

04 de Septiembre de 2015

Bancos Locales

No exentos a la gran volatilidad de nuestro mercado, los bancos locales mostraron un excelente desempeño en el último tiempo. Tomando los precios de los ADR para notar la evolución en dólares, desde el 2013 a la fecha BBVA Francés (en adelante Francés) subió un 200%, Banco Macro un 130% y Grupo Financiero Galicia (en adelante Galicia) un 170%. Visto de otra forma, si hubiese invertido en la misma proporción en los tres Bancos, el rendimiento de la cartera habría superado el 40% anual en dólares, nada mal.

Esta gran suba permitió dejar atrás las valuaciones extremadamente bajas y ubicar los principales ratios (Precio/Ganancias y Valor de Mercado/Valor Libros) en niveles más razonables. Con lo cual, si bien es cierto que en relación a los pares latinoamericanos algunos ratios muestran todavía buenas oportunidades, para escalar aún más los precios necesitan un menor riesgo país, un aumento de la profundidad financiera de nuestra economía y una regulación que afecte en menor medida los márgenes de intermediación y el reparto de dividendos.



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Reuters.

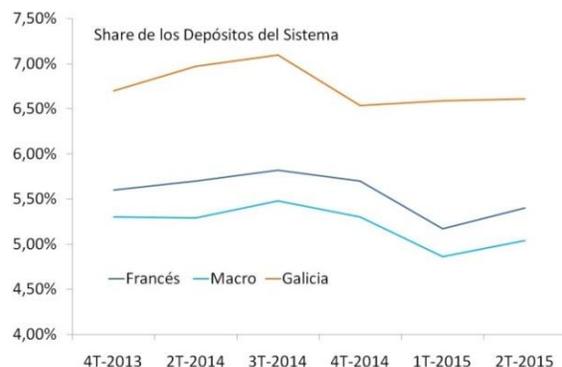
La intermediación financiera en nuestro país es extremadamente baja. El crédito como proporción del producto ronda el 15%, muy por debajo del promedio regional que supera el 40%.

Siendo optimistas y esperando una mejor coyuntura a mediano plazo, los bancos locales todavía tienen mucho por crecer en cuanto al tamaño del negocio para llegar a los niveles de profundización financiera de nuestros países vecinos. Un antecedente importante es el aumento de la intermediación en los años de crecimiento de la post-convertibilidad. El estancamiento de los últimos 4 años claramente no juega a favor.

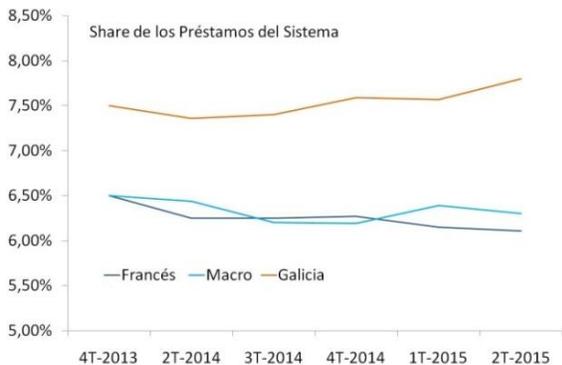
Por otro lado, como marcamos en informes anteriores, los bancos locales son rentables en relación al promedio de la región, y estos resultados son alcanzados con menores niveles de apalancamiento y una mayor intervención oficial en el manejo de las tasas activas y pasivas. También como dato positivo, la calidad de la cartera de los bancos locales nada tiene que envidiarle a sus pares regionales. Veamos resumidamente algunos datos de los tres bancos con mayor volumen de la plaza local y de Nueva York.

Francés, Macro y Galicia

Empecemos por el peso de cada banco en el sistema. Las tres entidades venían perdiendo un poco de peso en el sistema como receptores de los depósitos, pero sin variación significativas. Galicia se mantiene como el segundo banco privado con mayor proporción de depósitos, concentrando el 6,41% del sistema. Francés y Macro lo siguen con el 5,4% y el 5,04% del total.

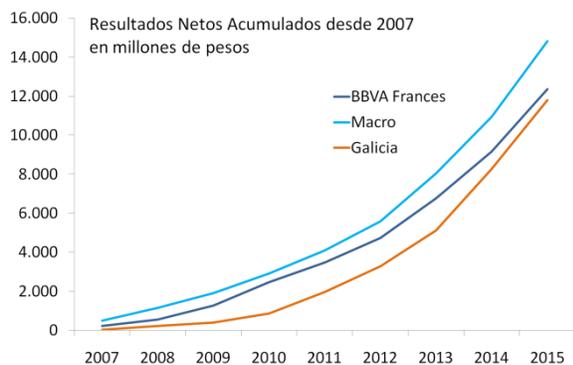


En relación a los préstamos, Galicia también se mantiene en el segundo lugar entre los bancos privados pero con un mayor peso, en torno al 7,8%. Macro y Francés lo siguen con el 6,3% y 6,11%, respectivamente. La participación se mantuvo estable durante los últimos trimestres.



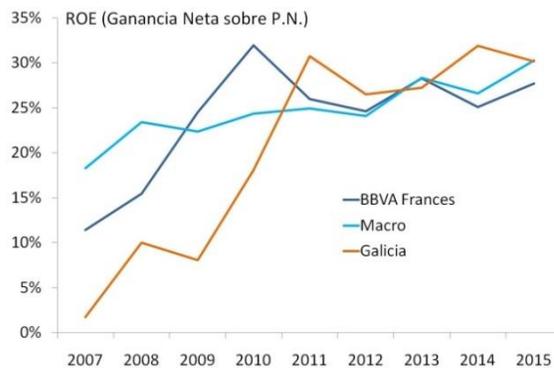
Fuente: Elaboración propia en base a datos del Balance.

En cuanto a los resultados, como muestra el siguiente cuadro, la dinámica fue muy similar y en todos los casos creciente durante los últimos años. Medidos en pesos, sin tener en cuenta los márgenes y el tamaño de cada Banco, Macro sacó un poco de ventaja desde el 2007 seguido muy de cerca por BBVA Francés hasta el 2013. A partir de entonces, Macro se mantiene como el Banco con mayores resultados pero Galicia recortó terreno sobre BBVA Francés por sus mayores resultados en 2014 y en lo que va del 2015.



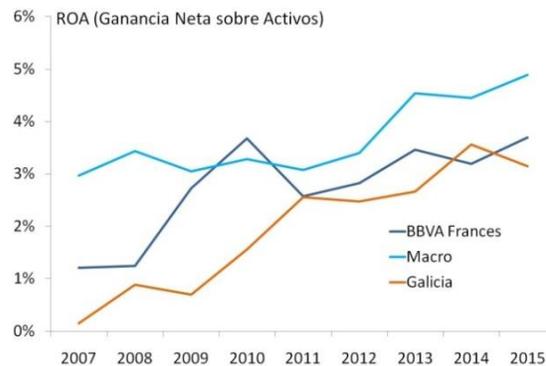
Fuente: Elaboración propia en base a datos de Balance.

Mirando los resultados en relación al Patrimonio (ROE), los tres muestran muy buenos márgenes de rentabilidad, muy por encima de otros Bancos a nivel regional. Considerando los resultados del primer semestre anualizados, Galicia y Macro exhibieron un ROE del 30%, seguidos por Francés con un ROE de casi el 28%.



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Balance.

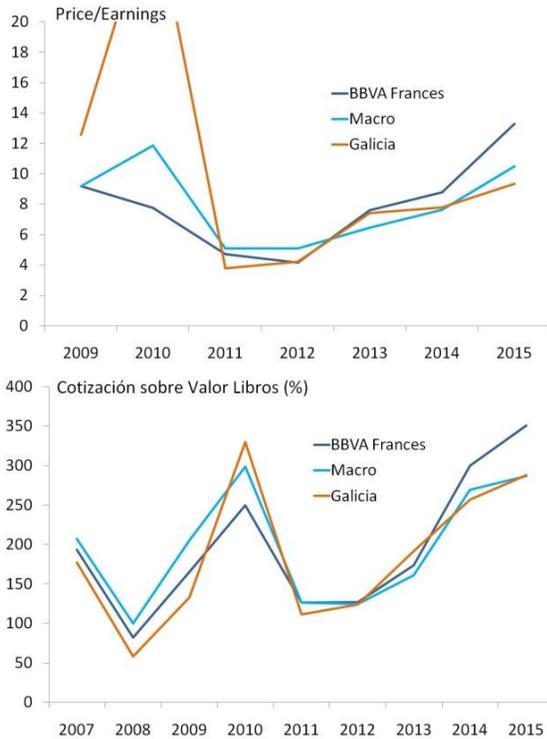
Ahora bien, comparando la rentabilidad en relación al activo (ROA), ahí claramente Macro toma la delantera con el 4,9%, seguido por Francés con una ROA del 3,7% y por último Galicia con el 3,1%. La diferencia en la lectura del ROE y el ROA en cada Banco se debe al nivel de apalancamiento. Macro y Francés tienen un bajo nivel de apalancamiento, de 7,6 y 6,9 veces, respectivamente, muy reducidos en relación a la media de latinoamericana en torno a 10. En cambio Galicia tiene un nivel de apalancamiento de 10,9 veces, en sintonía con el promedio regional. A menor apalancamiento, mayor capital propio para financiar sus operaciones, más conservador el perfil.



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Balance.

Con respecto a las valuaciones de mercado, ahí claramente Francés fue el más beneficiado el último tiempo. La mayor suba de esta entidad en relación al resto, que como vimos no fue acompañada por los resultados que fueron bastantes parejos, provocó que en la actualidad este Banco cotice con ratios de valuación más altos en relación a Galicia y Macro. El P/E de Francés supera los 13, mientras que Macro y

Galicia presentan valuaciones más moderadas de 10,5 y 9,3 respectivamente. Misma lectura para el valor de mercado sobre el valor de libros. Francés cotiza con un valor de mercado del 350% de su valor contable, mientras que Macro y Galicia lo hacen en torno al 280%.



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Balance.

Con respecto a la calidad de la cartera, ahí lleva claramente la delantera Francés con los mejores ratios del sistema. La cartera irregular como porcentaje de los préstamos al sector privado se ubica en el 0,9%, mientras que Macro y Galicia muestran niveles más altos, del 1,9% y 3,7%, respectivamente. Exactamente la misma lectura para las provisiones de la cartera morosa, Francés tiene los niveles más altos de previsión. Otra cuestión importante son los préstamos al consumo cómo proporción de la cartera, en este punto Galicia y Macro tienen una mayor porción destinada a tarjetas de créditos y préstamos personales en relación a Francés.

Calidad de la Cartera	Francés	Macro	Galicia
Cartera Irregular como % Préstamos Sector Privado	0,9%	1,9%	3,7%
Provisiones como % de la Cartera Irregular	253,9%	131,2%	106,9%

Fuente: Elaboración propia en base a datos de Balance.

Veamos muy resumidamente otros puntos importantes a subrayar (ver detalle en el cuadro subsiguiente):

- **Paritarias:** los futuros ajustes salariales afectan la rentabilidad del sector. Los gastos en personal como porcentaje de los gastos administrativos son levemente más importantes en el caso de Macro, con lo cual, los resultados las paritarias los afectarían un poco más.
- **Fondeo no remunerado:** Francés tiene un mayor porcentaje de cuentas a la vista en sus depósitos totales (59,5%). En un escenario de alta inflación y suba de tasas, es una importante ventaja comparativa contar con un mayor porcentaje de depósitos no remunerados.
- **Posición neta en moneda extranjera:** Los Bancos hacen sus apuestas también a la futura depreciación del dólar oficial. A través de diferentes instrumentos, dólares o futuros por ejemplo, se posicionan al alza de la divisa, siempre dentro de los topes impuestos por la normativa y su posición general de cambios. Según la información dada a conocer en sus balances, Macro tiene una posición más agresiva en moneda extranjera, seguido por Francés. Galicia por su parte tiene una posición neta levemente negativa, apostando más a la tasa en pesos. El tiempo dirá quien tiene el mejor posicionamiento o la mayor flexibilidad para adecuar su cartera ante cambios en la coyuntura.
- **Margen de intermediación:** Como mencionamos, las nuevas regulaciones del BCRA afectan la determinación de las tasas activas y pasivas, con lo cual, los márgenes de los Bancos se pueden ver dañados. Acá no hay diferencia dado que los tres bancos se ven afectados de la misma forma. Si bien la gran proporción de fondeo a la vista y las tasas más altas de lo letras del BCRA compensan parte de la reducción de los márgenes, la regulación de tasas es sin duda una de las cuestiones a monitorear en el futuro.

Ratios	Francés	Macro	Galicia
Gastos en personal/Gastos administrativos	57,8%	60,0%	55,7%
Posición Neta en Moneda Ext (mill)	\$ 1.682	\$ 2.549	\$ -639
Apalancamiento	7,59	6,87	10,95
Préstamos al Consumo/Cartera	43,70%	57,80%	55%
Cuentas a la Vista/Depósitos Totales (sector priv)	59,50%	50%	49,59%
Margen de Intermediación	15,7%	15,6%	11,8%

Fuente: Elaboración propia en base a datos de Balance.

En resumen, para seguir escalando los bancos necesitan un entorno más favorable, principalmente un menor riesgo país, que la economía se reactive nuevamente y sobre todo que tengamos una mayor profundidad financiera. Hasta el momento la solidez de sus resultados es incuestionable. En cuanto a cada Banco, la primera lectura por valuación y últimos resultados nos llevaría a pensar a Macro y Galicia como las opciones más convenientes. Sin embargo, Francés tiene otras cualidades deseables como contar con la cartera más saludable del sistema, una menor exposición al consumo y una mayor proporción de depósitos a la vista. Como siempre decimos, diversificar no está mal.