6,2%), se mantuvo la misma durante 2021 y luego, se estimó un crecimiento de participación del 0,5% para cada año:

	2021	2022	2023	2024	2025
Market Share	6,2%	6,7%	7,2%	7,7%	8,2%

De esta manera se buscó reflejar las expectativas de crecimiento del crédito en el sistema financiero argentino implican la necesidad de sostener dicho modelo a través de una adecuada estructura de fondeo y recuperación de la actividad que presenta el modelo para los próximos años, principalmente ligadas a una mayor inversión y evolución positiva para ciertos sectores. Cabe mencionar que dicha estimación se encuentra en línea con las expectativas del BCRA y de los principales agentes del mercado.

Como paso posterior, se tomaron los saldos trimestrales de depósitos del sistema financiero y del Banco Macro desde 2018 al 2020 para evaluar las cuotas de mercado y escoger las adecuadas para la estimación de los años proyectados:

Tabla 34: Cuotas de mercado de los depósitos en Macro y Sistema Financiero (%)

Conceptos	Macro		Sistema Financiero		2020	Promedio	Macro	Sist Fin
	2020	Promedio (2018-20)	2020	Promedio (2018-20)	Sist Fin Vs Macro	Sist Fin Vs Macro	Promedio vs 2020	Promedio vs 2020
S. Púb. no fin.-Pesos	94,3%	87,4%	83,7%	90%	10,6%	-2,2%	6,9%	-6%
S. Púb. no fin.-USD	5,7%	12,6%	16,3%	10%	-10,6%	2,2%	-6,9%	6%
S. Financiero-Pesos	17,6%	25,8%	100%	100%	-82,4%	-74,2%	-8,2%	0%
S. Financiero-USD	82,4%	74,2%	0%	0%	82,4%	74,2%	8,2%	0%
S. Priv. no Fin.-Pesos	83,3%	72,6%	79,3%	83%	4,0%	-9,9%	10,7%	-3%
S. Priv. no Fin.-USD	16,7%	27,4%	20,7%	17%	-4,0%	9,9%	-10,7%	3%
Ctas. corrientes-Pesos	30,5%	29,6%	100%	100%	-69,5%	-70,4%	0,8%	0%
Ctas. corrientes-USD	0,0%	0,0%	0%	0%	0,0%	0,0%	0,0%	0%
Caja de ahorros-Pesos	48,8%	39,8%	61,8%	72%	-12,9%	-32,5%	9,0%	-11%
Caja de ahorros-USD	20,7%	30,5%	38,2%	28%	-17,5%	2,9%	-9,8%	11%
Depósitos vista-Pesos	79,3%	69,5%	74,4%	81%	4,9%	-11,9%	9,8%	-7%
Depósitos vista-USD	20,7%	30,5%	25,6%	19%	-4,9%	11,9%	-9,8%	7%
Plazo fijo-Pesos	87,3%	74,9%	85,9%	86%	1,4%	-11,0%	12,4%	0%
Plazo fijo-USD	12,7%	25,1%	14,1%	14%	-1,4%	11,0%	-12,4%	0%
Depósitos-Pesos	84,9%	74,0%	80,2%	84%	4,7%	-10,2%	10,9%	-4%
Depósitos-USD	15,1%	26,0%	19,8%	16%	-4,7%	10,2%	-10,9%	4%

Conceptos	Macro		Sistema Financiero		2020	Promedio	Macro	Sist Fin
	2020	Promedio (2018-20)	2020	Promedio (2018-20)	Sist Fin Vs Macro	Sist Fin Vs Macro	Promedio vs 2020	Promedio vs 2020
SPNF - Depósitos – Pesos								
Depósitos vista-Pesos	46%	44%					2,0%	
Plazo fijo-Pesos	51%	52%					-1,0%	
Otros-Pesos	1%	2%					-0,8%	
Intereses-Pesos	1%	1%					-0,2%	
SPNF - Depósitos – USD								
Depósitos vista-USD	61%	52%					8,2%	
Plazo fijo-USD	37%	45%					-8,4%	
Otros-USD	2%	2%					0,3%	
Intereses-USD	0%	0%					-0,1%	

En función de los datos expuestos se procedió a evaluar los distintos ratios y se fijó las cuotas de mercado que se tomarán como base de la proyección, para lo cual se consideró el promedio de las participaciones trimestrales de los depósitos registrados durante 2018 a 2020 y se asumió que las cuotas de mercado se mantendrán constantes, excepto para las líneas del Sector público no financiero y plazos fijos del SPNF donde el banco ganará participación de 1% por año para los montos en pesos y reducirá dicho porcentual para los depósitos de moneda extranjera. La mencionada reducción de moneda extranjera aplicará también para cajas de ahorro del SPNF. Surgen las siguientes cuotas de mercado proyectadas:

Tabla 35: Estimación de Cuotas de mercado de los depósitos (%)

Conceptos	Cuotas de Mercado				
	2021	2022	2023	2024	2025
Sector Público no financiero – Pesos	88,4%	89,4%	90,4%	91,4%	92,4%
Sector Público no financiero – USD	11,6%	10,6%	9,6%	8,6%	7,6%
Sector Financiero – Pesos	25,8%	25,8%	25,8%	25,8%	25,8%
Sector Financiero – USD	74,2%	74,2%	74,2%	74,2%	74,2%
Sector Privado no Financiero – Pesos	72,6%	72,6%	72,6%	72,6%	72,6%
Sector Privado no Financiero – USD	27,4%	27,4%	27,4%	27,4%	27,4%
Cuentas corrientes – Pesos	29,6%	29,6%	29,6%	29,6%	29,6%
Cuentas corrientes – USD	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Caja de ahorros – Pesos	39,8%	39,8%	39,8%	39,8%	39,8%
Caja de ahorros – USD	29,5%	28,5%	27,5%	26,5%	25,5%
Depósitos vista – Pesos	69,5%	69,5%	69,5%	69,5%	69,5%
Depósitos vista – USD	30,5%	30,5%	30,5%	30,5%	30,5%
Plazo fijo – Pesos	75,9%	76,9%	77,9%	78,9%	79,9%
Plazo fijo – USD	24,1%	23,1%	22,1%	21,1%	20,1%
Depósitos – Pesos	74,0%	74,0%	74,0%	74,0%	74,0%
Depósitos – USD	26,0%	26,0%	26,0%	26,0%	26,0%

Conceptos	Cuotas de Mercado				
	2021	2022	2023	2024	2025
SPNF - Depósitos – Pesos					
Depósitos vista – Pesos	44%	44%	44%	44%	44%
Plazo fijo – Pesos	52%	52%	52%	52%	52%
Otros – Pesos	2%	2%	2%	2%	2%
Intereses – Pesos	1%	1%	1%	1%	1%
SPNF - Depósitos – USD					
Depósitos vista – USD	52%	52%	52%	52%	52%
Plazo fijo – USD	45%	45%	45%	45%	45%
Otros – USD	2%	2%	2%	2%	2%
Intereses – USD	0%	0%	0%	0%	0%

Con los depósitos estimados del sistema financiero, se proyectaron los saldos de depósitos de Banco Macro al cierre de cada período en función de las cuotas de mercado en el sistema financiero y las proyectadas para cada línea de negocio y por moneda. A continuación, se exponen los resultados obtenidos:

Tabla 36: Estimación de los depósitos (en millones de pesos)

DEPÓSITOS	2021	2022	2023	2024	2025
S. Público no financiero – Pesos	58.615	89.188	131.294	191.960	273.355
S. Público no financiero – USD	8.252	12.557	18.485	27.026	38.486
S. Público no financiero – Total	66.867	101.744	149.779	218.986	311.841
S. Financiero – Pesos	195	297	437	639	911
S. Financiero – USD	562	856	1.259	1.841	2.622
S. Financiero – Total	758	1.153	1.697	2.481	3.533
S. Privado no Financiero – Pesos	533.559	821.178	1.220.948	1.800.773	2.584.286
S. Privado no Financiero – USD	198.433	305.399	454.075	669.714	961.105
S. Privado no Financiero – Total	731.991	1.126.577	1.675.023	2.470.487	3.545.391
Cuentas corrientes - Pesos	101.084	155.574	231.311	341.160	489.598
Cuentas corrientes - USD	-	-	-	-	-
Caja de ahorros - Pesos	135.895	209.151	310.971	458.650	658.207
Caja de ahorros - USD	103.086	158.655	235.892	347.916	499.294
Depósitos a la vista – Pesos	236.979	364.724	542.281	799.809	1.147.805
Depósitos a la vista - USD	103.086	158.655	235.892	347.916	499.294
Depósitos a la vista – Total	340.065	523.379	778.173	1.147.726	1.647.099
Plazo fijo – Pesos	277.089	426.456	634.065	935.181	1.342.076
Plazo fijo - USD	91.066	140.155	208.386	307.349	441.075
Plazo fijo – Total	368.154	566.611	842.451	1.242.529	1.783.152
Otros - Pesos	11.846	18.231	27.106	39.979	57.374
Otros - USD	3.964	6.101	9.071	13.379	19.200
Otros – Total	15.810	24.332	36.178	53.358	76.574
Intereses – Pesos	7.646	11.767	17.495	25.804	37.031
Intereses – USD	317	488	726	1.070	1.536
Intereses – Total	7.963	12.255	18.221	26.874	38.567

DEPÓSITOS	2021	2022	2023	2024	2025
Depósitos – Pesos	592.369	910.663	1.352.680	1.993.372	2.858.552
Depósitos - USD	207.247	318.811	473.819	698.581	1.002.213
Depósitos – Total	799.616	1.229.474	1.826.499	2.691.953	3.860.765

Obligaciones Negociables

A continuación, se detalla la composición de las cuentas de Obligaciones negociables durante los últimos tres años (2018-2020):

Tabla 37: Composición de obligaciones negociables (en millones de pesos)

Conceptos	2018	2019	2020
Obligaciones Negociables Subordinadas (clase A)	32.018	33.098	34.300
Obligaciones Negociables No Subordinadas (clase B y C)	13.379	7.522	4.927

A continuación, se exponen los montos estimados y las variables que se consideraron para la estimación de los saldos proyectados teniendo en cuenta que cada concepto tiene un comportamiento diferenciado:

- Obligaciones Negociables Subordinadas (clase A):

Durante noviembre 2016, Banco Macro emitió Obligaciones Negociables Subordinadas Reajustables a una tasa fija de 6,75% anual hasta la fecha de reajuste (noviembre 2021), con amortización íntegra al vencimiento – bullet- (noviembre de 2026) por un valor nominal de 400 millones de dólares. Los intereses se pagan semestralmente.

Por otra parte, la Entidad tiene la opción de rescatar dicha emisión en forma total en la fecha de reajuste.

En este sentido, para la estimación de los saldos proyectados:

- Su saldo fue ajustado por la devaluación esperada en cada período.
- La entidad no utiliza la opción de rescate a la fecha de reajuste.
- La Entidad mantiene la decisión de emisión de obligaciones negociables luego del vencimiento en 2026 para continuar con esta línea de financiamiento.
- Tasa de reajuste: se mantiene la tasa del 6,75% más la tasa que se pagaba a un depósito en dólares a largo plazo (0,60%), totalizando una tasa de 7,35%. Dicha tasa incluye los 546,3 puntos básicos estipulados en las cláusulas de la emisión.

- Obligaciones Negociables No Subordinadas (Clase B y C):

Durante mayo 2017, Banco Macro emitió Obligaciones Negociables no Subordinadas a una tasa fija de 17,50% nominal anual, con amortización íntegra al vencimiento (mayo 2022) por un valor nominal de 4.620 millones de pesos. Los intereses se pagan semestralmente. Por otra parte, la Entidad canceló parte de la emisión quedando un valor de \$ 2.431 millones al cierre de 2020.

Durante abril 2018, Banco Macro emitió Obligaciones Negociables no Subordinadas por un valor nominal de 3.207 millones de pesos, a una tasa de interés variable anual de: (i) Tasa Badlar Privada; más (ii) el Margen Aplicable de 3,5% nominal anual, con amortización íntegra al vencimiento (abril 2021). Los intereses se pagan trimestralmente. Por otra parte, la Entidad canceló parte de la emisión quedando un valor de \$ 2.496 millones al cierre de 2020.

En este sentido, para la estimación de los saldos proyectados:

- Sus saldos remanentes fueron cancelados en 2021 y 2022 y no vuelve a emitir con estas condiciones.
- Se calcula la “Tasa Badlar Privada” (depósitos a plazo fijo de más de un millón de pesos por períodos de entre 30 y 35 días de plazo de bancos privados de Argentina) para el primer cuatrimestre de 2021 con las tasas publicadas por el BCRA durante el último semestre de 2020.

En base a las premisas de estimación mencionadas precedentemente, se exponen los resultados obtenidos:

Tabla 38: Estimación de las obligaciones negociables (en millones de pesos)

Conceptos	2021	2022	2023	2024	2025
Oblig. Negociables Subordinadas (clase A)	50.911	69.386	90.202	115.007	143.759
Oblig. Negociables No Subordinadas (clase B y C)	2.420	-	-	-	-

Otros Pasivos Financieros

A continuación, se detalla la composición de las cuentas de otros pasivos financieros durante los últimos tres años (2018-2020):

Tabla 39: Composición de otros pasivos financieros (en millones de pesos)

Conceptos	2018	2019	2020
Instrumentos Derivados	3	1.047	1
Operaciones de Pase	344	1.365	619
Financiaciones recibidas BCRA	6.279	3.057	919
Otros Pasivos Financieros	30.894	26.733	33.230

A continuación, se exponen los montos estimados y las variables que se consideraron para la estimación de los saldos proyectados teniendo en cuenta que cada concepto tiene un comportamiento diferenciado:

- Instrumentos derivados, operaciones pase y financiaciones recibidas BCRA:
Los saldos que se registran en estos conceptos tienen un componente altamente temporal y son de corto plazo. Por esta razón, se consideró el promedio de los últimos 3 años, 2018-2020, y la representatividad que tenían estos tres conceptos sobre la totalidad de los pasivos financieros que incluye las Obligaciones Negociables. El resultado fue una representatividad promedio del 6%.

Para la estimación se calculó dicha representatividad sobre el total proyectado para cada año (pasivos financieros + obligaciones negociables). Por último, se le asignó una participación para cada concepto en base al promedio de representatividad en los últimos 3 años, cuyo resultado fue Instrumentos derivados (8%), Operaciones de pase (17%) y Financiaciones recibidas del BCRA (75%).

- Otros pasivos financieros:
Obligaciones por tarjetas de créditos: Se asume que van a tener la misma tendencia que tuvieron los préstamos para tarjetas de crédito. Por lo tanto, para la estimación de las proyecciones, se considera el saldo que se mantenía al 2020 ajustado con la evolución porcentual para cada año de los préstamos para tarjetas de crédito.

Acreeedores compras a liquidar moneda extranjera: en esta cuenta, es importante aclarar que tiene un componente altamente temporal ya que dichas operaciones tienen un corto plazo.

Por esta razón, se consideró el promedio de los saldos promedio de todos los trimestres de 2018 a 2020, cuyo resultado fue de \$2.305 millones y a eso se le ajustó con la inflación para cada año proyectado.

Órdenes de pago a liquidar comercio exterior: Son operaciones en dólares que solo han crecido al ritmo de la devaluación año a año. Por lo tanto, se han estimado considerando la variación en el tipo de cambio para los años proyectados, tomando como base el saldo en moneda extranjera al 2020.

Para los restantes conceptos, en base al promedio de representatividad en los últimos 2 años, se calculó para la estimación dicha representatividad sobre el total proyectado para cada año.

Tabla 40: Estimación de otros pasivos financieros (en millones de pesos)

Otros pasivos financieros	2019	2020	Prom.	2021	2022	2023	2024	2025
Obligaciones tarjetas créditos/débitos	69%	52%	60%	26.707	41.576	63.737	98.207	146.279
Acreedores a liquidar-USD	-%	25%	13%	3.453	4.807	6.249	7.967	9.959
Órdenes pago a liquidar comex	10%	9%	10%	4.594	6.261	8.140	10.378	12.973
Cobranza por cuenta de terceros	8%	4%	6%	2.512	3.805	5.646	8.425	12.220
Arrendamientos financieros a pagar	5%	4%	4%	1.675	2.535	3.764	5.616	8.147
Acreedores a liquidar-títulos públicos	-%	1%	1%	418	634	941	1.404	2.038
Acreedores contado a liquidar	-%	-%	-%	-	-	-	-	-
Otros	8%	4%	6%	2.512	3.805	5.646	8.425	12.220
TOTAL				41.871	63.423	94.123	140.422	203.836

A continuación, se exponen los resultados obtenidos:

Tabla 41: Estimación de pasivos financieros (en millones de pesos)

Conceptos	2021	2022	2023	2024	2025
Instrumentos Derivados	456	636	883	1.224	1.666
Operaciones de Pase	1.012	1.412	1.959	2.715	3.694
Financiaci3nes recibidas del BCRA	4.458	6.218	8.630	11.960	16.275
Otros Pasivos Financieros	41.871	63.423	94.123	140.422	203.836

Otros Pasivos

A continuación, se detalla la composición de las cuentas de otros pasivos no financieros durante los últimos tres años (2018-2020):

Tabla 42: Composición de otros pasivos (en millones de pesos)

Conceptos	2018	2019	2020
Pasivo por impuestos a las ganancias corriente	5.681	11.008	4.989
Provisiones	2.213	2.006	1.305
Pasivo por impuestos a las ganancias diferidos	4.836	219	6.291
Otros pasivos no financieros	12.223	13.714	30.206

A continuación, se exponen los montos estimados y las variables que se consideraron para la estimación de los saldos proyectados teniendo en cuenta que cada concepto tiene un comportamiento diferenciado:

- Pasivo por impuestos a las ganancias:

Corriente: Se estima que es el 30% de los resultados proyectados para cada año antes de los impuestos a las ganancias. Sobre dicho saldo proyectado se lo complementa y netea con el Pasivo por impuestos diferido. Cabe

mencionar que entre ambos conceptos representaron el 90% de los impuestos a las ganancias que impactan en resultados en los últimos 3 años.

Diferido: El impuesto diferido se genera principalmente por el impacto temporal relacionado a los conceptos de propiedad planta y equipo. En 2019 hubo un concepto de inflación que no es periódico por lo tanto se desestima para las proyecciones. Se hace una estimación con el promedio del impacto del pasivo diferido sobre el concepto de propiedad, planta y equipo para los años 2016-2020, cuyo resultado fue un 18%.

Para calcular la estimación, se aplicó la representatividad precedente a los saldos proyectados para el concepto de propiedad, planta y equipo.

- Provisiones:

Se consideró el promedio de la representatividad que tenía provisiones sobre la totalidad del Pasivo durante los últimos 5 años, 2016-2020, cuyo resultado fue de 0,32%.

Para la estimación se calculó dicha representatividad sobre el total de pasivo proyectado para cada año.

- Otros pasivos no financieros:

Dividendos a pagar: Se asume que no va a continuar porque considero que la política del BCRA de la restricción de utilidades no va a estar en perpetuidad ni en los próximos 5 años.

Por lo tanto, se desestima proyección para el concepto de referencia.

Para los restantes conceptos, se calculó para la estimación el ajuste con la inflación para cada año proyectado.

A continuación, se exponen los resultados obtenidos:

Tabla 43: Estimación de otros pasivos (en millones de pesos)

Conceptos	2021	2022	2023	2024	2025
Pasivo por II.GG. corriente	9.120	14.789	27.325	94.371	146.273
Provisiones	2.981	4.526	6.673	9.917	14.154
Pasivo por II.GG. diferidos	9.066	12.411	15.850	19.847	24.355
Otros pasivos no financieros	20.412	28.410	36.933	47.089	58.861

6.1.3. Patrimonio Neto

El patrimonio neto estimado para los períodos bajo análisis asume un contexto sin nuevas emisiones ni aportes de capital y un crecimiento igual a los resultados proyectados para cada ejercicio.

En este sentido, para la estimación de los saldos proyectados:

- Capital Social y Aportes no capitalizados: No impacta el ajuste por inflación.
- Ajustes al Capital, Reservas de utilidades (legal y otras): Se ajustó con la inflación para cada año proyectado.
- Resultados no asignados (RNA): Se asume cancelarlo con reservas de utilidades (otras) ajustado por inflación).
- Otros resultados integrales acumulados (ORI): Los saldos que se registraron en este concepto para el 2020 tuvo un impacto mayor por ser el primer año que se ajustó en forma total los Estados Contables a las normas internacionales de información financiera (NIIF). Por esta razón, no es representativo tomar únicamente el monto del 2020 y se consideró el promedio de los últimos 3 años, 2018-2020 (1.576 millones) y fue ajustado con la inflación para cada año proyectado.

A continuación, se expone la evolución del patrimonio neto esperada:

Tabla 44: Estimación del Patrimonio Neto (en millones de pesos)

Conceptos	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Capital social	670	639	639	639	639	639	639	639
Aportes no cap.	12.428	12.430	12.430	12.430	12.430	12.430	12.430	12.430
Ajustes al capital	50.352	50.313	50.313	75.369	104.901	136.371	173.874	217.342
Reserva Legal	14.393	20.982	32.091	48.072	66.908	86.980	110.900	138.625
Otras reservas	31.672	53.795	77.726	40.630	56.550	73.516	93.732	117.165
RNA	20.090	(22.059)	(50.603)	-	-	-	-	-
ORI	(119)	177	(4.786)	(2.361)	(3.286)	(4.272)	(5.447)	(6.809)
Resultado ejercicio	(1.927)	26.476	30.269	42.433	63.468	100.743	132.682	216.467
Patrimonio Neto	127.559	142.753	148.079	217.212	301.610	406.407	518.810	695.859

6.1.4. Estado de Resultados

Ingresos por intereses

La proyección de los ingresos por intereses ha tenido diversas etapas:

En primer lugar, se procedió a una división entre los ingresos provenientes del sector Público y Financiero y los ingresos provenientes del Sector Privado no Financiero. A

su vez, se hizo una distinción especial por los ingresos por intereses por títulos de deuda públicos y privados y por efectivo y depósitos en bancos

Ingresos por intereses Sector Público

Para la proyección se analizó la relación que han tenido los ingresos de cada línea con respecto al volumen de préstamos al sector público durante los últimos tres años, 2018 a 2020. En base a esto, se consideró que los intereses tienen una rentabilidad promedio del 57%.

Con la tasa de rentabilidad estimada (57%), se proyectaron los saldos de intereses provenientes del sector público en función de los saldos de préstamos proyectados para el sector público. A continuación, se exponen los resultados obtenidos:

Conceptos (\$ MM)	2021	2022	2023	2024	2025
Intereses préstamos S. Público no Financiero	4.262	6.635	10.172	15.673	23.344

Ingresos por intereses Sector Financiero

Para la proyección se analizó la relación que han tenido los ingresos de cada línea con respecto al volumen de préstamos al sector financiero durante los últimos tres años, 2018 a 2020. En base a esto, se consideró que los intereses tienen una rentabilidad promedio del 51%.

Con la tasa de rentabilidad estimada (51%), se proyectaron los saldos de intereses provenientes del sector financiero en función de los saldos de préstamos proyectados para el sector financiero.

A continuación, se exponen los resultados obtenidos:

Conceptos (\$ MM)	2021	2022	2023	2024	2025
Intereses préstamos Sector Financiero	3.204	4.988	7.647	11.782	17.550

Por otra parte, se incluye los intereses por operaciones de pase con el Banco Central de la República Argentina y otras entidades financieras.

Para la base de cálculo a aplicar las tasas correspondientes, se asume que los saldos que se registran en este concepto tienen un componente altamente temporal ya que las operaciones de pase tienen un corto plazo.

Por esta razón, se consideró el promedio de los saldos promedio de todos los trimestres de 2018 a 2020, cuyo resultado fue de \$11.062 miles y a eso se le ajustó con la inflación para cada año proyectado.

En cuanto a la tasa proyectada, se consideró lo siguiente:

- Se tomó como base inicial las tasas de interés de operaciones de pase pasivas para BCRA, a 1 día de plazo al 31/12/2020, que representaba el 32%.
- Para impactar la temporalidad de las operaciones de pase en la tasa, se calculó la relación entre los saldos promedio durante 2020 y los saldos al cierre, otorgando una representatividad del 77%.
- De esta manera, se consideró que los intereses tienen una rentabilidad promedio del 24,7% para 2021.
- Para los restantes años proyectados, se consideró una baja del 2% por año en la proporción mencionada, de acuerdo con el siguiente detalle:

2021	24,7%
2022	23,2%
2023	21,6%
2024	20,1%
2025	18,5%

Con las tasas de rentabilidad estimadas, se proyectaron los saldos de intereses provenientes de operaciones de pase en función de los saldos de préstamos proyectados mencionados. A continuación, se exponen los resultados obtenidos:

Conceptos (\$ MM)	2021	2022	2023	2024	2025
Ingresos intereses operaciones de pase	4.093	5.340	6.479	7.671	8.851

Ingresos por intereses Sector Privado No Financiero

Los ingresos por intereses del sector privado no financiero fueron distinguidos para cada una de las líneas que componen los créditos para personas humanas como personas jurídicas.

Para la proyección se analizó la relación que han tenido los ingresos con respecto al volumen de préstamos por cada línea del sector privado no financiero durante el último año 2020.

Se asumió un escenario de tasas activas decreciente, en línea con las expectativas ya mencionadas en el presente trabajo.

En este sentido, se consideró una baja del 2% por año para ciertas líneas (Documentos, Prendarios, Tarjetas de Crédito y otros) y una tasa decreciente en base a la variación anual de la inflación por cada año proyectado para otros tipos de préstamos (Adelantos, Hipotecarios, Personales, Arrendamientos Financieros).

La siguiente tabla expone la relación ingresos sobre préstamos durante 2020 y las tasas activas obtenidas para los años proyectados:

Tabla 45: Relación ingresos sobre préstamos y estimación de tasas activas (%)

Ingresos por intereses por: Conceptos	2020	Tasas activas				
		2021	2022	2023	2024	2025
Adelantos	63,33%	63,33%	52,72%	43,53%	41,03%	38,53%
Documentos	18,18%	16,18%	14,18%	12,18%	10,18%	8,18%
Hipotecarios	59,88%	59,88%	49,27%	40,08%	37,58%	35,08%
Prendarios	14,61%	12,61%	10,61%	8,61%	6,61%	4,61%
Personales	48,72%	48,72%	38,11%	28,92%	26,42%	23,92%
Tarjetas de Crédito	17,99%	15,99%	13,99%	11,99%	9,99%	7,99%
Arrendamientos Financieros	48,91%	48,91%	38,29%	29,11%	26,61%	24,11%
Otros	25,62%	23,62%	21,62%	19,62%	17,62%	15,62%

Una vez determinada la tasa a aplicar para cada línea del sector privado, se procedió a la estimación de los ingresos correspondientes tomando como base de cálculo los saldos proyectados en cada una de las líneas de préstamos y las tasas proyectadas. A continuación, se exponen los resultados obtenidos:

Tabla 46: Estimación de ingresos por intereses por línea (en millones de pesos)

Conceptos	2021	2022	2023	2024	2025
Adelantos	29.721	38.704	48.999	71.162	99.538
Documentos	8.509	11.668	15.364	19.787	23.683
Hipotecarios	14.674	18.793	23.440	33.864	47.085
Prendarios	1.581	2.070	2.575	3.046	3.164
Personales	64.711	78.786	91.674	129.043	174.023
Tarjetas de Crédito	15.858	21.600	28.380	36.435	43.408
Arrendamientos Financieros	-	-	-	-	-
Otros	10.719	15.350	21.356	29.552	39.023

Ingresos por intereses por títulos de deuda públicos y privados

Para la proyección se analizó la relación que han tenido los ingresos por títulos de deuda con respecto al volumen de títulos de deuda proyectados.

Para analizar la rentabilidad de los títulos se calificaron por cada línea y se evaluó la composición principalmente por:

- Bonos del Tesoro de la Nación Argentina en pesos ajustable por CER:
Los títulos de referencia tienen una rentabilidad de la inflación más 150 puntos básicos promedio.
- Letras de Liquidez del BCRA:
Se comparó las tasas que se ofrecieron al inicio y cierre del 2020 con la inflación, respectivamente:

Período	Tasa LELIQ	Inflación	Spread
Inicio 2020	55%	53,83%	1,17%
Fin 2020	38%	36,15%	1,85%
Promedio			1,51%

En base a esto, se consideró que los intereses por títulos de deuda van a tener una rentabilidad de la inflación proyectada para cada año más 1,5%.

Con la tasa de rentabilidad estimada (inflación + 1,5%), se proyectaron los saldos de intereses en función de los títulos de deuda proyectados.

A continuación, se exponen los resultados obtenidos:

Conceptos	2021	2022	2023	2024	2025
Intereses títulos de deuda (\$MM)	177.020	221.689	266.455	382.666	527.236

Ingresos por efectivo y depósitos en bancos

Para la proyección se analizó la relación que han tenido los ingresos de esta línea con respecto al volumen de efectivo y depósitos en bancos durante los últimos tres años, 2018 a 2020. En base a esto, se consideró que los intereses tienen una rentabilidad promedio del 0,13%.

Con la tasa de rentabilidad estimada (0,13%), se proyectaron los saldos de intereses en función del efectivo y depósitos en bancos proyectados para cada año.

A continuación, se exponen los resultados obtenidos:

Conceptos	2021	2022	2023	2024	2025
Intereses efectivo y depósitos en bancos (\$MM)	334	498	716	1.023	1.429

Ingresos por intereses

En base a lo mencionado precedentemente por cada línea, la proyección total de los ingresos por intereses expone los siguientes resultados obtenidos:

Tabla 47: Estimación de ingresos por intereses (en millones de pesos)

Conceptos	2021	2022	2023	2024	2025
Ingresos por intereses	334.687	426.120	523.258	741.704	1.008.333

Egresos por intereses

La proyección de los egresos por intereses ha tenido diversas etapas:

En primer lugar, se procedió a una división entre los egresos por las distintas líneas:

- Depósitos en Cuentas corrientes y Cajas de ahorro.
- Depósitos en Plazo fijo.
- Financiaciones recibidas del BCRA y otras instituciones financieras.
- Obligaciones negociables no subordinadas.
- Obligaciones negociables subordinadas.

Egresos por intereses por depósitos

Los egresos por intereses por depósitos fueron distinguidos para cada una de las líneas que componen los depósitos, aperturados por sector (Sector Público no financiero, Sector Financiero y Sector Privado no financiero), por moneda (pesos y dólares) y por tipo (Cuentas Corrientes, Cajas de ahorro, Plazo Fijo y Otros).

Para la proyección se analizó la relación que han tenido los egresos con respecto al volumen de depósitos por cada línea detallada durante el último año 2020.

Se asumió un escenario de tasas pasivas decreciente, en línea con las expectativas ya mencionadas en el presente trabajo y a su vez, a continuación, se exponen las variables que se consideraron para la estimación de las tasas teniendo en cuenta que cada concepto tiene un comportamiento diferenciado:

- Sector Público no financiero y Sector Financiero en Pesos: Se consideró proyectar por la inflación de cada año, ajustado por el spread de tasas del sector durante 2020. Para el spread, se calculó el promedio de todas las entidades financieras de las tasas mensuales para dicho sector durante 2020 para depósitos a plazo fijo de 30 a 44 días, cuyo resultado fue de 24,68%. La inflación a 2020 fue de 36,15%. Por lo tanto, el spread que se va a tomar es el 11% en pesos y el 0,78% en dólares.
- Sector Privado no financiero – Plazo fijo y Otros: Se consideró proyectar por la inflación de cada año, ajustado por el spread de tasas del sector durante 2020. Para el spread, se calculó el promedio de todas las entidades financieras de las tasas diarias durante 2020 para depósitos a plazo fijo de 30 a 44 días de hasta \$1 millón para personas humanas para el sector privado no financiero, cuyo resultado fue de 32,01%.
- Cabe mencionar que se tomó el plazo de 30 a 44 días como plazo de referencia ya que depósitos a plazo fijo a 30 días representan en promedio el 90% de los vencimientos de acuerdo a lo observado en los últimos tres años, lo cual refleja la transaccionalidad del sistema financiero, característica mencionada previamente.

Luego, fue ajustada por un aporte que tienen que hacer los bancos por cada depósito recibido al Fondo de Garantía de los depósitos, conocido como SEDESA (Seguros de Depósitos S.A.). Estos aportes se conforman por un

aporte base correspondiente a la prima actual de 0.015% del promedio de los saldos diarios de los depósitos en pesos y en moneda extranjera constituidos en las entidades financieras. El sistema garantiza hasta \$ 1,5 millón por persona, cuenta y depósito. El seguro aplicado es del 0,015% mensual. En este sentido, la tasa de plazos fijos corregida resulta de adicionar dicha contribución como parte del costo de fondeo.

La inflación a 2020 fue de 36,15%. Por lo tanto, el spread que se va a tomar es el 5,77% en pesos.

Es importante destacar que los egresos por depósitos a plazo fijo representan en promedio el 88% de los egresos, en base a los últimos tres años.

- Moneda extranjera: Se proyecta mantener la tasa vigente al cierre de 2020.
- Cuenta Corriente y Caja de ahorro: Se proyecta mantener la tasa vigente al cierre de 2020.

En base a lo mencionado, la siguiente tabla expone las tasas pasivas obtenidas para los años proyectados:

Tabla 48: Estimación de tasas activas (%)

Egresos por intereses por: Conceptos	Tasas pasivas				
	2021	2022	2023	2024	2025
Sector Público no financiero – Pesos	38,33%	27,71%	18,53%	16,03%	13,53%
Sector Público no financiero – USD	0,78%	0,78%	0,78%	0,78%	0,78%
Sector Financiero – Pesos	38,33%	27,71%	18,53%	16,03%	13,53%
Sector Financiero – USD	0,50%	0,50%	0,50%	0,50%	0,50%
Cuentas corrientes – Pesos	1,30%	1,30%	1,30%	1,30%	1,30%
Cuentas corrientes – USD	0,50%	0,50%	0,50%	0,50%	0,50%
Caja de ahorros - Pesos	0,50%	0,50%	0,50%	0,50%	0,50%
Caja de ahorros – USD	0,50%	0,50%	0,50%	0,50%	0,50%
Plazo fijo – Pesos	44,03%	33,41%	24,23%	21,73%	19,23%
Plazo fijo – USD	0,50%	0,50%	0,50%	0,50%	0,50%
Otros – Pesos	44,03%	33,41%	24,23%	21,73%	19,23%
Otros – USD	0,50%	0,50%	0,50%	0,50%	0,50%

Una vez determinada la tasa a aplicar para cada línea mencionada, se procedió a la estimación de los ingresos correspondientes tomando como base de cálculo los saldos proyectados en cada una de las líneas de depósitos y las tasas proyectadas.

A continuación, se exponen los resultados obtenidos:

Tabla 49: Estimación de egresos por intereses por línea (en millones de pesos)

Egresos por intereses por: Conceptos	\$				
	2021	2022	2023	2024	2025
Sector Público no financiero - Pesos	22.466	24.715	24.327	30.768	36.980
Sector Público no financiero – USD	64	97	143	209	298
Sector Financiero – Pesos	75	82	81	102	123
Sector Financiero – USD	3	4	6	9	13
Cuentas corrientes - Pesos	1.314	2.022	3.007	4.435	6.365
Cuentas corrientes - USD	-	-	-	-	-
Caja de ahorros - Pesos	679	1.046	1.555	2.293	3.291
Caja de ahorros – USD	515	793	1.179	1.740	2.496
Plazo fijo – Pesos	121.992	142.476	153.610	203.179	258.030
Plazo fijo – USD	455	701	1.042	1.537	2.205
Otros – Pesos	5.215	6.091	6.567	8.686	11.031
Otros – USD	20	31	45	67	96
TOTAL	152.798	178.059	191.562	253.025	320.929

Egresos por intereses Financiaciones recibidas BCRA y operaciones de pase

Para la proyección se analizó la relación que han tenido los ingresos por intereses por operaciones de pase con el Banco Central de la República Argentina y otras entidades financieras durante los últimos cinco años, 2016 a 2020. Para la base de cálculo a aplicar las tasas correspondientes, se asume que los saldos que se registran en este concepto tienen un componente altamente temporal y donde el Banco se tiene que adaptar a las políticas monetarias del BCRA de cada momento:

Conceptos	2016	2017	2018	2019	2020
Ingresos por operaciones de pase	248	666	415	4.472	7.111
Egresos por operaciones de pase	59	144	237	674	253
Relación Egresos / Ingresos	24%	22%	57%	15%	4%
Representatividad promedio	24%				

En base a esto, se consideró que los intereses tienen una representatividad promedio sobre los resultados de las operaciones de pase activas del 24%.

Con la tasa de representatividad, se proyectaron los egresos por operaciones de pase en función de los ingresos activos por este tipo de operación.

A continuación, se exponen los resultados obtenidos:

Conceptos	2021	2022	2023	2024	2025
Egresos intereses operaciones de pase	992	1.294	1.570	1.859	2.145

Egresos por intereses por Obligaciones negociables

Para la proyección se analizó las premisas que se asumieron para las Obligaciones Negociables subordinadas y no subordinadas.

Como temas a destacar para la estimación son:

- Obligaciones Negociables Subordinadas (clase A)
 - o La Entidad mantiene la decisión de emisión de obligaciones negociables luego del vencimiento en 2026 para continuar con esta línea de financiamiento.
 - o Se considera las condiciones del programa y la tasa de interés de la serie para efectuar la caída de vencimientos para el pago de intereses y se ajusta a la devaluación esperada en cada período.
- Obligaciones Negociables No Subordinadas (Clase B y C)
 - o Sus saldos remanentes fueron cancelados en 2021 y 2022 y no vuelve a emitir con estas condiciones.
 - o Se considera las condiciones del programa y la tasa de interés de cada serie para efectuar la caída de vencimientos para el pago de intereses.

Con las tasas de rentabilidad estimadas para cada serie, se proyectaron los saldos de intereses proyectados para cada año. Se exponen los resultados obtenidos:

Tabla 50: Estimación egresos por intereses por obligaciones negociables (\$ millones)

Año	No subordinadas			Subordinadas			Egresos Oblig. Negociables		
	Clase C	Clase B	Clase B	Clase A (USD)	Tipo Cambio	Clase A(pesos)	No Subordinadas	Subordinadas	Total
2020	878	2	413	27	84,15	2.272	1.292	2.272	3.564
2021	209	3	413	27	125,8	3.397	625	3.397	4.022
2022	-	2	206	29,69	171,45	5.091	208	5.091	5.299
2023	-	-	-	29,69	222,88	6.618	-	6.618	6.618
2024	-	-	-	29,69	284,18	8.438	-	8.438	8.438
2025	-	-	-	29,69	355,22	10.547	-	10.547	10.547

En base a las premisas de estimación mencionadas precedentemente, se exponen los resultados obtenidos:

Conceptos	2021	2022	2023	2024	2025
Oblig. Negociables Subordinadas (clase A)	3.397	5.091	6.618	8.438	10.547
Oblig. Negociables No Subordinadas (clase B y C)	625	208	-	-	-
TOTAL	4.022	5.299	6.618	8.438	10.547

Egresos por intereses

En base a lo mencionado precedentemente por cada línea, la proyección total de los egresos por intereses expone los siguientes resultados obtenidos:

Tabla 51: Estimación de egresos por intereses (en millones de pesos)

Conceptos	2021	2022	2023	2024	2025
Egresos por intereses	157.812	184.652	199.750	263.322	333.621

Ingresos por comisiones

La proyección de los ingresos por comisiones ha tenido diversas etapas:

En primer lugar, se procedió a una división entre las comisiones vinculadas con:

- Obligaciones.
- Créditos.
- Tarjetas.
- Seguros.
- Operaciones de exterior y cambio.
- Compromisos de préstamos y garantías financieras.
- Valores mobiliarios.

Ingresos por comisiones vinculadas con obligaciones

El saldo de comisiones vinculadas con obligaciones fue proyectado en función de la relación histórica trimestral que ha presentado esta cuenta con respecto a la sumatoria de depósitos totales.

De acuerdo al análisis histórico de la cuenta se puede observar que durante los últimos tres años (2018-2020) los saldos de comisiones trimestrales representaron en promedio un 3,36% de los depósitos.

En base a esto y para la proyección se consideró que las comisiones tienen una representatividad promedio sobre los depósitos del 3%, ya que tiene una tendencia decreciente durante los trimestres de estos tres años.

Con la tasa de representatividad, se proyectaron las comisiones vinculadas con obligaciones en función de los depósitos totales proyectados para cada año.

A continuación, se exponen los resultados obtenidos:

Conceptos	2021	2022	2023	2024	2025
Comisiones vinculadas con obligaciones (\$ MM)	23.988	36.884	54.795	80.759	115.823

Ingresos por comisiones vinculadas con créditos

El saldo de comisiones vinculadas con créditos fue proyectado en función de la relación histórica trimestral que ha presentado esta cuenta con respecto a la sumatoria de préstamos totales.

De acuerdo al análisis histórico de la cuenta se puede observar que durante los últimos tres años (2018-2020) los saldos de comisiones trimestrales representaron en promedio un 0,05% de los préstamos, la cual se consideró dicha relación para su proyección.

Con la tasa de representatividad, se proyectaron las comisiones vinculadas con créditos en función de los préstamos totales proyectados para cada año.

A continuación, se exponen los resultados obtenidos:

Conceptos	2021	2022	2023	2024	2025
Comisiones vinculadas con créditos (\$ MM)	233	363	557	858	1.278

Ingresos por comisiones vinculadas con tarjetas

El saldo de comisiones vinculadas con tarjetas fue proyectado en función de la relación histórica trimestral que ha presentado esta cuenta con respecto a la sumatoria de financiaciones asociadas a tarjetas de crédito. Se utilizaron los saldos promedio de esta línea para evaluar su representatividad.

De acuerdo al análisis histórico de la cuenta se puede observar que durante los últimos tres años (2018-2020) los saldos de comisiones trimestrales representaron en promedio un 13,45% de los préstamos de tarjetas de crédito, la cual se consideró dicha relación para su proyección.

Con la tasa de representatividad, se proyectaron las comisiones vinculadas con tarjetas en función de las financiaciones asociadas a tarjetas de crédito proyectadas para cada año.

A continuación, se exponen los resultados obtenidos:

Conceptos	2021	2022	2023	2024	2025
Comisiones vinculadas con tarjetas (\$ MM)	13.340	20.767	31.837	49.054	73.066

Ingresos por comisiones vinculadas con seguros

El saldo de comisiones vinculadas con seguros fue proyectado en función de la relación histórica trimestral que ha presentado esta cuenta con respecto a la sumatoria de préstamos totales.

De acuerdo al análisis histórico de la cuenta se puede observar que durante los últimos tres años (2018-2020) los saldos de comisiones trimestrales representaron en promedio un 0,53% de los préstamos, la cual se consideró dicha relación para su proyección.

Con la tasa de representatividad, se proyectaron las comisiones vinculadas con seguros en función de los préstamos totales proyectados para cada año.

A continuación, se exponen los resultados obtenidos:

Conceptos	2021	2022	2023	2024	2025
Comisiones vinculadas con seguros (\$ MM)	2.251	3.510	5.381	8.291	12.350

Ingresos por comisiones por operaciones de exterior y cambio

El saldo de comisiones por operaciones de exterior y cambio fue proyectado en base al promedio nominal que ha presentado esta cuenta durante los últimos dos años, cuyo resultado fue de USD 6.808.

En base a esto y para la proyección se consideró dicho saldo y fue ajustado por la devaluación esperada en cada período.

A continuación, se exponen los resultados obtenidos:

Conceptos	2021	2022	2023	2024	2025
Comisiones por operaciones de exterior y cambio (\$ MM)	856	1.167	1.517	1.935	2.418

Ingresos por comisiones vinculadas con compromisos de préstamos, garantías financieras y valores mobiliarios

Para la proyección del saldo de comisiones por vinculadas con compromisos de préstamos, garantías financieras y Valores mobiliarios, se consideró el monto al cierre del ejercicio 2020 y se ajustó con la inflación para cada año proyectado.

A continuación, se exponen los resultados obtenidos:

Conceptos (\$ MM)	2021	2022	2023	2024	2025
Comisiones vinculadas con préstamos y garantías	2	2	3	4	5
Comisiones vinculadas con valores mobiliarios	205	286	371	473	592

Ingresos por comisiones

En base a lo mencionado precedentemente por cada línea, la proyección total de los ingresos por comisiones expone los siguientes resultados obtenidos:

Tabla 52: Estimación de ingresos por comisiones (en millones de pesos)

Conceptos	2021	2022	2023	2024	2025
Ingresos por comisiones	40.876	62.980	94.462	141.374	205.532

Egresos por comisiones

La proyección de los egresos por comisiones ha tenido diversas etapas:

En primer lugar, se procedió a una división entre las comisiones vinculadas con:

- Operaciones de exterior y cambio.
- Intercambio ATM.
- Chequeras y cámara compensadora.
- Tarjetas de crédito y comercio Exterior.

Egresos por comisiones por operaciones de exterior y cambio

El saldo de comisiones por operaciones de exterior y cambio fue proyectado en base al promedio nominal que ha presentado esta cuenta durante los últimos dos años, cuyo resultado fue de USD 1.795 miles.

En base a esto y para la proyección se consideró dicho saldo y fue ajustado por la devaluación esperada en cada período.

A continuación, se exponen los resultados obtenidos:

Conceptos	2021	2022	2023	2024	2025
Comisiones por operaciones de exterior y cambio (\$ MM)	226	308	400	510	638

Egresos por comisiones por ATM y tarjetas de crédito y comercio exterior

Para la proyección del saldo de comisiones por intercambio ATM y tarjetas de crédito y comercio Exterior, se consideró el monto al cierre del ejercicio 2020 y se ajustó con la inflación para cada año proyectado.

A continuación, se exponen los resultados obtenidos:

Conceptos (\$ MM)	2021	2022	2023	2024	2025
Comisiones intercambio ATM	1.817	2.528	3.287	4.191	5.238
Comisiones vinculadas con tarjetas de crédito y Comex	388	540	702	895	1.119

Egresos por comisiones por chequeras y cámara compensadora

El saldo de comisiones vinculadas con chequeras y cámara compensadora fue proyectado en función de la relación histórica que ha presentado esta cuenta con respecto a la sumatoria de depósitos en cuentas corrientes.

De acuerdo al análisis histórico de la cuenta se puede observar que durante los últimos dos años (2019-2020) los saldos de comisiones representaron en promedio un 0,76% de los depósitos en cuentas corrientes, la cual se consideró dicha relación para su proyección.

Con la tasa de representatividad, se proyectaron las comisiones vinculadas con chequeras y cámara compensadora en función de los depósitos en cuentas corrientes proyectados para cada año.

A continuación, se exponen los resultados obtenidos:

Conceptos	2021	2022	2023	2024	2025
Comisiones por chequeras y cámara compensadora (\$ MM)	769	1.183	1.759	2.594	3.723

Egresos por comisiones

En base a lo mencionado precedentemente por cada línea, la proyección total de los egresos por comisiones expone los siguientes resultados obtenidos:

Tabla 53: Estimación de egresos por comisiones (en millones de pesos)

Conceptos	2021	2022	2023	2024	2025
Egresos por comisiones	3.199	4.559	6.148	8.191	10.719

Resultados Financieros

A continuación, se exponen los montos estimados y las variables que se consideraron para la estimación de los saldos proyectados teniendo en cuenta que cada concepto tiene un comportamiento diferenciado:

- Resultado neto por medición de instrumentos financieros a valor razonable con cambios en resultados: Hay ciertos conceptos que no se tienen en cuenta para la proyección por lo siguiente:
 - o Resultado de títulos públicos y títulos privados: se incluye en forma conjunta en los resultados por ingresos por intereses.
 - o Resultado por venta o baja de activos financieros a valor razonable: No se incluye porque tiene que ver principalmente con la implementación del primer año que se ajustó en forma total los Estados Contables a las normas internacionales de información financiera (NIIF).
 - o Operaciones a término: se consideró el monto al cierre del ejercicio 2020 y se ajustó con la inflación para cada año proyectado. No se toma en cuenta 2019 por incluir operaciones extraordinarias.
 - o Inversiones en Instrumentos de Patrimonio: se consideró el monto al cierre del ejercicio 2020 y se ajustó con la inflación para cada año proyectado. No se toma en cuenta 2019 por incluir la operación de venta de Prisma, la cual fue extraordinaria.
 - o Resultado de otros activos financieros: se consideró el promedio que ha presentado esta cuenta durante los últimos dos años y se ajustó con la inflación para cada año proyectado.
- Resultado por baja de activos medidos a costo amortizado: No se incluye porque tiene que ver principalmente con la implementación del primer año que se ajustó en forma total los Estados Contables a las normas internacionales de información financiera (NIIF).
- Resultado por subsidiarias, asociadas y negocios conjuntos: Se consideró el promedio que ha presentado esta cuenta durante los últimos dos años y se ajustó con la inflación para cada año proyectado.

En base a las premisas de estimación mencionadas precedentemente, se exponen los resultados obtenidos:

Tabla 54: Estimación de resultados financieros (en millones de pesos)

Conceptos	2021	2022	2023	2024	2025
Resultado neto por instrumentos financieros	177	247	321	409	511
Resultado por subsidiarias y negocios conjuntos	1.077	1.499	1.948	2.484	3.105

Diferencias de cotización

La línea Diferencias de cotización se compone de:

- Conversión a pesos de los activos y pasivos en moneda extranjera.
- Resultado por compra-venta de divisas.

Conversión a pesos de los activos y pasivos en moneda extranjera:

Fue estimada a partir de la Posición Global Neta de Moneda Extranjera (PGNME), la cual surge de la diferencia entre el activo y pasivo en moneda extranjera, asumiendo un escenario en el cual la PGNME deriva exclusivamente de saldos en dólares y se mantiene en el mismo nivel durante cada período proyectado, generando como diferencia de cotización la resultante de aplicar la diferencia entre la PGNME de cada año proyectado valuada al tipo de cambio de cierre del período en cuestión y la PGNME al tipo de cambio de cierre del año anterior.

Como primer paso, se definió posición promedio durante los dos años, 2019-2020:

Tabla 55: Posición promedio en moneda extranjera

PGNME	2019	2020
Activos en dólares (valuado en pesos)	156.734.433	123.073.700
Pasivos en dólares (valuado en pesos)	148.487.415	112.424.829
Posición en dólares (valuado en pesos)	8.247.018	10.648.871
Tipo de cambio	84,15	
Δ Tipo de cambio	22,09	24,25
Posición en dólares	98.004	126.546
Posición promedio en dólares	USD 112.275	

Como segundo paso, se calculó la diferencia entre la PGNME de cada año proyectada valuada con la variación del tipo de cambio de cierre de cada período con el tipo de cambio de cierre del año anterior:

Tabla 56: Variación del tipo de cambio proyectada

Conceptos	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Tipo de cambio	84,15	125,80	171,45	222,89	284,18	355,22
Δ Tipo de cambio	24,25	41,65	45,65	51,44	61,29	71,04

De acuerdo a lo mencionado precedentemente, como tercer paso, para la proyección se consideró como base la posición promedio en dólares (USD 112.275) y fue ajustado por la variación en el tipo de cambio para los años proyectados.

Asimismo, y a modo de testear que los valores proyectados sean razonables y guarden relación con la posición en moneda extranjera que los bancos generalmente mantienen hoy en día, se analizó la relación existente entre la PGNME y la Responsabilidad Patrimonial Computable (RPC) proyectada para cada período.

Es importante mencionar que, el BCRA dispuso que la Posición Global Neta en Moneda Extranjera de los bancos, medida en promedio mensual de saldos diarios convertidos a pesos al tipo de cambio de referencia, no podrá exceder el 30% de la Responsabilidad Patrimonial Computable.

Por esta razón, se buscó que la proyección del concepto Conversión a pesos de los activos y pasivos en moneda extranjera refleje en promedio una relación razonable en su posición.

Finalmente, de la proyección realizada para los años posteriores surge una PGNME que representa en promedio un 2% de la RPC.

A continuación, se exponen los resultados obtenidos:

Tabla 57: Estimación de los resultados por posición en moneda extranjera
(en millones de pesos)

Conceptos	2021	2022	2023	2024	2025
Conversión a pesos de activos y pasivos en USD	4.676	5.125	5.775	6.882	7.977

Resultado por compra-venta de divisas

El saldo fue proyectado en función de la relación durante el último año, 2020, que ha presentado esta cuenta con respecto a la cuenta conversión a pesos de los activos y pasivos en moneda extranjera, las cuales representaron en promedio un 30,93%, la cual se consideró dicha relación para su proyección.

En base a esto y para la proyección se consideró como base la representatividad promedio y se fue reduciendo un 4% por cada año proyectado porque hay una tendencia de mayor regulación para la compra venta divisas.

A continuación, se exponen los resultados obtenidos:

Conceptos	2021	2022	2023	2024	2025
Representatividad	26,93%	22,93%	18,93%	14,93%	10,93%
Resultado compra-venta de divisas	1.259	1.175	1.093	1.028	872

Diferencias de cotización

En base a lo mencionado precedentemente por cada línea, la proyección total de las diferencias de cotización expone los siguientes resultados obtenidos:

Tabla 58: Estimación de las diferencias de cotización (en millones de pesos)

Conceptos	2021	2022	2023	2024	2025
Diferencias de cotización	5.936	6.301	6.868	7.909	8.849

Resultado por la posición monetaria neta

Las partidas monetarias (aquellas con un valor nominal fijo en moneda local) no se reexpresan, dado que ya se encuentran expresadas en la unidad de medida corriente al cierre del período sobre el que se informa. En un período inflacionario, mantener activos monetarios genera pérdida de poder adquisitivo y mantener pasivos monetarios genera ganancia de poder adquisitivo, siempre que tales partidas no se encuentren sujetas a un mecanismo de ajuste que compense en alguna medida esos efectos. La ganancia o pérdida monetaria neta se incluye en el resultado del período por el que se informa en la cuenta de referencia.

El resultado de la posición monetaria se presenta en esta cuenta reflejando el efecto de la inflación sobre las partidas monetarias, que, para este caso, va a ser la cuenta de efectivo en pesos.

La proyección del resultado de la posición monetaria ha tenido diversas etapas: Como primer paso, se definió la posición promedio de efectivo en moneda extranjera durante los últimos dos años, 2019-2020:

Conceptos	2019	2020
Efectivo en dólares (valuado en pesos)	92.129	90.250
Tipo de cambio	84,15	
Posición en dólares	1.095	1.072
Posición promedio en dólares	USD 1.084	

Como segundo paso, se calculó el efectivo en dólares de cada año proyectado tomando como base la posición promedio en dólares (USD 1.084) y fue ajustado por el tipo de cambio para los años proyectados. Cabe mencionar que la posición en dólares no se incluye para reflejar el efecto de la inflación.

De acuerdo a lo mencionado precedentemente, como tercer paso, para la proyección se neteó la posición en dólares en la cuenta de efectivo, quedando como resultado el efectivo en pesos para cada año proyectado.

A modo de testear que los valores proyectados sean razonables, se aplicó la metodología de cálculo con la inflación correspondiente también para los últimos dos años, 2019 y 2020, donde fue exigible exponer el efecto por inflación en los estados contables.

Se compararon los resultados para los años 2019 y 2020 entre el cálculo con la metodología mencionada y los reflejados en los estados contables, donde se visualizó una diferencia de cálculos en los resultados de una representatividad promedio entre ambos de un 3,90%, el cual refleja la temporalidad exacta de la posición monetaria:

Conceptos	2019	2020
Inflación	36,14%	53,83%
Efectivo en pesos	40.468	24.247
Resultado por posición monetaria – Metodología cálculo	(14.625)	(13.052)
Resultado por posición monetaria – Estados Contables	(15.117)	(13.632)
Diferencia de cálculo	492	580
Representatividad Diferencia de cálculo	3,36%	4,44%
Representatividad Promedio Diferencia de cálculo	3,90%	

Por último, se proyectó el efecto por inflación para cada año proyectado, aplicando la metodología de cálculo mencionada, que implica tomar el efectivo en pesos proyectado y asignarle la inflación de cada año proyectado. Sobre dicho resultado, se lo ajusta con la representatividad promedio de diferencia de cálculo (3,90%)

A continuación, se exponen los resultados obtenidos:

Tabla 59: Estimación de la posición monetaria (ajuste por inflación) (millones pesos)

Conceptos	2021	2022	2023	2024	2025
Inflación	49,80%	39,18%	30,00%	27,50%	25,00%
Representatividad Prom. Diferencia cálculo	3,90%	3,90%	3,90%	3,90%	3,90%
Inflación ajustada por diferencia cálculo	51,74%	40,71%	31,17%	28,57%	25,98%
Efectivo en pesos	117.258	191.907	301.905	468.364	699.372
Resultado por posición monetaria	(60.673)	(78.129)	(94.106)	(133.826)	(181.666)

Cargo por incobrabilidad

Los cargos por incobrabilidad surgen tomando en consideración la variación del fondo de provisiones del activo y los pasivos a fallidos (activos que se han dado de baja del balance en el periodo en cuestión) netos de los recuperos de capital.

Los pasos llevados a cabo para la proyección de los cargos por incobrabilidad fueron los siguientes:

$$\text{Cargos por incobrabilidad}_t = \Delta \text{Previsiones}_t + \text{Fallidos netos}_t$$

$$\text{Fallidos netos}_t = \text{Previsiones}_{t-1} * \text{Ratio fallidos}_t$$

$$\text{Ratio fallidos}_t = \frac{\text{Fallidos netos}_t}{\text{Previsiones}_{t-1}}$$

En función de lo expuesto se procedió al análisis de la evolución trimestral del saldo de Previsiones en función de los préstamos de los últimos tres años (2018-2020) y evolución anual de los últimos diez años, tomando de ambos el mayor para ser más conservador, así como también al cálculo de los fallidos netos (Δ Fallidos y Δ Créditos recuperados) y del ratio de fallidos correspondiente, tomando como referencia el ratio promedio de los períodos bajo análisis.

Así, los fallidos netos fueron proyectados en función de dicho ratio y de las previsiones estimadas para cada período, lo cual fue considerado junto a la variación de previsiones para la estimación de los cargos por incobrabilidad.

De acuerdo al análisis histórico de la cuenta se puede observar que durante los últimos tres años (2018-2020) los saldos de previsiones trimestrales representaron en promedio un 2,55% de los préstamos totales, neto de los fallidos y recuperados.

De acuerdo al análisis histórico de la cuenta se puede observar que durante los últimos diez años (2010-2020) los saldos de previsiones anuales representaron en promedio un 2,51% de los préstamos totales, neto de los fallidos y recuperados.

Los resultados de dicho ratio reflejan un comportamiento similar.

En este sentido, los cargos por incobrabilidad fueron proyectados teniendo en cuenta los préstamos proyectados para cada año y el ratio mayor de previsiones sobre préstamos, neto de fallidos y recuperados (2,55%), asumiendo que se mantendrán constantes para cada uno de los períodos bajo análisis.

A continuación, se exponen los resultados obtenidos:

Tabla 60: Estimación de cargos por incobrabilidad (en millones de pesos)

Conceptos	2021	2022	2023	2024	2025
Préstamos (sin previsiones)	439.631	685.509	1.050.914	1.619.252	2.411.875
Previsiones / Préstamos (neto de los fallidos y recuperados)	2,55%	2,55%	2,55%	2,55%	2,55%
Cargo por incobrabilidad	11.213	17.484	26.804	41.300	61.516

Gastos de administración

La línea Gastos de administración se compone de:

- Beneficios al Personal
- Gastos de administración.
- Otros gastos operativos.

Beneficios al Personal

Los gastos (beneficios) al personal es uno de los principales gastos del Banco, que en promedio representa el 40% de los gastos de administración, durante los últimos dos años, 2019-2020.

A los fines de la presente valuación, el saldo de beneficios al personal fue proyectado en función de la relación entre la cantidad de dotación y los gastos imputados a esta cuenta. La proyección del resultado ha tenido diversas etapas:

Como primer paso, se definió la variación de la dotación del personal en los últimos dos años, que refleja una disminución de 221 empleados, tendencia de todas las empresas de ajustar sus gastos fijos:

Conceptos	2018	2019	2020
Dotación de personal	8.164	8.710	8.489
Variación(2019-20)		221	
Beneficios al personal (\$ MM)	23.114	28.542	26.180
Beneficios / Dotación (\$ MM)	2,831	3,277	3,084
Promedio Gasto por empleado (\$ MM)		3,064	

Es importante mencionar que no se incluye la variación entre 2018 y 2019, ya que tiene un evento extraordinario que es la fusión del Banco de Tucumán y la absorción de todos sus empleados.

Como segundo paso, se calculó el promedio de remuneración y gastos asociados al sueldo por cada empleado, durante los últimos tres años, aplicando los montos asignados a la cuenta de resultados de beneficios al personal dividido la dotación de personal de cada año.

Se obtiene un promedio anual de gasto por empleado de \$3,064 millones.

De acuerdo a lo mencionado precedentemente, como tercer paso, para la proyección se ajustó el gasto por empleado (\$3.064) con la inflación para cada año proyectado y se presupuestó la cantidad de personal, tomando como base la dotación al 2020 y ajustándolo por la tendencia de disminución de 221 empleados por cada año. A continuación, se exponen los resultados obtenidos:

Conceptos	2021	2022	2023	2024	2025
Inflación	49,80%	39,18%	30,00%	27,50%	25,00%
Dotación de personal	8.268	8.047	7.826	7.605	7.384
Gasto por empleado	4,590	6,388	8,305	10,589	13,236
Beneficios al personal (\$ MM)	37.950	51.408	64.995	80.528	97.735

Gastos de administración y Otros gastos operativos

En cuanto a los gastos de administración, se ha evaluado los conceptos que conforman el detalle de los mismos y se concluyó que los mismos son diversos y fueron ajustados con la inflación para cada año proyectado, tomando como base el monto imputado a 2020.

En cuanto a los gastos operativos, se concluyó que los mismos son diversos y fueron ajustados con la inflación para cada año proyectado, tomando como base el monto imputado a 2020, con la excepción de la línea de impuesto sobre los ingresos brutos, el cual representó un promedio de 51% durante los últimos dos años y se efectuó un tratamiento diferencial para su estimación.

La línea de impuesto sobre los ingresos brutos fue proyectada en función de la alícuota actual del Impuesto a los Ingresos brutos (8%) aplicada a la sumatoria de los ingresos por servicios y por comisiones proyectados para cada año.

A continuación, se exponen los resultados obtenidos:

Tabla 61: Estimación de gastos de administración (en millones de pesos)

Conceptos	2021	2022	2023	2024	2025
Beneficios al personal	37.950	51.408	64.995	80.528	97.735
Gastos de administración	21.499	29.924	38.901	49.598	61.998
Otros gastos operativos	30.132	41.225	53.883	72.904	96.019

Otros ingresos operativos

En cuanto a otros ingresos operativos, se ha evaluado los conceptos que conforman el detalle de los mismos y se concluyó que los mismos son diversos y fueron ajustados con la inflación para cada año proyectado, tomando como base el monto imputado a 2020.

No se toma en cuenta 2019 por incluir la operación de venta de Prisma, la cual fue extraordinaria. Cabe mencionar que, si no se considera el evento mencionada, se destaca que la cuenta mantiene una tendencia constante.

Depreciaciones y desvalorizaciones de bienes

A los fines de la presente valuación, se tuvo en cuenta las cuentas de otros activos no financieros, las cuales son los conceptos que están sujetos a amortización.

Tomando como base los saldos proyectados sin amortizar, se le aplica la tasa promedio depreciaciones de los últimos 2 años de aproximadamente un 10%.

A continuación, se exponen los resultados obtenidos:

Conceptos	2021	2022	2023	2024	2025
Otros Activos no financieros (sin depreciación)	68.593	90.801	112.670	137.263	164.124
Tasa de depreciación	9,7%				
Depreciaciones y desvalorizaciones bienes (\$ MM)	6.655	8.809	10.931	13.317	15.923

Impuesto a las Ganancias

Es importante mencionar las siguientes cuestiones regulatorias en relación al presente impuesto que impactan en la estimación calculada:

- La Ley 27.430 de Reforma Fiscal, modificada por las Leyes 27.468 y 27.541, establece respecto del ajuste por inflación impositivo que dicho ajuste resultará aplicable en el ejercicio fiscal en el cual se verifique un porcentaje de variación del IPC nivel general que supere el 100% en los treinta y seis meses anteriores al cierre del ejercicio que se liquida para los ejercicios fiscales iniciados a partir del 1° de enero de 2021 se podrá deducir el 100% del ajuste en el año en el cual se determina.
- Para 2019 y 2020 se aplicó 1/6 del ajuste por inflación impositivo.
- La Ley N° 27.541 suspende, hasta los ejercicios fiscales que se inicien a partir del 1° de enero de 2021 inclusive, la reducción de la tasa corporativa del Impuesto a las ganancias que había establecido la Ley N° 27.430, estableciendo para el período de suspensión una alícuota del 30%.

En base a lo mencionado, se consideraron las siguientes premisas para proyección:

- Impuesto a las ganancias fue estimada asumiendo una alícuota del 30%.
- Se ajustó la deducción del ajuste por inflación para los ejercicios que supere el 100% en los 36 meses anteriores al cierre del ejercicio que se liquida. Para este caso, se pudo deducir el ajuste por inflación para los años 2021, 2022 y 2023 y no alcanzó el requisito de deducción para 2024 y 2025:

Concepto	2021	2022	2023	2024	2025
Inflación acumulada (36 meses ant.)	139,78%	125,13%	118,98%	96,68%	82,50%

A continuación, se exponen los resultados obtenidos:

Tabla 62: Estimación de impuestos a las ganancias (en millones de pesos)

Conceptos	2021	2022	2023	2024	2025
Impuesto a las Ganancias	18.186	27.210	43.202	114.261	170.696

6.1.5. Cierre del Balance

Por razones ya comentadas, la metodología de valuación de una entidad financiera implica un tipo de análisis y modelo de proyección totalmente distinto al implementado para valuar compañías de otras industrias.

Para implementar un método de cierre que se ajuste a esta industria resulta indispensable determinar de qué forma el banco fondeará su actividad, para que el balance no solo cierre y muestre una razonabilidad numérica sino también refleje una relación lógica desde el punto de vista del negocio.

En función de lo antes mencionado, el cierre de balance se llevó a cabo a través de la cuenta depósitos a plazo fijo en pesos y para su estimación se partió de la expresión y supuestos que se exponen a continuación:

$$AF = P' + PN'$$

$$AF = P' + PFadic + PN + Rdo. PFadic$$

Donde:

AF es el activo final para cada período proyectado. Es importante aclarar que se ha considerado el efecto del encaje de efectivo que generará la captación adicional de plazos fijos.

El modelo para estimar los encajes en pesos fue el que le aplica un ponderador del 45% a los depósitos vista y un 32% a los depósitos a plazo (requisito para depósitos con vencimiento a 30 días).

A su vez, se mantiene el mix de depósitos que Banco Macro ha mantenido en el sector privado para moneda pesos durante los últimos tres años, efectuando un promedio trimestral desde 2018 a 2020:

Depósitos vista - Pesos	47%
Plazo fijo - Pesos	53%

P' es el pasivo estimado inicialmente sin considerar el ajuste derivado de la captación adicional de plazos fijos.

PN' es el patrimonio neto estimado inicialmente sin considerar el ajuste derivado de la captación adicional de plazos fijos.

PFadic es la necesidad adicional de plazos fijos en pesos que será captada para fondear la actividad y cerrar el balance.

Para el cálculo del PF adic se consideró lo siguiente:

- En el modelo de valuación, los flujos de fondos se construyeron de la siguiente manera. El exceso de capital de cada año se libera como flujo a los accionistas en el año siguiente. De esta forma, el exceso a diciembre 2020 será el flujo de fondos libre para 2021 y este dividendo es cubierto con colocación de plazos fijos, que es la cuenta que cierra el balance cada año.
- La necesidad adicional también incluye la captación de fondos para cubrir el efecto del encaje en el activo y el pago de los intereses por la captación adicional de plazo fijo que impacta en resultados:

PFadic: Plazo Fijo adicional + efectivo encaje + intereses incurridos Plazo Fijo adicional.

Rdo PFadic es el resultado incurrido por la necesidad de fondeo adicional con plazos fijos en pesos, el cual impacta directamente en la línea Egresos por intereses por depósitos a plazo fijo del Estado de Resultados y, consecuentemente, en el Patrimonio Neto.

De la expresión antes expuesta surge la siguiente apertura:

$$AF - P' - PN' = PFadic + (PFadic * k * r) * (1-\alpha)$$

$$AF - P' - PN' = PFadic * (1 + 0,90 * r * 0,70)$$

Donde:

K es el factor de corrección que busca transformar de la manera más aproximada posible el saldo final de plazos fijos en saldo medio para todo el período. En este sentido el factor de corrección fue estimado en función de la relación del saldo medio con respecto al total de depósitos a plazo fijo en pesos de los últimos dos años, lo cual arroja una relación promedio de 0,90.

r es la tasa promedio de plazos fijos proyectada para cada período. La siguiente tabla expone las tasas pasivas obtenidas para los años proyectados:

Egresos por intereses:	Tasas pasivas				
Conceptos	2021	2022	2023	2024	2025
Plazo fijo – Pesos	44,03%	33,41%	24,23%	21,73%	19,23%

α es la tasa impositiva, en este caso 30%.

Finalmente, la necesidad adicional de plazos fijos surge de la siguiente expresión:

$$PFadic = \frac{AF - P' - PN'}{(1 + 0,90 * r * 0,70)}$$

A continuación, se exponen los resultados de la necesidad adicional de plazos fijos y su composición detallada:

Tabla 63: Estimación de la necesidad adicional de plazos fijos (en millones de pesos)

	Concepto		2020	2021	2022	2023	2024	2025
	Necesidad Plazo Fijo Adicional			185.384	331.139	544.724	910.059	1.416.734
Ref	Concepto	Ref.	2020	2021	2022	2023	2024	2025
A	Activo		749.965	1.153.222	1.765.562	2.642.938	3.971.728	5.805.029
B	Pasivo + Patrimonio Neto		749.965	1.159.535	1.732.326	2.515.571	3.653.458	5.169.723
C	Necesidad Plazo Fijo Adicional	A-B	-	-6.313	33.235	127.368	318.270	635.306
D	Exceso Integración: Fondos libres para distribuir (RPC - Exigencia total)		118.122	174.877	227.895	281.420	308.051	360.311
E	Necesidad PF Adicional (Pasivo)	D(n)+C(n+1)	-	111.809	208.112	355.263	599.690	943.357
F	Encaje Efectivo mínimo (Activo)			42.563	79.223	135.240	228.287	359.113
G	Pérdida PF adicional-Resultados			31.012	43.803	54.222	82.082	114.264
H	Necesidad Plazo Fijo Adicional	E+F+G		185.384	331.139	544.724	910.059	1.416.734
I	Activo (Ajustado)	A+F	749.965	1.195.785	1.844.785	2.778.178	4.200.015	6.164.142
J	Pasivo + PN (Ajustado)	B+H-G		1.313.907	2.019.662	3.006.073	4.481.435	6.472.193
K	Exceso Integración: Fondos libres para distribuir (RPC - Exigencia total)	D	118.122	174.877	227.895	281.420	308.051	360.311
L	Necesidad PF adicional (Ajustado)	K(n)+I(n+1)-J(n+1)		-	-	-	-	-

6.2. Determinación del flujo de fondos

6.2.1. Flujos de Fondos obtenidos

A diferencia de lo que ocurre con la valuación de una empresa comercial o industrial, el método a utilizar para determinar los flujos de fondos para las accionistas requiere de un análisis específico.

El puntapié inicial que requiere un tratamiento distinto es que existen diversas regulaciones normativas por parte del BCRA, que limitan la determinación del flujo de fondos disponibles para los accionistas.

A continuación, se detallan las principales limitaciones, las cuales fueron contempladas su impacto en el presente trabajo:

- Efectivo mínimo disponible.
- Capital mínimo para operar.
- Límites en la posición global en moneda extranjera.

Con el objetivo de poder contemplar dichas limitaciones, se escogió llevar a cabo el cálculo de flujo de fondos de los accionistas con la premisa que se tomará como modelo de dividendos para distribuir, todo aquel capital con el que cuente el banco al

finalizar cada año que exceda el capital mínimo para operar, exigido por el órgano de contralor, BCRA.

De esta manera, el modelo de dividendos descontados aplicado en el presente trabajo asume que los fondos que excedan el capital mínimo para operar y el requerimiento adicional para la distribución de dividendos son los fondos libres que serán distribuidos a los accionistas. Cabe destacar que a los fondos libres mencionados se le adiciona el resultado de la posición monetaria neta (inflación) que se expone en el estado de resultados con el fin de reflejar el efecto nominal de los fondos libres.

En este sentido, para la determinación del flujo de fondos libre resulta indispensable estimar la exigencia total de capitales mínimos, la que contempla los riesgos de créditos, mercado y operacional, como así también, la Responsabilidad Patrimonial Computable para cada período proyectado, los Activos ponderados por riesgos (APRs) y el requerimiento adicional exigido de acuerdo a normas del BCRA para poder distribuir dividendos, conocido como “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 a la información disponible y alcance del presente trabajo.

Como primer paso, es necesario desglosar los conceptos que abarcan la exigencia total de capitales mínimos que se van a detallar a continuación en niveles generales en tres riesgos, ya que no es el objetivo de la presente valuación realizar un análisis de la metodología de cálculo de capitales mínimos.

Exigencia de Riesgo de crédito:

$$CRC = (k \times 0,08 \times APR_c) + INC$$

donde:

CRC: exigencia de capital por riesgo de crédito.

k: factor vinculado a la calificación asignada a la entidad según la evaluación efectuada por órganos de contralor. Los requisitos normativos consideran una determinada escala aplicable para cada calificación asignada y establece que en caso de no informarse calificación el valor de k será 1,03

Se presume que se va a mantener la calificación de 1,03 para todos los años proyectados.

APRc: activos ponderados por riesgo de crédito.

No es objeto del presente trabajo profundizar como se calcula técnicamente los activos ponderados por riesgo de crédito.

Se asume que los activos ponderados por riesgo de crédito van a ser la totalidad de los préstamos proyectados para cada año, sin el impacto de las provisiones asignadas.

INC: incremento por determinados excesos en relaciones técnicas. Se asume que no va a haber incremento por esta temática.

A partir de la formula mencionada, se puede resumir que se aplica un 8% a los préstamos proyectados multiplicado por la calificación asignada de 1,03.

Exigencia por Riesgo de Mercado:

El riesgo de mercado se define como la posibilidad de sufrir pérdidas en posiciones, principalmente en títulos, registradas dentro y fuera de balance a raíz de las fluctuaciones adversas en los precios de mercado.

La exigencia por riesgo de mercado está relacionada con la cartera de títulos y para su estimación se consideran ciertos parámetros que definen la metodología de cálculo, conocida como Valor a Riesgo o Value at Risk (VaR), tales como una simulación histórica de precios de los títulos, un nivel de confianza y un período de tenencia.

A los fines del presente trabajo, la exigencia por riesgo de mercado fue proyectada en función de la relación histórica anual que ha presentado esta exigencia con respecto a la exigencia total.

De acuerdo al análisis histórico del riesgo, se puede observar que durante los últimos cinco años (2016-2020) la exigencia por riesgo de mercado representó en promedio un 2% de la exigencia total, la cual se consideró dicha relación para su proyección.

Con la tasa de representatividad (2%), se proyectó la exigencia de riesgo de mercado en función de la exigencia total proyectada para cada año.

Exigencia por Riesgo Operacional:

En cuanto a la exigencia por riesgo operacional, se define como el 15% del promedio mensual de los ingresos totales positivos de un período de 12 meses

consecutivos. Para eso, se toma el promedio de los últimos 36 meses y se le aplica el 15%.

Vale aclarar que se entiende por ingresos totales a las siguientes líneas del estado de resultados:

- Ingresos por intereses netos.
- Ingresos por servicios netos.
- Ingresos operativos netos.

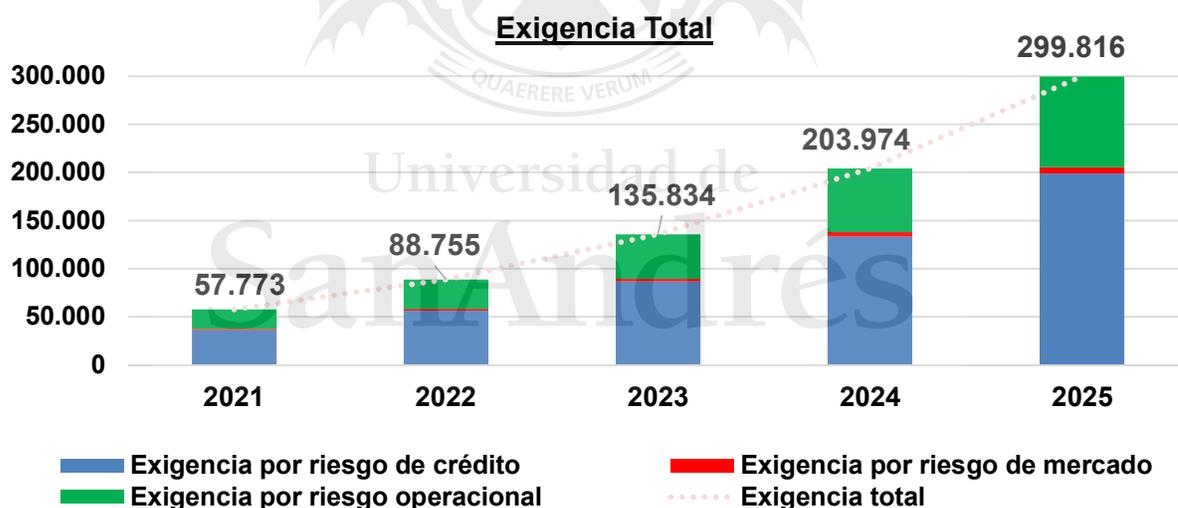
Exigencia total de capitales mínimos:

A continuación, se expone la exigencia de capital estimada para cada período:

Tabla 64: Estimación de exigencia de capitales mínimos (en millones de pesos)

Conceptos	2021	2022	2023	2024	2025
Exigencia por riesgo de crédito	36.226	56.486	86.595	133.426	198.738
Exigencia por riesgo de mercado	1.333	1.946	2.932	4.397	6.454
Exigencia por riesgo operacional	20.214	30.323	46.307	66.151	94.623
Exigencia total	57.773	88.755	135.834	203.974	299.816

Gráfico 42: Exigencia total de capitales mínimos (en millones de pesos)



Fuente: Elaboración propia

Responsabilidad Patrimonial Computable:

De acuerdo a la norma establecida por el BCRA, la Responsabilidad Patrimonial Computable (RPC) está compuesta de la siguiente forma:

$$RPC = PNb + PNc$$

donde:

PNb: patrimonio neto básico -capital de nivel uno-.

$$\text{PNb} = \text{COn1} - \text{CDCOn1} + \text{CAn1} - \text{CDCAn1}$$

donde:

COn1: capital ordinario de nivel uno.

CDCOn1: conceptos deducibles del capital ordinario de nivel uno.

CAn1: capital adicional de nivel uno.

CDCAn1: conceptos deducibles del capital adicional de nivel uno.

PNc: patrimonio neto complementario -capital de nivel dos-, neto de las deducciones correspondientes (CDPNc).

Para el presente trabajo, se va a focalizar en los principales componentes que tienen mayor injerencia:

$$\text{RPC} = \text{COn1} - \text{Conceptos deducibles de COn1} + \text{Capital de nivel 2 (PNc)}$$

COn1 es el Patrimonio neto contable incluyendo solo el 50% de los resultados en el caso de que el balance aún no haya sido auditado.

A los fines del presente trabajo, se tomará el 100% de los resultados considerando que el flujo de fondos libres al cierre de un período será distribuido al año siguiente, momento en el que los resultados ya han sido auditados.

Conceptos deducibles de COn1 están relacionados principalmente con:

- Activos intangibles.
- Llaves de negocio.
- Partidas pendientes de imputación.
- Participaciones en compañías emisoras de tarjetas de crédito.
- Participaciones en compañías de Seguros.
- Participaciones en entidades financieras.

Para el cálculo de los conceptos deducibles estuvo basado en la estimación de Activos intangibles y el total de Participaciones en otras sociedades, considerando que el saldo de participación de Banco Macro en otras sociedades no controladas no es significativo en relación al saldo total de participaciones y que la mayor parte del flujo proviene de su participación en entidades financieras controladas (95% al cierre de diciembre 2020 de acuerdo al anexo E de los Estados Contables de la compañía).

En este sentido se tomó el total de las líneas proyectadas para cada año de activos intangibles y de Participaciones en otras sociedades.

El **capital de nivel 2** está relacionado principalmente con:

- Instrumentos emitidos por la entidad financiera que observen los siguientes requisitos, no incluidos en el PNB:
 - o Estar totalmente suscriptos e integrados.
 - o Estar subordinados a depositantes y acreedores.
 - o No estar asegurados ni cubiertos por alguna garantía del emisor o de un vinculado.
- Primas de emisión resultantes de instrumentos incluidos en el PNC.
- Provisiones por riesgo de incobrabilidad sobre la cartera correspondiente a deudores clasificados "en situación normal" y sobre las financiaciones que se encuentran cubiertas con garantías preferidas "A".

En este sentido y para el presente trabajo, se va a focalizar para la estimación en dos puntos:

- Obligaciones Negociables Subordinadas: Durante 2016, Banco Macro emitió Obligaciones Negociables Subordinadas Reajustables, con amortización íntegra al vencimiento (noviembre de 2026). Se considera premisas detalladas en la sección de Obligaciones Negociables.
- Provisiones genéricas por incobrabilidad, las cuales representan el 1% de la cartera de créditos.

Responsabilidad Patrimonial Computable:

A continuación, se expone la RPC estimada para cada período:

Tabla 65: Estimación de integración de capitales mínimos (en millones de pesos)

Conceptos	2021	2022	2023	2024	2025
Capital Ordinario de Nivel 1 (COn1)	217.212	301.632	406.468	518.910	696.017
Conceptos deducibles COn1	(14.327)	(19.448)	(24.715)	(30.837)	(37.759)
Capital de nivel 2 (COn2)	54.716	75.435	99.663	129.864	166.208
Integración de capital -RPC-	257.601	357.619	481.416	617.937	824.466

Capitales mínimos – Activos ponderados por riesgo (APRs) y “buffer de conservación”

El BCRA establece que las entidades deberán mantener el 8% de los Activos ponderados por riesgo como requerimiento mínimo de capital.

En primera instancia, se detalla que se tomó en cuenta para la estimación de la totalidad de los activos ponderados por riesgo.

Como primer paso, se definió los siguientes conceptos patrimoniales del Activo que pueden ser impactados por los riesgos detallados:

- Títulos de deuda a valor razonable con cambios en resultados.
- Préstamos y otras financiaciones.
- Otros títulos de deuda.

Como segundo paso, se calculó los activos ponderados por riesgo de cada año tomando como base la estimación de las cuentas proyectadas.

De acuerdo a lo mencionado precedentemente, como tercer paso, a modo de testear que los valores proyectados sean razonables, se aplicó la metodología de cálculo para los últimos dos años, 2019 y 2020. Se compararon los resultados para los años 2019 y 2020 entre el cálculo con la metodología mencionada y los reflejados en los estados contables, donde se visualizó una diferencia de cálculo en los resultados de una representatividad promedio entre ambos de un 7%, el cual refleja distintos requisitos específicos de la posición.

Por último, para la estimación de los APRs para cada año, se aplicó la metodología de cálculo mencionada, que implica tomar las cuentas patrimoniales del activo detalladas y proyectarlas para cada año de acuerdo a las premisas de cada cuenta. Sobre dicho resultado, se lo ajusta con la representatividad promedio de diferencia de cálculo (7%).

A los fines de promover una conducta prudente por parte de las entidades financieras y robustecer el sistema financiero, BCRA establece que las entidades financieras deberán constituir márgenes de capital adicionales a la exigencia de capitales mínimos para la distribución de dividendos. Asimismo, las entidades financieras calificadas como de importancia sistémica local (D-SIBs) o de importancia sistémica global (G-SIBs), deberán poseer un nivel de capital que les brinde una mayor capacidad de absorción de pérdidas.

Por esta razón, se impone un requisito de capital adicional para poder distribuir dividendos, conocido como buffer de conservación de capital. Este colchón adicional de capital se compone de la siguiente manera:

- Un margen de 2,5% para todos los bancos sobre el importe de los APRs.
- Ampliación adicional de 1% de los APRs para aquellos bancos considerados de importancia sistémica.

Cabe destacar que Banco Macro es calificada como entidad de importancia sistémica.

Es importante mencionar que de acuerdo a los compromisos contraídos en el plano internacional con el G-20 y dentro del marco de lo establecido por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (BCBS), el BCRA ha implementado una metodología para identificar a las entidades financieras de importancia sistémica local, conocidas como “Domestic Systemically Important Banks” (D-SIBs).

En línea con ello, para determinar si una entidad debe ser identificada como entidad de importancia sistémica se consideran aspectos particulares tales como el tamaño, interconexión y complejidad, así como también aspectos estructurales del sistema financiero de Argentina tales como profundidad, concentración y grado de sustitución en su rol de intermediación y provisión de financiamiento.

Luego de estimar cada una de estas variables, se obtuvo el flujo de fondos libres proyectado para cada período, lo cual se expone a continuación:

Tabla 66: Estimación de flujo de fondos libres proyectado

(en millones de pesos excepto porcentajes)

Ref	Conceptos	Ref	2021	2022	2023	2024	2025
Posición de capitales mínimos							
A	Exigencia por riesgo de crédito		36.226	56.486	86.595	133.426	198.738
B	Exigencia por riesgo de mercado		1.333	1.946	2.932	4.397	6.454
C	Exigencia por riesgo operacional		20.214	30.323	46.307	66.151	94.623
D	Exigencia total	A+B+C	57.773	88.755	135.834	203.974	299.816
E	Capital Ordinario de Nivel 1 (CO _n 1)		217.212	301.632	406.468	518.910	696.017
F	Conceptos deducibles CO _n 1		(14.327)	(19.448)	(24.715)	(30.837)	(37.759)
G	Capital de nivel 2 (CO _n 2)		54.716	75.435	99.663	129.864	166.208
H	Integración de capital -RPC-	E+F+G	257.601	357.619	481.416	617.937	824.466
I	Exceso de integración	H-D	199.828	268.864	345.582	413.964	524.651
J	Activos Ponderados Riesgo (APR)		719.343	1.128.035	1.739.098	2.694.667	4.036.135
Exigencia para distribuir dividendos							
K	Cap. mínimo como % de APR		8%	8%	8%	8%	8%
L	Cap. mínimo - Exigencia % de APR	JxK	57.547	90.243	139.128	215.573	322.891
M	Margen conservación de capital		2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
N	Margen capital adicional-Imp. sistémica		1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
O	Margen conservación capital adicional	M+N	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
P	Margen conservación capital adicional	JxO	25.177	39.481	60.868	94.313	141.265
Q	Exigencia total % APR	L+P	82.724	129.724	199.996	309.887	464.155
R	Integración de capital -RPC-	H	257.601	357.619	481.416	617.937	824.466
S	Exceso de integración: Fondos libres para distribuir (RPC - Exigencia total)	R-Q	174.877	227.895	281.420	308.051	360.311
T	Resultado por posición monetaria		60.673	78.129	94.106	133.826	181.666
	Fondos libres para distribuir	S+T	235.550	306.024	375.526	441.877	541.977

6.2.2. Tasa de descuento

La determinación de la tasa de descuento a aplicar fue realizada en dos etapas.

En primera instancia, para calcular el costo de financiarse con capital propio, se calculó una tasa de descuento en dólares, donde se utilizó el modelo de descuento de CAPM ($k_e = r_f + \beta * PRM + RP$), en el cual se obtiene a partir de una tasa libre de riesgo a la cual se le adiciona la beta de Banco Galicia ADR multiplicada por la prima de riesgo del mercado accionario americano ($RM - RF$). Finalmente, se le adiciona una prima de riesgo país dado por el índice EMBI+ para Argentina.

Por último, dado que la valuación de Banco Macro será realizada en moneda local, se descontó en pesos para cada año considerando la devaluación real con los niveles de inflación esperados para Estados Unidos y Argentina.

El modelo utilizado para obtener la tasa de descuento fue el CAPM, en el cual el costo del capital para los accionistas se obtiene a partir de la siguiente fórmula:

$$k_e = r_f + \beta * PRM + RP$$

Donde:

k_e : tasa de descuento.

r_f : tasa libre de riesgo.

β : factor de apalancamiento, conocido como “Beta”

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

RP: prima de riesgo país.

r_f : tasa libre de riesgo:

Se utilizó como tasa el rendimiento del bono del tesoro de Estados Unidos a diez años, que al 31/12/2020 era de **0,916%**.

β : factor de apalancamiento, conocido como “Beta”:

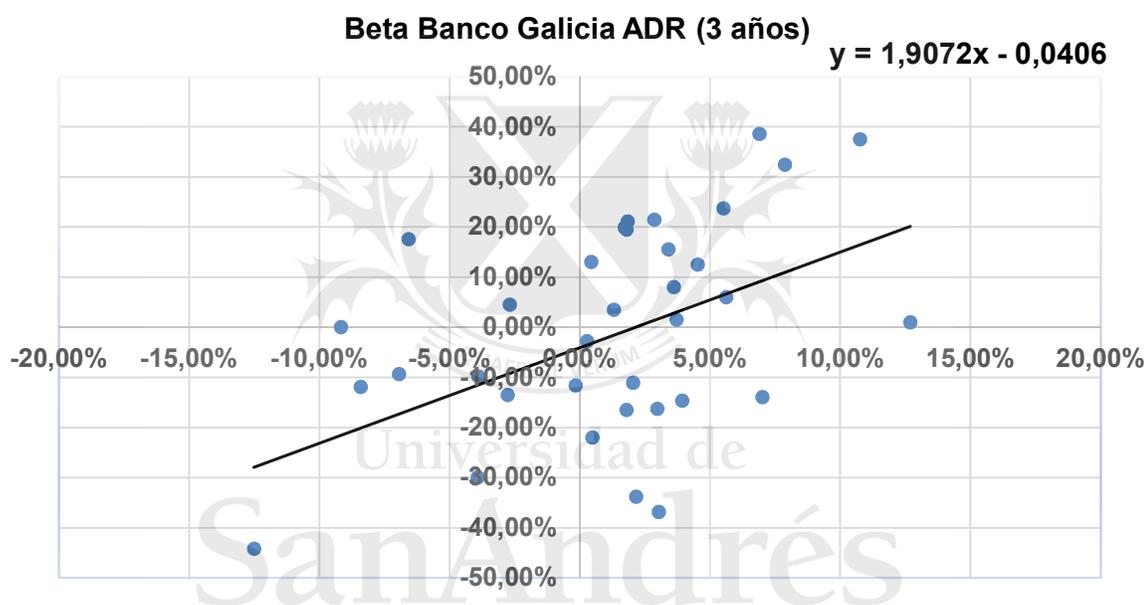
La Beta mide el grado de variabilidad en el rendimiento de una acción respecto a la rentabilidad promedio del mercado en el que opera:

El significado de este coeficiente es el siguiente:

- Si es igual a 1: el precio del activo se mueve al igual que el mercado.
- Si es menor a 1: el precio del activo es menos volátil que el mercado.
- Si es mayor a 1: el precio del activo es más volátil que el mercado.

Considerando que los bancos similares a Macro que operan ADRs en la bolsa de New York tenían una misma tendencia en sus betas en el mercado Local, se estimó una beta en función de rendimientos mensuales del índice S&P500 y de banco Galicia ADR por ser el banco que opera el mayor volumen en ADRs (promedio volumen operado 2020 de Galicia fue 3 y 2 veces más a lo negociado por los ADRs de Macro y BBVA, respectivamente), el cual reflejaría una mejor tendencia. La profundidad histórica utilizada fue de 36 meses (2018 a 2020 - 3 años). De la regresión lineal, se obtuvo una beta de **1,9072**.

Gráfico 43: Beta Banco Galicia ADR de 3 años



Fuente: Elaboración propia

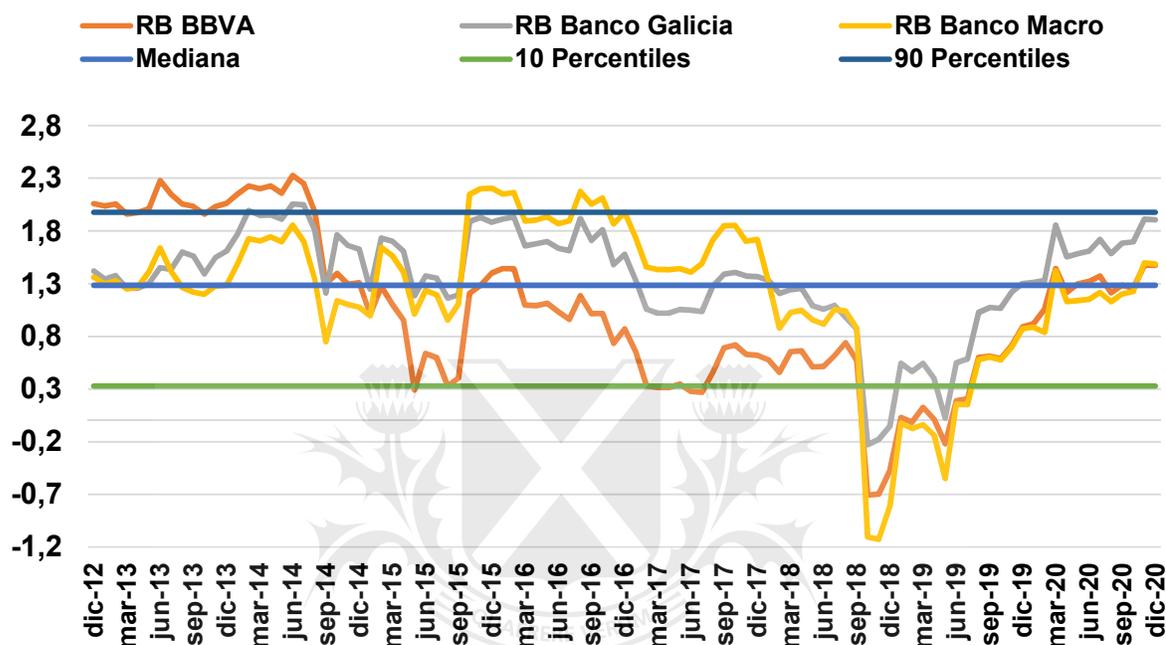
A su vez, se fueron evaluando distintos periodos de tiempo para analizar si hubo algún impacto temporal que tenga injerencia:

Beta	Plazo
1,598853719	11 años
1,715584073	10 años
1,756276205	7 años
1,628991732	5 años
1,907239205	3 años

De acuerdo a lo detallado precedentemente, se puede observar que tienen una tendencia similar, siempre mayor a 1, pero a medida que se profundiza el horizonte de tiempo está menos volátil.

Para asegurarnos que este sea un valor razonable, se realizó un análisis histórico de este coeficiente calculando un “Rolling Beta” para los últimos tres años para los tres bancos similares que operan ADRs (Macro, Galicia y BBVA):

Gráfico 44: Rolling Beta de 3 años ADRs



Fuente: Elaboración propia

	RB ADR BBVA	RB ADR Banco Galicia	RB ADR Banco Macro	RB TOTAL
BETA	1,47399725	1,90723921	1,48699093	
BETA PROMEDIO	1,04241951	1,35882149	1,22323446	1,20815849
BETA MAXIMO	2,32676208	2,05609306	2,20481217	2,32676208
BETA MINIMO	-0,7077868	-0,22931788	-1,12630564	-1,12630564
MEDIANA	1,2835522			
10 PERCENTILES	0,32800215			
90 PERCENTILES	1,97744244			

De acuerdo a lo detallado precedentemente, se puede observar que mantiene un valor razonable y la mayor parte del tiempo evaluado, la beta se encuentra entre los percentiles señalados.

Con el objetivo de concluir que los bancos similares a Macro que operan ADRs en la bolsa de New York tenían una misma tendencia en sus betas en el mercado Local, se analizaron las series de retornos históricas de bancos con condiciones similares a

Banco Macro, para poder evaluar sus betas y sus rolling beta. Los cálculos también fueron realizados para 3, 5, 7, 10 y 11 años. A continuación, se exponen los resultados obtenidos:

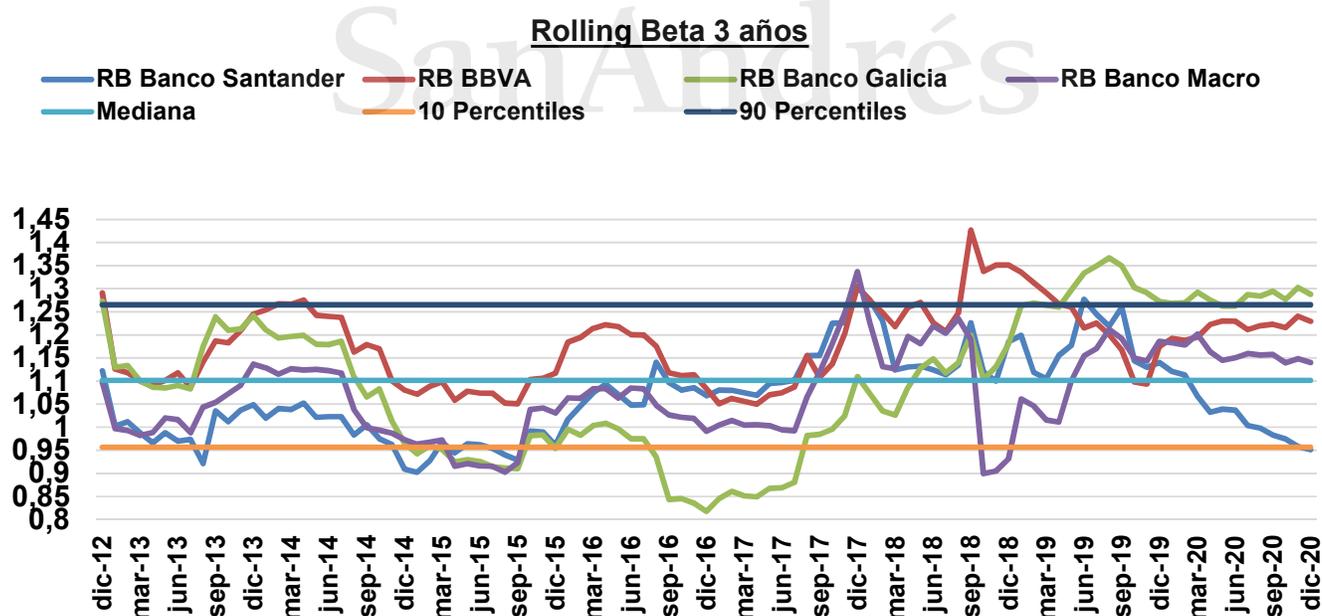
Tabla 67: Betas de Macro y competidores – profundidad histórica

Beta Banco Supervielle	Beta Banco Santander	Beta Banco BBVA	Beta Banco Galicia	Beta Banco Macro	Plazo
	1,007839327	1,21031312	1,180456746	1,114269935	11 años
	1,008898047	1,20846977	1,180216857	1,119954344	10 años
	0,997368577	1,19853891	1,160728247	1,110893403	7 años
1,293202308	0,994824021	1,24410276	1,28285418	1,154545685	5 años
1,284653821	0,951445043	1,22927836	1,287906173	1,140254543	3 años

Tabla 68: Rolling Beta 3 años – Macro y competidores

Rolling Beta	RB Santander	RB BBVA	RB Galicia	RB Macro	RB TOTAL
Beta	0,95144504	1,22927836	1,28790617	1,14025454	
Beta Promedio	1,06643535	1,18042422	1,09913347	1,07474089	1,10518348
Beta Máximo	1,30324287	1,42703104	1,36668204	1,33705944	1,42703104
Beta Mínimo	0,90254549	1,04998065	0,81776001	0,89939964	0,81776001
Mediana	1,10149225				
10 Percentiles	0,95674761				
90 Percentiles	1,26504674				

Gráfico 45: Rolling Beta de 3 años – Principales competidores



Fuente: Elaboración propia

De acuerdo a lo detallado precedentemente y comparado con los otros bancos, se puede observar que tienen una tendencia similar, siempre mayor a 1 (Banco Santander por un periodo de tiempo es menor 1 pero se debe a que no es acción con mucha liquidez), y la mayor parte del tiempo evaluado, la beta se encuentra entre los percentiles señalados. De esta manera, se concluye que los bancos similares a Macro que operan ADRs en la bolsa de New York tenían una misma tendencia en sus betas en el mercado Local, por lo que se utiliza la beta de banco Galicia ADR por ser el banco que opera el mayor volumen en ADRs (promedio volumen operado 2020 de Galicia fue 3 y 2 veces más a lo negociado por los ADRs de Macro y BBVA, respectivamente), el cual reflejaría una mejor tendencia.

Tabla 69: Resumen Beta Banco Galicia ADR (3 años)

<i>Estadísticas de la regresión</i>								
Coefficiente de correlación múltiple	0,437220719							
Coefficiente de determinación R ²	0,191161957							
R ² ajustado	0,167372603							
Error típico	0,215926753							
Observaciones	36							
ANÁLISIS DE VARIANZA								
	Grados de libertad	Suma de cuadrados	Promedio cuadrados	F	Valor crítico F			
Regresión	1	0,37465516	0,37465516	8,035609	0,0076659			
Residuos	34	1,58522833	0,04662436					
Total	35	1,9598835						
	Coefficientes	Error típico	Estadístico t	Probabilidad	Inferior 95%	Superior 95%	Inferior 95%	Superior 95%
Intercepción	-0,040627	0,0367314	-1,1060656	0,2764631	-0,115274	0,034019	-0,115274	0,0340199
Variable X 1	1,9072392	0,6728151	2,8347150	0,0076659	0,5399143	3,2745640	0,5399143	3,2745641

PRM: Prima riesgo mercado - Diferencia rendimiento esperado mercado y tasa libre de riesgo:

Refleja el rendimiento adicional por invertir en los activos del mercado que tienen un riesgo mayor a los bonos del tesoro americano. Para su cálculo se tomó como referencia un rendimiento esperado del mercado de 12,15%, que representa la rentabilidad promedio del índice S&P 500 del mercado de Estados Unidos en los últimos diez años y se le descontó la tasa libre de riesgo (0,916%).

Por tal razón, se detalla la prima de riesgo de mercado estimada:

$$\text{PRM} = 12,15\% - 0,916\%$$

$$\text{PRM} = 11,24\%$$

RP: Prima riesgo país:

Dado que Banco Macro opera en un país emergente se incorpora una prima de riesgo adicional para reflejar el riesgo no diversificable de operar en este mercado. Se utilizó el índice EMBI+ para Argentina, elaborado por JP Morgan, el cual mide la diferencia entre la tasa de interés de bonos emitidos en dólares por países emergentes y los bonos del tesoro de Estados Unidos. Al 31/12/2020, el índice era de **13,68%**.

De acuerdo a los conceptos mencionados anteriormente, surge la siguiente tasa de descuento:

$$ke = rf + \beta * PRM + RP$$

Conceptos	
rf	0,916%
β	1,9072
PRM	11,24%
RP	13,68%

$$ke = 0,916\% + 1,9072 * 11,24\% + 13,68\%$$

Tasa de descuento en dólares (ke): 36,03%

Por último, en la sección de “Anexos - Anexos: Escenarios de rendimientos” se expone la evaluación de otros escenarios para el cálculo de la tasa de descuento en dólares con otros componentes, donde también se utilizó el modelo de descuento de CAPM, y se concluyó avanzar con el rendimiento detallado precedentemente.

Factor de descuento en pesos:

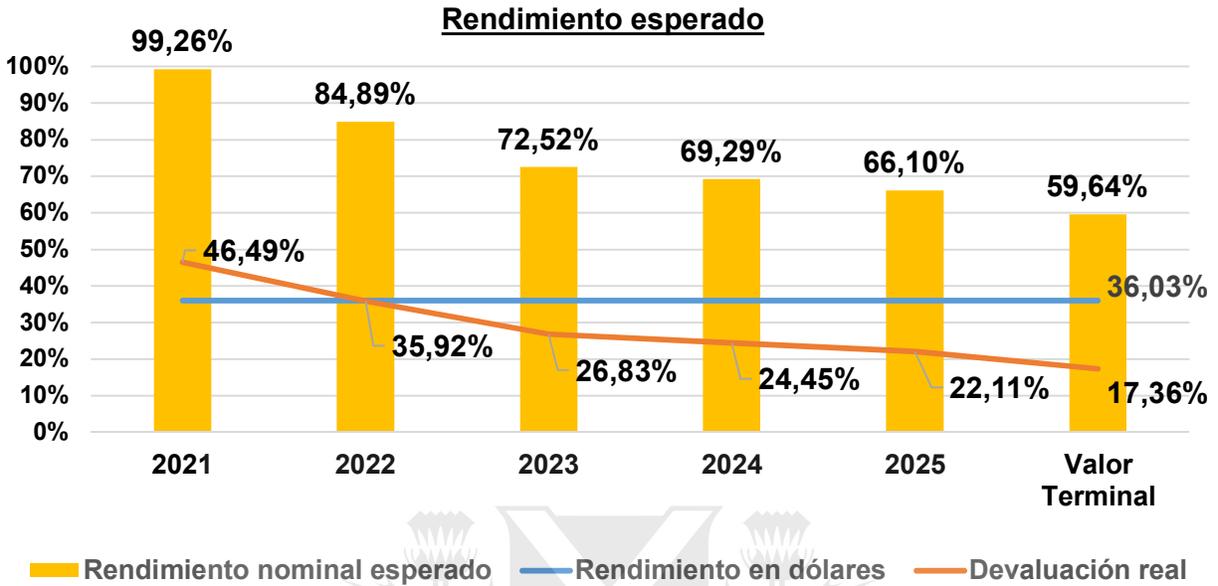
A partir de la tasa de descuento en dólares (ke: 36,03%) y dado que la valuación de Banco Macro será realizada en moneda local, se descontó en pesos para cada año considerando la devaluación real con los niveles de inflación esperados para Estados Unidos y Argentina.

A continuación, se resumen las tasas y factores de descuento a aplicar para los flujos de los primeros cinco años y para el valor terminal:

Tabla 70: Estimación de rendimientos

	2021	2022	2023	2024	2025	Valor Terminal
Rendimiento en dólares	36,03%	36,03%	36,03%	36,03%	36,03%	36,03%
Devaluación real	46,49%	35,92%	26,83%	24,45%	22,11%	17,36%
Rendimiento nominal esperado	99,26%	84,89%	72,52%	69,29%	66,10%	59,64%
Factor de descuento en pesos	0,50	0,27	0,16	0,09	0,06	0,04

Gráfico 46: Estimación de rendimientos (%)



Fuente: Elaboración propia

Universidad de
San Andrés

6.3. Valuación

6.3.1. Valor Terminal

Es el valor presente de los flujos generados después del periodo de proyección, que en el caso de esta valorización es de cinco años.

Para el cálculo del valor terminal se ha considerado la metodología de la perpetuidad, donde se asume que de manera perpetua se generara en cada año un flujo equivalente al último valor del flujo de cada para el accionista ajustado por una tasa de crecimiento anual.

La estimación del valor terminal se realizó a partir de la siguiente expresión:

$$\text{Valor Terminal (VT)} = \frac{\text{Ft} * (1 + g)}{(ke - g)}$$

Donde:

VT: Valor terminal en el período t+1 (2026).

Ft: Flujo de fondos en el período t (2025).

g: tasa de crecimiento.

ke: tasa de descuento.

g: tasa de crecimiento:

Para calcular la tasa de crecimiento g se partió de la siguiente expresión:

$$g = ((1 + r \text{ real}) * (1 + \pi e)) - 1$$

Donde:

g: tasa de crecimiento.

r real: tasa de crecimiento real esperada.

πe : inflación proyectada.

r real: tasa de crecimiento real esperada:

Se consideró un crecimiento asociado a la evolución del PBI.

Como primer paso, se visualizó la tendencia de crecimiento del PBI para los años 2021, 2022 y 2023 publicadas por ciertos equipos de investigación de mercado en el Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) a diciembre 2020 mencionado precedentemente, y una evolución positiva para 2024 y 2025 aunque a menor ritmo que en los períodos anteriores, por estimación propia en base a la información histórica de variación PBI en los últimos 18 años (2001 y 2002 no se toman por ser excepcionales).

Como segundo paso, se efectuó un promedio de la tendencia de los próximos cinco años:

Conceptos	2021	2022	2023	2024	2025
Evolución PBI	5,50%	2,50%	2,45%	2,40%	2,35%
Promedio de crecimiento PBI	3,04%				

Se asume una tasa de crecimiento real promedio de **3,04% (r real)**.

πe : inflación proyectada:

Se considera mantener la misma tendencia a la baja que se venía proyectando para los próximos años, incrementando la variación decreciente.

Por lo tanto, se asume una inflación proyectada del **10%**.

De acuerdo a los conceptos mencionados anteriormente, surge la siguiente tasa de crecimiento:

$$g = ((1 + r \text{ real}) * (1 + \pi e)) - 1$$

Conceptos	
r real	3,04%
πe	10%

$$g = ((1 + 3,04\%) * (1 + 10\%)) - 1$$

Tasa de Crecimiento (g): 13,34%

Valor Terminal:

La estimación del valor terminal se realizó a partir de la siguiente expresión:

$$\text{Valor Terminal (VT)} = \frac{F_t * (1 + g)}{(k_e - g)}$$

Donde:

VT: Valor terminal en el período t+1 (2026).

Ft: Flujo de fondos en el período t (2025).

g: tasa de crecimiento.

ke: tasa de descuento.

Ft: Flujo de fondos en el período t (2025):

Representa el valor de crecimiento de la exigencia de capital en el último año de la proyección de los fondos, los cuales se reflejan en la variación de crecimiento en el exceso de integración de capitales mínimos, que son los fondos libres para distribuir (RPC - Exigencia total) y se le adiciona el efecto de la inflación del último año ya que

no es un efecto real monetario y corresponde agregarlo en dicho crecimiento de fondos.

Tabla 71: Estimación de valor terminal (en millones de pesos)

Conceptos	2024	2025
Exceso de integración: Fondos libres para distribuir (RPC - Exigencia total)	308.051	360.311
Variación crecimiento exceso integración capitales mínimos (2025-2024)	52.260	
Resultado por posición monetaria - Inflación (2025)	181.666	
Ft: Flujo de fondos en el período t (2025)	233.926	

Flujo de fondos en el período t (2025) (Ft): 233.926

Tasa de Crecimiento (g): 13,34%

Tasa de descuento (ke): 36,03%

Valor terminal en el período t+1 (2026) (VT): 1.168.971

El valor terminal resultante de aplicar la fórmula expuesta anteriormente es de **\$1.168.971 millones**.

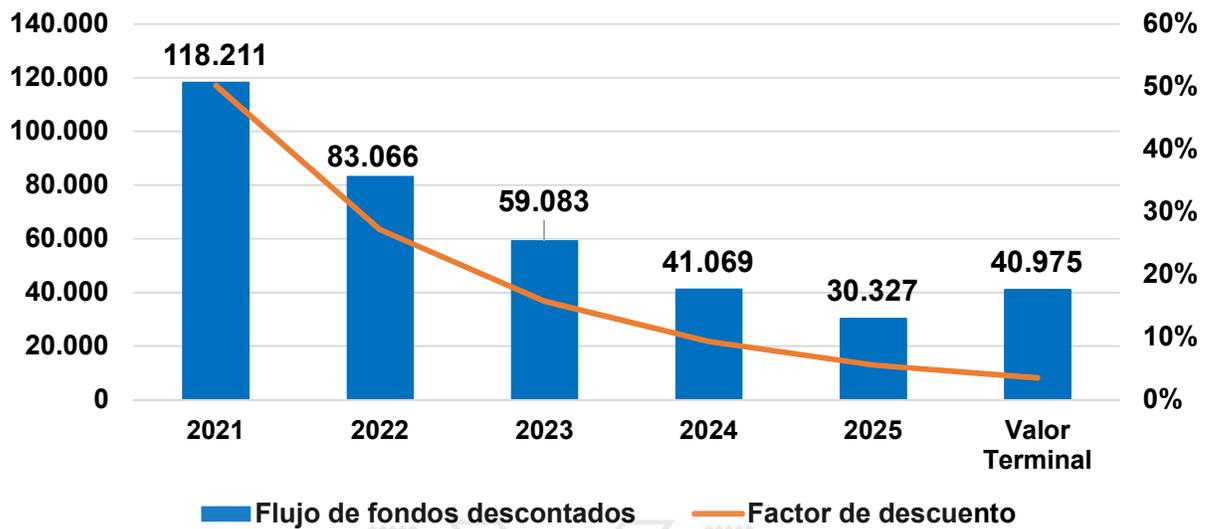
6.3.2. Valuación por flujo de fondos descontados

Una vez determinado el flujo de fondos libres, el valor terminal y la tasa de descuento para cada período proyectado, se procedió a la valuación del paquete accionario de Banco Macro.

Tabla 72: Estimación valuación por flujo de fondos descontados (en millones de pesos)

	2021	2022	2023	2024	2025	V. Terminal
Flujo de fondos obtenidos	235.550	306.024	375.526	441.877	541.977	1.168.971
Factor de descuento en pesos	0,50	0,27	0,16	0,09	0,06	0,04
Flujo de fondos descontados	118.211	83.066	59.083	41.069	30.327	40.975
Valuación de Banco Macro	372.731					

Gráfico 47: Valuación por flujo de fondos descontados (en millones de pesos)



Fuente: Elaboración propia

De acuerdo al modelo de valuación aplicado, al 31 de diciembre de 2020 el valor de Banco Macro era de \$372.731 millones, equivalente a USD4.429 millones de acuerdo al tipo de cambio al cierre del período, \$84,15 / USD. Dicha valuación representaba un precio de \$583 por acción.

Considerando el precio de la acción de Banco Macro al cierre de diciembre de 2020, el cual se fijó en \$230 por acción, el valor de mercado de la compañía fue \$147.065 millones o USD1.748 millones, de acuerdo al tipo de cambio de cierre del período, \$84,15 / USD.

De acuerdo a las proyecciones realizadas, la acción de Banco Macro resulta en un valor mayor al que cotizaba el precio de la acción en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires (\$230), por lo que las expectativas de crecimiento son superiores de las que infiere el mercado.

6.4. Principales conclusiones de la sección

En base al análisis efectuado en esta sección, es importante detallar los principales aspectos a considerar, las fortalezas y debilidades, tales como:

- Aspectos a considerar:
 - o Para la proyección de fondos, se tuvo en cuenta las exigencias y requisitos regulatorios exigidos por los organismos de contralor (BCRA).
 - o El 92% de los activos del Banco a 2025 son efectivo, títulos y préstamos.

- El 86% de los pasivos del Banco a 2025 corresponden a depósitos.
- A 2025, \$696.017 millones de patrimonio neto del Banco.
- A 2025, \$1.008.033 millones de ingresos por intereses.
- De acuerdo al modelo de valuación aplicado, al 31 de diciembre de 2020 el valor de Banco Macro era de \$372.731 millones, equivalente a USD 4.429 millones.
- Es importante mencionar que en la sección de “Anexos - Anexos: Estado de Situación Patrimonial y Resultados proyectado” se expone en forma integral la proyección de los estados de situación patrimonial y de resultados.
- Fortalezas:
 - Préstamos: Hay una tendencia de penetración de los préstamos, teniendo una relación de Préstamos/PBI ascendente. En 2024, el ratio alcanza el promedio histórico de los últimos 10 años (14,8%). En 2025, el Banco obtiene el 9,2% de la participación del mercado.
 - Títulos: se mantuvo a 2025 una participación de 83% sobre los préstamos proyectados.
 - Depósitos: Hay una tendencia de penetración de los depósitos, teniendo una relación de Depósitos/PBI ascendente. En 2023, el ratio alcanza el promedio histórico de los últimos 3 años (25,84%). En 2025, el Banco obtiene el 8,2% de la participación del mercado.
 - La compañía continúa siendo agente financiero en Salta, Misiones, Jujuy y Tucumán.
 - Obligaciones Negociables: La entidad mantiene la decisión de emisión de obligaciones negociables subordinadas luego del vencimiento en 2026 para continuar con esta línea de financiamiento.
 - Los ratios de capitalización, liquidez y solvencia continúan muy sólidos y por encima de las exigencias regulatorias del BCRA.
 - El rendimiento estimado en dólares para su valor terminal es de 36,03%.
 - Las provisiones representaron en promedio un 2,5% de los préstamos totales
 - A 2025, el ROE es 31% y el ROA 3,8%.

- Debilidades:
 - La beta concluyó en un resultado de 1,9072. Al ser mayor a 1, la acción del banco es más volátil que el mercado, por lo que tiene un mayor riesgo sistémico que el mercado y amplifica los movimientos del mismo.



Universidad de
SanAndrés

7. Valuación por comparables

7.1. Determinación del valor del Equity a través de múltiplos

Con el fin de llegar a una comparación y análisis del valor de mercado de Banco Macro a través de diversos métodos de valuación, se procedió a la determinación del valor del Equity a través de la valuación por múltiplos.

Esta metodología de valuación consiste en estimar el valor de un activo en base al valor que el mercado asigna a activos de similares características en la misma fecha de valuación.

Para ello, resulta necesario la identificación de compañías que cotizan en bolsa, que realizan actividades similares y poseen características semejantes, en términos de riesgo y retorno, así como la selección de múltiplos de valuación que resulten más apropiados para el sistema financiero para reflejar su valor.

El primer paso consistió en determinar que indicadores resultan apropiados como parámetros de referencia en la industria financiera. Finalmente se tomaron los múltiplos más utilizados en el mercado financiero para el sector bancario:

- **Ratio Precio beneficio, conocido como Price to Earnings (P/E).**
- **Ratio Precio Valor Libros, conocido como Price to Book Value (P/BV).**
- **Ratio Valor de mercado / Cuota de mercado del negocio (Precio / cuota negocio)**

Ratio Precio beneficio, conocido como Price to Earnings (P/E):

El ratio precio beneficio refleja la relación entre el precio de una acción y el beneficio neto por acción, es decir, indica cuantas veces se está pagando el beneficio neto anual de una compañía al comprar una acción de la misma. Este ratio surge de la aplicación de la siguiente fórmula:

$$\text{Precio Beneficio} = \text{Precio acción} / \text{Beneficio por acción}$$

Donde:

$$\text{Beneficio por acción} = \text{Resultado neto} / \text{acciones en circulación}$$

Ratio Precio Valor Libros, conocido como Price to Book Value (P/BV):

Con respecto al ratio Precio Valor Libros, es utilizado comúnmente para comparar el precio de mercado de una empresa con respecto a su valor contable. Este ratio surge de la aplicación de la siguiente fórmula:

$$\text{Precio Valor Libro} = \text{Precio acción} / \text{Patrimonio Neto por acción}$$

Donde:

Patrimonio Neto por acción = Patrimonio neto / acciones en circulación

Ratio Valor de mercado / Cuota de mercado de negocio (Precio/cuota negocio):

En cuanto al ratio Valor de mercado / Cuota de negocio, se trata de un múltiplo exclusivamente asociado a la industria financiera que tiene por finalidad determinar el valor de la compañía en relación a la cuota que presenta su volumen de negocio, que se tomaron las principales líneas del activo y del pasivo de los bancos, entendiéndose como tal a sus préstamos y depósitos.

Para ello, se estima cual es el valor de mercado que se le adjudicó a los bancos comparables por cada 100 puntos básicos de cada cuota de negocio al cierre del período bajo análisis y se toma en consideración para estimar el valor de la compañía en función de su propia cuota de negocio.

Cabe mencionar que las cuotas de negocio se calculan en base a la totalidad de préstamos y depósitos del sistema financiero, respectivamente.

Bancos comparables para valuación por múltiplos

El segundo paso fue seleccionar los bancos comparables para determinar sus ratios y, en función de ello, los ratios promedio de la industria, de forma tal de llegar a una estimación del valor de Banco Macro al cierre del año 2020. Los bancos seleccionados fueron:

- Banco Santander.
- Banco BBVA.
- Banco Galicia.

Determinación del valor del Equity a través de múltiplos

El paso siguiente fue calcular los múltiplos mencionados para cada banco, tomando el promedio de los comparables para estimar el valor de Banco Macro. En este sentido, se tomó el ratio Precio Beneficio y Precio Valor Libros, aplicando ambos múltiplos con respecto al resultado neto y patrimonio neto del Banco, respectivamente.

De la misma manera, se tomó el valor resultante de aplicar el múltiplo de cada cuota de negocio promedio de los comparables, exponiendo el valor en millones de pesos por cada 100 puntos básicos de cuota y aplicando este múltiplo a la cuota de negocio de Banco Macro para estimar su valor de mercado.

Tabla 73: Estimación valuación por comparables

(en millones de pesos)	BMA	BRIO	GGAL	BBAR
Valor de mercado por P/E y P/BV al 2020	Macro	Santander	Galicia	BBVA
Precio Acción	230,0	21,0	125,5	153,8
Acciones en circulación (millones)	639,41	4.379,80	668,55	612,71
Resultado neto	30.269	12.591	22.210	12.032
Beneficio por acción	47,34	2,87	33,22	19,64
Patrimonio Neto	148.078	122.348	149.347	102.619
Patrimonio Neto por acción	231,58	27,93	223,39	167,48
Precio Beneficio (P/B)	4,86	7,30	3,78	7,83
Precio Valor Libros (P/VL)	0,99	0,75	0,56	0,92
Promedio de Múltiplos comparables				
Precio Beneficio (P/E)		6,30		
Precio Valor Libros (P/BV)		0,74		
Valuación de Banco Macro (en millones de pesos)				
Precio Beneficio (P/E)	190.816			
Precio Valor Libros (P/BV)	110.148			
Valor de mercado de Banco Macro	147.065			

Al comparar los valores resultantes con respecto a aquel que el mercado le adjudicó a Banco Macro al cierre de diciembre de 2020 por \$147.065 millones (valor resultante de tomar el precio por acción multiplicarlo por la cantidad de acciones en circulación), podemos concluir que si tomamos como referencia los múltiplos Precio beneficio (P / E) y Precio Valor Libros (P / BV), la compañía se encontraba entre los rangos de \$110.148 millones y \$190.816 millones.

Por último, si tomamos como referencia los múltiplos Valor de mercado / Cuota de volumen de negocio, podremos observar que al 31 de diciembre de 2020 la compañía se encontraba entre los rangos de \$68.408 millones y \$71.935 millones, resultante de aplicar la valuación por cuotas de negocio de comparables.

Tabla 74: Estimación valuación por cuota de negocio

(en millones de pesos)	BMA	BRIO	GGAL	BBAR
Valor de mercado por cuota de negocio al 2020	Macro	Santander	Galicia	BBVA
Valor de mercado	147.065	91.976	83.903	94.204
Volumen de negocio (Préstamos)	256.109	371.803	432.917	261.589
Volumen de negocio (Depósitos)	485.046	744.818	678.103	476.510
Cuota Volumen de negocio (Préstamos)	7,2%	10,5%	12,2%	7,4%
Cuota Volumen de negocio (Depósitos)	6,0%	9,3%	8,4%	5,9%
Valor mercado cada 100pb cuota (préstamos)	20.418	8.796	6.891	12.805
Valor mercado cada 100pb cuota (depósitos)	24.405	9.940	9.959	15.913
Cuota de Negocio promedio por Múltiplos comparables				
Valor mercado cada 100pb cuota (préstamos)	9.497			
Valor mercado cada 100pb cuota (depósitos)	11.937			
Valuación de Banco Macro				
Valor mercado cuota de negocio préstamos	68.408			
Valor mercado cuota de negocio depósitos	71.935			
Valor mercado de Banco Macro	147.065			

7.2. Principales conclusiones de la sección

En base al análisis efectuado en esta sección, es importante detallar los principales aspectos a considerar, tales como:

- Aspectos a considerar:
 - o Los múltiplos que se utilizaron para la valuación fueron los siguientes:
 - Ratio Precio beneficio.
 - Ratio Precio Valor Libros.
 - Ratio Valor mercado / Cuota mercado de negocio.
 - o Al comparar los valores resultantes con respecto a aquel que el mercado le adjudicó a Banco Macro al cierre de diciembre de 2020 por \$ 147.065 millones (valor resultante de tomar el precio por acción multiplicarlo por la cantidad de acciones en circulación), podemos concluir que si tomamos como referencia los múltiplos Precio beneficio (P / E) y Precio Valor Libros (P / BV), la compañía se encontraba entre los rangos de \$ 110.148 millones y \$ 190.816 millones.
 - o Por último, si tomamos como referencia los múltiplos Valor de mercado / Cuota de volumen de negocio, podremos observar que al 31 de diciembre de 2020 la compañía se encontraba entre los rangos de \$ 68.408 millones y \$ 71.935 millones, resultante de aplicar la valuación por cuotas de negocio de comparables.

8. Análisis de sensibilidad

8.1. Variables a analizar / Indicadores Claves

El análisis de sensibilidad consiste en calcular los nuevos flujos de fondos y el valor del Equity, al cambiar una variable que esté incluida en el modelo de valuación.

De esta manera, se pueden predecir y estimar el impacto y valor de la variable dependiente, de modo de tener los nuevos flujos de fondos y cuantificar las expectativas de riesgo inmersas en el proyecto de valuación.

Para el presente trabajo, se aplicó un modelo de valuación con determinadas premisas que determinan el valor de la empresa en función del comportamiento fijado para cada una de las variables involucradas.

Esto significa que más allá de la situación financiera y naturaleza del negocio del banco, su evolución histórica y posición en el mercado en el que opera, gran parte de la valuación está asociada a expectativas y al comportamiento de diversas variables, tanto endógenas como exógenas, motivo por el cual resulta indispensable analizar una serie de escenarios alternativos con la finalidad de:

- Identificar las variables, incluidas en el modelo de valuación, que tienen un mayor impacto en el valor de la empresa.
- Cuantificar la magnitud del desvío del resultado obtenido ante distintas variaciones aplicadas sobre las premisas del modelo.

Para ello, se tomaron en consideración las siguientes variables:

- **Macroeconomía:**
 - o PBI.
- **Sistema Financiero:**
 - o Tasa Plazo Fijo % - Spread.
- **Banco Macro:**
 - o Incobrabilidad de Préstamos.

Una vez determinadas las variables a sensibilizar se procedió a estimar el impacto que tendrán en el valor del banco frente a escenarios alternativos:

- Base
- Pesimista
- Optimista

A continuación, se exponen los resultados obtenidos en los escenarios alternativos planteados y el impacto en el modelo de valuación calculado para escenario base:

Tabla 75: Análisis de sensibilidad (en millones de pesos)

Premisas	2021	2022	2023	2024	2025	Escenario	Variación	Valor Equity
Macroeconomía								
PBI	5,50%	2,50%	2,45%	2,40%	2,35%	Base	0%	372.731
	15,50%	12,50%	12,45%	12,40%	12,35%	Optimista	10%	422.716
	0,50%	-2,50%	-2,55%	-2,60%	-2,65%	Pesimista	-5%	365.624
Sistema Financiero								
Tasa Plazo Fijo % - Spread	44,03%	33,41%	24,23%	21,73%	19,23%	Base	0%	372.731
	52,83%	40,09%	29,07%	26,07%	23,07%	Pesimista	20%	343.417
	35,22%	26,73%	19,38%	17,38%	15,38%	Optimista	-20%	401.956
Banco Macro								
Incobrabilidad de Préstamos	2,55%	2,55%	2,55%	2,55%	2,55%	Base	0%	372.731
	17,55%	17,55%	17,55%	17,55%	17,55%	Pesimista	15%	297.341
	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	Optimista	-2,55%	419.741

8.2. Principales conclusiones de la sección

En base al análisis efectuado en esta sección, las variables con mayor impacto positivo en el valor de Banco Macro derivan:

- Incremento del 10% en el PBI.
- Reducción del ratio de incobrabilidad de los préstamos en su totalidad.
- Reducción del spread de las tasas pasivas del banco en un 20%.

Por el contrario, las variables que generan las variaciones negativas de mayor impacto son:

- Aumento en las tasas pasivas del banco en un 20%.
- Aumento del ratio de incobrabilidad de los préstamos en un 15%.

Finalmente, como resultado del análisis de sensibilidad se obtiene un valor del banco entre \$297.341 y \$422.716 millones.

9. Conclusiones

En base al análisis efectuado a lo largo de todo el trabajo, es importante detallar los principales aspectos y conclusiones de cada sección, los cuales dan sustento a la valuación del Banco.

En primer lugar, es importante destacar el crecimiento significativo que fue desarrollando Banco Macro en sus últimos 30 años, pasando de ser en 1996 una entidad con dos sucursales, 200 empleados y activos por \$1.184 millones a una entidad con el 8% de cuota de mercado contabilizando activos por \$749.965 millones, 463 sucursales y una dotación de más de 8.000 empleados.

La compañía es agente financiero exclusivo en Salta, Misiones, Jujuy y Tucumán, lo cual le permite captar una importante cantidad de clientes, lograr un rápido crecimiento en el segmento minorista y generar operaciones de ventas cruzadas

De acuerdo a la evolución patrimonial y de resultados de los últimos años, se observa que la compañía mantuvo un sólido balance y un negocio rentable con crecimiento orgánico e inorgánico, con fuertes indicadores de capitalización, solvencia, liquidez y rentabilidad, lo cual la deja posicionada en un buen punto de partida para captar las oportunidades que puedan surgir del contexto macroeconómico y del sistema financiero.

Cabe mencionar que el importante crecimiento registrado ha sido sostenido con niveles de mora inferiores a los registrados tanto por sus principales competidores y por el sistema financiero en su conjunto. El 99% de los préstamos se encuentra en cartera regular.

Banco Macro es un banco nacional de capitales privados con la mayor red de sucursales en la Argentina, uno de los líderes del sistema financiero argentino con una participación sostenida en términos de préstamos y depósitos a lo largo de los últimos años.

De esta manera, se destaca como Banco de importancia sistémica local.

A su vez, es importante mencionar las distintas variables que deben sortear los bancos en materia de regulación y la estrecha relación que presentan con el contexto macroeconómico del país y sus expectativas. A continuación, se detallan las principales fortalezas, oportunidades, debilidades y amenazas para el banco y la industria financiera destacadas en cada sección:

- Fortalezas:
 - o Banco nacional de capitales privados con la mayor red de sucursales en la Argentina.
 - o Banco de importancia sistémica local.
 - o La compañía es agente financiero exclusivo en Salta, Misiones, Jujuy y Tucumán.
 - o Ratios de capitalización, liquidez y solvencia muy sólidos, superiores a sus principales competidores y al sistema financiero en su totalidad.
 - o Resultado positivo sostenido de los ejercicios por 15 años. Desde el 2005, no tiene resultados negativos para afrontar:

(en millones de pesos)

Año	Resultados
2020	30.269
2019	40.800
2018	15.729
2017	9.389
2016	6.541
2015	5.008
2014	3.480
2013	2.443
2012	1.494
2011	1.176
2010	1.010
2009	752
2008	660
2007	495
2006	424
2005	263

- o A 2020, el ROE es de 21,45% y el ROA 4,18%. A 2025, el ROE es 31% y el ROA 3,8%.

Macro está mejor posicionado en los ratios de ROE y ROA frente a sus principales competidores.

- o La morosidad del sistema financiero alcanza 4,4% del total y 4,1% el sector privado. Entre los bancos privados el número es aún más bajo ubicándose en 2,3%. La banca privada tiene provisionado más del 200% de su cartera irregular. Para el caso de Banco Macro, el 99% de los préstamos se encuentra en cartera regular.

- Mejores ratios de previsionamiento y cartera regular en cuanto a la cartera de préstamos.
- Baja ponderación de las partidas en moneda extranjera y reducido descalce de moneda en el balance del sistema financiero.
- Acotada exposición al riesgo de descalces de plazo. La operatoria continúa focalizada en actividades transaccionales, evidenciando un acotado descalce de plazos.
- Debilidades:
 - El crédito bancario al sector privado representó sólo el 12,1% del PBI en 2020, cuando el promedio regional de los últimos 10 años fue cercano a 50%.

Desarrollo muy limitado del crédito privado. A mayor ratio, más robusta es una economía a la hora de financiar proyectos de largo plazo que alimentan la inversión y crecimiento sostenido de largo plazo. Argentina posee uno de los peores ratios de Latinoamérica.
 - El crecimiento de la profundización financiera en la región tuvo una excepción en la Argentina, ubicada en la última posición, tanto en préstamos como en depósitos en relación al PBI. Bajo la perspectiva de cartera, entre 2011 y 2020, se evidencian aumentos sostenidos entre los países de América Latina, con la excepción de Argentina.
 - El sistema financiero argentino presenta menores niveles de intermediación financiera en Latinoamérica, condición que se profundizó en los dos últimos años.
 - La ausencia de depósitos a largo plazo es origen del bajísimo nivel de crédito en relación al PBI. Los depósitos son la materia prima ausente de los préstamos que escasean. La transaccionalidad del sistema financiero dificulta el desarrollo del crédito de largo plazo.
 - Los flujos de fondos del Banco guardan una relación directa con el contexto macroeconómico del país, que puede ser perjudicial en épocas de crisis económicas, tiempos habituales en Argentina.
 - La beta de banco macro en el mercado local concluyó en un resultado de 1,1143, mientras que su ADR fue de 1,4869 y el ADR de Banco Galicia de

1,9072. Al ser mayores a 1, la acción del banco es más volátil que el mercado, por lo que tiene un mayor riesgo sistémico que el mercado y amplifica los movimientos del mismo.

- Oportunidades

- El sistema financiero argentino sigue siendo uno de los que presenta menores niveles de intermediación financiera en Latinoamérica, condición de gran potencial de crecimiento que presenta el sistema financiero argentino para los próximos años.
- Oportunidades de ventas cruzadas para clientes para utilizar otros productos, tanto por ser agente financiero como la posición significativa en sucursales. Venta cruzada nos permite aumentar crecimiento y al mismo tiempo controlar el riesgo.
- Oportunidad de expandir la oferta de productos que no se encuentran tan desarrollados en la cartera del banco, tanto por ser agente financiero como la posición significativa en sucursales.
- En el sistema financiero argentina surgen oportunidades de crecimiento inorgánicos, en los que el Banco Macro hace foco y tiene expertise.

- Amenazas:

- Riesgo de una recuperación de la economía más débil que la esperada. Una economía más deteriorada tendría incidencia directa sobre la intermediación financiera (oferta y demanda de crédito) y sobre la capacidad de pago de las personas deudoras del sistema financiero.
- Riesgo de volatilidad en mercados financieros locales, tanto en los mercados de deuda y desequilibrios temporales en oferta y demanda de divisas con efecto sobre el mercado de cambios. Una mayor volatilidad en las tasas de interés y en el tipo de cambio afectaría tanto la intermediación financiera como al riesgo de crédito enfrentado por el sistema.
- Riesgos operacionales vinculados a mayor dependencia a recursos tecnológicos y mayor uso de los canales digitales. Implica una mayor exposición a riesgos operacionales y de fraudes.
- Regulaciones adicionales por parte del BCRA podrían generar contracción de la actividad en escenarios de inestabilidad económica

- Mayor competencia ante expectativas de crecimiento y consolidación del sistema financiero. Ingreso de nuevos competidores, como es el caso de las Fintech en el ecosistema de pagos.

El presente trabajo tuvo como finalidad desarrollar la valuación de Banco Macro para analizar la percepción que el mercado tiene sobre la compañía al 31 de diciembre de 2020 y fue realizada a través de dos métodos: el método de descuento del flujo de fondos libre para el accionista, conocido como "Free Cash Flow to the Equity" (FCFE), y el método de valuación relativa o por comparables.

Los flujos de fondos de una entidad financiera guardan una relación con el contexto macroeconómico del país. Por lo tanto, se evaluaron determinados factores (inflación, tipo de cambio, PBI, tasas de interés activas y pasivas) para relacionarlos con los componentes del Banco.

A su vez, se tuvo en cuenta para su valuación las exigencias y requisitos regulatorios exigidos el Banco Central de la República Argentina, tales como capitales mínimos, efectivo Mínimo y de liquidez, posición de moneda extranjera, entre otros.

Con el objetivo de poder contemplar dichas limitaciones, se escogió llevar a cabo el cálculo de flujo de fondos de los accionistas con la premisa que se tomará como modelo de dividendos para distribuir, todo aquel capital con el que cuente el banco al finalizar cada año que exceda el capital mínimo para operar, exigido por el BCRA.

De acuerdo al modelo de valuación aplicado, al 31 de diciembre de 2020 el valor de Banco Macro era de \$372.731 millones, equivalente a USD4.429 millones de acuerdo al tipo de cambio al cierre del período, \$84,15 / USD. Dicha valuación representaba un precio de \$583 por acción.

Considerando el precio de la acción de Banco Macro al cierre de diciembre de 2020, el cual se fijó en AR\$230 por acción, el valor de mercado de la compañía fue \$147.065 millones o USD1.748 millones, de acuerdo al tipo de cambio de cierre del período, \$84,15 / USD.

En base al resultado obtenido en esta valuación bajo el escenario base planteado, se llevó a cabo un análisis de sensibilidad con el objeto de poder detectar cuales era las variables más significativas del modelo. Las variables que más afectan positivamente el paquete accionario del banco derivan de:

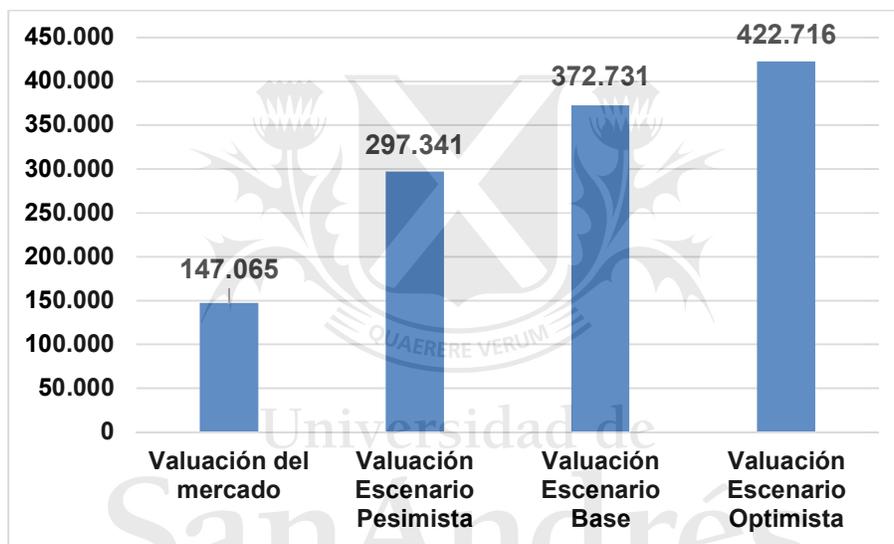
- Incremento del 10% en el PBI.
- Reducción del ratio de incobrabilidad de los préstamos en su totalidad.
- Reducción del spread de las tasas pasivas del banco en un 20%.

Por el contrario, las variables que generan las variaciones negativas de mayor impacto a la valuación del banco son:

- Aumento en las tasas pasivas del banco en un 20%.
- Aumento del ratio de incobrabilidad de los préstamos en un 15%.

Finalmente, como resultado del análisis de sensibilidad se obtiene un valor del banco entre \$297.341 y \$422.716 millones.

Gráfico 48: Escenarios de valuación (en millones de pesos)



Fuente: Elaboración propia

De acuerdo a las proyecciones realizadas, la acción de Banco Macro resulta en un valor mayor al que cotizaba el precio de la acción en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires (\$230), por lo que las expectativas de crecimiento son superiores de las que infiere el mercado.

Para el caso de la valuación por comparables, los resultados obtenidos han variado en función de la naturaleza del múltiplo aplicado.

Al comparar los valores resultantes con respecto a aquel que el mercado le adjudicó a Banco Macro al cierre de diciembre de 2020 por \$147.065 millones (valor resultante de tomar el precio por acción multiplicarlo por la cantidad de acciones en circulación), podemos concluir que si tomamos como referencia los múltiplos Precio beneficio (P / E) y Precio Valor Libros (P / BV), la compañía se encontraba entre los

rangos de \$110.148 millones y \$190.816 millones. Por último, si tomamos como referencia los múltiplos Valor de mercado / Cuota de volumen de negocio, podremos observar que al 31 de diciembre de 2020 la compañía se encontraba entre los rangos de \$68.408 millones y \$71.935 millones, resultante de aplicar la valuación por cuotas de negocio de comparables.



Universidad de
SanAndrés

10. Bibliografía

Académica

- Brealey, Myers-Allen (2016) "Principios finanzas corporativas". McGraw-Hill.
- Damodaran, Aswath (2014) "Applied Corporate Finance". Wiley&Sons, Inc.
- Damodaran Aswath (2002) Investment valuation, Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset.
- McKinsey & Co and Tim Koller (2015). "Valuation - Measuring and Managing the Value of Companies". 6° ed. John Wiley & Sons, Inc.

Sitios Web Oficiales

- Banco Central de la República Argentina - [BCRA](#)
- Banco Macro, Relaciones con Inversores - [Relación con Inversores Macro](#)
- Banco Santander, Información accionistas - [Santander - Información para accionistas](#)
- BBVA Accionistas e Inversores - [Accionistas e inversores BBVA](#)
- Bolsar - [Bolsar](#)
- Comisión Nacional de Valores - [Argentina - CNV](#)
- Federación Latinoamericana de Bancos – FELABAN - [FELABAN](#)
- Fondo Monetario Internacional - [FMI](#)
- Grupo Banco Mundial - [Banco Mundial](#)
- Grupo Financiero Galicia, Relaciones con Inversores - [Grupo Galicia](#)
- Instituto Argentino de Mercado de Capitales - [IAMC](#)
- Instituto Nacional de Estadísticas y Censos - [INDEC](#)
- Investing - [Investing](#)
- Mercado Abierto Electrónico - [MAE](#)
- Statista - [Statista](#)
- US Treasury Yield - [Home Treasury](#)
- Yahoo Finance - [Yahoo Finance](#)

Informes financieros

- Banco Central de la República Argentina, "Información de Entidades Financieras", diciembre 2020.
- Banco Central de la República Argentina, "Informe de Estabilidad Financiera", diciembre 2020.

- Banco Central de la República Argentina, Información de secciones “Estadísticas”, “Publicaciones”, “Medios de pago”, “Sistema Financiero” y “Política Monetaria” a diciembre 2020.
- Banco Central de la República Argentina, “Información monetario mensual”, diciembre 2020.
- Banco Central de la República Argentina, “Informe sobre Bancos”, diciembre 2020.
- Banco Central de la República Argentina, “Resultados del Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM)”, diciembre de 2020.
- Banco Central de la República Argentina, “Resultados de la Encuesta de Condiciones Crediticias (ECC)”, cuarto trimestre de 2020.
- Banco Macro, Disciplina de Mercado, Requisitos Mínimos de Divulgación, diciembre de 2020.
- Banco Macro, Fact sheet trimestrales 2018, 2019 y 2020.
- Banco Macro, Informe de resultados trimestrales 2018, 2019 y 2020.
- Banco Macro, Informe de Obligaciones Negociables trimestrales 2018, 2019 y 2020.
- Banco Macro, Memoria y Estados Contables al 31 de diciembre de 2016, 2017, 2018, 2019 y 2020.
- Banco Macro, Prospecto de Programa Global de Emisión de Obligaciones Negociables.
- Banco Galicia, Memoria y Estados Contables al 31 de diciembre de 2018, 2019 y 2020.
- Banco Santander Río, Memoria y Estados Contables al 31 de diciembre de 2018, 2019 y 2020.
- BBVA Francés, Memoria y Estados Contables al 31 de diciembre de 2018, 2019 y 2020.
- Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), “Estudio Económico de América Latina y el Caribe”, año 2020.
- Instituto Argentino de Mercado de Capitales, “Resumen mensual – Indicadores de Mercado”, diciembre 2020.

- Instituto Argentino de Mercado de Capitales, “Resumen mercado – Renta Variable”, año 2020.
- Instituto Nacional de Estadística y Censos, “Índice de precios al consumidor (IPC)”, diciembre 2020.
- World Bank Group, Global Economic Prospects, enero 2021.



Universidad de
San Andrés

11. Anexos

11.1. Anexo: Estado de Situación Patrimonial proyectado

Fuente: Elaboración propia

Concepto	2020	2021	2022	2023	2024	2025
ACTIVO						
EFFECTIVO Y DEPOSITOS BANCOS	114.497.285	253.580.884	377.697.462	543.432.627	776.312.775	1.084.307.379
EFFECTIVO	25.421.745	37.726.146	58.012.597	86.190.347	127.039.372	182.209.935
ENTIDADES FINANCIERAS	89.070.278	215.846.872	319.674.144	457.228.343	649.255.634	902.075.231
B.C.R.A.	49.994.923	145.877.678	224.314.698	333.261.062	491.197.352	704.502.379
OTRAS PAIS Y EXTERIOR	39.075.355	69.969.194	95.359.446	123.967.280	158.058.282	197.572.853
OTROS	5.262	7.866	10.721	13.937	17.770	22.212
TITULOS DE DEUDA	53.186.569	36.189.125	57.148.046	88.712.464	138.386.641	208.656.238
INSTRUMENTOS DERIVADOS	7.232	53.287	74.167	96.417	122.932	153.665
OPERACIONES DE PASE	40.189.091	16.571.381	23.064.573	29.983.944	38.229.529	47.786.911
OTROS ACTIVOS FINANCIEROS	16.322.269	13.647.999	18.995.716	24.694.431	31.485.400	39.356.750
PRESTAMOS	257.394.046	428.417.954	668.025.181	1.024.110.236	1.577.952.352	2.350.358.692
SECTOR PUBLICO NO FIN.	3.614.805	7.416.493	11.545.393	17.699.564	27.271.546	40.620.945
OTRAS ENTIDADES FINANCIERAS	1.822.643	6.224.993	9.690.563	14.856.034	22.890.224	34.094.970
SECTOR PRIVADO NO FIN.	251.956.598	414.776.468	646.789.226	991.554.638	1.527.790.581	2.275.642.777
OTROS TITULOS DE DEUDA	204.136.099	308.880.037	487.767.808	757.175.223	1.181.152.355	1.780.914.725
ACTIVOS FIN. EN GARANTIA	14.210.993	24.368.097	37.470.588	55.669.504	82.051.929	117.683.410
INVERSIONES EN PATRIMONIO	1.662.890	2.491.009	3.467.065	4.507.185	5.746.661	7.183.326
INVERSIONES EN SUBSIDIARIAS	4.728.726	7.083.632	9.859.222	12.816.989	16.341.661	20.427.077
PROPIEDAD, PLANTA Y EQUIPO	34.342.248	48.753.419	64.538.113	80.081.709	97.561.075	116.653.253
ACTIVOS INTANGIBLES	5.102.311	7.243.414	9.588.584	11.897.933	14.494.885	17.331.456
OTROS ACTIVOS NO FIN.	1.974.627	2.803.247	3.710.843	4.604.576	5.609.613	6.707.385
ACTIVOS NO CTES P/VENTA	2.210.644	3.138.305	4.154.381	5.154.938	6.280.102	7.509.084
TOTAL DE ACTIVO	749.965.030	1.153.221.790	1.765.561.750	2.642.938.177	3.971.727.910	5.805.029.350
ACTIVO ADICIONAL		42.563.025	79.223.242	135.239.740	228.287.165	359.112.930
TOTAL DE ACTIVO		1.195.784.815	1.844.784.993	2.778.177.917	4.200.015.075	6.164.142.280
PASIVO	2020	2021	2022	2023	2024	2025
DEPOSITOS	485.100.728	799.616.110	1.229.474.120	1.826.499.000	2.691.953.230	3.860.765.236
SECTOR PUBLICO NO FIN.	73.565.424	66.867.136	101.744.275	149.778.903	218.985.585	311.841.052
SECTOR FINANCIERO	696.415	757.537	1.152.659	1.696.842	2.480.884	3.532.841
SECTOR PRIVADO NO FIN.	410.838.889	731.991.437	1.126.577.186	1.675.023.255	2.470.486.762	3.545.391.343
INSTRUMENTOS DERIVADOS	230	456.263	636.493	883.384	1.224.160	1.665.870
OPERACIONES DE PASE	618.572	1.011.866	1.411.566	1.959.103	2.714.851	3.694.443
OTROS PASIVOS FINANCIEROS	33.230.041	41.871.175	63.422.344	94.122.086	140.421.711	203.835.611
FINANCIACIONES BCRA	918.879	4.457.555	6.218.342	8.630.399	11.959.678	16.275.054
ON EMITIDAS	4.926.901	2.419.722	0	0	0	0
PASIVO POR IIGG CORRIENTES	4.988.725	9.119.810	14.798.941	27.351.162	94.413.786	146.340.528
ON SUBORDINADAS	34.300.292	50.911.415	69.386.026	90.201.834	115.007.339	143.759.174
PROVISIONES	1.304.524	2.981.366	4.526.472	6.672.799	9.917.099	14.153.915
PASIVO POR IIGG DIFERIDO	6.291.243	9.065.755	12.410.805	15.850.393	19.846.986	24.355.124
OTROS PASIVOS NO FIN.	30.205.967	20.411.714	28.409.669	36.932.569	47.089.026	58.861.282
TOTAL DE PASIVO	601.886.102	942.322.751	1.430.694.777	2.109.102.732	3.134.547.867	4.473.706.237
PASIVO ADICIONAL		185.384.166	331.138.716	544.724.135	910.059.231	1.416.733.938
TOTAL DE PASIVO		1.127.706.918	1.761.833.493	2.653.826.867	4.044.607.098	5.890.440.175
PATRIMONIO NETO	2020	2021	2022	2023	2024	2025
CAPITAL SOCIAL	639.413	639.413	639.413	639.413	639.413	639.413
APORTES NO CAPITALIZADOS	12.429.781	12.429.781	12.429.781	12.429.781	12.429.781	12.429.781
AJUSTES AL CAPITAL	50.313.147	75.369.094	104.901.090	136.371.417	173.873.556	217.341.945
RESERVA LEGAL	32.090.662	48.071.812	66.907.868	86.980.229	110.899.792	138.624.740
OTRAS RESERVAS	77.725.836	40.630.236	56.550.448	73.515.582	93.732.367	117.165.459
RESULTADOS NO ASIGNADOS	-50.602.848	0	0	0	0	0
ORI	-4.786.055	-2.361.135	-3.286.302	-4.272.192	-5.447.045	-6.808.807
RESULTADO DEL EJERCICIO	30.268.992	42.432.986	63.489.405	100.803.629	132.782.297	216.624.266
PATRIMONIO NETO	148.078.928	217.212.187	301.631.704	406.467.859	518.910.162	696.016.798

Concepto	2020	2021	2022	2023	2024	2025
PATRIMONIO NETO	148.078.928	217.212.187	301.631.704	406.467.859	518.910.162	696.016.798
PN ADICIONAL (RESULTADOS)		-31.011.934	-43.803.200	-54.221.861	-82.082.384	-114.263.907
PATRIMONIO NETO		186.200.253	257.828.504	352.245.998	436.827.778	581.752.891
TOTAL PASIVO + PN	749.965.030	1.159.534.938	1.732.326.481	2.515.570.591	3.653.458.029	5.169.723.035
TOTAL PASIVO + PN AJUSTADO		1.313.907.170	2.019.661.997	3.006.072.865	4.481.434.876	6.472.193.067
Necesidad de Plazo Fijo Adicional	0	6.313.148	-33.235.270	-127.367.586	-318.269.881	-635.306.315
Exceso integración: Fondos libres p/distribuir (RPC - Exigencia total)	118.122.355	174.877.004	227.894.948	281.419.801	308.050.787	360.310.723
Necesidad PF Adicional ajustado	0	0	0	0	0	0

11.2. Anexo: Estado de Resultados proyectado

Fuente: Elaboración propia

Concepto	2020	2021	2022	2023	2024	2025
INGRESOS POR INTERESES	157.058.465	334.686.511	426.120.045	523.257.629	741.703.818	1.008.333.325
EGRESOS POR INTERESES	-60.830.469	-157.812.354	-184.651.594	-199.750.367	-263.322.189	-333.621.390
RESULTADO NETO INTERESES	96.227.996	176.874.157	241.468.451	323.507.262	478.381.629	674.711.935
INGRESOS POR COMISIONES	24.333.119	40.876.163	62.980.020	94.461.756	141.374.430	205.532.471
EGRESOS POR COMISIONES	-1.993.702	-3.199.214	-4.559.402	-6.148.252	-8.190.647	-10.718.527
RESULTADO NETO COMISIONES	22.339.417	37.676.949	58.420.618	88.313.504	133.183.784	194.813.944
SUBTOTAL	118.567.413	214.551.106	299.889.070	411.820.766	611.565.413	869.525.879
RDO. INSTRUMENTOS FIN.	-26.515.196	177.335	246.820	320.866	409.104	511.380
RESULTADO BAJA ACTIVOS	1.292.836	0	0	0	0	0
DIFERENCIA DE COTIZACION	4.029.386	5.935.690	6.300.730	6.868.195	7.909.331	8.848.572
OTROS INGRESOS OPERATIVOS	4.672.921	7.000.036	9.742.871	12.665.732	16.148.809	20.186.011
CARGO POR INCOBRABILIDAD	-8.008.366	-11.212.991	-17.484.235	-26.804.056	-41.299.776	-61.515.981
INGRESO OPERATIVO NETO	94.038.994	216.451.175	298.695.255	404.871.504	594.732.881	837.555.862
BENEFICIOS AL PERSONAL	-26.179.960	-37.949.745	-51.407.809	-64.994.752	-80.528.174	-97.735.049
GASTOS DE ADMINISTRACION	-14.352.069	-21.499.399	-29.923.544	-38.900.607	-49.598.275	-61.997.843
DEPRECIACIONES	-4.380.949	-6.654.855	-8.809.471	-10.931.176	-13.317.114	-15.923.202
OTROS GASTOS OPERATIVOS	-20.327.663	-30.132.077	-41.224.678	-53.882.512	-72.904.153	-96.019.356
RESULTADO OPERATIVO	28.798.353	120.215.099	167.329.753	236.162.457	378.385.166	565.880.412
RESULTADO POR ASOCIADAS	-285.199	1.076.774	1.498.689	1.948.295	2.484.076	3.105.096
RESULTADO POS. MONETARIA	13.631.888	-60.673.322	-78.129.291	-94.105.568	-133.826.172	-181.665.589
RESULTADOS ANTES DE IIIGG	42.145.042	60.618.551	90.699.151	144.005.184	247.043.070	387.319.918
IMPUESTO A LAS GANANCIAS	-11.876.050	-18.185.565	-27.209.745	-43.201.555	-114.260.773	-170.695.652
RESULTADO NETO DEL PERIODO	30.268.992	42.432.986	63.489.405	100.803.629	132.782.297	216.624.266

11.3. Anexo: Fórmulas utilizadas en el cálculo de los indicadores

Fuente: BCRA

CAPITAL (%)	
C1-APALANCAMIENTO (EN VECES)	Muestra el nivel de endeudamiento, en términos del Patrimonio Neto. $\text{Total de Pasivo} / \text{Total de Patrimonio Neto}$
C2-PÉRDIDA POTENCIAL DE CARTERA EN SIT. 2 A 5	Representa la incidencia de la cartera en mora o vencida (clasificada en situación 2 a 5) sobre el Patrimonio Neto de la entidad. $[\text{Total de Financiaciones en Situación 2 a 5} - \text{Total de Previsiones}] / \text{Patrimonio Neto deducidos Activos intangibles y accionistas}$.
C3-PÉRDIDA POTENCIAL DE CARTERA EN SIT. 3 A 5	Representa la incidencia de la cartera irregular (clasificada en situación 3 a 5) sobre el Patrimonio Neto de la entidad. $[\text{Total Financiaciones en situación irregular de 3 a 5} - \text{Total de Previsiones}] / \text{Patrimonio Neto deducidos Activos intangibles y accionistas}$
ACTIVOS (%)	
A9-TOTAL CARTERA IRREGULAR / TOTAL FINANCIACIONES	Muestra la participación de las financiaciones y avales en situación irregular sobre el total de financiaciones y avales. $\text{Total Financiaciones en situación irregular de 3 a 5} / \text{Total de Financiaciones}$
A11-CARTERA IRREGULAR SECTOR PRIVADO	Muestra el nivel de cartera irregular del sector privado en relación al total de financiaciones a este sector. $\text{Total Cartera Irregular Sector Privado (3 a 5)} / \text{Total Sector Privado}$
A12-PARTICIPACIÓN COMERCIAL S. PRIVADO	Exhibe la proporción de asistencia crediticia a empresas del Sector Privado no Financiero. $[\text{Total Cartera Comercial} + \text{Total Cartera Asimilable a Consumo}] / \text{Total Sector Privado}$
A13-PARTICIPACIÓN CONSUMO S. PRIVADO	Exhibe la proporción de asistencia crediticia a individuos. $\text{Total Cartera Consumo} / \text{Total Sector Privado}$
A14-PREVISIONES SOBRE CARTERA IRREGULAR	Muestra el grado de cobertura de la cartera irregular con provisiones. $\text{Total de Previsiones} / \text{Total Financiaciones en situación irregular de 3 a 5}$
A16-CARTERA IRREGULAR CONSUMO S. PRIVADO	Muestra la irregularidad de la cartera de consumo. $\text{Total Cartera Irregular Consumo (3 a 5)} / \text{Total Cartera Consumo}$
A17-CARTERA IRREGULAR COMERCIAL S. PRIVADO	Muestra la irregularidad de la cartera comercial. $[\text{Total Cartera Irregular Comercial (3 a 5)} + \text{Total Cartera Irregular Asimilable a Consumo (3 a 5)}] / [\text{Total Cartera Comercial} + \text{Total Cartera Asimilable a Consumo}]$
A21-POSICIÓN DE PREVISIONES MÍNIMAS S. PDO NO FIN.	Exhibe, en porcentaje, el exceso de las provisiones contabilizadas frente a las requeridas por normas del BCRA. $[\text{Total de Previsiones Contabilizadas} - \text{Total Previsiones Teóricas}] / \text{Total Previsiones Teóricas}$
AG3-IMPORTANCIA CART. VENCIDA S. PRIVADO	Muestra el nivel de cartera vencida -situación 2 a 5- sobre el total de financiaciones al Sector Privado no Financiero $\text{Total Cartera Vencida (vencida según el ESD)} / \text{Total Sector Privado}$.
AG29- Efectivo y Depósitos en Bancos / ACTIVO	Muestra la liquidez inmediata con que cuenta la entidad. $\text{Total de Efectivo y Depósitos en Bancos} / \text{Total de Activo}$.
EFICIENCIA (%)	
E1-ABSORCIÓN DE GASTOS DE ADMINISTRACIÓN CON VOLUMEN DE NEGOCIOS	Muestra la incidencia de los gastos de administración en la estructura de negocio de la entidad. $\text{Total de Flujo de Gastos de Administración} / [\text{Total Capital de Depósitos} + \text{Total Capital de Préstamos}]$
E2-MARGEN DE LA RENTABILIDAD OPERATIVA SOBRE GASTOS DE ESTRUCTURA	Muestra la capacidad de cobertura de los Gastos de Administración con Resultados Operativos. $[\text{Total de Flujo de Ingresos Financieros} + \text{Total de Flujo de Egresos Financieros} + \text{Total de Flujo de Ingresos x Servicios} + \text{Total de Flujo de Egresos x Servicios} + \text{Total de Flujo de Cargos por Incobrabilidad} + \text{Total de Flujo de Gastos de Administración}] / \text{Total de Flujo de Gastos de Administración}$.
E4-DEPÓSITOS POR EMPLEADO (MM\$)	Refleja el valor promedio de los Depósitos (en capitales) por cada empleado de la entidad $\text{Total Capital de Depósitos} / \text{Total de Dotación del Personal}$
E5-FINANCIACIONES POR EMPLEADO (MM\$)	Refleja el valor promedio de las Financiaciones (en Capitales) por cada empleado de la entidad. $\text{Total Capital de Préstamos} / \text{Total de Dotación del Personal}$
RENTABILIDAD (%)	
R1-RENDIMIENTO ANUAL DEL PATRIMONIO (ROE)	Refleja el rendimiento obtenido sobre el Patrimonio Neto Ajustado. $\text{Total de Flujo de Resultados incluidos los Otros Resultados Integrales} / [\text{Total de Promedio de Patrimonio Neto Desfasado 1 mes} - \text{Total de Promedio de Resultado Desfasado 1 mes}]$
R2-RENDIMIENTO ORDINARIO DE PATRIMONIO	Representa la rentabilidad ordinaria obtenida antes de impuestos sobre el Patrimonio Neto Ajustado. $[\text{Total de Flujo de Ingresos Financieros} + \text{Total de Flujo de Egresos Financieros} + \text{Total de Flujo de Egresos x Servicios} + \text{Total de Flujo Ingresos x Servicios} + \text{Total de Flujo}]$

	de Cargos por Incobrabilidad + Total de Flujo de Gastos de Administración] / [Total de Promedio de Patrimonio Neto Desfasado 1 mes - Total de Promedio de Resultado Desfasado 1 mes]
R8-TASA IMPLÍCITA PRÉSTAMOS TOTALES	Representa una estimación de la tasa activa (devengada) de una entidad. [Total de Flujo de Intereses por Préstamos + ajustes] / Total Promedio de Capital de Préstamos
R9-TASA IMPLÍCITA DEPÓSITOS TOTALES	Representa una estimación de la tasa pasiva (devengada) de una entidad. [Total de Flujo de Int. Dep. en Pesos + Total de Flujo de Ajuste CER UVA/UVI Depósitos + Total de Flujo de Int. Dep. en Dólares] / Total Promedio de Capital de Depósitos.
R17-GASTOS EN PERSONAL / GASTOS ADMINISTRACIÓN	Participación de los gastos en recursos humanos (Remuneraciones y Cargas Sociales del personal) frente al total de Gastos de Estructura. Total de Flujo de Gastos en Personal / Total de Flujo de Gastos de Administración
RG1-RETORNO SOBRE ACTIVOS (ROA)	Retorno sobre activos. [Total de Flujo de Resultados incluidos los Otros Resultados Integrales / Total de Promedio de Activo]
RG2-INGRESOS FINANCIEROS / ACTIVO	Muestra la incidencia de los Ingresos Financieros Netos sobre el Activo. [Total de Flujo de Ingresos Financieros + Total de Flujo de Egresos Financieros] / Total de Promedio de Activo.
RG3-CARGOS INCOBRABILIDAD / ACTIVO	Muestra la incidencia de los Cargos por Incobrabilidad sobre el Activo. Total de Flujo de Cargos por Incobrabilidad / Total de Promedio de Activo.
RG4-INGRESOS NETOS POR SERVICIOS / ACTIVO	Muestra la incidencia de los Ingresos Netos por Servicios sobre el Activo Neto. [Total de Flujo Ingresos x Servicios + Total de Flujo de Egresos x Servicios] / [Total de Promedio de Activo]
RG5-GASTOS ADMIN. / ACTIVO	Muestra la incidencia de los Gastos de Administración sobre el Activo. Total de Flujo de Gastos de Administración / Total de Promedio de Activo.
RG15-ROA ANTES DE IIGG	Muestra la incidencia de Resultados antes del Impuesto a Ganancias sobre el Activo. Total de Flujo de Resultados - Total de Flujo de IIGG / Total de Promedio de Activo.
LIQUIDEZ (%)	
L1-LIQUIDEZ CON TITULOS CON COTIZ MAS POSICIÓN DE CALL Y LELIQ	Porcentaje de cobertura de Depósitos y Call tomados con activos de rápida realización (Efectivo y Depósitos en Bancos, Títulos y Acciones con cotización y Call otorgados, excluyendo Instrumentos del BCRA en cuentas de inversión). [Total de Efectivo y Depósitos en Bancos + Total de Títulos y Acciones con cotización + Total de Call Otorgado] / [Total Capital de Depósitos + Total de Call Tomado]
L8_II-LIQUIDEZ CON TÍTULOS CON COTIZ	Cobertura de Depósitos con Efectivo y Depósitos en Bancos y Títulos y Acciones con cotización, excluyendo los Instrumentos del BCRA que la entidad mantiene en cuentas de inversión. [Total de Efectivo y Depósitos en Bancos + Total de Títulos y Acciones con cotización] / Total Capital de Depósitos
L9 -LIQUIDEZ CON LELIQ Y PASES	Cobertura de Depósitos con Activos de inmediata realización (Efectivo y Depósitos en Bancos e Instrumentos del BCRA por operaciones de pases). [Total de Efectivo y Depósitos en Bancos + Total de IRM] / Total Capital de Depósitos

11.4. Anexo: Situación Patrimonial, Resultados e Indicadores 2018 y 2019

Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA y Estados Contables

Ejercicio	Dic-2018				
	BBVA	SANTANDER	GALICIA	MACRO	Sistema Financiero
Bancos (Cantidad)					
Cuentas corrientes	1.284.670	1.298.715	512.253	872.041	6.185.224
Cuentas de ahorro	4.233.966	5.575.211	3.955.430	3.660.729	55.620.191
Cajas ahorro ayuda social	229.021	116.829	210.300	597.803	6.739.864
Cuentas previsionales	121.746	224.882	486.122	817.734	13.408.282
Plazo fijo Individuos	238.739	368.144	323.739	298.515	3.939.756
Plazo fijo Empresas	4.828	10.685	10.283	9.885	129.309
Préstamos hipotecarios	6.894	17.677	7.405	9.290	275.286
Préstamos prendarios	13.997	84.771	604	9.691	541.143
Otros préstamos	2.421.877	1.147.674	6.260.838	2.501.598	31.789.711
Dotación personal	6.089	8.977	6.294	8.164	107.971
Titulares tarjetas de crédito	2.923.364	2.116.797	4.152.253	1.476.450	26.128.021
Tarjetas de crédito (plásticos)	4.041.784	6.971.728	7.898.781	2.587.895	41.913.849
Tarjetas de débito	2.570.531	3.602.273	3.709.481	3.223.959	47.512.181
Pago Remuneraciones-Acreditación					
Cuentas	575.373	940.322	883.834	726.212	9.208.610
Empresas	21.497	47.405	46.241	20.736	251.601

Ejercicio	Dic-2019				
	BBVA	SANTANDER	GALICIA	MACRO	Sistema Financiero
Bancos (Cantidad)					
Cuentas corrientes	1.523.238	1.297.418	485.942	878.783	6.419.006
Cuentas de ahorro	4.805.663	5.633.667	4.543.262	4.382.514	59.164.962
Cajas ahorro ayuda social	230.737	116.773	183.850	687.971	7.242.167
Cuentas previsionales	131.742	225.579	564.501	1.025.515	13.577.571
Plazo fijo Individuos	199.108	289.925	274.436	277.208	3.682.888
Plazo fijo Empresas	4.547	10.825	10.195	8.580	132.983
Préstamos hipotecarios	6.499	17.118	7.126	9.296	252.806
Préstamos prendarios	9.947	72.658	723	8.143	399.076
Otros préstamos	2.555.317	1.013.479	5.771.093	2.828.946	30.559.679
Dotación personal	6.223	8.223	6.118	8.710	105.902
Titulares tarjetas de crédito	3.380.550	1.924.630	3.807.884	1.504.860	24.927.242
Tarjetas de crédito (plásticos)	4.366.447	7.195.347	7.641.410	2.664.630	41.495.995
Tarjetas de débito	2.653.486	4.135.862	4.340.705	3.804.481	48.551.233
Pago Remuneraciones-Acreditación					
Cuentas	637.533	962.435	782.576	860.678	9.400.253
Empresas	27.813	53.089	47.442	23.172	271.782

Detalle	Dic-2018					
	BBVA	SANTANDER	GALICIA	MACRO	10ºBancos Priv	Sistema Financiero
TOTAL FINANCIACIONES (\$)	187.058	218.604	291.222	170.780	1.300.296	2.554.490
Sit.1: En situación normal (%)	97,25	93,8	95,6	96,88	95,74	95,18
Sit.2: Riesgo bajo (%)	0,82	2,96	1,89	1,25	1,64	1,99
Cartera Regular (Sit.1+2)	98,07	96,76	97,49	98,13	97,38	97,17
Sit.3: Riesgo medio (%)	1,41	1,23	1,11	1,1	1,34	1,33
Sit.4: Riesgo alto (%)	0,47	1,71	1,14	0,64	1,06	1,17
Sit.5: Irrecuperable (%)	0,05	0,3	0,26	0,12	0,22	0,33
Cartera Irregular (Sit.3+4+5)	1,93	3,24	2,51	1,86	2,62	2,83
TOTAL Garantías Preferidas (%)	6,2	14,16	10,62	16,65	12,98	15,72
Previsiones por incobrabilidad	4.261	7.319	7.429	3.875	38.657	92.558
Previsiones / Financiaciones	2,28%	3,35%	2,55%	2,27%	2,97%	3,62%
Detalle	Dic-2019					
	BBVA	SANTANDER	GALICIA	MACRO	10ºBancos Priv	Sistema Financiero
TOTAL FINANCIACIONES (\$)	197.777	295.297	374.142	231.278	1.606.564	3.143.550
Sit.1: En situación normal (%)	95,31	94,07	94,92	97,1	95,03	92,98
Sit.2: Riesgo bajo (%)	1,05	2,13	1,2	0,83	1,31	1,57
Cartera Regular (Sit.1+2)	96,36	96,2	96,12	97,93	96,34	94,55
Sit.3: Riesgo medio (%)	1,34	1,04	0,78	0,63	0,9	1,07
Sit.4: Riesgo alto (%)	0,82	2,34	1,81	1,25	1,82	3,08
Sit.5: Irrecuperable (%)	1,47	0,43	1,29	0,19	0,94	1,3
Cartera Irregular (Sit.3+4+5)	3,63	3,81	3,88	2,07	3,66	5,45
TOTAL Garantías Preferidas (%)	8,06	13,41	9,4	13,88	12,58	20,35
Previsiones por incobrabilidad	8.174	11.640	15.917	5.931	75.657	168.397
Previsiones / Financiaciones	4,13%	3,94%	4,25%	2,56%	4,71%	5,36%

DETALLE	Dic-2018					
	BBVA	SANTANDER	GALICIA	MACRO	10º Bancos Priv	Sistema Financiero
CAPITAL (%)						
C1-Apalancamiento (en veces)	7,49	11,34	10,08	4,89	9,33	8,35
C2-Pérdida Potencial Cartera Sit. 2 a 5	2,34	18,03	13,34	2,75	4,70	6,32
C3-Pérdida Potencial Cartera Sit. 3 a 5	-1,70	-0,71	-0,13	-1,29	-4,35	-2,75
ACTIVOS (%)						
A11-Cartera Irregular Sector Privado	2,04	3,29	2,59	1,95	2,72	2,98
A12-Part. Comercial Sector Privado	57,52	52,78	65,51	46,28	57,09	56,30
A13-Part. Consumo Sector Privado	42,60	47,26	34,49	53,75	43,12	44,00
A14-Previsiones sobre Cartera Irregular	117,89	103,47	100,72	121,44	134,24	121,24
A16-Cartera Irregular Consumo S. Priv.	2,09	5,29	4,15	2,22	3,29	4,00
A17-Cartera Irregular Comercial S.Priv.	2,00	1,49	1,77	1,65	2,28	2,17
A21-Posición Previsiones Mín SPNF	41,01	35,90	25,98	37,19	72,49	57,32
A9-Cartera Irregular / Financiaciones	1,93	3,24	2,51	1,87	2,59	2,84
AG29-Efectivo y Bancos / Activo	30,28	44,02	29,12	21,21	26,42	25,79
AG3-Cartera Vencida S.Priv	1,29	2,61	1,64	1,00	1,73	1,92
EFICIENCIA (%)						
E1-Absorción Gastos Ad. c/Vol Negocio	3,91	4,25	3,19	4,29	3,95	4,47

DETALLE	Dic-2018					
	BBVA	SANTANDER	GALICIA	MACRO	10º Bancos Priv	Sistema Financiero
E2-Rentabilidad Oper. /Gastos Estruct.	70,94	52,86	81,27	130,32	65,58	65,16
E4-Depósitos Empleado (MM \$)	42,14	42,03	56,71	26,51	43,04	37,27
E5 - Financiaciones Empleado (MM \$)	28,65	22,44	37,61	19,80	21,92	20,71
RENTABILIDAD (%)						
R1-Rendimiento Anual Patrimonio (ROE)	29,95	43,55	31,85	33,19	38,36	37,79
R17-Gastos Personal/Gastos Admin.	51,53	43,47	49,14	56,45	60,25	57,81
R2-Rendimiento Ordinario Patrimonio	37,16	40,50	42,72	43,67	36,74	37,43
R8-Tasa Implícita Préstamos	21,59	22,12	21,81	27,66	20,79	23,63
R9-Tasa Implícita Depósitos	9,77	8,54	10,69	12,46	12,38	12,33
RG1-Retorno sobre Activos (ROA)	3,49	3,40	3,02	6,19	3,85	4,13
RG15- ROA antes Imp. Gcias	4,84	4,77	4,35	8,62	5,10	5,53
RG2-Ingresos Financieros Netos / Activo	9,65	8,03	8,35	12,39	8,75	9,78
RG3-Cargos Incobrabilidad / Activo	1,25	1,79	1,71	0,95	1,22	1,35
RG4-Ingresos Netos Servicios / Activo	2,02	2,90	2,41	2,96	1,79	1,94
RG5 - Gastos de Administración / Activo	6,10	5,98	4,99	6,25	5,63	6,28
LIQUIDEZ (%)						
L1 - Liq con títulos+posición call y leliq	46,66	62,00	60,01	56,55	50,38	52,52
L8_II-Liquidez con títulos con cotiz	38,52	55,80	40,49	31,42	34,85	35,73
L9-Liquidez con leliq y pases	45,98	61,89	59,26	56,09	49,22	51,14

DETALLE	dic-19					
	BBVA	SANTANDER	GALICIA	MACRO	10ºBancos Priv	Sistema Financiero
CAPITAL (%)						
C1-Apalancamiento (en veces)	5,46	7,66	6,64	3,74	6,36	6,42
C2-Pérdida Potencial Cartera Sit. 2-5	1,64	10,13	4,45	0,92	3,37	6,78
C3-Pérdida Potencial Cartera Sit.3-5	-1,48	-0,70	-1,69	-1,28	-2,03	0,99
ACTIVOS (%)						
A11-Cartera Irregular S. Privado	3,77	3,85	4,01	2,18	4,28	5,46
A12-Part. Comercial S. Privado	42,94	48,46	63,77	46,78	54,84	54,89
A13-Part. Consumo S. Privado	57,08	51,54	36,23	53,23	45,45	45,77
A14-Previsiones Cartera Irregular	113,68	103,59	108,52	123,13	113,21	94,95
A16-Cart. Irregular Consumo S. Priv.	2,52	4,73	4,23	2,39	4,22	4,14
A17-Cart. Irregular Comercial S. Priv.	5,42	2,91	3,89	1,94	4,31	6,49
A21-Posición Previsiones Mín SPNF	30,45	40,67	31,24	38,62	50,63	43,86
A9-Cartera Irregular/Financiaciones	3,64	3,80	3,88	2,07	4,14	5,40
AG29-Efectivo y Bancos / Activo	36,22	34,65	21,74	23,00	27,23	24,46
AG3-Cartera Vencida Sector Privado	3,09	2,67	2,69	0,80	2,84	3,50
EFICIENCIA (%)						
E1-Absorción Gastos Ad.c/ Vol. Negocio	5,79	5,11	4,47	6,21	5,92	5,87
E2-Rentabilidad Operat/Gastos Estruct.	134,44	70,69	134,44	163,27	100,45	76,47
E4-Depósitos Empleado (MM \$)	46,57	54,61	62,85	32,52	48,24	45,02
E5-Financiaciones Empleado (MM \$)	28,45	30,88	48,17	26,10	27,88	24,70

DETALLE	dic-19					
	BBVA	SANTANDER	GALICIA	MACRO	10ºBancos Priv	Sistema Financiero
RENTABILIDAD (%)						
R1-Rendimiento Anual Patrimonio (ROE)	58,93	44,40	63,13	65,95	61,16	50,51
R17-Gastos Personal/Gastos Admin.	48,95	42,61	46,91	57,96	55,79	57,57
R2-Rendimiento Ordinario Patrimonio	77,80	52,51	74,28	75,38	68,20	48,92
R8-Tasa Implícita Préstamos	28,54	26,81	26,78	36,01	26,84	28,62
R9-Tasa Implícita Depósitos	12,60	12,20	15,87	19,01	17,91	19,01
RG1-Retorno sobre Activos (ROA)	6,97	3,90	6,16	10,90	6,56	5,58
RG15- ROA antes Imp. Gcias	7,75	4,58	7,64	12,98	7,78	6,39
RG2-Ingresos Financieros Netos/Activo	16,12	10,72	12,97	18,45	14,55	12,69
RG3-Cargos Incobrabilidad/Activo	1,71	2,17	2,31	1,20	1,99	2,07
RG4-Ingresos Netos Servicios/Activo	1,63	2,58	1,99	2,84	2,05	1,85
RG5-Gastos Administración/Activo	6,84	6,52	5,39	7,63	7,29	7,07
LIQUIDEZ (%)						
L1-Liq con títulos + posición call y leliq	64,59	42,21	48,69	56,32	55,89	50,26
L8_II-Liquidez con títulos con cotiz	53,23	41,26	34,14	38,78	38,64	34,64
L9-Liquidez con leliq y pases	64,48	56,32	54,61	55,09	61,35	55,30



Ejercicio	Dic-2018				
	Bancos	BBVA	SANTANDER	GALICIA	MACRO
ACTIVO	100%	100%	100%	100%	100%
EFFECTIVO Y DEPOSITO EN BANCOS	28%	42%	28%	28%	21%
TÍTULOS PÚBLICOS Y PRIVADOS	9%	7%	18%	18%	20%
PRÉSTAMOS	50%	40%	46%	46%	51%
OTROS CRED.POR INTERM.FINAN.	7%	4%	4%	4%	2%
CREDITO ARRENDAMIENTO FIN.	1%	0%	0%	0%	0%
PART. EN OTRAS SOCIEDADES	1%	0%	0%	0%	2%
CRÉDITOS DIVERSOS	2%	2%	2%	2%	1%
PROPIEDAD, PLANTAS Y EQUIPO	3%	4%	2%	2%	3%
BIENES DIVERSOS	0%	0%	0%	0%	0%
ACTIVOS INTANGIBLES	0%	1%	1%	1%	0%
PARTIDAS PEND. DE IMPUTACIÓN	0%	0%	0%	0%	0%
PASIVO	100%	100%	100%	100%	100%
DEPÓSITOS	82%	82%	77%	77%	82%
OTRAS OBLIG.INTERMED. FINANC.	13%	12%	18%	18%	9%
OBLIGACIONES DIVERSAS	4%	4%	3%	3%	3%
PROVISIONES	1%	0%	0%	0%	0%
OBLIGACIONES SUBORDINADAS	0%	1%	2%	2%	6%
PARTIDAS PENDIENTES IMPUTACIÓN	0%	0%	0%	0%	0%
PATRIMONIO NETO	100%	100%	100%	100%	100%
CAPITAL, APORTES, RESERVAS	65%	74%	68%	68%	65%
RESULTADOS NO ASIGNADOS	35%	26%	32%	32%	35%
RDOS. INTEGRALES ACUM. PERIODO	100%	100%	100%	100%	100%
INGRESOS FINANCIEROS	551%	507%	612%	612%	389%
EGRESOS FINANCIEROS	-274%	-270%	-336%	-336%	-189%
CARGO POR INCOBRABILIDAD	-36%	-53%	-57%	-57%	-15%
INGRESOS POR SERVICIOS	143%	158%	137%	137%	72%
EGRESOS POR SERVICIOS	-85%	-73%	-57%	-57%	-25%
GASTOS DE ADMINISTRACIÓN	-175%	-176%	-165%	-165%	-101%
CRÉDITOS Y PREV DESAFECTADAS	6%	7%	1%	1%	2%
RESULTADO MONETARIO	0%	0%	0%	0%	0%
OTROS	10%	5%	9%	9%	5%
IMPUESTO A LAS GANANCIAS	-39%	-31%	-44%	-44%	-40%
OTRO RESULTADO INTEGRAL	0%	27%	-1%	-1%	2%

Ejercicio	Dic-2019			
Bancos	BBVA	SANTANDER	GALICIA	MACRO
ACTIVO	100%	100%	100%	100%
EFFECTIVO Y DEPOSITO EN BANCOS	36%	31%	22%	23%
TÍTULOS PÚBLICOS Y PRIVADOS	12%	5%	14%	17%
PRÉSTAMOS	43%	43%	51%	51%
OTROS CRED.POR INTERM.FINAN.	2%	11%	8%	2%
CREDITO ARRENDAMIENTO FIN.	0%	0%	0%	0%
PART. EN OTRAS SOCIEDADES	1%	0%	0%	1%
CRÉDITOS DIVERSOS	3%	3%	2%	3%
PROPIEDAD, PLANTAS Y EQUIPO	3%	5%	2%	3%
BIENES DIVERSOS	0%	0%	0%	0%
ACTIVOS INTANGIBLES	0%	1%	1%	0%
PARTIDAS PEND.IMPUTACIÓN	0%	0%	0%	0%
PASIVO	100%	100%	100%	100%
DEPÓSITOS	80%	85%	77%	78%
OTRAS OBLIG. INTERMED. FINANC.	11%	8%	15%	9%
OBLIGACIONES DIVERSAS	6%	5%	4%	5%
PROVISIONES	3%	1%	0%	0%
OBLIGACIONES SUBORDINADAS	0%	2%	3%	7%
PARTIDAS PENDIENTES IMPUTACIÓN	0%	0%	0%	0%
PATRIMONIO NETO	100%	100%	100%	100%
CAPITAL, APORTES, RESERVAS	51%	64%	55%	55%
RESULTADOS NO ASIGNADOS	49%	36%	45%	45%
RDOS. INTEGRALES ACUM. PERIODO	100%	100%	100%	100%
INGRESOS FINANCIEROS	394%	580%	440%	319%
EGRESOS FINANCIEROS	-163%	-305%	-229%	-149%
CARGO POR INCOBRABILIDAD	-25%	-56%	-38%	-11%
INGRESOS POR SERVICIOS	71%	133%	62%	41%
EGRESOS POR SERVICIOS	-48%	-67%	-30%	-15%
GASTOS DE ADMINISTRACIÓN	-98%	-167%	-88%	-70%
CRÉDITOS Y PREV DESAFECTADAS	2%	3%	1%	1%
RESULTADO MONETARIO	0%	0%	0%	0%
OTROS	-5%	-1%	5%	2%
IMPUESTO A LAS GANANCIAS	-16%	-20%	-24%	-19%
OTRO RESULTADO INTEGRAL	-13%	-1%	1%	2%

2019				
EXIGENCIA DE CAP. MIN.	BBVA	SANTANDER	GALICIA	MACRO
Exigencia por riesgo de crédito	26.262	25.936	29.149	21.404
Exigencia por riesgo de mercado	413	147	905	591
Exigencia por riesgo operacional	8.713	7.837	7.608	7.563
Exigencia total	35.388	33.920	37.662	29.558
Capital Ordinario de Nivel 1 (CO _{n1})	85.744	46.234	61.392	72.453
Capital de nivel 2 (CO _{n2})	2.666	12.604	19.393	26.113
Integración de capital -RPC-	88.410	58.838	80.785	98.566
Exceso de integración	53.022	24.918	43.123	69.008
Margen (exceso RPC vs. Exigencia)	149,83%	73,46%	114,50%	233,47%
Activos Ponderados por Riesgo (APR)	432.787	414.427	459.900	361.678
Ratio de capitalización	20,43%	14,20%	17,57%	27,25%
Ratio TIER 1 (Capital Level 1/APR)	19,81%	11,16%	13,35%	20,03%
ACTIVOS	614.814	869.439	840.419	599.772
Activos Ponderados Riesgo / ACTIVOS	70%	48%	55%	60%

11.5. Anexo: Escenarios de rendimientos

Se evaluaron distintos escenarios para concluir en el desarrollo de uno de ellos. Para el desarrollo del presente trabajo, se escogió la opción 2, detallada en las secciones correspondientes.

Para calcular el costo de financiarse con capital propio, se utilizó el modelo para obtener la tasa de descuento de CAPM en dólares ($ke = rf + \beta * PRM + RP$). Factor de descuento en pesos: A partir de la tasa de descuento en dólares(KE), se descontó en pesos para cada año considerando la devaluación real (DR) con los niveles de inflación esperados para Estados Unidos y Argentina ($1/(1+(KE*DR))$). Por último, se detalló la posible valuación del Banco, en caso de haber continuado desarrollando los distintos escenarios:

(en millones de pesos)

Conceptos		Opción 1	Opción 2	Opción 3	Opción 4	Opción 5
Tasa libre de riesgo	RF	0,916%	0,916%	0,916%	0,916%	0,916%
Rendimiento esperado del mercado	RM	12,15%	12,15%	12,15%	12,15%	8,3%
Prima de riesgo de mercado	RM-RF	11,24%	11,24%	11,24%	11,24%	7,38%
Factor de apalancamiento Beta	β	1,4869	1,9072	1,9072	2,8177	2,8177
Riesgo País	RP	13,68%	13,68%	11,62%	11,62%	13,68%
Tasa de rendimiento USD	KE = RF + β * PRM + RP	31,30%	36,03%	33,97%	44,20%	35,40%
Años	Devaluación real (DR)	Factor de descuento en pesos				
2021	46,49%	0,52	0,50	0,51	0,47	0,50
2022	35,92%	0,29	0,27	0,28	0,24	0,27
2023	26,83%	0,17	0,16	0,16	0,13	0,16
2024	24,45%	0,11	0,09	0,10	0,07	0,09
2025	22,11%	0,07	0,06	0,06	0,04	0,06
Valor Terminal	17,36%	0,04	0,04	0,04	0,02	0,04
Valuación presente Banco Macro		424.754	372.731	393.288	311.435	378.664

Opción 1

Conceptos		Opción 1
Tasa libre de riesgo	RF	0,916%
Rendimiento esperado del mercado	RM	12,15%
Prima de riesgo de mercado	RM-RF	11,24%
Factor de apalancamiento Beta	β	1,4869
Riesgo País	RP	13,68%
Tasa de rendimiento USD	KE = RF + β * PRM + RP	31,30%

Para calcular el costo de financiarse con capital propio, se utilizó el modelo para obtener la tasa de descuento de CAPM en dólares ($k_e = r_f + \beta * PRM + RP$), en el cual se obtiene a partir de una tasa libre de riesgo a la cual se le adiciona la beta de Banco Macro ADR multiplicada por la prima de riesgo del mercado accionario americano (RM-RF). Finalmente, se le adiciona una prima de riesgo país dado por el índice EMBI+ para Argentina:

Tasa libre de riesgo (RF): Rendimiento bono tesoro Estados Unidos a diez años que a 2020 era 0,916%.

Prima de riesgo de mercado (PRM): Refleja el rendimiento adicional por invertir en los activos del mercado que tienen un riesgo mayor a los bonos del tesoro americano. Se calculó el rendimiento esperado del mercado (12,15%), representando la rentabilidad promedio del índice S&P 500 del mercado de Estados Unidos en los últimos diez años y se le descontó la tasa libre de riesgo (0,916%).

Factor de apalancamiento (β): Se estimó una beta en función de rendimientos mensuales del índice S&P500 y de Macro ADR (profundidad: 36 meses). De la regresión lineal, se obtuvo una beta de 1,4869.

Prima de riesgo país (RP): dado que Macro opera en país emergente se incorpora una prima de riesgo adicional para reflejar el riesgo no diversificable de operar en este mercado. Se utilizó el índice EMBI+ para Argentina, elaborado por JP Morgan, el cual mide la diferencia de tasa entre bonos emitidos en dólares por países emergentes y los bonos de Estados Unidos. Al 31/12/2020, el índice era de 13,68%.

Opción 2

Conceptos		Opción 2
Tasa libre de riesgo	RF	0,916%
Rendimiento esperado del mercado	RM	12,15%
Prima de riesgo de mercado	RM-RF	11,24%
Factor de apalancamiento Beta	β	1,9072
Riesgo País	RP	13,68%
Tasa de rendimiento USD	KE = RF + β * PRM + RP	36,03%

Para calcular el costo de financiarse con capital propio, se utilizó el modelo para obtener la tasa de descuento de CAPM en dólares ($k_e = r_f + \beta * PRM + RP$), en el cual se obtiene a partir de una tasa libre de riesgo a la cual se le adiciona la beta de Banco Galicia ADR multiplicada por la prima de riesgo del mercado accionario americano (RM-RF). Finalmente, se le adiciona una prima de riesgo país dado por el índice EMBI+ para Argentina.

Tasa libre de riesgo (RF): Rendimiento bono tesoro Estados Unidos a diez años que a 2020 era 0,916%.

Prima de riesgo de mercado (PRM): Refleja el rendimiento adicional por invertir en los activos del mercado que tienen un riesgo mayor a los bonos del tesoro americano. Se calculó el rendimiento esperado del mercado (12,15%), representando la rentabilidad promedio del índice S&P 500 del mercado de Estados Unidos en los últimos diez años y se le descontó la tasa libre de riesgo (0,916%).

Factor de apalancamiento (β): Considerando que bancos similares a Macro tenían una misma tendencia en sus betas en el mercado Local, se efectuó una regresión lineal con el ADR de Galicia por ser el banco que opera el mayor volumen en ADRS, reflejando una mejor tendencia con una beta de 1,9072.

Prima de riesgo país (RP): dado que Macro opera en país emergente se incorpora una prima de riesgo adicional para reflejar el riesgo no diversificable de operar en este mercado. Se utilizó el índice EMBI+ para Argentina, elaborado por JP Morgan, el cual mide la diferencia de tasa entre bonos emitidos en dólares por países emergentes y los bonos de Estados Unidos. Al 31/12/2020, el índice era de 13,68%.

Opción 3

Conceptos		Opción 3
Tasa libre de riesgo	RF	0,916%
Rendimiento esperado del mercado	RM	12,15%
Prima de riesgo de mercado	RM-RF	11,24%
Factor de apalancamiento Beta	β	1,9072
Riesgo País	RP	11,62%
Tasa de rendimiento USD	KE = RF + β * PRM + RP	33,97%

Para calcular el costo de financiarse con capital propio, se utilizó el modelo para obtener la tasa de descuento de CAPM en dólares ($ke = rf + \beta * PRM + RP$), en el cual se obtiene a partir de una tasa libre de riesgo a la cual se le adiciona la beta de Banco Galicia ADR multiplicada por la prima de riesgo del mercado accionario americano (RM-RF). Finalmente, se le adiciona una prima de riesgo país dado por el índice country Risk Premium para Argentina (Damodaran)

Tasa libre de riesgo (RF): Rendimiento bono tesoro Estados Unidos a diez años que a 2020 era 0,916%.

Prima de riesgo de mercado (PRM): Refleja el rendimiento adicional por invertir en los activos del mercado que tienen un riesgo mayor a los bonos del tesoro americano. Se calculó el rendimiento esperado del mercado (12,15%), representando la rentabilidad promedio del índice S&P 500 del mercado de Estados Unidos en los últimos diez años y se le descontó la tasa libre de riesgo (0,916%).

Factor de apalancamiento (β): Considerando que bancos similares a Macro tenían una misma tendencia en sus betas en el mercado Local, se estimó una beta en función de rendimientos mensuales del índice S&P500 y de Galicia ADR por ser el banco que opera el mayor volumen en ADRS, el cual reflejaría una mejor tendencia (profundidad: 36 meses). De la regresión lineal, se obtuvo una beta de 1,9072.

Prima de riesgo país (RP): Se incorpora una prima de riesgo adicional para reflejar el riesgo no diversificable de operar en un país emergente. Se utilizó el índice country Risk Premium (Rating) de Argentina calculado por Damodaran que mide el riesgo del mercado del país a través del rating de bonos de calificadoras de riesgo más un default spread. Al 31/12/2020, el índice era de 11,62%.

Opción 4

Conceptos		Opción 4
Tasa libre de riesgo	RF	0,916%
Rendimiento esperado del mercado	RM	12,15%
Prima de riesgo de mercado	RM-RF	11,24%
Factor de apalancamiento Beta	β	2,8177
Riesgo País	RP	11,62%
Tasa de rendimiento USD	KE = RF + β * PRM + RP	44,20%

Para calcular el costo de financiarse con capital propio, se utilizó el modelo para obtener la tasa de descuento de CAPM en dólares ($k_e = r_f + \beta * PRM + RP$), en el cual se obtiene a partir de una tasa libre de riesgo a la cual se le adiciona la beta de bancos regionales mercados emergentes multiplicada por la prima de riesgo del mercado accionario americano (RM-RF). Finalmente, se le adiciona una prima de riesgo país dado por el índice country Risk Premium para Argentina (Damodaran).

Tasa libre de riesgo (RF): Rendimiento bono tesoro Estados Unidos a diez años que a 2020 era 0,916%.

Prima de riesgo de mercado (PRM): Refleja el rendimiento adicional por invertir en los activos del mercado que tienen un riesgo mayor a los bonos del tesoro americano. Se calculó el rendimiento esperado del mercado (12,15%), representando la rentabilidad promedio del índice S&P 500 del mercado de Estados Unidos en los últimos diez años y se le descontó la tasa libre de riesgo (0,916%).

Factor de apalancamiento (β): Se consideró una beta calculada por Damodaran que refleja el riesgo de invertir en bancos regionales de mercados emergentes, obteniendo una beta de 2,8177.

Prima de riesgo país (RP): Se incorpora una prima de riesgo adicional para reflejar el riesgo no diversificable de operar en un país emergente. Se utilizó el índice country Risk Premium (Rating) de Argentina calculado por Damodaran que mide el riesgo del mercado del país a través del rating de bonos de calificadoras de riesgo más un default spread. Al 31/12/2020, el índice era de 11,62%.

Opción 5

Conceptos		Opción 5
Tasa libre de riesgo	RF	0,916%
Rendimiento esperado del mercado	RM	8,3%
Prima de riesgo de mercado	RM-RF	7,38%
Factor de apalancamiento Beta	β	2,8177
Riesgo País	RP	13,68%
Tasa de rendimiento USD	KE = RF + β * PRM + RP	35,40%

Para calcular el costo de financiarse con capital propio, se utilizó el modelo para obtener la tasa de descuento de CAPM en dólares ($k_e = r_f + \beta * PRM + RP$), en el cual se obtiene a partir de una tasa libre de riesgo a la cual se le adiciona la beta de bancos regionales de mercados emergentes multiplicada por la prima de riesgo del mercado accionario colombiano. Finalmente, se le adiciona una prima de riesgo país dado por el índice EMBI+ para Argentina.

Tasa libre de riesgo (RF): Rendimiento bono tesoro Estados Unidos a diez años que a 2020 era 0,916%.

Prima de riesgo de mercado (PRM): Se estimó el rendimiento adicional por invertir en activos de mercados regionales de Latinoamérica como es el caso de Colombia. Se consideró una prima de riesgo por invertir acciones en Estados Unidos (4,9%) más una prima de riesgo de mercado del país regional Colombia (3,4%) menos la tasa libre de riesgo (0,916%). Información extraída de investigaciones financieras de Bancos colombianos (Banco Bogotá, Banco Occidente y Banco Popular).

Factor de apalancamiento (β): Se consideró una beta calculada por Damodaran que refleja el riesgo de invertir en bancos regionales de mercados emergentes, obteniendo una beta de 2,8177.

Prima de riesgo país (RP): dado que Macro opera en país emergente se incorpora una prima de riesgo adicional para reflejar el riesgo no diversificable de operar en este mercado. Se utilizó el índice EMBI+ para Argentina, elaborado por JP Morgan, el cual mide la diferencia de tasa entre bonos emitidos en dólares por países emergentes y los bonos de Estados Unidos. Al 31/12/2020, el índice era de 13,68%.