Universidad Adolfo Ibáñez

Escuela de Gobierno

Mercado Pago y la Competencia del Sistema Bancario Argentino: Evidencia Empírica 2018-2025

Federico Amtmann Donoso*

Profesora guía: Ana María Montoya†

MEMORIA PARA OPTAR AL MAGÍSTER EN ECONOMÍA Y POLÍTICAS PÚBLICAS

2026

*Contacto: famtmann@alumnos.uai.cl. El autor se desempeñó como asistente de investigación en el paper *Beyond Banking: Investment through Mercado Pago and the Structural Transformation of Financial Inclusion and Competition in Argentina* (Mercado Libre, 2026). Las opiniones y comentarios expresados en esta tesis son exclusivamente del autor y no reflejan de ninguna forma la opinión de Mercado Libre ni de Mercado Pago.

†Escuela de Gobierno, Universidad Adolfo Ibáñez (UAI). Contacto: ana.montoya@uai.cl.

RESUMEN

Argentina constituye un caso de estudio excepcional en el ecosistema Fintech latinoamericano. Su sistema bancario opera en un contexto de alta informalidad financiera, desconfianza histórica hacia las instituciones tradicionales y elevada inflación crónica, condiciones que crearon un terreno fértil para la irrupción de plataformas digitales de ahorro. En ese marco, Mercado Pago emergió como el actor dominante del sector, acumulando en menos de una década una escala comparable a la de los principales bancos del país en captación de ahorro minorista.

Se analiza el impacto de dicha expansión sobre la estructura de concentración del sistema bancario argentino durante el período 2018–2025, con foco en la evolución de los depósitos de las principales entidades financieras del país.

Se construye un panel de datos mensual para las veinte principales entidades bancarias, cubriendo el período enero 2018–septiembre 2025. Dado que Mercado Pago opera como sustituto funcional de los productos de ahorro orientados a personas físicas, se segmentan las entidades en dos grupos según su modelo de negocio: (i) banca *retail*, cuya base de fondeo está expuesta a la competencia digital, y (ii) banca corporativa, cuya actividad se concentra en empresas y operaciones de mayor escala. Esta distinción permite contrastar si el efecto competitivo de la plataforma es diferencial o sistémico. El diseño empírico combina tres estrategias: (i) modelos de serie temporal sobre indicadores de concentración agregada (HHI, CR1 y CR4); (ii) modelos de panel banco-mes con efectos fijos para analizar el impacto sobre depósitos, préstamos, activos y patrimonio neto; y (iii) un modelo de diferencias en diferencias que explota la segmentación retail-corporativo como grupo de tratamiento y control. Adicionalmente, se estima el *pass-through* de la tasa de política monetaria hacia la tasa BADLAR antes y después de la entrada de Mercado Pago.

Los resultados indican que la expansión de Mercado Pago se asocia con una desconcentración estadísticamente significativa y robusta del sistema bancario, documentada a través de todos los indicadores analizados. En particular, un aumento del 10 % en el número de usuarios de Mercado Pago se asocia con una caída de aproximadamente 7,7 puntos en el HHI, sobre un promedio de 1.174 puntos durante el período analizado. Por su parte, los modelos de panel revelan una contracción relativa de los balances bancarios una vez controlada la tendencia inflacionaria, siendo el canal crediticio el de mayor magnitud. Por último, el modelo de diferencias en diferencias no identifica efectos diferenciales entre segmentos, lo que sugiere un shock competitivo de alcance sistémico que trasciende el modelo de negocio de cada entidad. Se concluye que el encaje del 100 % establecido por la regulación vigente amortigua el efecto competitivo sin eliminarlo, y se proponen recomendaciones de política orientadas a nivelar el marco regulatorio entre bancos y plataformas digitales.

1. Introducción

1.1 Motivación y relevancia de la pregunta de investigación

En la última década, las empresas denominadas «Fintech» se han convertido en las protagonistas de la transformación del sistema financiero[1]. En la práctica, estas empresas combinan la innovación digital con funciones que históricamente fueron exclusivas de la banca tradicional, tales como el procesamiento de pagos, la canalización del ahorro y el otorgamiento de créditos (Arias et al., 2024). A diferencia de los intermediarios clásicos, las Fintech se distinguen por aprovechar infraestructuras tecnológicas para ofrecer soluciones más ágiles y de menor costo, con modelos de negocio que están profundamente centrados en el cliente y en la experiencia del usuario (Arias et al., 2024; Montoya et al., 2022). Sin embargo, desde la perspectiva regulatoria y competitiva que guía esta investigación, el rasgo definitivo de una Fintech es que presta estos servicios financieros innovadores sin poseer una licencia bancaria, lo que le prohíbe legalmente realizar la intermediación financiera directa entre el ahorro y la inversión (Arias et al., 2024).

Su auge se explica por la expansión del internet móvil, el uso masivo de *smartphones* y el cambio en los hábitos de consumo hacia servicios exclusivamente en línea[2]. En términos de escala regional, el ecosistema Fintech latinoamericano presenta una marcada concentración geográfica: Brasil, México, Colombia, Argentina y Chile reúnen más del 77 % de las empresas del sector, además de la totalidad de las que han alcanzado la categoría de unicornio[3].

Dentro de este grupo de países líderes, Argentina representa un caso de especial interés analítico: combina una de las mayores tasas de inflación del mundo, una histórica desconfianza hacia el sistema bancario tradicional y un ecosistema Fintech dominado por pocos actores. Esa combinación de factores la convierte en un país idóneo para estudiar cómo la competencia digital transforma la estructura del sistema financiero.

Dicho esto, la siguiente tesis se enfocará en el caso de Mercado Libre[4]. Dentro de su ecosistema

[1] Término derivado de la contracción de las palabras inglesas *financial* y *technology.* (Mansilla-Fernández, p. 53)

[2] Este fenómeno se refleja en los datos globales: en 2024, el 79 % de los adultos tenía una cuenta en una institución financiera o con un proveedor de dinero móvil, frente al 74 % en 2021, mientras que en economías de ingresos bajos y medios el 75 % ya posee una cuenta. Además, más de la mitad de estas cuentas en dichos países están habilitadas digitalmente, lo que muestra cómo los teléfonos móviles y las tarjetas asociadas se han convertido en la principal vía de acceso al sistema financiero (Global Findex, 2025).

[3] No obstante, países como Perú, Ecuador, República Dominicana, Uruguay, Costa Rica y Guatemala han comenzado a ganar relevancia, lo que sugiere que el fenómeno se encuentra en proceso de diversificación hacia nuevos mercados (CEPAL, 2024).

[4] Fundada en 1999 por Marcos Galperin, Mercado Libre nació con el propósito de democratizar el comer-

digital, Mercado Pago fue fundada en 2003, evolucionando desde una solución de pagos internos hasta convertirse en una plataforma de servicios financieros integrales. En Argentina, su expansión ha sido particularmente vertiginosa: en septiembre de 2024, las cuentas de pago en el país concentraban depósitos por AR$ 3,51 billones, equivalentes al 10,3 % de los depósitos bancarios a la vista del sector privado (Kiguel, 2024), y Mercado Pago controlaba más del 80 % de esos saldos, así como una participación similar en los fondos comunes de inversión *money market.* Sus competidores, apenas alcanzan cifras marginales (Kiguel, 2024). En menos de una década, esta plataforma pasó de ser un actor marginal a ser comparable a los principales bancos del país en términos de captación de ahorro minorista.

El producto que explica ese salto es la Cuenta Remunerada, lanzada en septiembre de 2018. Se trata de una cuenta digital que remunera automáticamente los saldos, otorgando a los usuarios rendimientos diarios de forma simple y sin monto mínimo. En un país marcado por la inflación y la desconfianza hacia los bancos, esta alternativa se convirtió rápidamente en una opción atractiva para millones de ahorristas. Su perfil es predominantemente minorista: el saldo promedio por cuenta en los PSPCP en Argentina es de AR$ 241.759 (Kiguel, 2024), lo que evidencia que el producto está orientado a usuarios de a pie, no a grandes inversores.

El impacto de este fenómeno puede analizarse desde la perspectiva de la competencia bancaria. En particular, resulta relevante examinar en qué medida la entrada de Mercado Pago en el mercado de fondos *money market* ha afectado la captación de depósitos por parte de los bancos tradicionales y, con ello, la estructura de concentración del sistema. En consecuencia, esta tesis busca responder la siguiente pregunta empírica central:

¿Cuál es el impacto que ha tenido la entrada de Mercado Pago sobre la concentración del sistema bancario argentino, medida a través de la evolución de los depósitos de las principales entidades financieras del país?

1.2 Aporte a la literatura y discusión conceptual

El fenómeno analizado en esta tesis se enmarca en una literatura creciente que estudia cómo las innovaciones Fintech transforman la estructura de intermediación financiera, en particular a través de su impacto sobre los mercados de depósitos bancarios y ahorro minorista. Estas plataformas, al ofrecer alternativas digitales de inversión con bajo costo y alta liquidez, pueden alterar los flujos tradicionales de fondos entre los hogares y los bancos, desafiando la intermediación clásica basada en la captación de depósitos y funcionando como competidores directos de los instrumentos de ahorro ofrecidos por la banca tradicional.

cio y los servicios financieros en América Latina a través de la tecnología. `https://news.mercadolibre.com/historia-de-mercado-libre`

Uno de los antecedentes más relevantes en esta línea es el trabajo de Buchak et al (2021), *Fintech as a financial liberator*. Los autores muestran que la expansión del fondo monetario Yu'ebao, integrado a la plataforma de pagos Alipay, produjo una relocalización masiva de depósitos desde el sistema bancario hacia el ecosistema Fintech, impulsada por su facilidad de uso, liquidez diaria y rendimientos competitivos[5]. Este episodio se interpreta, según los autores, como una forma de liberalización financiera «*bottom-up*», donde la competencia y la innovación tecnológica permiten a los usuarios eludir restricciones o distorsiones del sistema financiero tradicional, sin requerir reformas regulatorias desde arriba.

El caso chino resulta especialmente ilustrativo para contextos donde las tasas reguladas, la represión financiera o la falta de alternativas de inversión reducen los incentivos al ahorro formal. En tales escenarios, las Fintech pueden emerger como canales alternativos de intermediación, democratizando el acceso al ahorro y fomentando una reasignación de recursos más eficiente.

Inspirada en esta literatura, la presente tesis examina un proceso análogo en el contexto argentino. En particular, analiza cómo la Cuenta Remunerada de Mercado Pago, que invierte automáticamente los saldos de sus usuarios en fondos comunes de inversión de tipo *money market,* ha reconfigurado la frontera entre banca y Fintech, en un entorno caracterizado por alta inflación y tasas reales negativas.

Desde una perspectiva conceptual, el presente estudio contribuye a la comprensión de las dinámicas emergentes de competencia en el mercado de depósitos, aportando evidencia empírica sobre la interacción entre la banca tradicional y las plataformas digitales en una economía latinoamericana. En este sentido, provee evidencia cuantitativa para el caso argentino respecto a la competencia Fintech en la captación de fondos, ampliando la discusión internacional hacia un marco macroeconómico y regulatorio distinto al asiático.

Adicionalmente, esta investigación presenta contribuciones metodológicas y empíricas específicas a la literatura. En primer lugar, destaca la construcción de una base de datos original de frecuencia mensual para el período 2018-2025, la cual integra variables macroeconómicas, balances de entidades financieras y métricas de adopción de la plataforma Mercado Pago. A partir de esta información, se construyen indicadores estructurales de concentración a nivel mensual, tales como el Índice de Herfindahl-Hirschman (HHI) y los índices de concentración CR1 y CR4, un enfoque que permite capturar la dimensión estructural del proceso competitivo y superar las limitaciones de los estudios basados exclusivamente en el análisis de los diferenciales de tasas de interés.

En segundo lugar, el trabajo enriquece la discusión sobre los mecanismos de transmisión de la competencia Fintech mediante la evaluación de múltiples variables de resultado (*outcomes*). Al

[5]El estudio demuestra empíricamente que un aumento del 1 % en la exposición a Yu'ebao conduce a una disminución de entre el 7 % y el 9 % en el crecimiento de los depósitos de los hogares. Cabe destacar que este efecto de sustitución impactó exclusivamente a los depósitos de los clientes minoristas (personas físicas), sin afectar significativamente el crecimiento de los depósitos de las empresas.

desagregar el análisis y controlar por la tendencia inflacionaria del período, se documenta que la expansión de Mercado Pago se asocia con contracciones relativas en todas las dimensiones del balance bancario analizadas: depósitos, préstamos, activos y patrimonio neto. El canal de mayor magnitud es el crediticio, lo que aporta evidencia empírica novedosa sobre el efecto de desplazamiento del fondeo y sus consecuencias sobre la capacidad de intermediación crediticia de la banca tradicional.

En tercer lugar, el estudio introduce una segmentación analítica al contrastar el efecto de la disrupción tecnológica entre la banca orientada al segmento minorista (*retail*) y la banca corporativa. A través de este enfoque, se evalúa si la competencia generada por los fondos *money market* afecta de manera diferencial a los distintos modelos de negocio bancario, ofreciendo una comprensión más matizada sobre cómo se distribuye el impacto de esta transformación tecnológica en el conjunto del sistema financiero.

Finalmente, el presente trabajo introduce dos contribuciones adicionales. Por un lado, desde una dimensión macroeconómica, aporta evidencia sobre los determinantes de la adopción Fintech en economías emergentes, demostrando cómo los contextos de inflación crónica y represión financiera actúan como catalizadores para la migración de depósitos hacia plataformas digitales que ofrecen protección del poder adquisitivo. Por otro lado, desde una perspectiva metodológica, el estudio implementa una estrategia de identificación cuasi-experimental mediante un modelo de Diferencias en Diferencias (DiD), utilizando el lanzamiento de la Cuenta Remunerada como un *shock* exógeno para evaluar empíricamente la naturaleza sistémica de esta disrupción tecnológica.

Los resultados indican que la expansión de Mercado Pago se asocia con una desconcentración estadísticamente significativa del sistema bancario, documentada de forma consistente a través de todos los indicadores analizados. Los modelos de panel revelan una contracción relativa de los balances bancarios una vez controlada la tendencia inflacionaria del período, siendo el canal crediticio el de mayor magnitud. El modelo de diferencias en diferencias no identifica efectos diferenciales entre segmentos, lo que es consistente con un shock competitivo de alcance sistémico. El análisis de *pass-through* no detecta cambios significativos en la transmisión de la política monetaria, lo que sugiere que la competencia de Mercado Pago opera principalmente vía composición del ahorro y no vía canal de tasas. En conjunto, la evidencia apunta a que el encaje del 100 % establecido por la regulación vigente amortigua el efecto competitivo sin eliminarlo, y que la presión desconcentradora de la plataforma es real, robusta y de alcance sistémico.

El documento se organiza de la siguiente manera. La Sección 2 presenta la revisión bibliográfica sobre concentración bancaria, competencia Fintech y drivers de adopción en economías emergentes. La Sección 3 desarrolla el marco regulatorio argentino, incluyendo la figura del Proveedor de Servicios de Pago (PSP), las asimetrías regulatorias entre bancos y plataformas digitales, y el debate contemporáneo sobre regulación por actividad. La Sección 4 describe el caso de Mercado

Pago y el contexto macroeconómico y financiero del período analizado. La Sección 5 describe las tasas bancarias y la evolución de Mercado Pago. La sección 6 presenta el análisis descriptivo de la evolución de la concentración bancaria. La sección 7 y 8 detallan las fuentes de datos utilizadas y el diseño empírico empleado. La sección 9 reporta los resultados econométricos. Por último, la Sección 10 presenta las conclusiones, implicancias de política pública y limitaciones del trabajo.

2. Revisión Bibliográfica

2.1 Concentración bancaria, poder de mercado y sus medidas

La relación entre la estructura del mercado bancario y la competencia ha sido ampliamente estudiada en la literatura de organización industrial aplicada a las finanzas. El punto de partida de esta discusión es la hipótesis de estructura-conducta-desempeño (SCP, por sus siglas en inglés), que sostiene que en mercados más concentrados los bancos ejercen mayor poder de mercado, lo que se traduce en tasas de préstamo más elevadas y tasas de depósito más bajas para los usuarios. Los trabajos empíricos de principios de los noventa validaron esta hipótesis utilizando medidas simples de concentración, como el HHI o los índices de concentración CRn, que en aquella época se empleaban como indicadores exógenos del poder de mercado o como *proxies* inversas de la intensidad competitiva del sistema.

Sin embargo, con el avance de la literatura se identificaron dos deficiencias metodológicas importantes en el uso estricto de estos indicadores. En primer lugar, el problema de la endogeneidad: como advierten Berger et al. (2004), los precios, la rentabilidad y la concentración del mercado están interrelacionados y se determinan conjuntamente, lo que invalida el uso del HHI como variable independiente sin controles adicionales. En segundo lugar, el supuesto de homogeneidad: tanto el HHI como el CRn tratan las cuotas de mercado de todos los bancos de manera equivalente, ignorando que instituciones de distinto tamaño, estructura de propiedad y orientación de negocio afectan el entorno competitivo de formas cualitativamente distintas.

Ante estas limitaciones, la literatura ha propuesto medidas alternativas, como el modelo de Panzar-Rosse, los modelos de variaciones conjeturales de Cournot o los indicadores de restricciones regulatorias y barreras de entrada, que presentan menos problemas de medición y mayor robustez empírica. No obstante, a pesar de sus limitaciones, el HHI y el CRn siguen siendo los indicadores más utilizados en la literatura empírica contemporánea, tanto por su comparabilidad internacional como por su facilidad de construcción a partir de datos de balance. Trabajos recientes como los de Bejar et al. (2022)[6], Qiao (2025)[7] y Ben Naceur et al. (2023)[8] continúan empleándolos como

[6]Los autores emplean tanto el Índice de Herfindahl-Hirschman (HHI) como el índice de concentración de los tres bancos más grandes (CR3), calculándolos alternativamente a partir de los activos brutos o de los préstamos brutos del sistema.

[7]Se utiliza el HHI como métrica principal, pero lo construye a nivel geográfico local evaluando la proporción del número de sucursales de cada banco sobre el total de sucursales bancarias en una ciudad determinada.

[8]Incorporan la concentración como variable de control estructural a nivel macro, midiéndola a través del CR5, definido estrictamente como la proporción de los activos de los cinco bancos más grandes respecto al total de activos de la banca comercial del país.

variables centrales en sus especificaciones econométricas, respaldando su uso en este estudio.

En cuanto al vínculo entre concentración y condiciones de mercado para los depositantes, la evidencia es consistente. Bejar et al. (2022) demuestran, para una muestra de países de América Latina y el Caribe entre 1988 y 2018, que una mayor concentración bancaria, medida por el CR3, se asocia con márgenes netos de interés (NIM) significativamente más elevados: un aumento de una desviación estándar en el CR3 se traduce en un incremento superior a los 110 puntos básicos en el diferencial entre tasas activas y pasivas. Por su parte, Li et al. (2023) encuentran que la concentración bancaria actúa como moderador que amplifica el impacto disruptivo de las plataformas Fintech: en mercados más concentrados, donde los bancos han explotado durante más tiempo su poder de mercado para mantener márgenes elevados, la irrupción de competidores digitales produce un efecto de desplazamiento más pronunciado sobre la rentabilidad bancaria. En conjunto, esta literatura establece el vínculo entre concentración, poder de mercado y condiciones desventajosas para los ahorristas minoristas, configurando el escenario estructural que hace posible la disrupción Fintech.

2.2 Fintech como fuerza competitiva en el mercado de depósitos

La irrupción de las plataformas Fintech en el mercado de depósitos introduce una presión competitiva de naturaleza cualitativamente distinta a la de los entrantes bancarios tradicionales. A diferencia de un nuevo banco, una plataforma digital no compite por depósitos regulados ni está sujeta a los mismos requisitos de encaje y supervisión prudencial, lo que le permite ofrecer rendimientos más próximos a los de mercado sin los costos estructurales del sistema bancario. Navaretti et al. (2017) explican que los bancos han explotado históricamente su posición de cuasi-monopolio en el mercado de depósitos para extraer rentabilidades oligopólicas mediante la venta cruzada de servicios: los elevados costos de cambio *(switching costs)* hacían que los usuarios toleraran tasas pasivas bajas por la fricción que implicaba migrar de institución. Las plataformas Fintech atacan precisamente este mecanismo al reducir radicalmente los costos de búsqueda y cambio mediante interfaces digitales amigables y liquidez inmediata, despojando a los bancos de su ventaja informacional y de localización.

El antecedente empírico más directo para el presente estudio es el caso de Yu'ebao en China mencionado anteriormente. Qiao (2025) documenta cómo este fondo de inversión, integrado a la plataforma de pagos Alipay, generó un efecto de evasión competitiva que forzó a los bancos comerciales a reestructurar sus operaciones e introducir productos de liquidez digital similares para retener los saldos de sus usuarios. Este episodio replica, en el contexto asiático, la misma dinámica que Mercado Pago introdujo en Argentina a partir de 2018: una plataforma de pagos masiva que integra servicios de ahorro e inversión, compitiendo directamente con los depósitos a la vista de la banca tradicional. Bejar et al. (2022) identifican explícitamente a Mercado Libre y Mercado Pago como

casos paradigmáticos de la incursión de las *BigTechs* en el ecosistema financiero latinoamericano, destacando su capacidad de apalancarse en el negocio de comercio electrónico para penetrar en los sistemas de pagos e intermediación con menores costos operativos que los incumbentes.

El trabajo de Ben Naceur et al. (2023) valida empíricamente la hipótesis de sustitución para una muestra global de bancos, demostrando que la presencia de plataformas Fintech se asocia con una disminución en la captación de depósitos bancarios y una compresión significativa del margen neto de interés. El estudio encuentra, además, que los bancos más pequeños y orientados al segmento minorista sufren un deterioro de ganancias proporcionalmente mayor que los grandes bancos comerciales, lo que sugiere que el impacto competitivo de las Fintech se concentra precisamente en el segmento donde la sustitución tecnológica es más directa. Este hallazgo es consistente con lo documentado por Boot (2017), quien argumenta que las plataformas digitales están capturando la relación directa con el usuario minorista y relegando a las instituciones financieras tradicionales a operar como infraestructura de soporte invisible para el consumidor.

Un matiz metodológico relevante para el presente estudio proviene del trabajo de Qi et al. (2022) sobre el mercado bancario chino durante el período 2013-2018. Los autores, utilizando el modelo de Monti-Klein para descomponer el diferencial de tasas en sus componentes de préstamos y depósitos, encuentran que el desarrollo Fintech afectó significativamente el poder de mercado en los servicios de crédito, pero no produjo un impacto estadísticamente significativo sobre los márgenes de depósito. Este resultado, aparentemente contradictorio con la hipótesis del presente estudio, se explica por la estrategia de identificación adoptada: al medir el impacto exclusivamente a través de los diferenciales de tasas de interés, el enfoque chino puede subestimar efectos que se manifiestan en variables de estructura de mercado antes que en precios. La presente tesis contribuye precisamente a superar esta limitación, adoptando un enfoque alternativo que evalúa el impacto de Mercado Pago sobre indicadores de concentración de mercado, HHI, share retail e índices CR1 y CR4, en lugar de observar únicamente los diferenciales de tasas, permitiendo capturar la dimensión estructural del proceso competitivo.

2.3 *Drivers* de adopción Fintech y el caso de las economías emergentes

La adopción masiva de plataformas Fintech responde a condiciones económicas e institucionales concretas: alta inflación, exclusión bancaria y tasas reales negativas empujan a los usuarios hacia alternativas digitales. Frost (2020) documenta que la adopción de servicios Fintech es significativamente mayor en países donde el sistema bancario presenta altos márgenes de intermediación y menor competencia, lo que sugiere que estas plataformas emergen y prosperan precisamente donde los incumbentes explotan su poder de mercado en detrimento de los usuarios. En la misma línea, Vives (2017) señala que las Fintech logran desplazar a la banca tradicional porque se enfocan prio-

ritariamente en la experiencia del cliente, aprovechando la desconfianza que las generaciones más jóvenes han desarrollado hacia las instituciones financieras tras las crisis financieras y ofreciendo servicios digitales con menores costos de intermediación.

En el contexto específico de las economías emergentes, la demanda insatisfecha por servicios financieros constituye un *driver* adicional de primer orden. Frost (2020) señala que en Argentina el 35 % de los pequeños prestatarios de Mercado Libre no calificarían para crédito bancario según los puntajes crediticios tradicionales, ilustrando cómo estas plataformas atienden directamente a segmentos históricamente excluidos del sistema financiero formal. Por su parte, Ben Naceur et al. (2023) refuerza este argumento al documentar que las Fintech aprovechan los vacíos del sistema tradicional sirviendo a poblaciones sub-bancarizadas, y que este proceso se acelera en entornos donde las plataformas digitales no están sometidas al mismo nivel de escrutinio regulatorio que los bancos, lo que les otorga una flexibilidad de productos y precios inalcanzable para la banca tradicional.

El caso argentino introduce, además, un factor macroeconómico singular: la inflación crónica como catalizador de la adopción Fintech. Sánchez (2024) documenta que la sociedad argentina ha desarrollado históricamente estrategias cotidianas para proteger el valor de su dinero frente a la inflación, y que la expansión de las billeteras digitales democratizó el acceso a instrumentos de inversión para personas sin experiencia financiera formal. Un hallazgo central de este trabajo es que las cuentas remuneradas ofrecidas por plataformas como Mercado Pago se convirtieron en la opción de inversión más popular del país precisamente porque combinan liquidez diaria con rendimientos que mitigan la pérdida de poder adquisitivo, dos atributos que los depósitos bancarios tradicionales no pueden ofrecer simultáneamente en un contexto de represión financiera. La autora describe un patrón de comportamiento sistemático en el que los usuarios utilizan los bancos únicamente como canal de recepción de ingresos para luego transferir inmediatamente sus saldos hacia fondos *money market* fuera del perímetro regulatorio bancario, configurando exactamente el mecanismo de sustitución que la presente tesis busca contrastar empíricamente.

Bejar et al. (2022) complementan este análisis al señalar que las condiciones macroeconómicas afectan asimétricamente a los usuarios del sistema bancario. Los autores demuestran empíricamente que un incremento en las tasas de interés reales eleva las tasas activas (préstamos) en mucha mayor proporción que las tasas pasivas (depósitos), ampliando los márgenes de intermediación a favor de los bancos y en detrimento de los ahorristas. En el caso argentino, este panorama se agrava por un contexto de inflación crónica que impone tasas reales persistentemente negativas para los depósitos tradicionales. Como documenta Sánchez (2024), este entorno estructural explica la masiva migración de saldos transaccionales de los individuos hacia las cuentas remuneradas de plataformas como Mercado Pago. Al vincularse a fondos comunes de inversión *money market*, este instrumento permite a los usuarios sortear las rigideces de las tasas bancarias pasivas, ofreciendo liquidez diaria y rendimientos que mitigan la pérdida de poder adquisitivo, lo que la erige como

una alternativa superadora frente a la banca tradicional para el ahorrista minorista.

3. Marco Regulatorio

El marco regulatorio que rige el sistema financiero argentino es una variable activa que determina quién puede competir, en qué condiciones y con qué herramientas. Para comprender el fenómeno analizado en esta tesis, el impacto de Mercado Pago sobre la concentración bancaria resulta imprescindible reconstruir la arquitectura institucional que lo hizo posible. Esta sección lo hace en cuatro pasos. Primero, describe el contexto estructural que creó las condiciones para el surgimiento de las Fintech en Argentina. Segundo, reconstruye la evolución del marco regulatorio del Banco Central de la República de Argentina (BCRA), desde la creación de la Clave Virtual Uniforme (CVU) hasta la formalización de la figura del PSP y la interoperabilidad forzada. Tercero, analiza las asimetrías regulatorias entre bancos y plataformas digitales, y sus implicancias directas sobre la dinámica competitiva. Finalmente, examina las consecuencias de este diseño institucional en términos de concentración de mercado, riesgo sistémico y los desafíos regulatorios pendientes.

3.1 El ecosistema Fintech en Argentina: Contexto estructural y el despegue de Mercado Pago

El desarrollo del ecosistema Fintech en Argentina, y particularmente el surgimiento de billeteras virtuales como Mercado Pago, no puede comprenderse sin analizar las particularidades estructurales de la economía nacional. Históricamente, Argentina se ha caracterizado por registrar uno de los niveles más bajos de profundidad crediticia a nivel global: al año 2024, los créditos al sector privado representaban apenas el 13 % del Producto Interno Bruto[9] (Arias et al, 2024). Esta escasa bancarización se encuentra estrechamente vinculada a la inestabilidad macroeconómica y a una alta informalidad laboral, que ronda el 49 % de la fuerza de trabajo (Arias et al, 2024). En conjunto, estas fricciones generaron un problema de racionamiento de crédito crónico en el sistema bancario tradicional, creando un terreno sumamente fértil para la adopción de medios de pago alternativos e innovaciones financieras (Burgos y Malic, 2022). En este contexto de exclusión financiera, las plataformas digitales encontraron un mercado desatendido al cual ofrecer soluciones de pago y financiamiento más ágiles, económicas y con requisitos de entrada menos restrictivos que los de las instituciones tradicionales (Arias et al, 2024; Wasserman y Salazar Acosta, 2024).

[9] A modo de comparación, el promedio regional fue del 47 %, Brasil 76 % y Chile 75 %. https://data.worldbank.org/indicator/FD.AST.PRVT.GD.ZS?end=2024&most_recent_year_desc=true&start=2024&view=map

Sobre ese terreno fértil, una decisión regulatoria deliberada del BCRA durante el período 2015-2019 fue la que abrió la puerta al crecimiento acelerado del sector. Durante esos años, la autoridad monetaria adoptó un enfoque de «esperar y observar», permitiendo que las firmas desarrollaran sus actividades libremente bajo la premisa de que una regulación prematura podría asfixiar la innovación (Arias et al, 2024). La decisión política explícita fue fomentar la competencia tecnológica bajo la condición de que las Fintech no realizaran intermediación financiera (es decir, que no apalancaran ni prestaran el dinero de los depósitos). Esta distinción eximió inicialmente a las billeteras virtuales de cumplir con las estrictas normativas prudenciales, exigencias de capitales mínimos y encajes propios de los acuerdos de Basilea a los que sí están sujetos los bancos comerciales (Arias et al., 2024; Burgos y Malic, 2022). Esta ventana regulatoria resultó fundamental para el desarrollo del sector, permitiendo a las plataformas experimentar e incorporar a millones de usuarios sin los altos costos de cumplimiento normativo (Liendo y Sturzenegger, 2020) Fue en ese contexto donde Mercado Pago, con su vinculación directa al comercio minorista del *marketplace* de Mercado Libre, logró insertarse exitosamente en los sectores poblacionales informales donde el sistema bancario no llegaba, reduciendo costos transaccionales mediante algoritmos y tecnologías móviles hasta hacer rentable un gran volumen de operaciones de importes mínimos (Burgos y Malic, 2022).

Por su parte, la pandemia de COVID-19 actuó como el detonante que convirtió ese crecimiento sostenido en una transformación estructural. Las medidas de distanciamiento social impuestas en 2020 dificultaron la circulación de efectivo y obligaron a la población a adoptar canales electrónicos de forma abrupta (Burgos y Malic, 2022; Wasserman y Salazar Acosta, 2024). El resultado fue una expansión sin precedentes: las operaciones mediadas por una CVU pasaron de 670 mil mensuales en enero de 2020 a 13,9 millones en enero de 2021, multiplicándose por veinte en apenas un año (Wasserman y Salazar Acosta, 2024). Este salto consolidó a plataformas como Mercado Pago como actores sistémicos, integrándolas plenamente en los hábitos financieros cotidianos de la sociedad argentina (Wasserman y Salazar Acosta, 2024). La exclusión estructural había creado el mercado, la regulación permisiva había abierto la puerta, y la pandemia fue el empujón que lo hizo irreversible.

3.2 Marco regulatorio del BCRA: La figura del Proveedor de Servicios de Pago (PSP)

A medida que las plataformas digitales comenzaron a captar un volumen significativo de usuarios y transacciones, el BCRA debió abandonar progresivamente su postura de «esperar y observar» para avanzar hacia una regulación activa que integrara a estos nuevos actores al Sistema Nacional de Pagos sin ahogar la innovación (Arias et al., 2024; Wasserman y Salazar Acosta, 2024). El desafío era concreto: las billeteras virtuales operaban en ecosistemas cerrados, sin conexión con el sistema financiero tradicional, lo que limitaba su utilidad y dificultaba la supervisión regulatoria (Liendo y Sturzenegger, 2020). El primer paso para resolver ese problema fue de naturaleza infraestructural.

En 2018, el BCRA creó la CVU, una clave de 22 dígitos homóloga a la Clave Bancaria Uniforme (CBU) de la banca tradicional (Farinati, s.f.). Su función fue simple pero transformadora: permitir que las cuentas de las billeteras digitales pudieran identificarse de manera única y conectarse con el sistema bancario formal, habilitando el envío y recepción de fondos entre ambos mundos (Arias et al., 2024; Liendo y Sturzenegger, 2020). Para consolidar esa integración, en 2019 el BCRA dispuso que las transferencias que involucraran una CVU debían cursarse bajo las mismas condiciones de inmediatez y gratuidad que las transferencias entre cuentas bancarias (Arias et al., 2024). Con la CVU, los usuarios de las plataformas digitales podían ahora mover dinero libremente entre su billetera y cualquier cuenta bancaria.

Con la infraestructura de interoperabilidad funcionando, el BCRA avanzó en 2020 hacia el segundo paso: dotar al ecosistema de un marco legal que regulara a estos nuevos actores. La normativa definió formalmente la figura del Proveedor de Servicios de Pago (PSP) como aquella persona jurídica que, sin ser entidad financiera, cumple al menos una función dentro de un esquema de pago minorista[10] (Arias et al., 2024; Farinati, s.f.). Dentro de ese universo amplio, el BCRA creó una subcategoría específica para encuadrar a plataformas como Mercado Pago o Ualá: los Proveedores de Servicios de Pago que ofrecen Cuentas de Pago (PSPCP) (Farinati, s.f.; Kiguel, 2024). Esta categorización obligó a las Fintech a inscribirse en un registro oficial y a cumplir con una regla fundamental: la prohibición de intermediación financiera. Los PSPCP deben mantener el 100 % de los fondos transaccionales de sus clientes depositados en cuentas a la vista en entidades financieras del país, con segregación estricta entre los fondos propios de la empresa y los fondos de los usuarios[11] (Farinati, s.f.; Kiguel, 2024). El marco legal había quedado establecido. Pero la dinámica competitiva pronto generaría un nuevo problema que el regulador debería atender.

Mercado Pago había aprovechado su ventaja de ser el pionero en introducir los pagos mediante códigos QR, cuya adopción masiva en comercios físicos le otorgaba un poder de captación difícil de disputar (Burgos y Malic, 2022). Para evitar que esa ventaja tecnológica se consolidara como un monopolio de infraestructura, el BCRA impulsó en 2020 el sistema Transferencias 3.0, cuyo objetivo fue construir un ecosistema de pagos abierto y universal (Arias et al., 2024; Wasserman y Salazar Acosta, 2024). El sistema, que entró en plena vigencia a fines de 2021, implementó una Interfaz Estandarizada de Pagos que garantizó la plena interoperabilidad de los códigos QR: cual-

[10] Punto 1.11. *Se consideran Proveedores de Servicios de Pago a las personas jurídicas que, sin ser entidades financieras, cumplan al menos una función dentro de un esquema de pago minorista, en el marco global del sistema de pagos. Los pagos minoristas incluyen las transferencias de fondos o pagos de alto y bajo valor, con la excepción de los pagos de entidades financieras entre sí y con el BCRA que son consideradas mayoristas.* `https://www.bcra.gob.ar/archivos/Pdfs/comytexord/a6885.pdf`

[11] Para ofrecer rendimiento sobre esos saldos sin violar la prohibición, las plataformas canalizan los fondos hacia Fondos Comunes de Inversión de tipo *money market*, operando en conjunto con Agentes de Liquidación y Compensación (ALyC) y Sociedades Gerentas registradas ante la CNV, quienes administran y custodian las inversiones (Regulación Fintech, p. 41). El impacto de este diseño fue significativo: entre diciembre de 2022 y diciembre de 2023, los Fondos Comunes de Dinero constituidos desde un PSP pasaron de representar el 38,7 % al 51,5 % del total del sistema (Regulación Fintech, p. 28).

quier usuario, con cualquier billetera o aplicación bancaria, puede escanear un QR en un comercio y elegir debitar desde una cuenta bancaria o una cuenta de pago, independientemente de qué empresa lo haya provisto (Farinati, s.f.; Wasserman y Salazar Acosta, 2024). La medida buscó nivelar el campo de juego, abriendo el ecosistema de pagos a los bancos tradicionales y limitando el poder de captura exclusiva de una única plataforma (Burgos y Malic, 2022; Wasserman y Salazar Acosta, 2024).

3.3 Asimetrías regulatorias y sus implicancias competitivas

El sistema financiero argentino opera bajo un marco regulatorio que, lejos de ser neutral, moldea activamente las posibilidades de competencia entre actores bancarios y no bancarios. La literatura internacional advierte que el crecimiento acelerado de las Fintech puede explicarse, en parte, por cargas regulatorias más laxas que las exigidas a los bancos tradicionales, quienes deben afrontar mayores costos de cumplimiento normativo (Restoy, 2021). En el caso argentino, esta asimetría se expresa en dos dimensiones complementarias: por un lado, restricciones regulatorias que limitan la capacidad de los bancos de competir vía precios; por otro, un conjunto de exigencias prudenciales ausentes para los PSP que explican parte de su ventaja estructural. Ambas dimensiones son indispensables para interpretar la dinámica competitiva analizada en este trabajo.

Bloque I. Las restricciones que pesan sobre la banca tradicional

La prohibición de remunerar cuentas a la vista y el auge de los fondos money market

El punto de partida regulatorio se remonta a 2010, cuando el BCRA prohibió el pago de intereses sobre las cuentas corrientes bancarias[12]. La lógica declarada era empujar a los clientes, especialmente empresas con grandes saldos transaccionales, hacia depósitos a plazo fijo con inmovilización mínima de 30 días, extendiendo así los plazos del pasivo del sistema (Liendo y Sturzenegger, 2020). El efecto fue el opuesto. Los clientes no migraron hacia los plazos fijos; en cambio, el mercado encontró en los FCI de tipo *money market* el instrumento que ofrecía lo que la regulación había eliminado: rendimiento con liquidez inmediata. Los bancos, por su parte, se beneficiaron capturando márgenes más amplios sobre depósitos transaccionales que ya no debían remunerar (Liendo y Sturzenegger, 2020). La regulación terminó siendo derogada[13], pero dejó una huella estructural: consolidó a los FCI *money market* como el vehículo predilecto para eludir las rigideces de la banca. Años después, ese sería exactamente el instrumento sobre el cual Mercado Pago construiría su Cuenta Remunerada.

[12] Véase la Comunicación «A» 5018 del Banco Central de la República Argentina, emitida el 19 de abril de 2010. https://www.bcra.gob.ar/archivos/Pdfs/comytexord/A5068.pdf

[13] Véase la Comunicación «A» 6148 del Banco Central de la República Argentina, emitida el 6 de enero de 2017. https://www.bcra.gob.ar/archivos/Pdfs/comytexord/A6148.pdf

El seguro de depósitos como ancla de tasas pasivas

La segunda restricción opera de forma más sutil, pero con consecuencias igualmente relevantes. El Sistema de Seguro de Garantía de Depósitos, administrado por SEDESA, subordina la cobertura de los fondos de los ahorristas al nivel de tasa que ofrece la entidad. Según la Comunicación A 7985 del BCRA[14], los depósitos a la vista pierden automáticamente la garantía si devengan una tasa superior a la tasa de referencia estipulada por el regulador; los depósitos a plazo fijo quedan excluidos si la tasa ofrecida supera 1,3 veces esa referencia. Es decir, un 30 % por encima, o dicha tasa más cinco puntos porcentuales, aplicándose la restricción que resulte mayor.

La implicancia competitiva es directa: si un banco decidiera competir agresivamente con Mercado Pago elevando sus tasas pasivas, estaría al mismo tiempo desprotegiendo a sus propios depositantes, quienes perderían la cobertura del seguro (actualmente de hasta AR$ 25.000.000 por certificado) ante un eventual escenario de iliquidez. En la práctica, esta regla funciona como un techo regulatorio que mantiene las tasas bancarias artificialmente deprimidas, independientemente de la presión competitiva que ejerzan los actores digitales. Los PSP, en cambio, no están sujetos a esta restricción: al canalizar los saldos hacia FCI *money market* bajo la órbita de la CNV, operan en un segmento donde la competencia vía precios no acarrea el costo de desproteger al usuario (Arias et al, 2024). Esta asimetría institucional explica en buena medida la brecha persistente de tasas.

Bloque II. Las asimetrías que favorecen a los PSP

Si el Bloque I describe las restricciones que pesan sobre los bancos, el presente bloque examina el reverso: las exigencias prudenciales de las que los PSP están exentos, y que constituyen una fuente adicional de ventaja competitiva estructural.

Ausencia de requisitos de capital mínimo

A diferencia de las entidades bancarias tradicionales, que deben cumplir con estrictos requerimientos de capital bajo los lineamientos del Comité de Basilea para absorber pérdidas inesperadas, los PSPCP en Argentina no están sujetos a requisitos de capital inicial ni de capital en marcha proporcionales a su riesgo transaccional (Kiguel, 2024). Esta laxitud prudencial reduce significativamente los costos de entrada y operación para los actores digitales, contribuyendo a explicar su capacidad de ofrecer condiciones más competitivas sin asumir las cargas regulatorias que enfrentan los bancos.

Protección asimétrica de los fondos de los usuarios

Una de las diferencias más críticas en términos de riesgo para el usuario es la ausencia de una red de seguridad equiparable a la del sistema bancario. Por normativa, los PSPCP deben informar explícitamente que los fondos en sus cuentas virtuales no constituyen depósitos bancarios ni cuentan con

[14] Véase la Comunicación «A» 7985 del Banco Central de la República Argentina, emitida el 27 de marzo de 2024. `https://www.bcra.gob.ar/archivos/Pdfs/comytexord/A7985.pdf`

sus garantías legales (Wasserman y Salazar Acosta, 2024). En la práctica, aunque el BCRA exige que esos fondos estén depositados en cuentas bancarias segregadas de los recursos operativos de la plataforma, dicha segregación es meramente operativa y no legal (Kiguel, 2024). Ante un concurso de acreedores o la quiebra del PSPCP, los fondos de los usuarios ingresarían a la masa del pasivo sin privilegio alguno para su restitución. Adicionalmente, al depositarse en los bancos bajo la forma de un depósito global a nombre de la empresa, el seguro de SEDESA aplicaría sobre la cuenta como si fuera un único depositante, cubriendo solo hasta AR$ 25.000.000 en total e ignorando a los usuarios individuales subyacentes (Kiguel, 2024).

Ausencia de objeto social único y riesgo de banca en la sombra

El BCRA tampoco exige que los PSPCP se constituyan jurídicamente como sociedades de objeto social único (Kiguel, 2024). En consecuencia, una misma empresa matriz puede ofrecer cuentas de pago transaccionales y, simultáneamente, desarrollar actividades de mayor riesgo como el otorgamiento de créditos. Esto genera una zona gris operativa: problemas en la cartera crediticia u otras líneas de negocio de la compañía podrían comprometer la solvencia del PSPCP, arrastrando los fondos de los usuarios ante la ausencia de un cerco legal que los proteja (Kiguel, 2024). Esta carencia de barreras dificulta la supervisión y alimenta el debate sobre si el ecosistema Fintech argentino propicia condiciones de *shadow banking*, al emular las funciones de la banca operando al margen de su perímetro regulatorio prudencial.

Bloque III. La paradoja del encaje: un límite para ambos lados

La Comunicación A 7429 del BCRA[15] introduce una restricción que, a diferencia de las anteriores, no favorece a ningún bando en particular, sino que reconfigura la naturaleza misma de la competencia. La norma obliga a los PSP a mantener el 100 % de los fondos transaccionales de sus usuarios depositados en cuentas a la vista dentro de entidades bancarias tradicionales, impidiendo que esos recursos se utilicen para expandir la base monetaria (Farinati, s.f.; Kiguel, 2024) Para las PSP, esto representa un costo directo y elimina cualquier posibilidad de intermediar con el dinero puramente transaccional: no pueden prestarlo, ni invertirlo por cuenta propia, ni percibir comisiones por los rendimientos de ese capital inmovilizado (Farinati, s.f.).[16]. El encaje del 100 % es el principal límite estructural a su capacidad de replicar el negocio bancario.

Sin embargo, la misma norma genera un efecto paradójico sobre los bancos: aunque Mercado Pago gane la interfaz tecnológica y la relación directa con el usuario, el flujo de dinero que administra termina alojado en el sistema bancario formal. Las Fintech le disputan a la banca la relación con el

[15] Véase la Comunicación «A» 7429 del Banco Central de la República Argentina, emitida el 30 de diciembre de 2021. `https://www.bcra.gob.ar/archivos/Pdfs/comytexord/a7429.pdf`

[16] En particular, Farinati menciona: «La *obligación de depositar los fondos de los clientes en una cuenta a la vista en una entidad financiera, había derivado en que los PSPOCP celebraran acuerdos con los bancos para obtener algún tipo de rentabilidad a partir de dichos depósitos. Al quedar inmovilizados en su totalidad en el BCRA, los PSPOCP no podrán percibir ninguna comisión o rentabilidad derivada de los rendimientos del capital depositado*»

cliente y la visibilidad del producto de ahorro, pero no le quitan los fondos del balance. No obstante, debido a la exigencia del encaje total en el Banco Central, la banca tradicional queda relegada a actuar como una mera bóveda de custodia, ya que tampoco está autorizada a utilizar ese dinero depositado para apalancar crédito (Farinati, s.f.).

Aún con esta limitación cruzada, este diseño establece un techo estructural al daño competitivo que los actores no bancarios pueden infligir a las instituciones tradicionales. La información de esta sección se resume en la siguiente Tabla:

Tabla 1. Principales asimetrías regulatorias entre la banca tradicional y los PSPCP

Dimensión regulatoria	Banca tradicional	PSP / Fintech
Intermediación financiera	Permitida (reserva fraccionaria)	Prohibida
Encaje sobre fondos de clientes	Fraccionario	100 % (Com. A 7429)
Requisitos de capital mínimo	Sí (lineamientos de Basilea)	No
Seguro de depósitos (SEDESA)	Sí, hasta AR$ 25M por depositante	No aplica directamente
Techo implícito de tasas pasivas	Sí (Com. A 7985)	No
Objeto social único exigido	Sí	No
Supervisor prudencial	BCRA	BCRA (operativo) + CNV (FCI)

Fuente: Elaboración propia en base a BCRA, Kiguel (2024), Arias et al (2024), Wasserman y Salazar Acosta (2024).

3.4 El debate regulatorio contemporáneo: consensos, divergencias y agenda pendiente

La irrupción de las plataformas digitales en el sistema financiero argentino no solo generó transformaciones en el mercado, sino que abrió un debate académico y regulatorio que aún no ha encontrado resolución. La pregunta central es simple: ¿cómo debe regularse a un actor que presta servicios financieros de escala bancaria sin ser un banco? Las respuestas divergen, pero el debate permite identificar con claridad los puntos de consenso y las fracturas que estructuran la discusión. Dicha información se resume en la Tabla 2.

Los consensos: dónde converge la literatura

El primero y más sólido de los consensos es el abandono del enfoque de regulación por entidad en favor de una regulación por actividad. Tanto Kiguel (2024) como Arias et al. (2024) coinciden en que, si una plataforma ofrece servicios transaccionales funcionalmente equivalentes a los de un banco, las reglas operativas que la rigen deben ser equivalentes. Este principio, sintetizado en la fórmula *same activity, same risk, same regulation,* es también la posición dominante en la literatura internacional y constituye el horizonte normativo hacia el que apuntan las recomendaciones de organismos como el BIS (2021)[17]. Su atractivo reside en que resuelve simultáneamente dos problemas: nivela el terreno de juego competitivo entre bancos y Fintech, y extiende el perímetro de supervisión prudencial hacia actores que hoy operan fuera de él.

El segundo consenso concierne a la protección de los usuarios. Existe acuerdo transversal en que la actual desprotección de los fondos depositados en billeteras virtuales constituye un riesgo inaceptable para millones de ahorristas minoristas. Kiguel (2024) recomienda incorporar a los PSPCP en un esquema de seguro de depósitos análogo al bancario, propuesta que Arias et al. (2024) respaldan en términos similares, sugiriendo modificar el esquema de SEDESA para que cubra los fondos depositados en CVU ante una eventual quiebra del banco custodio. Ambas posiciones parten del mismo diagnóstico: el usuario promedio de las billeteras digitales desconoce que sus fondos no tienen la misma protección legal que un depósito bancario, y esa asimetría informativa es un problema de bienestar que el regulador debe corregir.

El tercer consenso es la interoperabilidad como motor de competencia. Arias et al. (2024) señala que garantizar la interoperabilidad total de los medios de pago es la herramienta central para mantener los mercados disputables y evitar que las ventajas tecnológicas de los primeros entrantes se conviertan en barreras de entrada permanentes. Liendo y Sturzenegger (2020) comparten esta visión, recomendando la interoperabilidad entre CBU y CVU como la política principal para diluir el poder de mercado de actores concentrados. En este punto, el marco regulatorio argentino ya avanzó significativamente con Transferencias 3.0, aunque la concentración persistente de Mercado Pago sugiere que la interoperabilidad de infraestructura no es condición suficiente para garantizar competencia efectiva.

Las divergencias: donde se fractura el debate

Bajo la superficie de esos consensos, sin embargo, subyacen desacuerdos profundos que reflejan visiones distintas sobre el rol del Estado, la naturaleza del riesgo Fintech y los límites de la regulación prudencial.

[17] Sin embargo, la literatura global también introduce un matiz fundamental a este principio: si bien el enfoque por actividad nivela la competencia en servicios específicos, el BIS advierte que los reguladores no deben abandonar por completo la regulación por entidad (Restoy, 2021). Específicamente en el caso de los grandes gigantes tecnológicos (*BigTechs*), la literatura señala que la combinación de múltiples actividades financieras y no financieras dentro de una misma gran plataforma genera riesgos sistémicos y de competencia que solo pueden ser abordados exigiendo regulaciones integrales sobre la entidad en su conjunto (Restoy, 2021).

La fractura más profunda enfrenta a quienes consideran que las Fintech representan un riesgo sistémico que justifica regulación prudencial estricta, con quienes sostienen que esa regulación carece de sustento económico. Kiguel (2024) argumenta que el volumen de fondos administrado por las billeteras virtuales (equivalente al séptimo banco del país) genera riesgos sistémicos que justifican exigirles requisitos de capital mínimo, objeto social único y supervisión prudencial comparable a la bancaria (Kiguel, 2024). La lógica es clara: si una firma opera a escala bancaria, debe enfrentar las mismas salvaguardas. Arias se opone a esta posición con un argumento igualmente preciso: dado que los PSPCP tienen prohibida la intermediación financiera, no transforman plazos ni multiplican el dinero, por lo que su impacto sobre el riesgo sistémico es estructuralmente limitado (Arias et al., 2024). Bajo esta lectura, exigirles regulación prudencial bancaria sería una solución desproporcionada a un problema que el encaje del 100 % ya mitiga en buena medida.

La segunda fractura es más ideológica que técnica, y concierne a la dirección del ajuste regulatorio. Liendo y Sturzenegger (2020) plantean que el problema central no es la sub-regulación de las Fintech sino la sobre-regulación de los bancos: su recomendación es eliminar los excesos normativos que pesan sobre la banca tradicional para permitirle competir en igualdad de condiciones, en lugar de frenar a las plataformas digitales imponiéndoles nuevas cargas (Liendo y Sturzenegger, p. 128). Kiguel (2024), en la vereda opuesta, sostiene que la normativa actual es insuficiente para mitigar los riesgos existentes y demanda mayor control regulatorio (Kiguel, 2024). Esta divergencia no es meramente académica: define si la política pública debe avanzar hacia más regulación para las Fintech, menos regulación para los bancos, o ambas cosas simultáneamente.

Finalmente, Farinati (s.f.) introduce una crítica más específica que los demás autores no priorizan: cuestiona directamente la racionalidad económica del encaje del 100 % establecido por la Comunicación A 7429. En su lectura, la norma inmoviliza capital sin sustento técnico claro y propone esquemas alternativos que preserven la seguridad de los fondos sin eliminar toda posibilidad de rentabilización. Adicionalmente, Farinati señala una dimensión del riesgo que el resto de la literatura tiende a subestimar: la situación de los Proveedores No Financieros de Crédito (PNFC), que asumen riesgos crediticios significativos fondeándose en el mercado de capitales sin supervisión prudencial equivalente (Farinati, s.f).

Tabla 2. Coincidencias y contrastes en las recomendaciones de política pública para el sector Fintech en Argentina

Eje de política pública	Consensos	Contrastes y posturas enfrentadas
1. Enfoque del marco regulatorio (Level Playing Field)	Regular por actividad, para nivelar el terreno de juego entre bancos y Fintech *(same activity, same risk, same regulation)*.	**Kiguel:** propone nivelar imponiendo mayores regulaciones a las Fintech, dado su tamaño sistémico. **Liendo y Sturzenegger:** proponen nivelar desregulando a los bancos, eliminando cargas excesivas sin asfixiar la innovación. **Arias et al:** sostienen que la normativa actual del BCRA es suficiente y que no hace falta crear una Ley Fintech.
2. Regulación prudencial (Requisitos de capital)	El volumen de fondos administrado por las principales billeteras ha alcanzado niveles comparables a los de un banco mediano, lo que genera debate sobre si constituye o no un riesgo sistémico que justifique regulación prudencial.	*¿Exigir capitales mínimos?* **Kiguel:** recomienda exigir requisitos de capital mínimo y objeto social único para aislar riesgos y absorber pérdidas inesperadas con patrimonio propio. **Arias et al:** se oponen. Argumentan que los PSPCP no realizan intermediación financiera, por lo que no hay multiplicador bancario ni riesgo sistémico que justifique regulación prudencial equivalente a la bancaria.
3. Protección de fondos y seguro de depósitos	Kiguel y Arias et al coinciden en que los fondos en cuentas virtuales (CVU) presentan vulnerabilidades frente a los depósitos bancarios (CBU), y recomiendan modificar SEDESA para extender su cobertura a los usuarios de PSPCP.	*El método de protección:* **Kiguel:** propone además blindaje legal estricto mediante la figura de fideicomiso, para aislar los fondos de los usuarios ante una eventual quiebra de la plataforma. **Farinati:** critica la medida vigente de protección del BCRA (encaje del 100 %) por considerarla irrazonable; propone alternativas como el cobro de comisiones pactadas entre partes.
4. Estructura corporativa y fomento a la competencia	Arias et al y Liendo y Sturzenegger coinciden en que garantizar la interoperabilidad total de la infraestructura de pagos (QR, CBU/CVU) y avanzar hacia el Open Banking son las principales herramientas para evitar monopolios cerrados y mantener mercados disputables.	*Restricciones societarias:* **Kiguel:** introduce una restricción que los demás no contemplan: exigir que los PSPCP operen como sociedades de objeto social único, para evitar que los riesgos de otras líneas de negocio del grupo económico contagien los fondos de los depositantes.

Eje de política pública	Consensos	Contrastes y posturas enfrentadas
5. Política de encajes y regulación del crédito no bancario	No existe consenso en este eje. La Comunicación A 7429 (encaje del 100 %) es aceptada por la mayoría como mecanismo de control, pero su racionalidad económica y sus efectos sobre la rentabilidad del sistema son objeto de debate.	**Farinati:** cuestiona la lógica del encaje del 100 %, señalando que inmoviliza capital sin sustento técnico claro, y propone esquemas alternativos que preserven la seguridad de los fondos sin eliminar toda posibilidad de rentabilización. Adicionalmente, es el único autor que señala explícitamente la situación de los Proveedores No Financieros de Crédito (PNFC), que asumen riesgos crediticios significativos fondeándose en el mercado de capitales sin supervisión prudencial equivalente (Farinati, s.f.).

Fuente: Elaboración propia en base a los autores

4. Descripción del Caso: Mercado Pago y el Mercado Financiero Argentino

4.1 Contexto macroeconómico y financiero

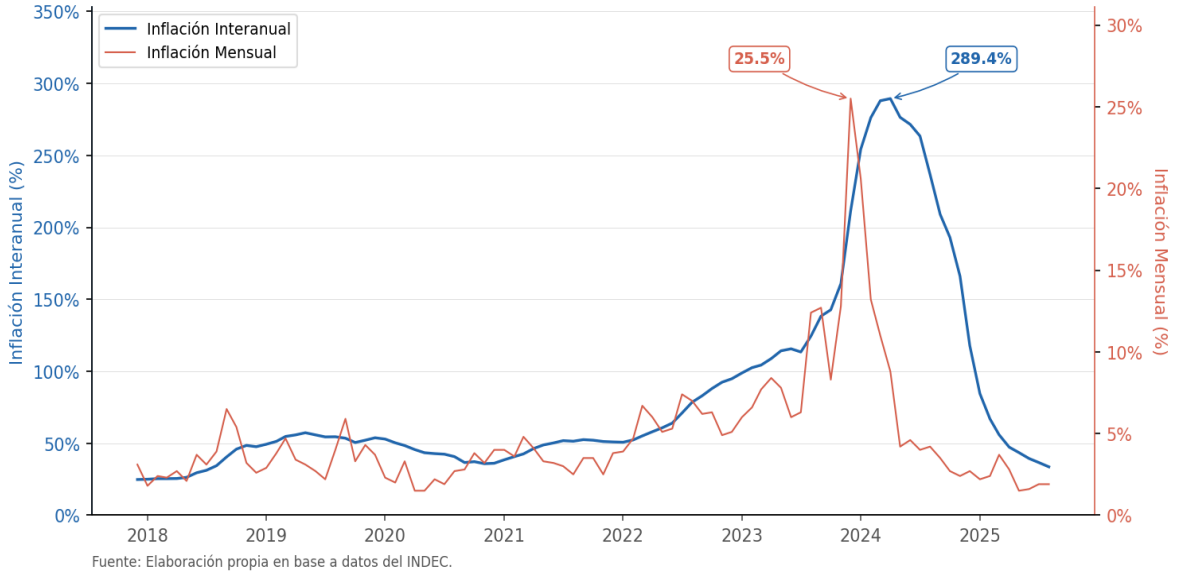
El desarrollo de Cuenta Remunerada de Mercado Pago (lanzada en septiembre de 2018) constituye uno de los fenómenos más relevantes del sistema financiero argentino reciente. Su expansión se enmarca en un contexto caracterizado por alta inflación, y tasas reales persistentemente negativas, condiciones que erosionaron la función de ahorro del sistema financiero tradicional. En este escenario, las Fintech, y en particular Mercado Pago, se posicionaron como un nuevo canal de intermediación financiera, ofreciendo instrumentos líquidos y de bajo umbral de acceso, con rendimientos comparables a los del sistema bancario.

El Gráfico 1 presenta la evolución de la inflación mensual e interanual en Argentina entre 2018 y 2025. Ambas series muestran el carácter estructuralmente inflacionario de la economía argentina durante el período analizado, con tasas interanuales que se mantuvieron por encima del 40 % desde 2018 y que alcanzaron un máximo de 289,4 % en 2024, en paralelo a un pico de inflación mensual del 25,5 %. Este escenario refleja una aceleración sostenida de los precios, que redujo drásticamente el poder adquisitivo de los ahorros y debilitó la capacidad del sistema bancario para ofrecer instrumentos con tasas reales positivas.

El Gráfico 2 compara la evolución de la inflación interanual con las principales tasas de interés del sistema bancario argentino entre 2017 y 2025, expresadas en términos nominales anuales. Se incluyen tres series: la tasa de referencia del Banco Central (TNA promedio), la tasa promedio ofrecida por bancos para cuentas de ahorro y la tasa promedio para depósitos menores a 100.000 pesos, representativas del rendimiento efectivo que enfrenta el ahorrista minorista.

El gráfico muestra una brecha persistente entre la inflación y las tasas nominales ofrecidas por el sistema financiero, la cual se amplía significativamente a partir de 2022 y alcanza su punto máximo durante la crisis inflacionaria de 2024. Mientras la inflación interanual supera el 250 %, las tasas activas y pasivas del sistema bancario permanecen muy por debajo de ese nivel, generando rendimientos reales fuertemente negativos. Según estimaciones propias, las cuentas de ahorro y cuentas corrientes en Argentina pagaron en promedio un 11,3 % anual, muy por debajo de la tasa de política monetaria del BCRA (52,1 %) y de la inflación promedio del período (83,8 %). Esta brecha refleja una marcada represión financiera, donde los bancos capturan el diferencial entre la

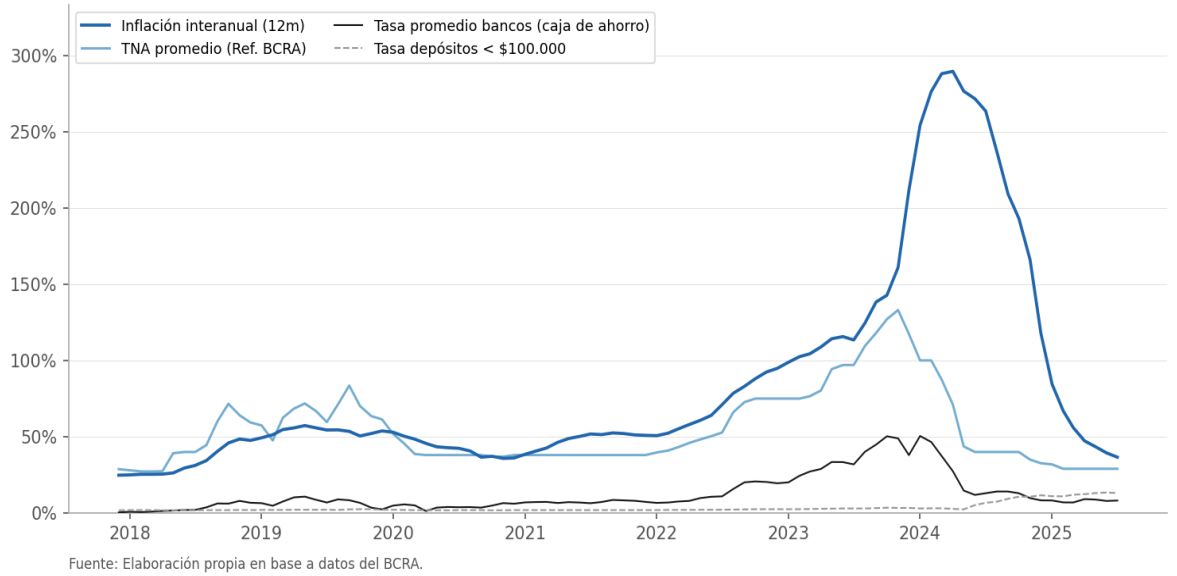
Gráfico 1: Inflación mensual e interanual (2018-2025)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del INDEC

rentabilidad obtenida por invertir los depósitos, principalmente en instrumentos del BCRA, pero también en activos de mayor riesgo, y el casi nulo retorno otorgado a los depositantes.

Gráfico 2: Inflación interanual vs tasa bancarias (2017-2025)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA

4.2 El ingreso de Mercado Pago al mercado del ahorro

El lanzamiento de la Cuenta Remunerada de Mercado Pago en 2018 marcó un punto de inflexión en la intermediación financiera argentina. Por primera vez, una plataforma digital masiva permitió a los

usuarios canalizar sus saldos hacia fondos comunes de inversión (FCI) *money market*, combinando en un solo producto las funciones de pago, ahorro e inversión. Este diseño, único en el contexto local, posicionó a Mercado Pago como un competidor directo de los depósitos bancarios.

Siguiendo una lógica similar a la observada en el caso chino (Buchak et al., 2021), la arquitectura del producto argentino se basó en tres innovaciones centrales que explican su rápida adopción y su potencial disruptivo. En primer lugar, la liquidez inmediata (T+0), que permite rescatar y acreditar los fondos invertidos en cuestión de segundos, posibilitando que los recursos permanezcan remunerados sin perder disponibilidad para pagos o transferencias. En segundo término, la integración total con el sistema de pagos, que habilita a los usuarios a utilizar los saldos invertidos para realizar transacciones dentro de la aplicación o mediante códigos QR, sin necesidad de transferirlos a una cuenta bancaria. Por último, la accesibilidad universal y sin monto mínimo de inversión, que reduce significativamente las barreras de entrada al ahorro formal y permite la incorporación de segmentos tradicionalmente excluidos de los instrumentos financieros.

Estas características transformaron la Cuenta Remunerada en un sustituto funcional de los depósitos a la vista, al ofrecer simultáneamente rendimiento, liquidez y usabilidad transaccional. Tal como señalan Buchak et al. (2021) para el caso de Yu'ebao, la integración entre servicios de pago y productos de inversión crea un nuevo tipo de activo híbrido, con rasgos de «cuenta corriente remunerada», que compite directamente con la función de intermediación bancaria.

En el contexto argentino, el impacto fue igualmente significativo. Mercado Pago se consolidó como uno de los principales canales de inversión minorista, expandiendo la base de usuarios ahorristas desde los grandes centros urbanos hacia provincias y localidades de menor bancarización. De acuerdo con datos del BCRA y la CNV, entre 2018 y 2025 los fondos administrados por Mercado Pago pasaron de AR$ 721 millones a más de AR$ 4,5 billones, alcanzando una base superior a 20 millones de usuarios inversores y representando más de un tercio del total de fondos *money market* del sistema.

En términos conceptuales, el producto encarna la misma lógica que Yu'ebao: una innovación Fintech que emerge fuera del sistema bancario, combina pagos y ahorro, y erosiona las barreras tradicionales de acceso al ahorro formal. Mientras Yu'ebao catalizó un proceso de liberalización financiera en China al ofrecer rendimientos de mercado sin restricciones regulatorias, la experiencia de Mercado Pago refleja cómo, en un entorno inflacionario y de tasas reales negativas, la competencia Fintech puede ampliar la frontera de inclusión y reconfigurar el equilibrio competitivo del sistema financiero argentino.

5. Análisis Descriptivo: Tasas, Depósitos y Expansión de Mercado Pago

Esta sección presenta una caracterización descriptiva del proceso de transformación financiera asociado a la expansión de las Fintech en Argentina, con especial énfasis en el caso de Mercado Pago. A partir de datos mensuales entre 2017 y 2025, se analizan tres dimensiones interrelacionadas: (i) la evolución de los usuarios que invierten en Mercado pago, (ii) el crecimiento del mercado de fondos comunes de inversión (FCI) y (iii) el crecimiento de la participación de mercado de Mercado Pago en los fondos de clase A.

5.1 Evolución mensual de usuarios invertidos en Mercado Pago (2018-2025)

Desde su lanzamiento en septiembre de 2018, la Cuenta Remunerada de Mercado Pago muestra un crecimiento exponencial en el número de usuarios con saldo invertido. En menos de siete años, la cantidad de cuentas que mantienen fondos en instrumentos *money market* pasó de 27,7 mil usuarios en 2018 a más de 20,3 millones en junio de 2025. Este aumento refleja tanto la rápida adopción del producto como la profundización del uso de herramientas de ahorro digital entre los hogares argentinos.

En paralelo al crecimiento del número de usuarios, los saldos invertidos en Mercado Pago evidencian una expansión de magnitudes inéditas para el sistema financiero argentino. En moneda local, el saldo total pasó de apenas $71,5 millones de pesos en 2018 a más de $4,59 billones en junio de 2025, mientras que en dólares (convertidos al tipo de cambio oficial promedio de cada mes) se observa un aumento desde US$ 1,9 millones a cerca de US$ 3.888 millones en el mismo período.

5.2 Evolución del sistema de fondos comunes de inversión (2017–2025)

El mercado argentino de fondos comunes de inversión (FCI) experimentó una transformación estructural en los últimos años, tanto en volumen administrado como en alcance minorista.

En términos de participación de inversores, el número de cuentas FCI creció de 452 mil en 2017 a 28,9 millones en 2025, lo que representa una expansión de más de sesenta veces en ocho años. Este aumento refleja la masificación del acceso al ahorro colectivo, impulsada por la digitalización

de los servicios financieros y la irrupción de plataformas Fintech que permiten invertir de manera automática y con montos mínimos.

En cuanto al volumen de fondos administrados, el patrimonio total de la industria pasó de $544 mil millones de pesos en 2017 a $65,9 billones en 2025, un incremento de más de 120 veces en términos nominales. La aceleración del crecimiento se hace evidente a partir de 2020, cuando el monto administrado prácticamente se duplica cada año, coincidiendo con la expansión de la Cuenta Remunerada de Mercado Pago y el ingreso de nuevos participantes digitales.

En conjunto, los datos muestran un cambio estructural en la industria de fondos de inversión argentina. Un mercado históricamente pequeño y dominado por inversores institucionales se transformó en un canal masivo de ahorro minorista, donde la intermediación digital, especialmente a través de Mercado Pago, desempeñó un papel central en la incorporación de millones de nuevos participantes al sistema financiero formal.

5.3 Evolución del mercado Clase A y participación de Mercado Pago (2018–2025)

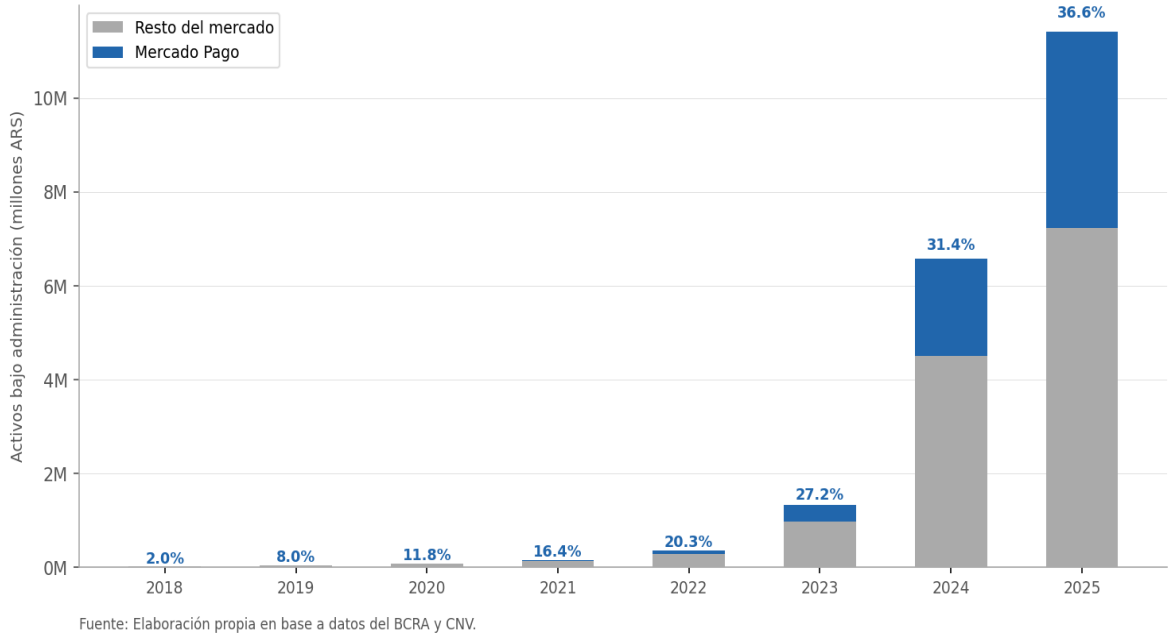
Al desagregar el mercado de fondos comunes de inversión por tipo de instrumento, los fondos Clase A (también conocidos como *money market funds),* muestran la mayor expansión relativa del sistema. Estos fondos, diseñados para inversiones de muy corto plazo y alta liquidez, pasaron de administrar menos de $20 mil millones en 2018 a casi $12 billones en 2025, consolidándose como el principal vehículo de ahorro de los hogares argentinos.

Dentro de este segmento, la participación de Mercado Pago aumentó de forma sostenida, reflejando su rol central en la expansión del ahorro digital. Como ilustra el Gráfico 3, en 2018 representaba apenas el 2 % del total de activos bajo administración en fondos Clase A; para 2025, su participación alcanza el 36,6 % del mercado. Este salto cuantitativo implica que más de un tercio del crecimiento del mercado *money market* puede atribuirse directamente a la incorporación de usuarios e inversiones provenientes de la plataforma Fintech.

En otras palabras, el crecimiento del sistema de fondos Clase A fue liderado por Mercado Pago, que no solo amplió la base de inversionistas, sino que transformó la composición del mercado. Mientras los fondos tradicionales mantuvieron un perfil más institucional, el portafolio de Mercado Pago se orientó casi exclusivamente a ahorristas minoristas, lo que marcó un punto de inflexión en la estructura del mercado de capitales argentino.

En conjunto, la expansión de los FCI, en particular, de los fondos Clase A vinculados a Mercado Pago, ilustra cómo la innovación Fintech puede reconfigurar los canales de intermediación financiera desde abajo. La masificación del ahorro digital no sólo amplió la base de inversores minoristas, sino que también desplazó parte del ahorro previamente depositado en el sistema bancario hacia

Gráfico 3: Evolución del mercado Clase A – promedios anuales, en millones de ARS



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA y CNV.

instrumentos de mercado, generando una forma de liberalización financiera impulsada por el usuario. Este proceso confirma la hipótesis central de la tesis: la competencia Fintech en Argentina no se limita al ámbito de los pagos, sino que está modificando la estructura misma del mercado de depósitos y ahorro.

6. Evolución de la Concentración Bancaria en Argentina (2018–2025)

Esta sección presenta un análisis descriptivo de la estructura del mercado bancario argentino durante el período 2018–2025, con el objetivo de contextualizar el entorno competitivo en el que opera Mercado Pago. A partir de datos mensuales del Informe de Entidades Financieras del BCRA, se examinan cuatro dimensiones complementarias: (i) la evolución del HHI, (ii) los cambios en las cuotas de mercado individuales, (iii) la composición del sistema por segmento de negocio, y (iv) los indicadores de concentración CR1 y CR4. En conjunto, la evidencia descriptiva sugiere que el sistema bancario argentino experimentó una desconcentración gradual y sostenida a lo largo del período, sin abandonar los umbrales de concentración moderada definidos por los estándares internacionales.

6.1 Evolución del HHI

El Gráfico 4 presenta la evolución mensual del HHI calculado sobre los depósitos totales de las veinte[18] principales entidades del sistema entre enero de 2018 y septiembre de 2025[19].

La serie describe una trayectoria claramente decreciente: el índice alcanzó su valor máximo de 1.584 puntos en febrero de 2018 y descendió de forma sostenida hasta ubicarse en 1.191 puntos en septiembre de 2025, lo que representa una caída acumulada de aproximadamente 393 puntos en siete años.

Para interpretar la magnitud de estos valores, resulta útil recurrir a los umbrales establecidos por la Fiscalía Nacional Económica de Chile (FNE) en su Guía para el Análisis de Operaciones de Concentración Horizontales, referencia ampliamente utilizada en el análisis de competencia en América Latina[20].

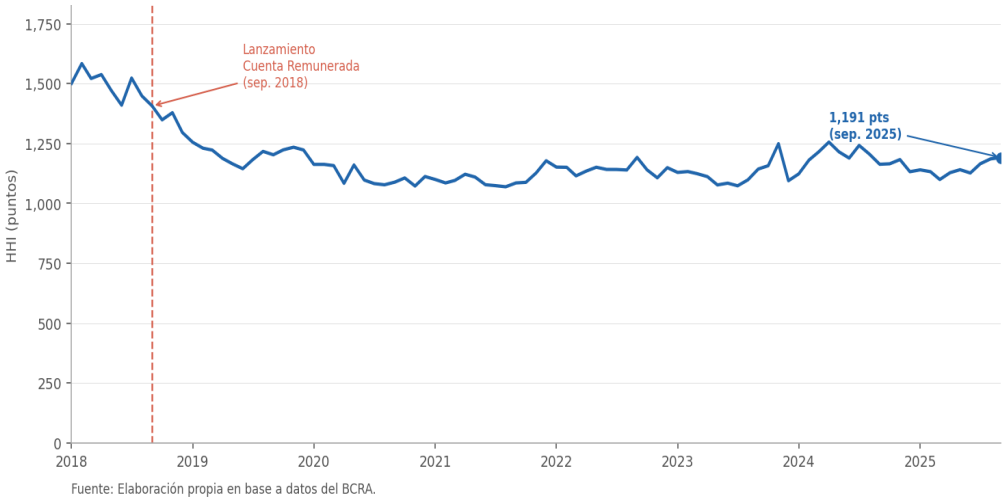
[18] Las 20 entidades financieras incluidas en el presente análisis son: Naranja Digital, Banco Industria, Hipotecario, Banco Nación, Banco Supervielle, Nuevo Banco de Santa Fe, Banco Ciudad, Patagonia, Banco Galicia, Banco ICBC, Banco Macro, Banco Provincia (BAPRO), Comafi, Banco Santander, Banco Credicoop, Provincia del Neuquén, Banco de Córdoba (BANCOR), Banco BBVA, Valores y Citibank.

[19] El HHI es una medida estándar de concentración de mercado que se obtiene como la suma de los cuadrados de las participaciones individuales de cada entidad, multiplicada por 10.000; valores más elevados indican mayor concentración, mientras que valores más bajos reflejan una distribución más homogénea del mercado entre los participantes.

[20] Según dicha guía, un mercado con un HHI inferior a 1.500 puntos presenta un escaso potencial para reducir sustancialmente la competencia; un HHI entre 1.500 y 2.500 es expresivo de un mercado moderadamente concentrado; y un HHI superior a 2.500 corresponde a un mercado altamente concentrado. https://www.fne.gob.cl/wp-content/uploads/2021/05/Guia-para-el-Analisis-de-Operaciones-de-Concentracion-Horizontales-mayo-VF.pdf

Bajo este criterio, el sistema bancario argentino transitó durante el período analizado desde la zona de concentración moderada, con un HHI máximo de 1.584 puntos en febrero de 2018, apenas por encima del umbral de 1.500, hacia la zona de baja concentración, donde se ubica el valor de 1.191 puntos registrado en septiembre de 2025. Esta evolución implica que, al cierre del período, el mercado se encontraría fuera del rango que la FNE considera susceptible de generar preocupaciones competitivas relevantes, lo que constituye una señal descriptiva de mejora en las condiciones estructurales de rivalidad en el sistema bancario.

Gráfico 4: Evolución del índice de concentración bancaria HHI (2018-2025) – Top 20 bancos, depósitos totales, frecuencia mensual



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA.

6.2 Evolución de las cuotas de mercado y participación histórica

El Anexo 1 muestra la evolución mensual de las participaciones en depósitos de los principales bancos del sistema entre 2018 y 2025, mientras que el Anexo 2 presenta el ranking de participación promedio histórica para el mismo período.

El rasgo más saliente es la pronunciada caída de Banco Nación, cuya participación descendió desde aproximadamente el 33 % en enero de 2018 hasta el 25,7 % en septiembre de 2025, una reducción de más de 7 puntos porcentuales que constituye el principal factor explicativo de la desconcentración observada en el HHI. Los demás bancos del top 5, (Galicia (13,4 %), Santander (9,7 %), BBVA (9,1 %) y Provincia (7,4 %), exhiben una notable estabilidad a lo largo del período, con una leve tendencia al alza hacia el final, absorbiendo parcialmente la cuota cedida por el banco líder.

En cuanto a los grupos de menor tamaño, los puestos 6 al 10 y del 11 al 20 muestran un incremento gradual en su participación conjunta, lo que refuerza la lectura de una redistribución de saldos desde Banco Nación hacia el resto del sistema.

El ranking de participación promedio confirma la estructura piramidal del mercado: los cinco primeros bancos concentran más del 60 % de los depósitos del Top 20, mientras que los quince restantes se reparten el 40 % restante con participaciones individuales que no superan el 6,7 %. En síntesis, el sistema bancario argentino presenta una distribución asimétrica y persistente, donde la pérdida de participación del líder ha sido el principal motor de la desconcentración, sin alterar de manera sustancial el carácter oligopólico de la cúpula del sistema.

6.3 Composición del sistema por segmento

El Anexo 3 muestra la evolución del peso relativo de los dos segmentos en que se clasifican las entidades del sistema: la banca *retail*[21] y la banca corporativa[22].

A lo largo de todo el período, la banca *retail* mantuvo una participación mayoritaria en los depósitos totales del sistema. En enero de 2018 representaba el 72,4 % del mercado y en septiembre de 2025 el 64,3 %, lo que implica una reducción de aproximadamente 8 puntos porcentuales. En contrapartida, la banca corporativa incrementó levemente su peso relativo, sin modificar de manera estructural el predominio del segmento minorista.

Esta distinción resulta metodológicamente relevante para el análisis empírico de la tesis: dado que Mercado Pago opera como un sustituto funcional de los depósitos a la vista de personas físicas, se espera que su impacto competitivo sea más intenso sobre las entidades clasificadas como *retail*, cuya base de fondeo presenta mayor exposición a la competencia de plataformas digitales de ahorro.

6.4 Indicadores CR1 y CR4

La Tabla adjunta en el Anexo 4 resume la evolución anual de los indicadores de concentración CR1 y CR4, que miden respectivamente la participación del banco líder y la participación acumulada de las cuatro principales entidades del sistema. Ambos indicadores ofrecen una perspectiva complementaria al HHI: mientras el CR1 permite cuantificar el grado de dominancia individual del líder del mercado, el CR4 captura el peso del núcleo oligopólico frente al resto de los competidores.

El CR1, que en todos los años del período corresponde a Banco Nación, descendió de 27,9 % en diciembre de 2018 a 25,7 % en septiembre de 2025, confirmando la pérdida de dominancia individual del principal banco público del sistema. El CR4, por su parte, cayó de 60,3 % a 57,9 % en el mismo período, lo que indica que el proceso de desconcentración no se limita al banco líder, sino que también alcanza al núcleo de las cuatro entidades más grandes.

[21] Aquellas cuyo modelo de negocio se orienta predominantemente a personas físicas mediante productos de alta transaccionalidad como cajas de ahorro, cuentas sueldo y tarjetas de crédito.

[22] Cuya actividad se concentra en empresas y operaciones comerciales de mayor escala.

En conjunto, la caída simultánea del HHI, el CR1 y el CR4 ofrece evidencia descriptiva robusta de una tendencia hacia una estructura de mercado menos concentrada durante el período analizado. Si bien no es posible atribuir causalmente esta desconcentración a la expansión de Mercado Pago en esta instancia, tarea reservada al diseño econométrico de la Sección 8, los resultados son plenamente consistentes con la hipótesis de que la irrupción de plataformas digitales de ahorro ha generado presiones competitivas que erosionaron, al menos parcialmente, las posiciones dominantes de los grandes bancos del sistema.

7. Datos

La investigación se fundamenta en la construcción de un panel de datos de frecuencia mensual que abarca el periodo comprendido entre enero de 2018 y septiembre de 2025. La base de datos integra indicadores del sector bancario tradicional, métricas de crecimiento y adopción de Mercado Pago y variables macroeconómicas de control, permitiendo un análisis multidimensional de la concentración y la competencia en el mercado financiero argentino.

La fuente primaria de información para las variables bancarias proviene de la publicación «Información de Entidades Financieras» elaborada por el BCRA[23]. La publicación consolida la información presentada por las entidades en cumplimiento del régimen informativo aplicable, ofreciendo datos individuales y agregados que incluyen estados contables y el estado de situación de deudores. Para efectos de este informe, se ha utilizado la sección correspondiente al ranking de entidades financieras, el cual detalla los niveles de activos, préstamos, depósitos y patrimonio neto de cada institución [24].

Sobre la base de esta información, se calcularon indicadores de concentración utilizando el HHI tanto para el sistema en su conjunto como para segmentos específicos del mercado. En particular, se construyeron cuatro medidas complementarias: (i) el HHI total, considerando el agregado de las principales entidades del sistema; (ii) el HHI retail, enfocado exclusivamente en el segmento minorista; (iii) el HHI corporativo, (iv) el *share* retail agregado de los bancos tradicionales; y (v) los indicadores de concentración CR1 y CR4, que representan la cuota de mercado del banco líder y de las cuatro principales instituciones, respectivamente. Estas medidas permiten capturar la evolución de la estructura competitiva bajo distintas aproximaciones del mercado relevante.

Para incorporar la dimensión de la digitalización financiera, la base se complementó con indicadores de Mercado Pago. Se incluyeron métricas mensuales relativas al número de usuarios y a los saldos administrados por la plataforma, los cuales funcionan como variables proxy de penetración y expansión de las plataformas digitales de pagos y ahorro en competencia con la banca tradicional.

[23] Este documento constituye el pilar de transparencia del sistema, cuyo objeto es perfeccionar el flujo de información oportuna y completa entre los bancos, las autoridades de supervisión y los usuarios del sistema. La relevancia de esta fuente radica en que fomenta una gestión interna más eficiente y permite un análisis de crédito robusto, contribuyendo a la solidez del sistema y a la reducción de márgenes de intermediación. Para ver los informes publicados véase: `https://www.bcra.gob.ar/entidades-financieras/`

[24] A partir de dichos informes, se realizó un proceso sistemático de recolección y estructuración manual de datos mediante la descarga mensual de los documentos en formato PDF. El procesamiento implicó la extracción técnica de las tablas de rankings para cada período, la estandarización de nombres de entidades y la consolidación en una base homogénea de frecuencia mensual. Este procedimiento permitió construir una serie histórica consistente para el conjunto de bancos considerados en el análisis.

Finalmente, se integraron variables macroeconómicas de control provenientes del repositorio estadístico del BCRA y de organismos oficiales. Estas incluyen el tipo de cambio nominal promedio, la tasa de inflación mensual, la tasa Badlar y el nivel de depósitos del Sector Público No Financiero (SPNF). La incorporación de estas variables permite controlar por la volatilidad nominal, las condiciones de política monetaria y los cambios en el entorno macroeconómico que podrían afectar simultáneamente la estructura del mercado bancario y la dinámica de adopción de servicios financieros digitales.

8. Diseño Empírico

La estrategia de investigación adopta un enfoque cuantitativo basado en modelos de regresión lineal para evaluar la relación entre la penetración de Mercado Pago y la evolución de la estructura de concentración del sistema bancario argentino. El diseño empírico se apoya en un panel de datos de frecuencia mensual que contempla las principales entidades financieras del país durante el período 2018–2025[25].

Con el objetivo de reducir el ruido estadístico asociado a entidades de escala marginal o carácter estrictamente regional, se selecciona una muestra compuesta por las veinte entidades con mayor volumen de depósitos en el sistema. Esta delimitación responde a criterios de representatividad económica: a septiembre de 2025, dichas entidades concentran aproximadamente el 93,6 % del total de depósitos del sistema bancario.

8.1 Estrategia de Identificación, Segmentación y Efectos Esperados

La hipótesis central plantea que Mercado Pago opera como un sustituto cercano de determinados servicios provistos tradicionalmente por la banca orientada a personas, particularmente aquellos vinculados a la administración de saldos transaccionales y ahorro de corto plazo. En este marco, la estrategia empírica busca evaluar si el crecimiento en la adopción de Mercado Pago, medido a través del número de usuarios y los saldos administrados por la plataforma, se asocia con variaciones en la estructura de concentración del sistema bancario y, en particular, con cambios en la participación de mercado de las entidades con mayor exposición al segmento minorista.

No se postula necesariamente un efecto uniforme sobre la totalidad del sistema financiero. Por el contrario, se espera que cualquier efecto competitivo se manifieste con mayor intensidad en el segmento de banca de personas, donde la propuesta de valor digital, liquidez inmediata con remuneración de saldos, constituye un sustituto funcional más directo. Para aislar adecuadamente este efecto, resulta necesario distinguir entre distintos modelos de negocio bancario.

Siguiendo criterios de clasificación funcional y adaptando definiciones regulatorias comparables a las utilizadas por organismos supervisores internacionales[26], se segmentan las entidades en dos

[25] Si bien el universo de entidades reguladas por el BCRA supera las 70 instituciones por período, el análisis se focaliza en un subconjunto representativo bajo criterios de relevancia sistémica y participación de mercado.

[26] En este caso, se han utilizado las definiciones dadas por la Comisión para el Mercado Financiero (CMF), organismo autónomo encargado de la supervisión del sistema financiero chileno, con el objeto de clasificar las entidades según su

grandes categorías: (i) banca orientada a empresas y (ii) banca orientada a personas. Esta distinción responde a una dificultad metodológica relevante: los balances bancarios agregan depósitos de personas físicas y jurídicas, lo que puede ocultar dinámicas diferenciadas entre ambos segmentos. Dado que los depósitos corporativos suelen presentar montos unitarios significativamente mayores, un eventual proceso de sustitución tecnológica en el segmento minorista podría diluirse en el análisis del sistema total.

A partir de esta segmentación, se construyó una variable binaria (*Dummy Retail*) que adopta el valor 1 para las instituciones clasificadas como *Retail* y el valor 0 en caso contrario. Esta variable permite operacionalizar la distinción entre segmentos en el análisis econométrico y contrastar si los efectos asociados a la expansión de Mercado Pago se concentran donde la sustitución tecnológica resulta económicamente más plausible. La metodología de clasificación utilizada se detalla en el Apéndice 3.

8.2 Construcción de Variables de Concentración y Participación

A partir de la segmentación anterior, se generaron cuatro indicadores clave para el análisis econométrico:

(i) HHI General del Top 20 Corresponde al índice HHI calculado sobre el total de depósitos de las veinte principales entidades. Se utiliza como referencia sistémica, permitiendo contrastar la evolución de los segmentos específicos con la tendencia agregada del sistema bancario.

(ii) HHI Específico Retail Se construye mediante la re-normalización mensual de las cuotas de mercado, considerando exclusivamente las entidades clasificadas como Retail (Dummy = 1). Las participaciones individuales se ajustan de modo que la suma del subgrupo represente el 100 % del mercado minorista puro en cada mes. Posteriormente, se calcula el índice HHI sobre dichas cuotas reescaladas. Este indicador permite analizar la concentración interna del segmento donde la sustitución tecnológica resulta económicamente más plausible.

(iii) HHI corporativo Se calcula de forma análoga al anterior, pero restringiendo el universo a las entidades con Dummy = 0. Este índice captura la concentración interna del segmento con mayor orientación empresarial, permitiendo contrastar si la dinámica competitiva por los depósitos corporativos difiere de la observada en el segmento minorista.

(iv) Market Share Retail Representa la participación agregada de las entidades clasificadas como «Retail Puro» dentro del universo de los veinte principales bancos. Se calcula como la suma

modelo de negocio (orientación a personas versus empresas). Para más detalles véase: `https://www.cmfchile.cl/educa/621/w3-article-27155.html`

de los depósitos de las entidades con Dummy = 1 sobre el total de depósitos del Top 20 en cada período. Este indicador permite evaluar la evolución relativa del segmento minorista puro frente a la banca corporativa.

(v) Indicadores de concentración CR1 y CR4 Miden la cuota de mercado acumulada por el banco líder y los cuatro principales bancos del sistema, respectivamente. El CR1 permite identificar el grado de dominancia individual del incumbente líder, mientras que el CR4 captura la estructura oligopólica del núcleo del sistema. Ambos se construyen a partir de la participación porcentual de los depósitos de cada entidad sobre el total del Top 20.

8.3 Modelos de Serie Temporal - Concentración Agregada

Con el objetivo de evaluar la relación entre la expansión de Mercado Pago y la estructura de concentración del sistema bancario argentino, se estima un modelo de regresión lineal de frecuencia mensual. La especificación base se define de la siguiente forma:

$$\log(Y_t) = \alpha + \beta \log(MP_t + 1) + \gamma_1 \text{Inflación}_t + \gamma_2 \text{Badlar}_t + \gamma_3 \log(\text{TipoCambio}_t) + \delta_m + \varepsilon_t \quad (8.1)$$

- $\log(Y_t)$ corresponde a la variable dependiente en el mes t, que se reemplaza alternativamente por cada uno de los seis indicadores de concentración construidos: HHI Total, HHI Retail, HHI Corporativo, *Market Share Retail*, CR1 y CR4.
- $\log(MP_t + 1)$ corresponde a la métrica de penetración de Mercado Pago, introducida en forma logarítmica y medida alternativamente como número de usuarios o saldos administrados por la plataforma. La transformación logarítmica permite capturar efectos no lineales y reducir la influencia de valores extremos, dado el fuerte crecimiento observado durante el período.
- Inflación_t captura la variación mensual del nivel general de precios, controlando por el entorno de alta inflación que caracterizó al período analizado.
- Badlar_t representa la tasa de interés nominal promedio del sistema, incorporada para controlar por las condiciones de política monetaria vigentes en cada período.
- $\log(\text{TipoCambio}_t)$ corresponde al tipo de cambio nominal promedio, también en forma logarítmica, controlando por la volatilidad cambiaria propia del contexto macroeconómico argentino.
- δ_m denota efectos fijos mensuales, incorporados para controlar por patrones estacionales en la dinámica de los depósitos.

- ε_t es el término de error.

La hipótesis de interés se centra en el signo y significancia del parámetro β. Un coeficiente negativo y estadísticamente significativo indicaría que el crecimiento en la penetración de Mercado Pago se asocia con una reducción en el nivel de concentración bancaria del sistema. Este resultado sería consistente con la hipótesis de que la expansión de la plataforma opera como una fuerza desconcentradora, redistribuyendo cuotas de mercado desde los bancos líderes hacia el resto del sistema.

Esta especificación permite interpretar el coeficiente β como una elasticidad, es decir, el cambio porcentual en el indicador de concentración ante un cambio porcentual en la penetración de Mercado Pago.

8.4 Modelos de Panel Banco-Mes - Efectos sobre Balances Individuales

Con el objetivo de evaluar si la expansión de Mercado Pago se asocia con cambios en los balances individuales de los bancos, se estima un modelo de datos de panel de frecuencia mensual. A diferencia de los modelos de serie temporal, esta especificación explota la variación tanto temporal como transversal del panel, permitiendo controlar por características no observadas y constantes de cada entidad. La especificación base se define de la siguiente forma:

$$\log(Y_{it}) = \alpha + \beta \log(MP_t + 1) + \gamma_1 \text{Inflación}_t + \gamma_2 \text{Badlar}_t + \gamma_3 \log(\text{TipoCambio}_t) + \mu_i + \delta_m + \varepsilon_{it} \tag{8.2}$$

donde:

- $\log(Y_{it})$ corresponde al logaritmo de la variable de resultado del banco i en el mes t, reemplazada alternativamente por el volumen de depósitos, préstamos, activos y patrimonio neto de cada entidad.
- $\log(MP_t + 1)$ corresponde a la métrica de penetración de Mercado Pago, definida de manera idéntica a la especificación anterior.
- Inflación_t, Badlar_t y $\log(\text{TipoCambio}_t)$ son las variables de control macroeconómico, comunes a todos los bancos en cada período.
- μ_i denota efectos fijos por entidad, que absorben todas las características no observadas, constantes en el tiempo, propias de cada banco.

- δ_m denota efectos fijos mensuales, que controlan por factores agregados comunes a todas las entidades en cada período.
- ε_{it} es el término de error, con errores estándar clusterizados a nivel banco para corregir por posible correlación serial dentro de cada entidad.

La hipótesis de interés se centra nuevamente en el signo y significancia del parámetro β. Un coeficiente negativo y estadísticamente significativo sobre la variable de depósitos indicaría que la expansión de Mercado Pago se asocia con una contracción en el volumen de captación bancaria, consistente con un proceso de sustitución de depósitos hacia la plataforma digital. Por su parte, un coeficiente negativo sobre préstamos, activos o patrimonio neto sugeriría efectos más amplios sobre la actividad de intermediación de los bancos.

Adicionalmente, el modelo se estima de forma separada para el subgrupo de bancos clasificados como *Retail* (Dummy = 1), con el objetivo de evaluar si los efectos son más pronunciados en el segmento donde la competencia de Mercado Pago resulta funcionalmente más directa.

8.5 Modelo de Diferencias en Diferencias

Con el objetivo de evaluar si el efecto de la expansión de Mercado Pago fue diferencial entre bancos *retail* y corporativos, se estima un modelo de diferencias en diferencias (DiD). Esta especificación permite contrastar la evolución de los balances de los bancos más expuestos a la competencia de Mercado Pago (aquellos orientados al segmento minorista) respecto de aquellos con menor exposición directa, utilizando la entrada de la Cuenta Remunerada en septiembre de 2018 como evento de tratamiento.

La especificación se define de la siguiente forma:

$$\log(Y_{it}) = \alpha + \beta_1 \text{Post}_t + \beta_2 \text{Retail}_i + \beta_3 (\text{Post}_t \times \text{Retail}_i) + \gamma_1 \text{Inflación}_t + \gamma_2 \text{Badlar}_t + \gamma_3 \log(\text{TipoCambio}_t) + \mu_i + \delta_m + \varepsilon_{it} \quad (8.3)$$

donde:

- $\log(Y_{it})$ corresponde al logaritmo de la variable de resultado del banco i en el mes t, reemplazada alternativamente por depósitos, préstamos o activos totales.

- Post_t es una variable binaria que adopta el valor 1 a partir de septiembre de 2018, fecha de lanzamiento de la Cuenta Remunerada de Mercado Pago, y 0 en caso contrario.
- Retail_i es la variable binaria de clasificación construida en la sección anterior, que adopta el valor 1 para los bancos orientados al segmento minorista.
- $\text{Post}_t \times \text{Retail}_i$ es el término de interacción, cuyo coeficiente β_3 constituye el estimador DiD de interés. Captura el efecto diferencial del lanzamiento de Mercado Pago sobre los bancos *retail* respecto de los corporativos.
- El resto de los términos (controles macroeconómicos, efectos fijos por entidad μ_i y efectos fijos mensuales δ) se definen de manera idéntica a la especificación anterior.

La hipótesis de interés se centra en el signo y significancia de β_3. Un coeficiente negativo y estadísticamente significativo indicaría que, tras el lanzamiento de la Cuenta Remunerada, los bancos *retail* experimentaron una caída relativa en sus variables de resultado respecto de los bancos corporativos, lo cual sería consistente con un efecto competitivo diferencial de Mercado Pago sobre el segmento minorista.

La validez del diseño DiD descansa sobre el supuesto de tendencias paralelas, que establece que, en ausencia del tratamiento, la evolución de los bancos *retail* y corporativos habría sido similar. Este supuesto se evalúa de manera formal en la sección de resultados mediante un test de tendencias pre-tratamiento, cuyos resultados se presentan en el Apéndice 1.

9. Resultados

Esta sección presenta los resultados de las estimaciones econométricas descritas en el diseño empírico. El análisis se organiza en tres bloques principales. En primer lugar, se examinan los modelos de serie temporal que evalúan el impacto de la expansión de Mercado Pago sobre distintos indicadores de concentración bancaria agregada. En segundo lugar, se presentan los modelos de panel banco-mes que analizan los efectos sobre los balances individuales de las entidades. Finalmente, se exponen los resultados del modelo de diferencias en diferencias, orientado a identificar si el efecto competitivo de Mercado Pago fue diferencial entre bancos *retail* y corporativos.

9.1 Concentración Bancaria Total (log HHI Total)

La Tabla 3.1 presenta los resultados de la regresión de serie temporal donde la variable dependiente es el logaritmo del HHI calculado sobre el total de depósitos de las veinte principales entidades del sistema. Se estiman dos modelos: el Modelo Usuarios, que utiliza el número de usuarios de Mercado Pago como métrica de penetración, y el Modelo Saldos ARS, que emplea los saldos administrados por la plataforma en moneda local. Ambos modelos incluyen controles macroeconómicos, así como efectos fijos mensuales. El número de observaciones es de 82 en ambos casos, con un R^2 ajustado de 0,583 y 0,538 respectivamente, lo que indica que las especificaciones explican aproximadamente entre el 58 % y el 54 % de la variación en la concentración bancaria. Además, los resultados son robustos a la inclusión de una tendencia lineal, cuyo coeficiente no resulta estadísticamente significativo en ninguna especificación.

El coeficiente asociado a la penetración de Mercado Pago es negativo y altamente significativo en ambos modelos. En el Modelo Usuarios se obtiene un coeficiente de -0,066 ($p < 0,001$), mientras que en el Modelo Saldos ARS el valor es de -0,07 ($p < 0,001$). Esto implica que un aumento del 1 % en la penetración de Mercado Pago, ya sea medida en usuarios o en saldos, se asocia con una reducción de aproximadamente 0,07 % en el HHI total del sistema.

Para dimensionar la magnitud económica del efecto, el HHI promedio del sistema bancario durante el período analizado es de 1.174 puntos. Con un coeficiente de -0,066, un aumento del 10 % en el número de usuarios de Mercado Pago corresponde a una caída cercana a 0,66 % en el HHI, lo que equivale aproximadamente a 7,7 puntos en el índice de concentración.

Entre los controles, el logaritmo del tipo de cambio presenta un coeficiente positivo y significativo en ambos modelos, sugiriendo que los episodios de depreciación cambiaria tendieron a incrementar

la concentración bancaria, posiblemente por una reasignación de depósitos hacia las entidades más grandes en contextos de mayor incertidumbre.

Estos resultados son consistentes con la hipótesis central de la tesis: la expansión de Mercado Pago se asocia con una reducción estadísticamente robusta en la concentración del sistema bancario argentino. La magnitud del efecto, estable entre ambas métricas de penetración, sugiere que el resultado no es sensible a la forma en que se mide la presencia de la plataforma. Este hallazgo establece la referencia sistémica sobre la cual se analizan los resultados por segmento en las subsecciones siguientes.

Tabla 3.1: Determinantes de la concentración bancaria (log HHI total)

	M1 — Saldo ARS	M2 — Usuarios
log(MP Saldo ARS)	-0.0707***	
	(0.0106)	
log(MP Usuarios)		-0.0660***
		(0.0115)
Inflación mensual	-0.0066+	-0.0019
	(0.0034)	(0.0041)
Tasa BADLAR	0.0010	0.0005
	(0.0006)	(0.0006)
log(Tipo de Cambio)	0.1402***	0.0537
	(0.0357)	(0.0386)
Tendencia	0.0008	0.0009
	(0.0020)	(0.0021)
R^2	0.6275	0.6583
R^2 ajustado	0.5358	0.5742
Obs.	82	82
EF Mensual	Sí	Sí
Tendencia	Sí	Sí

Variable dependiente: log(HHI Total) — calculado sobre depósitos del Top 20

Errores estándar HAC (Newey-West, lag=4) entre paréntesis. Efectos fijos mensuales incluidos pero no reportados. + p < 0.1, * p < 0.05, ** p < 0.01, *** p < 0.001

+ p < 0.1, * p < 0.05, ** p < 0.01, *** p < 0.001

9.2 Concentración en el Segmento Retail (log HHI Retail)

La Tabla 3.2 presenta los resultados para el segmento minorista, donde la variable dependiente es el logaritmo del HHI calculado exclusivamente sobre los bancos clasificados como *retail*. El R^2 ajustado es de 0,454 para el Modelo Usuarios y 0,468 para el Modelo Saldos ARS, niveles algo

inferiores a los del modelo agregado, lo que refleja una mayor variabilidad idiosincrática en la dinámica de concentración del segmento minorista.

El coeficiente de penetración de Mercado Pago es negativo y altamente significativo en ambas especificaciones: -0,039 en el Modelo Usuarios y -0,045 en el Modelo Saldos ARS ($p < 0{,}001$ en ambos casos). Un incremento del 1 % en la penetración de Mercado Pago se asocia con una caída de entre 0,04 % y 0,05 % en la concentración interna del segmento retail. Entre los controles, el logaritmo del tipo de cambio vuelve a presentar un coeficiente positivo y significativo, mientras que la inflación y la tasa BADLAR no resultan significativas en este segmento.

En el contexto de la tesis, este resultado es especialmente relevante: la desconcentración no solo se verifica a nivel sistémico, sino también al interior del segmento donde la competencia de Mercado Pago resulta funcionalmente más directa. La magnitud del coeficiente es algo menor que la observada para el HHI Total, lo que sugiere que el efecto desconcentrador de Mercado Pago opera tanto a través de una redistribución entre segmentos como al interior del segmento minorista. En la subsección siguiente se examina si un patrón análogo se verifica en la banca corporativa.

Tabla 3.2: Determinantes de la concentración bancaria en el segmento retail

	M1 — Saldo ARS	M2 — Usuarios
log(MP Saldo ARS)	-0.0446***	
	(0.0107)	
log(MP Usuarios)		-0.0394***
		(0.0085)
Inflación mensual	-0.0039	-0.0009
	(0.0036)	(0.0040)
Tasa BADLAR	0.0008	0.0004
	(0.0006)	(0.0006)
log(Tipo de Cambio)	0.0918**	0.0363*
	(0.0290)	(0.0157)
R^2	0.5663	0.5549
R^2 ajustado	0.4677	0.4538
Obs.	82	82
EF Mensual	Sí	Sí

Variable dependiente: log(HHI Retail) — calculado sobre bancos con Dummy_Retail = 1

Errores estándar HAC (Newey-West, lag=4) entre paréntesis. Efectos fijos mensuales incluidos pero no reportados. + p < 0.1, * p < 0.05, ** p < 0.01, *** p < 0.001

+ p < 0.1, * p < 0.05, ** p < 0.01, *** p < 0.001

9.3 Concentración en el Segmento Corporativo (log HHI Corp)

La Tabla 3.3 presenta los resultados para el segmento corporativo, donde la variable dependiente es el logaritmo del HHI calculado sobre los bancos clasificados como corporativos. El R^2 ajustado es de 0,662 para el Modelo Usuarios y 0,485 para el Modelo Saldos ARS, siendo el primero el más elevado de las tres tablas hasta el momento, lo que indica que las variables incluidas explican con mayor precisión la dinámica de concentración en este segmento cuando se utiliza el número de usuarios como métrica de penetración.

El coeficiente de penetración de Mercado Pago nuevamente negativo y altamente significativo: -0,071 en el Modelo Usuarios y -0,063 en el Modelo Saldos ARS ($p < 0{,}001$ en ambos casos). Estos valores son los más elevados de las tres especificaciones, lo que implica que un aumento del 1 % en la penetración de Mercado Pago se asocia con una reducción de entre 0,06 % y 0,07 % en la concentración interna del segmento corporativo. A diferencia del segmento *retail,* la inflación mensual presenta aquí un coeficiente negativo y significativo en ambos modelos, sugiriendo que los períodos de mayor inflación tendieron a reducir la concentración en este segmento, posiblemente por una mayor dispersión en la gestión de liquidez corporativa.

Este resultado es llamativo desde el punto de vista de la hipótesis original, que anticipaba efectos más pronunciados en la banca *retail.* El hecho de que el coeficiente sea de mayor magnitud en el segmento corporativo sugiere que el proceso de desconcentración asociado a Mercado Pago no se circunscribe al segmento minorista, sino que tiene un alcance sistémico más amplio. Una posible interpretación es que la expansión de Mercado Pago generó un efecto indirecto sobre la banca corporativa, al presionar a los bancos *retail* (principales competidores en la captación de depósitos de personas) a ajustar sus estrategias, redireccionando recursos y alterando el equilibrio competitivo también en el segmento empresarial. Este hallazgo motiva el análisis de panel y el modelo de diferencias en diferencias.

9.4 Participación de Mercado del Segmento *Retail* (*Share Retail*)

La Tabla 3.4 presenta los resultados para el *share* agregado de depósitos de los bancos clasificados como *retail* dentro del Top 20. A diferencia de las tablas anteriores, la variable dependiente no se introduce en logaritmo, sino en niveles, por lo que los coeficientes se interpretan como cambios absolutos en la participación de mercado ante una variación porcentual en la penetración de Mercado Pago. El R^2 ajustado es de 0,340 para el Modelo Usuarios y 0,365 para el Modelo Saldos ARS, niveles inferiores a los de las tablas de HHI, lo que refleja que la participación agregada del segmento *retail* incorpora una mayor variabilidad no capturada por las covariables incluidas.

Tabla 3.3: Determinantes de la concentración en el segmento corporativo

	M1 — Saldo ARS	M2 — Usuarios
log(MP Saldo ARS)	-0.0625***	
	(0.0163)	
log(MP Usuarios)		-0.0708***
		(0.0114)
Inflación mensual	-0.0169**	-0.0130***
	(0.0051)	(0.0034)
Tasa BADLAR	0.0009	0.0004
	(0.0007)	(0.0005)
log(Tipo de Cambio)	0.1752**	0.1159***
	(0.0543)	(0.0275)
R^2	0.5802	0.7242
R^2 ajustado	0.4848	0.6616
Obs.	82	82
EF Mensual	Sí	Sí

Variable dependiente: log(HHI Corporativo) — calculado sobre bancos con Dummy_Retail = 0

Errores estándar HAC (Newey-West, lag=4) entre paréntesis. Efectos fijos mensuales incluidos pero no reportados. + p < 0.1, * p < 0.05, ** p < 0.01, *** p < 0.001

+ p < 0.1, * p < 0.05, ** p < 0.01, *** p < 0.001

El coeficiente de penetración de Mercado Pago es negativo y altamente significativo en ambas especificaciones: -0,0094 en el Modelo Usuarios y -0,0108 en el Modelo Saldos ARS ($p < 0{,}001$ en ambos casos). Esto implica que un aumento del 1 % en la penetración de Mercado Pago se asocia con una reducción de aproximadamente 0,94 a 1,08 puntos porcentuales en la participación agregada de los bancos *retail* sobre el total de depósitos del sistema. Entre los controles, el logaritmo del tipo de cambio presenta un coeficiente positivo y significativo en ambos modelos, mientras que la inflación y la tasa BADLAR no resultan significativas.

En el contexto de la tesis, este resultado ofrece una dimensión adicional a los hallazgos anteriores: la expansión de Mercado Pago no solo redujo la concentración interna del segmento minorista, sino que también achicó su participación relativa dentro del sistema bancario. Dicho de otro modo, a medida que Mercado Pago creció, los bancos *retail* perdieron terreno frente a los corporativos en términos de captación de depósitos, lo que es consistente con un proceso de sustitución tecnológica concentrado en el segmento de personas. Este resultado complementa los hallazgos de las Tablas 3.1 a 3.3 y refuerza la hipótesis de que el efecto competitivo de Mercado Pago opera con mayor intensidad sobre la banca orientada a individuos.

Tabla 3.4: Determinantes del share de depósitos en el segmento retail

	M1 — Saldo ARS	M2 — Usuarios
log(MP Saldo ARS)	-0.0108***	
	(0.0024)	
log(MP Usuarios)		-0.0094***
		(0.0023)
Inflación mensual	0.0000	0.0007
	(0.0008)	(0.0009)
Tasa BADLAR	0.0002	0.0001
	(0.0001)	(0.0001)
log(Tipo de Cambio)	0.0210*	0.0073
	(0.0082)	(0.0061)
R^2	0.4822	0.4625
R^2 ajustado	0.3645	0.3403
Obs.	82	82
EF Mensual	Sí	Sí

Variable dependiente: Share Retail (en niveles) — proporción de depósitos de bancos retail sobre total Top 20

Errores estándar HAC (Newey-West, lag=4) entre paréntesis. Efectos fijos mensuales incluidos pero no reportados. + p < 0.1, * p < 0.05, ** p < 0.01, *** p < 0.001

+ p < 0.1, * p < 0.05, ** p < 0.01, *** p < 0.001

9.5 Índices de Concentración CR1 y CR4 (Top 20)

La Tabla 3.5 presenta los resultados para los índices de concentración CR1 y CR4 calculados sobre el total de depósitos del Top 20. Cada columna dentro de cada modelo corresponde a una variable dependiente distinta: el CR1, que mide la participación del banco líder, y el CR4, que captura la participación acumulada de los cuatro principales bancos. Ambas variables se expresan en niveles. El R^2 ajustado varía entre 0,377 y 0,720 según la especificación, siendo los modelos de CR4 los que presentan mayor poder explicativo, con valores de 0,720 y 0,602 para el Modelo Usuarios y Saldos ARS respectivamente.

El coeficiente de penetración de Mercado Pago es negativo y altamente significativo en las cuatro especificaciones. Para el CR1, los coeficientes son -0,0140 y -0,0160 en el Modelo Usuarios y Saldos ARS respectivamente; para el CR4, los valores son -0,0141 y -0,0138 ($p < 0{,}001$ en todos los casos). Esto implica que un aumento del 1 % en la penetración de Mercado Pago se asocia con una reducción de aproximadamente 1,4 a 1,6 puntos porcentuales en la participación del banco líder, y de entre 1,4 y 1,5 puntos porcentuales en la participación acumulada de los cuatro principales bancos. El logaritmo del tipo de cambio presenta un coeficiente positivo y significativo en todas las especificaciones, replicando el patrón observado en las tablas anteriores.

En el contexto de la tesis, estos resultados refuerzan de manera contundente la hipótesis de desconcentración. La caída simultánea del CR1 y el CR4 indica que el efecto competitivo de Mercado Pago no se limita a erosionar la posición del banco líder (Banco Nación, como se documentó en la sección descriptiva), sino que se extiende al conjunto de los cuatro principales incumbentes del sistema. En conjunto con los resultados de las Tablas 3.1 a 3.4, este hallazgo consolida una imagen coherente y robusta: la expansión de Mercado Pago se asocia con una redistribución de cuotas de mercado desde los bancos más grandes hacia el resto del sistema, tanto a nivel agregado como en el segmento minorista. Los resultados para CR1 y CR4 del segmento *retail* se presentan en el Anexo 5 y son cualitativamente consistentes con los aquí reportados.

9.6 Análisis de Robustez: Panel con Distintas Variables Dependientes

Para evaluar si el efecto competitivo de Mercado Pago trasciende el mercado de depósitos, se estiman modelos de panel banco-mes con cuatro variables dependientes alternativas: el logaritmo de los depósitos, los préstamos, los activos totales y el patrimonio neto. Todas las especificaciones incluyen efectos fijos por banco y por mes, una tendencia lineal y errores estándar clusterizados a nivel banco. La tendencia lineal cumple un rol central en la identificación: permite controlar por el crecimiento nominal del sistema asociado a la inflación, de modo que el coeficiente de Mercado Pago captura el efecto neto sobre cada variable una vez removida esa dinámica secular.

Tabla 3.5: Determinantes de la concentración – CR1 y CR4

	CR1		CR4	
	M1	M2	M1	M2
log(MP Saldo ARS)	-0.0160***		-0.0138***	
	(0.0039)		(0.0027)	
log(MP Usuarios)		-0.0140***		-0.0141***
		(0.0031)		(0.0019)
Inflación mensual	-0.0010	0.0001	-0.0020**	-0.0011*
	(0.0013)	(0.0015)	(0.0006)	(0.0004)
Tasa BADLAR	0.0002	0.0001	0.0003*	0.0002*
	(0.0002)	(0.0002)	(0.0001)	(0.0001)
log(Tipo de Cambio)	0.0366**	0.0164*	0.0253***	0.0104***
	(0.0115)	(0.0070)	(0.0067)	(0.0029)
R^2	0.5170	0.4925	0.6759	0.7716
R^2 ajustado	0.4072	0.3772	0.6022	0.7196
Obs.	82	82	82	82
EF Mensual	Sí	Sí	Sí	Sí

M1 = log(MP Saldo ARS); M2 = log(MP Usuarios)

Errores estándar HAC (Newey-West, lag=4) entre paréntesis. Efectos fijos mensuales incluidos pero no reportados. + p < 0.1, * p < 0.05, ** p < 0.01, *** p < 0.001

+ p < 0.1, * p < 0.05, ** p < 0.01, *** p < 0.001

Los resultados, presentados en la Tabla 3.6, muestran un patrón consistente y económicamente coherente a lo largo de todas las variables dependientes. El coeficiente asociado a la penetración de Mercado Pago es negativo y estadísticamente significativo en todas las especificaciones, independientemente de si la penetración se mide por saldos administrados o por número de usuarios.

En el caso de los depósitos, el coeficiente es de -0.103 cuando se mide por saldos y de -0.151 cuando se mide por usuarios, ambos significativos al 0.1 %. Controlando por la tendencia temporal del sistema, la expansión de Mercado Pago se asocia con una contracción relativa de la captación bancaria. Esto sugiere que el crecimiento nominal de los depósitos durante el período se explicaba en buena medida por la dinámica inflacionaria, y que una vez removida esa tendencia, los bancos crecieron menos de lo que habrían crecido en ausencia de la competencia de Mercado Pago.

El efecto sobre los préstamos es negativo, significativo y de mayor magnitud que el observado en depósitos: -0.219 con saldos y -0.327 con usuarios. Este resultado es coherente con la interpretación desarrollada en secciones anteriores: Mercado Pago compite en el mercado de crédito minorista desde una posición regulatoria más flexible, presionando los márgenes bancarios sin estar sujeto a las restricciones prudenciales que pesan sobre la banca tradicional. La magnitud del coeficiente sugiere que el canal crediticio es el más afectado por la competencia Fintech.

Los activos totales muestran un patrón similar al de los depósitos, con coeficientes de -0.102 y -0.154, ambos significativos al 0.1 %. Este resultado es coherente con el hecho de que los activos

bancarios están compuestos principalmente por préstamos y tenencias de instrumentos financieros. Si el crédito se contrae, el tamaño del balance bancario se reduce proporcionalmente.

Finalmente, el patrimonio neto presenta coeficientes negativos, pero de menor magnitud y significancia más débil (-0.034+ con saldos y -0.048* con usuarios). Esto es esperable: el patrimonio neto responde con mayor rezago a los cambios en el negocio bancario, y su dinámica está influida por decisiones de capitalización y distribución de utilidades que van más allá de la presión competitiva de corto plazo.

En conjunto, los resultados de robustez presentan una imagen consistente: controlando por la tendencia secular del sistema, la expansión de Mercado Pago se asocia con contracciones en todas las dimensiones del balance bancario analizadas, con el crédito como el canal de mayor magnitud. Este patrón es coherente con la hipótesis de que Mercado Pago no solo redistribuye cuotas de mercado entre entidades, sino que comprime el tamaño agregado del negocio bancario en términos reales.

Tabla 3.6: Panel de datos – Robustez con distintas variables dependientes (con tendencia lineal)

	log(Depósitos)		log(Préstamos)		log(Activos)		log(Patr. Neto)	
	M1	M2	M1	M2	M1	M2	M1	M2
log(MP Saldo ARS)	-0.1027***		-0.2193***		-0.1017***		-0.0335+	
	(0.0201)		(0.0179)		(0.0153)		(0.0178)	
log(MP Usuarios)		-0.1513***		-0.3272***		-0.1536***		-0.0479*
		(0.0280)		(0.0233)		(0.0225)		(0.0210)
Inflación	-0.0225**	-0.0138*	-0.0544***	-0.0357***	-0.0239***	-0.0152**	-0.0087*	-0.0059*
	(0.0064)	(0.0054)	(0.0044)	(0.0035)	(0.0048)	(0.0039)	(0.0034)	(0.0028)
Badlar	0.0024**	0.0012+	0.0018	-0.0007	0.0028***	0.0016***	0.0005	0.0002
	(0.0008)	(0.0007)	(0.0011)	(0.0011)	(0.0005)	(0.0004)	(0.0008)	(0.0008)
log(Tipo de Cambio)	0.8619***	0.6996***	1.3147***	0.9655***	0.9651***	0.8019***	0.8953***	0.8433***
	(0.0862)	(0.0743)	(0.0877)	(0.0904)	(0.0680)	(0.0565)	(0.0631)	(0.0487)
Tendencia	0.0267***	0.0319***	0.0176***	0.0292***	0.0226***	0.0281***	0.0267***	0.0283***
	(0.0022)	(0.0022)	(0.0035)	(0.0039)	(0.0014)	(0.0014)	(0.0035)	(0.0029)
Obs.	1640	1640	1640	1640	1640	1640	1640	1640
EF Banco	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
EF Mes	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
Tendencia	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí

Efectos fijos por banco y mes incluidos pero no reportados. Errores estándar clusterizados a nivel banco entre paréntesis. + p < 0.1, * p < 0.05, ** p < 0.01, *** p < 0.001

[†] Efectos fijos por banco y mes | SE clusterizados a nivel banco | 1.640 obs. | 20 bancos

+ p < 0.1, * p < 0.05, ** p < 0.01, *** p < 0.001

10. Conclusiones

10.1 Síntesis de Resultados

Los resultados presentados en esta sección ofrecen una imagen coherente y robusta del impacto de Mercado Pago sobre la estructura del sistema bancario argentino. En conjunto, la evidencia apunta en tres direcciones complementarias.

En primer lugar, la expansión de Mercado Pago se asocia con una desconcentración estadísticamente significativa del sistema bancario, documentada de manera consistente a través de múltiples indicadores: HHI total, HHI *retail*, HHI corporativo, share *retail*, CR1 y CR4. Este resultado es estable ante distintas métricas de penetración, tanto en usuarios y saldos administrado, y se verifica tanto a nivel agregado como al interior de cada segmento, lo que sugiere que el efecto desconcentrador tiene un alcance sistémico y no se circunscribe a un subgrupo particular de entidades. Sin embargo, la magnitud de los coeficientes estimados es acotada, lo que invita a una interpretación más cuidadosa: en la sección siguiente se argumenta que el diseño regulatorio vigente, y en particular el encaje del 100 %, actúa como un freno de mano sobre la competencia de MP, conteniendo el alcance del efecto desconcentrador que los datos permiten identificar.

En segundo lugar, los modelos de panel banco-mes con tendencia lineal revelan que la expansión de Mercado Pago se asocia con contracciones estadísticamente significativas en todas las dimensiones del balance bancario analizadas: depósitos, préstamos, activos y patrimonio neto. Al controlar por la tendencia temporal del sistema, que captura el crecimiento nominal de los balances asociado a la inflación, el efecto neto de MP sobre la captación bancaria resulta negativo, lo que sugiere que los bancos crecieron menos de lo que habrían crecido en ausencia de la competencia Fintech. El canal de mayor magnitud es el crediticio: el coeficiente sobre préstamos (-0.219 con saldos, -0.327 con usuarios) aproximadamente duplica al observado en depósitos (-0.103 y -0.151 respectivamente), lo que es coherente con la hipótesis de que Mercado Pago presiona los márgenes bancarios en el mercado de crédito minorista desde una posición regulatoria más flexible.

En tercer lugar, el modelo de diferencias en diferencias no encuentra evidencia de un efecto diferencial significativo entre bancos *retail* y corporativos, lo que es consistente con la interpretación de Mercado Pago como un shock sistémico que afectó al conjunto del mercado bancario con independencia del modelo de negocio de cada entidad.

En conjunto, estos hallazgos son consistentes con la hipótesis central de la tesis: Mercado Pago constituye una fuerza competitiva que ha reconfigurado la estructura del sistema bancario argen-

tino, redistribuyendo cuotas de mercado, comprimiendo el crédito bancario y reduciendo la concentración del sistema. Controlando por la dinámica inflacionaria del período, la evidencia sugiere además que la expansión de la plataforma se asocia con una contracción relativa del negocio bancario en términos reales, con el mercado de préstamos como el canal de transmisión de mayor intensidad.

10.2 Interpretación: los resultados a la luz del marco regulatorio

Los hallazgos empíricos adquieren mayor profundidad cuando se los interpreta en el contexto del marco regulatorio analizado en la Sección 3. Lejos de ser resultados sorprendentes, los tres hallazgos principales son exactamente lo que el diseño institucional del sistema financiero argentino permite predecir.

El primer resultado, la contracción relativa de los depósitos bancarios asociada a la expansión de Mercado Pago, una vez controlada la tendencia temporal del sistema, refleja la tensión entre dos fuerzas regulatorias que operan en direcciones opuestas. Por un lado, el encaje del 100 % establecido por la Comunicación A 7429 obliga a los PSP a mantener la totalidad de los fondos transaccionales de sus usuarios depositados en cuentas a la vista dentro de entidades bancarias, lo que devuelve al sistema bancario cada peso transferido a la billetera virtual. Por otro lado, ese mismo diseño no impide que MP dispute la relación con el cliente y la captación de ahorro minorista. El resultado neto, controlada la dinámica inflacionaria, es que los bancos crecieron menos de lo que habrían crecido en ausencia de la competencia Fintech. En otras palabras, el encaje amortigua el daño pero no lo elimina.

La desconcentración del sistema, por su parte, es coherente con las asimetrías regulatorias documentadas en el Bloque I de la Sección 3. El techo implícito de tasas pasivas impuesto por SEDESA impidió que los bancos respondieran a la presión competitiva de Mercado Pago elevando sus rendimientos. Al no poder competir vía precios, los bancos más grandes perdieron cuota de mercado de forma gradual y sostenida. La regulación que debía proteger a los depositantes terminó siendo, paradójicamente, uno de los factores que aceleró la redistribución de mercado.

Sin embargo, la magnitud acotada de los coeficientes estimados invita a una lectura adicional. El encaje del 100 % no solo protege al sistema bancario devolviendo los fondos a su balance, sino que también limita estructuralmente la capacidad competitiva de Mercado Pago. Al obligar a los PSP a inmovilizar la totalidad de los fondos de sus usuarios en cuentas bancarias, la norma les impide rentabilizar esos recursos y reinvertirlos en mejores condiciones para el usuario. En ausencia de esa restricción, MP tendría mayor margen para ofrecer rendimientos más atractivos, captar una proporción más amplia del ahorro minorista y ejercer una presión competitiva más intensa sobre los

bancos. En ese sentido, los coeficientes pequeños son la huella estadística del encaje actuando simultáneamente como protector del sistema bancario y como contenedor de la competencia Fintech. La presión desconcentradora de MP es real y estadísticamente robusta, pero su potencial pleno está estructuralmente acotado por el diseño regulatorio vigente.

La contracción del crédito bancario asociada a la expansión de Mercado Pago es el hallazgo de mayor magnitud y el que requiere un mecanismo de transmisión más cuidadoso[27]. Mercado Pago tiene prohibido usar los depósitos de sus usuarios para prestar, por lo que debe fondearse con capital propio o mercado de capitales, lo que le sale más caro que a un banco. Sin embargo, esa desventaja de costo se ve compensada por una ventaja regulatoria significativa: al no prestar dinero de depositantes, MP no está sujeto a regulación microprudencial ni macroprudencial, lo que le permite competir en el mercado de crédito minorista con mayor flexibilidad operativa y estructurar productos que los bancos no pueden replicar bajo su marco regulatorio (BID, 2020)[28]. El resultado es una competencia asimétrica en el mercado crediticio: MP presiona los márgenes bancarios en préstamos personales sin que los bancos puedan compensarlo por el lado del fondeo, ya que el encaje del 100 % les devuelve los depósitos automáticamente, pero sin el margen de intermediación que los haría rentables.

En conjunto, los hallazgos permiten responder una pregunta que subyace a todo el debate regulatorio: ¿es Mercado Pago un competidor o un complemento de la banca tradicional? La respuesta que emerge de los datos es que es fundamentalmente un competidor, pero con intensidad diferenciada según el mercado. En el mercado de fondeo, el encaje del 100 % amortigua el efecto competitivo devolviendo los fondos al sistema bancario. Si bien no lo elimina, como muestra el coeficiente negativo en depósitos una vez controlada la tendencia. En el mercado de la relación con el cliente y en el mercado crediticio, la competencia es directa, creciente y de mayor magnitud: MP desconcentra el sistema captando usuarios que antes operaban exclusivamente con bancos, y comprime los márgenes crediticios desde una posición regulatoria más flexible.

La distinción es crucial para el diseño regulatorio. La amortiguación en el fondeo no es estructural

[27] La mayor magnitud de la contracción en el volumen de préstamos de la banca tradicional se explica estructuralmente por la «ventaja informacional» de las plataformas tecnológicas frente a las fricciones del modelo de evaluación bancario. Mientras los bancos dependen de historiales crediticios formales que excluyen sistemáticamente a los sectores informales o sub-bancarizados, plataformas como Mercado Libre emplean *big data* y *machine learning* de su propio ecosistema para evaluar el riesgo en tiempo real. Evidencia empírica para Argentina demuestra que el 30 % de la cartera financiada por Mercado Crédito habría sido clasificada como de «alto riesgo» y rechazada por los burós bancarios tradicionales, a pesar de registrar una tasa de incobrabilidad de apenas el 2,8 % (Frost et al., 2019). Esta superioridad tecnológica en la selección de prestatarios valida la hipótesis de sustitución, desplazando a los bancos incumbentes en la originación de créditos (Ben Naceur et al., 2023). En consecuencia, es consistente con la literatura empírica internacional que la irrupción Fintech erosione de forma significativa y con mayor magnitud la participación de mercado de la banca tradicional en el segmento de préstamos, sin producir necesariamente un efecto de desplazamiento equivalente sobre los márgenes de depósito (Qi, Yang y Wang, 2022).

[28] Cuando un banco presta, está sujeto a regulación microprudencial, orientada a evitar que asuma riesgos excesivos con el dinero de sus depositantes, y a regulación macroprudencial, que limita el multiplicador bancario. Mercado Pago, al no prestar dinero de depositantes, no está sujeto a ninguna de esas restricciones (BID, 2020).

ni permanente. Por el contrario, es el resultado directo de una norma específica, la Comunicación A 7429, que podría modificarse. Si el encaje se flexibiliza o desaparece, la frontera entre competencia amortiguada y competencia plena se desplaza: MP podría empezar a retener fondos, intermediar directamente y convertirse en un sustituto aún más directo de la banca. Los datos actuales muestran que ese proceso ya está en marcha en términos relativos, los bancos crecen menos de lo que habrían crecido en ausencia de la competencia Fintech, y que su intensidad depende en buena medida del diseño regulatorio vigente.

10.3 Implicancias de política pública

Los resultados de esta tesis tienen tres implicancias directas para el diseño regulatorio del sistema financiero argentino.

La primera es avanzar hacia una regulación por actividad. El principio *same activity, same risk, same regulation* cobra especial relevancia a la luz de la evidencia presentada. Si Mercado Pago compite funcionalmente con los bancos por el ahorro minorista y el crédito, no existe justificación económica para que enfrente exigencias prudenciales sustancialmente menores. La asimetría regulatoria actual no solo distorsiona la competencia, sino que genera riesgos sistémicos al permitir que un actor de escala bancaria opere fuera del perímetro de supervisión prudencial. Una reforma en esta dirección debería contemplar requisitos de capital proporcionales al riesgo transaccional, exigencia de objeto social único y extensión del seguro de depósitos a los usuarios de plataformas digitales.

La segunda implicancia refiere a la protección de los usuarios de PSP. La evidencia muestra que más de 20 millones de argentinos mantienen saldos en Mercado Pago sin contar con la red de seguridad que protege a los depositantes bancarios. La ausencia de un seguro de depósitos equivalente y la segregación meramente operativa de los fondos expone a millones de ahorristas minoristas a un riesgo de contraparte que probablemente desconocen. Una reforma mínima en este sentido debería exigir la constitución de un patrimonio de afectación independiente para los fondos de los usuarios, desvinculando su suerte de la solvencia de la plataforma.

La tercera implicancia concierne al diseño del encaje como variable de política activa. Los resultados de esta tesis muestran que el encaje del 100 % establecido por la Comunicación A 7429 cumple un doble rol: por un lado, amortigua el efecto competitivo de MP sobre el fondeo bancario al devolver los fondos al balance de los bancos; por otro, limita estructuralmente la capacidad competitiva de las plataformas al impedirles rentabilizar los recursos que administran. Sin embargo, esa amortiguación no elimina la competencia. Al incorporar la tendencia temporal del sistema, la expansión de MP se asocia igualmente con una contracción relativa de los depósitos, los préstamos y los activos bancarios. El encaje reduce la intensidad de la competencia, pero no la neutraliza. Modificarlo

sin un marco adecuado podría amplificar significativamente esos efectos.

El debate académico refleja posiciones encontradas. Farinati critica el encaje del 100 % por considerarlo una intervención sin sustento técnico claro que destruye rentabilidad innecesariamente, y propone esquemas alternativos que preserven la seguridad de los fondos sin requerir inmovilización total (Farinati, s.f). Kiguel (2024) advierte, en cambio, que cualquier flexibilización sin regulación prudencial equivalente amplificaría el riesgo sistémico: si los PSP pudieran retener y rentabilizar parte de los fondos de sus usuarios, estarían realizando intermediación financiera de facto sin las salvaguardas que esa actividad requiere (Kiguel, 2024). Liendo y Sturzenegger enmarcan el problema de forma más amplia: el encaje es una intervención excesiva que debería reducirse junto con otras cargas regulatorias sobre el sistema (Liendo y Sturzenegger, 2020).

La evidencia empírica de esta tesis permite articular una posición concreta en ese debate. La recomendación tiene dos componentes inseparables.

El primero es la flexibilización del encaje: el esquema actual del 100 % es más restrictivo de lo necesario para cumplir su rol de amortiguador sistémico. Un esquema de reserva fraccionaria, calibrado al perfil de riesgo de los PSP y similar en lógica al aplicado a los bancos, permitiría a las plataformas rentabilizar parte de los fondos que administran sin necesidad de canalizarlos íntegramente hacia FCI *money market*. Eso reduciría la asimetría de costos entre bancos y Fintech en el mercado crediticio, y daría sustento a una competencia más equilibrada. La evidencia sugiere que esa competencia ya existe y es significativa, la flexibilización del encaje simplemente la haría más transparente y simétrica.

El segundo componente es la adopción simultánea de tres condiciones que deben acompañar cualquier flexibilización del encaje. Primero, requisitos de capital mínimo proporcionales al riesgo transaccional, para que los PSP puedan absorber pérdidas inesperadas sin trasladarlas a sus usuarios. Segundo, exigencia de objeto social único, para aislar legalmente los fondos de los usuarios del resto del grupo económico y evitar contagios desde otras líneas de negocio. Tercero, extensión del seguro de depósitos a los usuarios de PSP, para que la mayor flexibilidad operativa no se traduzca en mayor desprotección para los ahorristas minoristas. Sin estas tres condiciones, flexibilizar el encaje convertiría a MP en un banco de facto sin las salvaguardas de un banco. Con ellas, la reforma nivela la cancha regulatoria y permite que la relación actual entre Fintech y banca evolucione hacia una competencia más equilibrada, supervisada y sostenible.

10.4 Limitaciones y agenda futura

Como todo trabajo empírico, esta tesis enfrenta limitaciones que acotan el alcance de sus conclusiones y abren líneas de investigación futura.

La primera limitación concierne a la clasificación de entidades en segmentos *retail* y corporativo. El criterio adoptado combina tres indicadores cuantitativos con un análisis cualitativo del modelo de negocio de cada entidad, lo que permite capturar con mayor precisión la orientación real de cada institución, pero introduce un componente de juicio que limita la replicabilidad de la clasificación y abre margen para discrepancias en casos extremos. Bancos como Galicia o Santander, por ejemplo, presentan perfiles mixtos que el criterio adoptado resuelve con fundamento, pero no de forma inequívoca. Esta limitación tiene implicancias sobre el modelo de diferencias en diferencias: la ausencia de efectos diferenciales entre segmentos puede reflejar que el shock de MP fue genuinamente sistémico, pero también podría deberse en parte a que la clasificación no capturó con suficiente precisión la heterogeneidad real entre modelos de negocio. Futuras investigaciones podrían refinar esta segmentación incorporando datos desagregados de depósitos por tipo de depositante, que el BCRA no publica de forma sistemática pero que permitirían una distinción más limpia entre ambos segmentos.

La segunda limitación concierne a la medición de la competencia vía precios. La revisión de literatura presentada en la Sección 2 identifica el *pass-through* de la tasa de política monetaria hacia las tasas bancarias como el indicador central de competencia en los mercados de depósitos. Si bien esta tesis estima ese mecanismo diferenciando el período previo y posterior a la entrada de Mercado Pago, el ejercicio utiliza la tasa BADLAR de bancos privados como variable dependiente, que refleja el costo del fondeo mayorista y no necesariamente las condiciones ofrecidas al ahorrista minorista. La ausencia de series históricas de tasas pasivas desagregadas por entidad y producto impidió realizar el análisis sobre el segmento más directamente expuesto a la competencia de la plataforma. Incorporar esa dimensión constituye la extensión más valiosa de este trabajo: estimar si la entrada de Mercado Pago aceleró el traspaso de los cambios en la tasa de referencia hacia las tasas minoristas bancarias permitiría una evaluación más directa del efecto competitivo sobre el precio del ahorro.

La tercera y más fundamental limitación es la identificación causal. Las regresiones de serie de tiempo estiman correlaciones entre la penetración de Mercado Pago y los indicadores de concentración bancaria, pero en un contexto macroeconómico tan volátil como el argentino, resulta difícil descartar que ambas series respondan a factores comunes no observados. El modelo de diferencias en diferencias buscó atacar ese problema, pero el supuesto de tendencias paralelas no se verifica estrictamente en los datos, lo que limita la interpretación causal de ese ejercicio. Diseños alternativos que aprovechen variación geográfica en la penetración de Mercado Pago, por ejemplo, diferencias en la cobertura de internet móvil o en la densidad de comercios con QR entre provincias, podrían ofrecer una identificación más limpia del efecto causal en investigaciones futuras.

Más allá de las limitaciones señaladas, esta tesis abre varias líneas de investigación futura. La primera es medir el efecto causal de regulaciones específicas sobre la dinámica competitiva: el encaje del 100 %, el techo de SEDESA y la interoperabilidad forzada de Transferencias 3.0 son

intervenciones con fechas de implementación precisas que podrían explotarse como experimentos naturales para identificar sus efectos sobre la concentración bancaria y las tasas pasivas. La segunda línea concierne a la competencia en dimensiones no capturadas por los depósitos: medir si la presencia de Mercado Pago aceleró la innovación de producto en los bancos tradicionales, en áreas como seguros, inversiones o crédito hipotecario, o si los llevó a especializarse en segmentos donde la plataforma no compite directamente. La tercera refiere a las respuestas estratégicas de la banca: analizar cómo respondieron los distintos bancos individualmente, si aceleraron su digitalización, ajustaron su mix de captación o lanzaron productos competidores, diferenciando por tamaño, modelo de negocio y estructura de propiedad. En conjunto, estas líneas de investigación permitirían construir una comprensión más completa de cómo la industria bancaria argentina se está adaptando a un entorno competitivo que esta tesis documenta pero que aún no ha terminado de desplegarse.

Finalmente, cabe destacar que la metodología desarrollada en esta tesis es directamente replicable en otros países donde plataformas digitales de escala similar compiten con la banca tradicional. Los casos de Nubank en Brasil, Mercado Pago en México o Nu en Colombia presentan dinámicas estructuralmente análogas a las documentadas para Argentina, con distintos marcos regulatorios y distintos grados de bancarización previa. Aplicar el mismo diseño empírico a esos contextos permitiría construir evidencia comparada sobre si los efectos desconcentradores identificados en esta tesis son específicos al caso argentino o constituyen un patrón más general de la competencia Fintech en economías emergentes.

Dicho esto, los resultados de esta tesis constituyen evidencia cuantitativa sistemática sobre un fenómeno que hasta ahora había sido analizado principalmente de forma descriptiva en Argentina. La irrupción de Mercado Pago no es un episodio aislado: es parte de una transformación global en la que las plataformas digitales están redefiniendo los límites de la intermediación financiera. Entender cómo esa transformación afecta la estructura competitiva de los sistemas bancarios, y diseñar marcos regulatorios que capturen sus beneficios sin amplificar sus riesgos, es uno de los desafíos más relevantes de la economía financiera contemporánea. Esta tesis es un paso en esa dirección.

Referencias Bibliograficas y Bibliografia

Arias, R., Finn, M., y Pasqualini, M. S. (2024). *Innovación y Regulación en el Sistema Financiero* (Documento de Trabajo Nº 8). Centro de Asuntos Fiscales.

Bejar, P., Ishi, K., Komatsuzaki, T., Shibata, I., Sin, J., y Tambunlertchai, S. (2022). Can Fintech Foster Competition in the Banking System in Latin America and the Caribbean? *Latin American Journal of Central Banking, 3*(2), 100061.

Ben Naceur, S., Candelon, B., Elekdag, S., y Emrullahu, D. (2023). *Is FinTech Eating the Bank's Lunch?* (IMF Working Paper WP/23/239). International Monetary Fund.

Berger, A. N., Demirgüç-Kunt, A., Levine, R., y Haubrich, J. G. (2004). Bank Concentration and Competition: An Evolution in the Making. *Journal of Money, Credit and Banking, 36*(3), 433-451.

Boot, A. W. A. (2017). The Future of Banking: From Scale & Scope Economies to Fintech. *European Economy - Banks, Regulation, and the Real Sector, 2017*(2), 77-95.

Greg Buchak & Jiayin Hu & Shang-Jin Wei, 2021. «FinTech as a Financial Liberator,» NBER Working Papers 29448, National Bureau of Economic Research, Inc.

Burgos, M., y Malic, E. (2022). La irrupción de MercadoPago en el sistema bancario argentino. En J. Zícari (Dir.), *República Mercado Libre. La empresa más grande de la Argentina y los riesgos de la economía de plataformas* (pp. 171-186). Ediciones Callao.

Farinati, E. N. (s.f.). Las fintech frente al derecho bancario y el sistema nacional de pagos. Un rompecabezas para armar. *DECONOMI, Año V*(15). Facultad de Derecho, Universidad de Buenos Aires.

Frost, J. (2020). The economic forces driving fintech adoption across countries. En M. King & R. Nesbitt (Eds.), *The Technological Revolution in Banking*. University of Toronto Press.

Kiguel, M. (2024). *Informe especial sobre las oportunidades de regulación de los Proveedores de Servicios de Pago que ofrecen Cuentas de Pago en la Argentina*. Econviews / Asociación de Bancos Argentinos (ADEBA).

Li, L., Gao, W., y Gu, W. (2023). Fintech, bank concentration and commercial bank profitability: Evidence from Chinese urban commercial banks. *Finance Research Letters, 57*, 104234. `https://doi.org/10.1016/j.frl.2023.104234`

Liendo, H., y Sturzenegger, F. (2020). *A Practitioner's Guide to Efficiency and Competition Policies in Banking Based on Argentina's experience 2015-2019* (Documento de Trabajo Nº 142). Universidad de San Andrés.

Navaretti, G. B., Calzolari, G., y Pozzolo, A. F. (2017). FinTech and Banks: Friends or Foes? *European Economy - Banks, Regulation, and the Real Sector, 2017*(2), 9-30.

Qi, H., Yang, K., y Wang, W. (2022). Does Fintech change the market power of traditional banks in China? *Journal of Business Economics and Management.* `https://api.semanticscholar.org/CorpusID:251959583`

Qiao, Chengzhi, 2025. «Can banking concentration improve regional FinTech development?,» International Review of Financial Analysis, Elsevier, vol. 99(C).

Restoy, F. (2021). *Fintech regulation: how to achieve a level playing field* (FSI Occasional Paper No. 17). Financial Stability Institute, Bank for International Settlements.

Sánchez, M. S. (2024). Cuando las inversiones se popularizan: Finanzas digitales e inversores amateurs en Argentina [Facing inflation in times of digital finance: Monetary plurality and financial repertoires]. *Estudios Sociológicos, 42*, 1-26.

Vives, X. (2017). The Impact of Fintech on Banking. *European Economy - Banks, Regulation, and the Real Sector, 2017*(2), 97-105.

Wasserman, M. L. E., y Salazar Acosta, L. M. (2024). Medios de pago y economía de plataformas: explorando la digitalización del dinero en la historia argentina reciente. *EJES, 9*(16), 1-27.

Mansilla-Fernández, J. M. (2017). A Bird Eye (Re)view of Key Readings. *European Economy - Banks, Regulation, and the Real Sector, 2017*(2), 51-61.

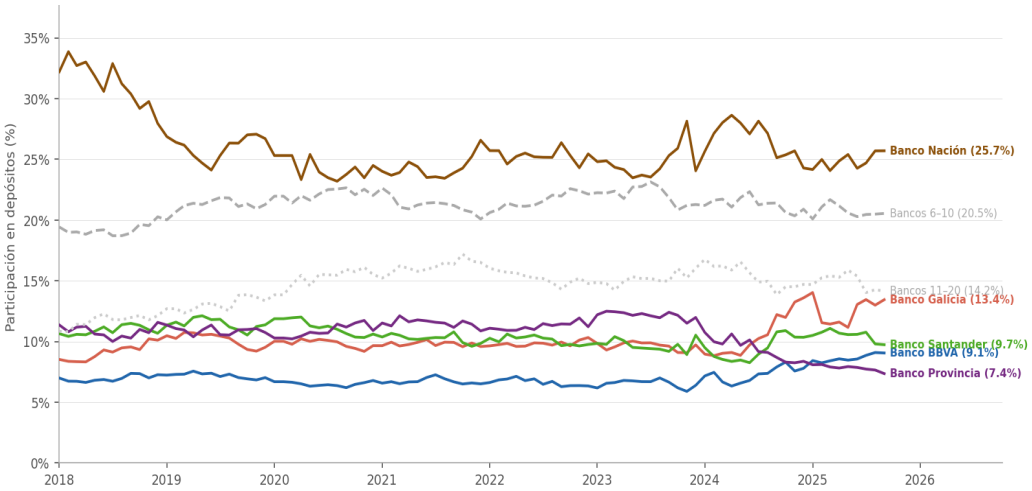
NU. CEPAL. CELADE. (2024). Observatorio Demográfico de América Latina y el Caribe 2023. La La dinámica demográfica de América Latina y su impacto en la fuerza de trabajo. (LC/PUB.2023/26-P/Rev.1). CEPAL. ISBN 978-9211221381.

Klapper, Leora, Dorothe Singer, Laura Starita, and Alexandra Norris. 2025. The Global Findex Database 2025: Connectivity and Financial Inclusion in the Digital Economy. Washington, DC: World Bank. doi:10.1596/978-1-4648-2204-9.

Ana María Montoya, Rosario Celedon y Valentina Novoa «Finanzas abiertas y Acceso a Infraestructura financiera: Políticas públicas para promover la innovación, competencia e inclusión financiera en América Latina», Investigaciones CeCo (marzo, 2022), `http://www.centrocompetencia.com/category/investigaciones`

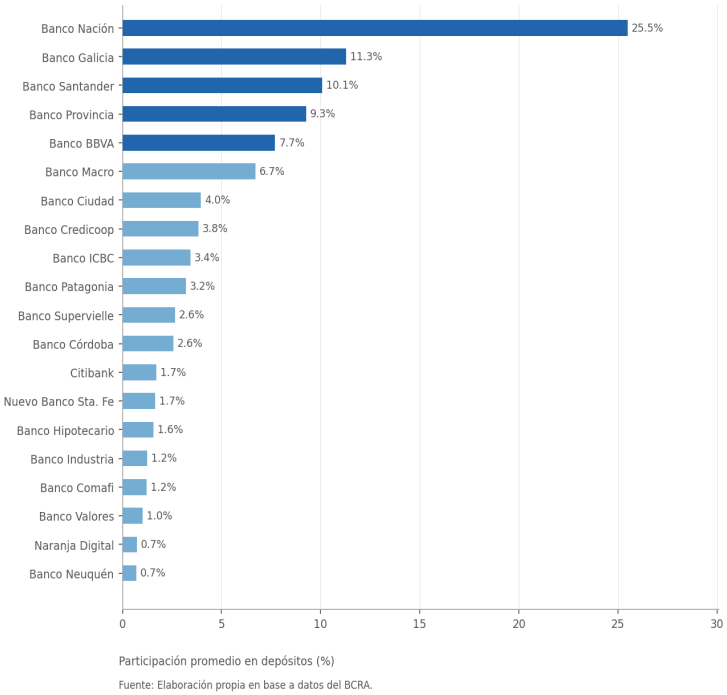
Anexos

Anexo 1: Evolución de cuotas de mercado en depósitos (2018-2025) – Top 20 bancos, depósitos totales, frecuencia mensual



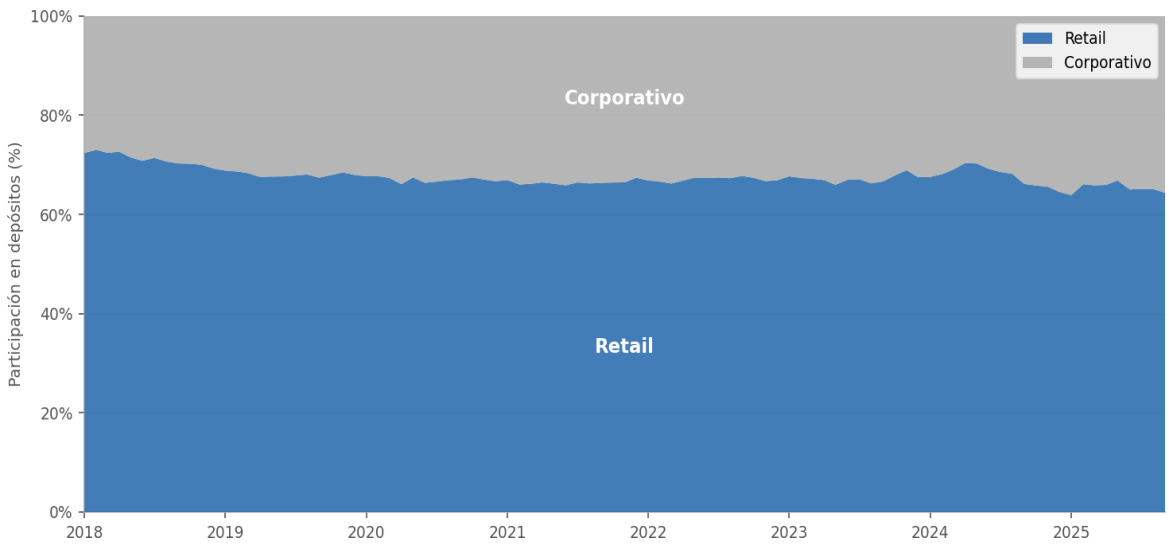
Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA.

Anexo 2: Ranking de bancos por participación en depósitos (2018-2025) – promedio histórico del período, Top 20 bancos



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA.

Anexo 3: Evolución del peso relativo de la banca retail y corporativa (2018-2025) – Top 20 bancos, participación en depósitos totales, frecuencia mensual



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA.

Anexo 4: Indicadores de concentración bancaria: CR1 y CR4 – valor a fin de cada año, Top 20 bancos, depósitos totales

Año	CR1 (%)	CR4 (%)	Var. CR1	Var. CR4
2018	28.0%	60.3%	—	—
2019	26.7%	58.3%	-1.3pp	-2.0pp
2020	24.5%	55.7%	-2.2pp	-2.6pp
2021	26.6%	56.9%	+2.1pp	+1.2pp
2022	25.4%	56.7%	-1.2pp	-0.2pp
2023	24.1%	56.3%	-1.3pp	-0.4pp
2024	24.3%	56.6%	+0.2pp	+0.3pp
2025	25.7%	57.9%	+1.4pp	+1.3pp

* 2025: valor correspondiente a septiembre (último dato disponible).

Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA.

Anexo 5: Determinantes de la concentración – CR1 Y CR4 retail

	CR1		CR4	
	M1	M2	M1	M2
log(MP Saldo ARS)	-0.0173***		-0.0082***	
	(0.0046)		(0.0019)	
log(MP Usuarios)		-0.0151***		-0.0079***
		(0.0035)		(0.0018)
Inflación mensual	-0.0014	-0.0003	-0.0009+	-0.0004
	(0.0016)	(0.0017)	(0.0005)	(0.0004)
Tasa BADLAR	0.0002	0.0001	0.0002	0.0001
	(0.0003)	(0.0002)	(0.0001)	(0.0001)
log(Tipo de Cambio)	0.0416**	0.0199**	0.0085	-0.0008
	(0.0123)	(0.0063)	(0.0052)	(0.0029)
R^2	0.5046	0.4855	0.8056	0.8253
R^2 ajustado	0.3920	0.3686	0.7614	0.7856
Obs.	82	82	82	82
EF Mensual	Sí	Sí	Sí	Sí

M1 = log(MP Saldo ARS); M2 = log(MP Usuarios)

Errores estándar HAC (Newey-West, lag=4) entre paréntesis. Efectos fijos mensuales incluidos pero no reportados. + p < 0.1, * p < 0.05, ** p < 0.01, *** p < 0.001

+ p < 0.1, * p < 0.05, ** p < 0.01, *** p < 0.001

Apéndices

Apéndice 1: Modelo de Diferencias en Diferencias

La Tabla I presenta los resultados del modelo de diferencias en diferencias, que evalúa si el efecto del lanzamiento de la Cuenta Remunerada de Mercado Pago en septiembre de 2018 fue diferencial entre bancos retail y corporativos. Se estiman tres especificaciones con distintas variables dependientes: logaritmo de depósitos (M1), préstamos (M2) y activos (M3), todas con efectos fijos por banco y mes, errores clusterizados a nivel banco y 1.860 observaciones sobre 20 bancos. El R^2 ajustado supera en todos los casos 0,95, confirmando la solidez del ajuste.

El coeficiente de interés es β_3, correspondiente al término de interacción Post × Retail, resaltado en amarillo en la tabla. En ninguna de las tres especificaciones este coeficiente resulta estadísticamente significativo: los valores son 0,007 para depósitos, -0,078 para préstamos y -0,045 para activos, con errores estándar que en todos los casos impiden rechazar la hipótesis nula. Por su parte, el coeficiente Post (β_1) resulta negativo y significativo en los modelos de préstamos y activos, lo que indica que el lanzamiento de Mercado Pago se asoció con una caída generalizada en estas variables para el conjunto del sistema, independientemente de la clasificación retail o corporativa.

La validez del diseño DiD descansa sobre el supuesto de tendencias paralelas, que establece que ambos grupos habrían evolucionado de manera similar en ausencia del tratamiento. El Gráfico I presenta la evolución del logaritmo promedio de depósitos para bancos retail y corporativos durante el período pre-tratamiento, desde enero a agosto de 2018. Si bien ambas series muestran una tendencia creciente en el período, las trayectorias no son estrictamente paralelas: los bancos corporativos parten de un nivel inferior y convergen hacia los retail hacia el final del período pre-tratamiento. Este patrón sugiere que el supuesto de tendencias paralelas no se cumple de manera rigurosa, lo que constituye una limitación relevante del diseño y debe tenerse en cuenta al interpretar los resultados.

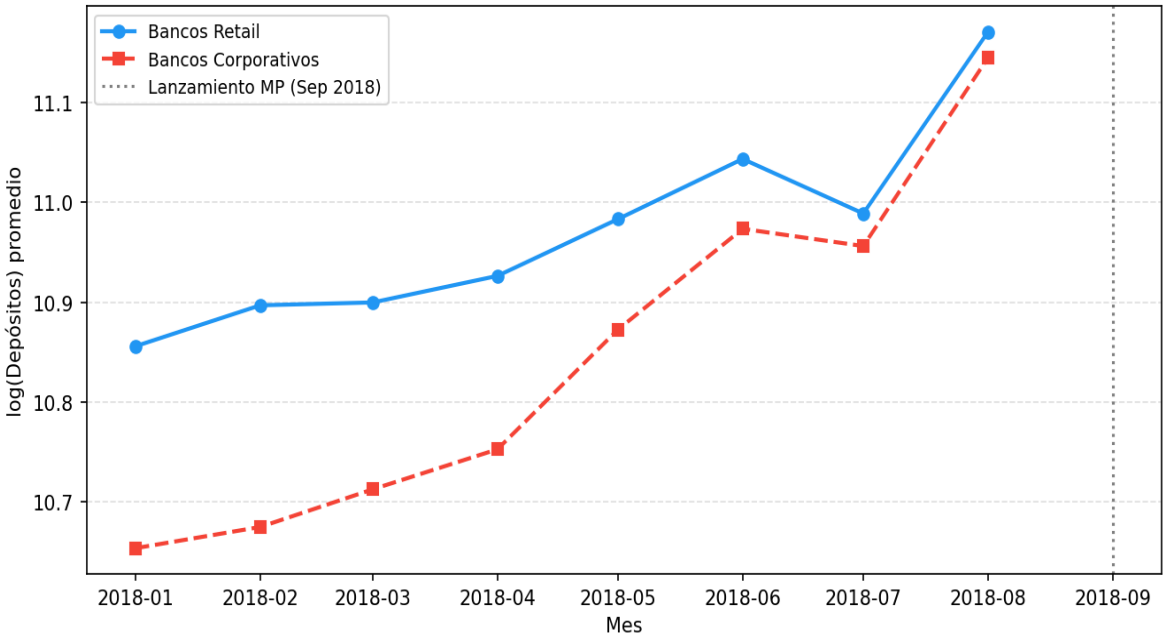
En el contexto de la tesis, la ausencia de significancia en β_3 implica que el efecto del lanzamiento de Mercado Pago no fue diferencial entre bancos retail y corporativos: ambos grupos se vieron afectados de manera similar. Este resultado es coherente con la interpretación de que Mercado Pago operó como un shock sistémico sobre el conjunto del mercado bancario, más que como una perturbación concentrada exclusivamente en el segmento minorista. Leído en conjunto con los resultados de las secciones anteriores, el DiD matiza, pero no contradice la hipótesis central: el efecto desconcentrador de Mercado Pago es robusto y transversal, pero no discrimina entre tipos de banco con la intensidad que la hipótesis original anticipaba.

Tabla I: Diferencias en diferencias - Retail vs Corporativo

	M1	M2	M3
Post (β_1)	-0.2366	-0.7350***	-0.2814**
	(0.1536)	*(0.1262)*	*(0.1223)*
Post × Retail (β_3)	0.0074	-0.0781	-0.0453
	(0.1960)	*(0.1737)*	*(0.1719)*
Inflación	-0.0264***	-0.0527***	-0.0264***
	(0.0058)	*(0.0048)*	*(0.0045)*
Badlar	0.0039***	0.0015	0.0040***
	(0.0007)	*(0.0011)*	*(0.0004)*
log(Tipo de Cambio)	1.1613***	1.1881***	1.1840***
	(0.0609)	*(0.0711)*	*(0.0493)*
Constante	8.1944***	8.2399***	8.5034***
	(0.2194)	*(0.2705)*	*(0.1725)*
Dep. variable	log(Depósitos)	log(Préstamos)	log(Activos)
EF Banco (μ_i)	Sí	Sí	Sí
EF Mes (δ_m)	Sí	Sí	Sí
Obs.	1,860	1,860	1,860
Clusters	20	20	20
R^2 ajustado	0.9616	0.9543	0.9744

+ p < 0.1, * p < 0.05, ** p < 0.01, *** p < 0.001
Errores estándar clusterizados a nivel banco entre paréntesis. Retail absorbido por EF banco.
β_3 = coeficiente de interés (efecto diferencial sobre bancos retail tras lanzamiento de MP). Resaltado en amarillo.

Gráfico 1: Tendencias paralelas pre-tratamiento – log(Depósitos) promedio por grupo, enero a agosto 2018



Apéndice 2: Pass – through de la TPM a las Tasas Bancarias

Con el fin de explorar posibles mecanismos competitivos asociados a la expansión de plataformas de pago digitales, se estima una regresión orientada a analizar la transmisión de la tasa de política monetaria (TPM) hacia las tasas pasivas ofrecidas por los bancos. En particular, este ejercicio evalúa si el pass-through de la TPM hacia la tasa BADLAR de bancos privados difiere entre el período previo y posterior a la introducción de la Cuenta Remunerada de Mercado Pago en septiembre de 2018.

Este análisis no busca identificar un efecto causal estricto atribuible a Mercado Pago, sino aportar evidencia ilustrativa sobre un posible canal de ajuste competitivo en el mercado de ahorro. En este sentido, la introducción de la Cuenta Remunerada se interpreta como un cambio en el entorno competitivo bajo el cual operan los bancos, más que como un shock exógeno directamente identificado.

La variable dependiente corresponde a la tasa BADLAR de bancos privados en pesos. Esta tasa mide el rendimiento promedio que los bancos privados pagan por depósitos a plazo de gran volumen y constituye una proxy adecuada de la tasa pasiva bancaria. Asimismo, se trata de una tasa altamente sensible a los cambios en la política monetaria, lo que la hace particularmente apropiada para analizar la transmisión de la TPM.

Adicionalmente, la especificación empírica incorpora controles por estacionalidad mensual mediante variables dummy de mes. Estas variables permiten capturar patrones sistemáticos en la tasa BADLAR que se repiten a lo largo del año y que no están directamente asociados a cambios en la política monetaria ni al entorno competitivo. De este modo, el parámetro de interés se interpreta como el cambio en la transmisión de la tasa de política monetaria hacia las tasas bancarias, una vez controlados los efectos estacionales comunes.

El enfoque empírico adoptado es de tipo *before/after*, distinguiendo entre un período previo y uno posterior a septiembre de 2018. La especificación econométrica estimada es la siguiente:

$$\text{BADLAR}_t = \alpha + \beta_1 \text{TPM}_t + \beta_2 \text{AfterMP}_t + \beta_3 (\text{TPM}_t \times \text{AfterMP}_t) + \delta_m + \varepsilon_t \tag{10.1}$$

donde TPMt corresponde a la tasa de política monetaria, AfterMPt es una variable dummy que toma valor uno a partir de septiembre de 2018 y cero en el período previo, y el término de interacción permite capturar posibles cambios en la sensibilidad de la tasa BADLAR a la política monetaria entre ambos períodos.

El parámetro de interés es β_3, que mide la variación en el pass-through de la TPM hacia la tasa BADLAR en el período posterior a la introducción de la Cuenta Remunerada de Mercado Pago. Un valor positivo de este coeficiente sería consistente con un aumento en la transmisión de la

política monetaria hacia las tasas bancarias en un contexto de mayor competencia por el ahorro, mientras que un coeficiente no significativo o negativo indicaría la persistencia de rigideces o poder de mercado en la fijación de tasas pasivas.

La Tabla II presenta los resultados de la regresión que analiza el *pass-through* de la tasa de política monetaria (TPM) hacia la tasa BADLAR de bancos privados, diferenciando entre el período previo y posterior a la introducción de la Cuenta Remunerada de Mercado Pago en septiembre de 2018. La muestra comprende 132 observaciones mensuales para el período 2015–2025. Con el fin de evaluar la robustez de los resultados, se reportan dos especificaciones alternativas: una especificación base y una especificación que incorpora efectos fijos mensuales para controlar por estacionalidad en las tasas bancarias.

En ambas especificaciones, el coeficiente asociado a la TPM es positivo pero no estadísticamente significativo, lo que indica que, en este marco empírico, no se identifica una relación robusta entre variaciones en la tasa de política monetaria y la tasa BADLAR durante el período previo a la introducción de la cuenta remunerada. De manera similar, la dummy que identifica el período posterior a septiembre de 2018 (AfterMP) no resulta estadísticamente significativa en ninguno de los modelos, sugiriendo que no se observa un cambio discreto en el nivel promedio de la tasa BADLAR tras la entrada de Mercado Pago.

El parámetro de interés corresponde al coeficiente del término de interacción entre la TPM y el período posterior a septiembre de 2018, que captura posibles cambios en la intensidad del *pass-through* monetario en un contexto de mayor competencia en el mercado de ahorro. En ambas especificaciones, este coeficiente presenta un signo positivo, aunque no resulta estadísticamente significativo a niveles convencionales. La inclusión de efectos fijos mensuales no altera cualitativamente este resultado, manteniéndose tanto el signo como el orden de magnitud del coeficiente de interacción, lo que sugiere que los hallazgos no están impulsados por patrones estacionales en las tasas de interés.

En términos de ajuste, el modelo base presenta un R^2 de 0,622 y un R^2 ajustado de 0,613, mientras que la especificación con efectos fijos mensuales alcanza un R^2 de 0,633 y un R^2 ajustado de 0,590. Estas diferencias reflejan que la incorporación de controles por estacionalidad absorbe una fracción acotada de la variación de la tasa BADLAR, sin modificar sustantivamente las conclusiones del ejercicio.

En conjunto, los resultados indican que la introducción y expansión de la Cuenta Remunerada de Mercado Pago no se asocian con cambios estadísticamente significativos en el *pass-through* de la política monetaria hacia las tasas pasivas bancarias, ni con un fortalecimiento de la transmisión de la TPM hacia la tasa BADLAR. Este hallazgo es consistente con la evidencia principal de la tesis, en el sentido de que los efectos competitivos de Mercado Pago se manifiestan principalmente a través de reacomodos en la composición del ahorro y en la asignación de fondos entre instrumentos, más

que mediante ajustes inmediatos en las tasas ofrecidas por los bancos o cambios sustantivos en el canal de tasas de interés en el corto plazo.

Tabla II: Pass-through de la tasa de política monetaria (TPM) a la tasa BADLAR

	Sin EF mensuales	Con EF mensuales
(Intercept)	21.272	23.859
	(16.676)	(18.106)
tpm	0.763	0.207
	(5.527)	(5.741)
AfterMP	5.372	3.262
	(16.892)	(17.560)
tpm × AfterMP	4.101	4.673
	(5.545)	(5.760)
Num.Obs.	132	132
R2	0.622	0.633
R2 Adj.	0.613	0.590
+ p < 0.1, * p < 0.05, ** p < 0.01, *** p < 0.001		

Apéndice 3: Clasificación de Entidades Financieras por Orientación de Negocio

I. Introducción y fuente de datos

La clasificación de entidades financieras presentada en este Apéndice se construye a partir de la información publicada del Informe de Entidades Financieras (IEF) del Banco Central de la República Argentina (BCRA). Esta fuente consolida información operativa y estructural de las entidades reguladas, con periodicidad trimestral. Para el presente análisis se utilizan los datos correspondientes a septiembre de 2025, en tanto constituyen la observación más reciente disponible y reflejan la estructura consolidada del sistema bancario al cierre del período de estudio.

La base contiene 15 indicadores operativos para cada una de las 20 entidades que conforman la muestra analítica de la tesis. Estas variables cubren dimensiones transaccionales (cuentas corrientes, cuentas de ahorro), de fondeo (plazos fijos de individuos y empresas), de productos de crédito (hipotecarios, prendarios, otros préstamos), de medios de pago (tarjetas de crédito y débito) y de estructura operativa (dotación de personal y clientes totales).

II. Variables utilizadas y su interpretación

La siguiente tabla describe cada una de las 15 variables disponibles, qué dimensión del negocio bancario captura y qué tipo de señal aporta para la clasificación entre banca *retail* y banca corporativa.

Variable	**Qué mide**	**Señal**
Cantidad de cuentas corrientes	Cuentas transaccionales asociadas principalmente a empresas y actividad comercial	Corporativa
Cantidad de cuentas de ahorro	Cuentas de personas físicas de uso cotidiano	Retail
Cajas de ahorro de ayuda social	Cuentas vinculadas a programas sociales del Estado	Retail / Público
Cantidad de cuentas previsionales	Cuentas para cobro de jubilaciones y pensiones	Retail / Público
PF Individuos	Depósitos a plazo fijo de personas físicas	Retail
PF Empresas	Depósitos a plazo fijo de personas jurídicas	Corporativa
Préstamos hipotecarios	Créditos para adquisición de vivienda	Retail
Préstamos prendarios	Créditos para adquisición de vehículos	Retail
Otros préstamos	Préstamos personales y de consumo	Retail
Tarjetas de crédito (plásticos)	Tarjetas de crédito emitidas	Retail
Tarjetas de débito	Tarjetas de débito asociadas a cuentas	Retail
Titulares por tarjeta de crédito	Clientes únicos con tarjeta de crédito	Retail
Cantidad de Cuentas (total)	Total de cuentas únicas de clientes	Neutral
Cantidad de Empresas	Clientes que son personas jurídicas	Corporativa
Dotación de personal	Empleados totales del banco	Proxy de modelo digital vs. físico

Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA (IEF, septiembre 2025).

III. Criterios de clasificación

El análisis de las 15 variables evidencia que ningún indicador individual discrimina de manera perfecta entre banca retail y banca corporativa en el sistema bancario argentino. Esto se debe a que la mayoría de las entidades del top 20 operan como bancos universales, con presencia simultánea en ambos segmentos. En consecuencia, se optó por una clasificación basada en criterio experto (*judgement-based classification*), que combina cuatro dimensiones analíticas:

(i) Variables cuantitativas: análisis de los índices de cuentas corrientes sobre total transaccional, proporción de clientes empresas sobre total de clientes, y participación de los plazos fijos de empresas sobre el total de plazos fijos[29].

(ii) Modelo de negocio: caracterización del tipo de banco según su especialización histórica y su oferta de productos predominante.

(iii) Naturaleza institucional: distinción entre bancos privados nacionales, bancos extranjeros, bancos públicos nacionales, bancos públicos provinciales y cooperativas, dado que cada tipo presenta estructuras de fondeo y base de clientes sistemáticamente distintas.

(iv) Superposición con el usuario de Mercado Pago: evaluación de si el cliente típico de la entidad corresponde al perfil del usuario de la Cuenta Remunerada, individuo de clase media o popular, bancarizado o semi-bancarizado, con uso cotidiano de servicios digitales de pago y ahorro.

La clasificación resultante distingue dos grupos: entidades con orientación predominantemente retail (Dummy = 1) y entidades con orientación predominantemente corporativa o institucional (Dummy = 0). Este criterio es consistente con la práctica de la literatura empírica sobre competencia bancaria, que segmenta las instituciones por modelo de negocio cuando los datos de balance no permiten separar directamente depósitos de personas de depósitos de empresas.

IV. Análisis individual de cada entidad

A continuación, se presenta el análisis detallado de cada una de las 20 entidades que componen la muestra, ordenadas de mayor a menor orientación corporativa según el ratio de cuentas corrientes.

1. Citibank — CORPORATIVO

Con el 74 % de sus cuentas transaccionales siendo cuentas corrientes, Citibank es el banco más corporativo del sistema. No reporta cantidad de empresas ni de cuentas totales. Carece de tarjetas de crédito y débito masivas, hipotecarios y prendarios son marginales, y su dotación de personal (1.044 empleados) es consistente con una operación focalizada en servicios de alto valor. No compite con Mercado Pago en ningún segmento[30].

[29] Las cuentas corrientes constituyen el instrumento transaccional por excelencia de las personas jurídicas en Argentina: permiten emitir cheques, operar descubiertos y gestionar flujos de caja empresariales, funciones que carecen de utilidad para el usuario minorista típico. Por su parte, las cajas de ahorro (en sus modalidades de particulares, ayuda social y previsional) son cuentas orientadas exclusivamente a personas físicas. En consecuencia, un mayor porcentaje de cuentas corrientes sobre el total transaccional señala que la base de clientes de la entidad está más concentrada en empresas y actividad comercial. De forma análoga, una mayor proporción de clientes personas jurídicas sobre el total de cuentas, y un mayor peso de los plazos fijos de empresas sobre el total de depósitos a plazo, refuerzan la señal corporativa.

[30] El Cronista (2023): «su foco está en aquellas empresas con proyección internacional, compañías de negocios digitales y subsidiarias de clientes Banca Empresa de Citi en el exterior». Disponible en: https://www.cronista.com/brand-strategy/banca-comercial-de-empresas-el-segmento-de-citi-que-opera-con-empresas-lideres-del-pais/

2. Valores — CORPORATIVO

Banco mayorista especializado en mercado de capitales y operaciones financieras institucionales[31]. El 37.8 % de CC y el 88.3 % de PF empresas sobre total de PF confirman su orientación hacia clientes institucionales. Tiene solo 285 empleados y carece de tarjetas, préstamos hipotecarios o prendarios de escala. No tiene presencia en el segmento minorista ni compite con Mercado Pago.

3. Banco BBVA — CORPORATIVO

Con 23.5 % de CC y 8 % de clientes siendo empresas, BBVA es el banco privado con mayor orientación corporativa dentro de los que también tienen presencia retail. A pesar de contar con 3.5 millones de tarjetas de crédito y 4.3 millones de débito, su componente corporativo es significativo y su modelo de negocio equilibra ambos segmentos con un sesgo hacia empresas medianas y grandes[32].

4. Banco de Córdoba (BANCOR) — CORPORATIVO

Banco público provincial de Córdoba. Presenta un %CC de 13,7 %. Si bien el porcentaje de clientes empresas (0,8 %) y la participación de plazos fijos corporativos (1,5 %) son reducidos, el elevado peso de las cuentas corrientes sobre el total transaccional es el criterio determinante para su clasificación como corporativo, dado que este instrumento está asociado predominantemente a la actividad comercial e institucional según la definición del BCRA.

5. Provincia del Neuquén — CORPORATIVO

Banco público provincial de Neuquén. Con 13.1 % de CC, maneja fondos del gobierno provincial y empresas petroleras de la región. Su perfil es similar al de BANCOR: banco estatal con orientación institucional y pública. No compite con Mercado Pago en el segmento minorista masivo.

6. Banco Credicoop — CORPORATIVO

Presenta un %CC de 9,4 %. Del total de 265.202 cuentas, 26.690 corresponden a empresas (%Empresas = 10,1 %), el mayor ratio de clientes empresas del sistema. El 9,9 % de los plazos fijos son de empresas, el segundo ratio más alto del sistema. La convergencia de los tres indicadores cuantitativos, %CC, %Empresas y %PF Empresas, hacia valores elevados determina su clasificación como corporativo.

7. Banco ICBC — CORPORATIVO

[31] Sitio institucional de Banco de Valores (VALO): «el único banco del país que fue creado con el objetivo de contribuir al desarrollo y fortalecimiento del mercado de capitales». Disponible en: `https://www.valo.ar/institucional/`

[32] BBVA Argentina, Descripción del Negocio (Investor Relations, 2024): «*BBVA Argentina tenía más de 800 clientes de banca corporativa [...], que incluían sustancialmente todas las mayores corporaciones y empresas multinacionales en Argentina*». Disponible en: `https://ir.bbva.com.ar/es/nuestra-compania/descripcion-del-negocio/`

Banco de origen chino, históricamente orientado a financiar el comercio bilateral entre Argentina y China y a empresas de mediano y gran porte. Con 6.6 % de CC y 6.8 % de clientes siendo empresas, su perfil muestra una orientación mixta con sesgo corporativo. Si bien tiene tarjetas de crédito y débito, su modelo de negocio principal no es el cliente minorista masivo.

8. Banco Galicia — CORPORATIVO

El banco privado con mayor proporción de clientes empresas del sistema (17 %), lo que refleja su histórica fortaleza en banca de empresas y pymes. A pesar de contar con una base retail importante (7.8M TD, 5.3M TC), el componente corporativo es el más relevante entre los bancos privados grandes. Se clasifica como corporativo por la predominancia de su cartera empresarial.

9. Comafi — CORPORATIVO

Con 11.9 % de clientes siendo empresas, el tercer ratio más alto del sistema, y 7.8 % de CC, su modelo de negocio está claramente orientado al segmento corporativo. Su escala retail es relativamente pequeña en comparación con los grandes bancos[33].

10. Banco Santander — RETAIL

Si bien presenta 7.9 % de CC y 9 % de clientes empresas, Santander es en términos absolutos uno de los bancos más retail del sistema: 4.9 millones de tarjetas de crédito, 6 millones de débito, 88.862 préstamos hipotecarios y 139.650 prendarios. Su modelo de negocio está orientado al cliente individual masivo, y su base de depositantes minoristas lo pone en competencia directa con Mercado Pago. Se clasifica como retail.

11. Banco Provincia (BAPRO) — RETAIL

El %CC elevado (7.7 %) se explica por su rol como banco del Estado bonaerense: maneja cuentas de municipios, empresas públicas y nómina provincial. Sin embargo, con 11.5 millones de tarjetas de débito y 5.3 millones de tarjetas de crédito, BAPRO es el banco con mayor penetración en hogares de la provincia de Buenos Aires. Su base de clientes individuales lo pone en competencia directa con Mercado Pago[34]. Se clasifica como retail.

12. Banco Macro — RETAIL

Banco universal con fuerte presencia en el interior del país, especialmente en provincias del norte. Con 7.4 % de CC pero 6.5 millones de tarjetas de débito y 78.974 préstamos hipotecarios, su nego-

[33] Sitio institucional de Banco Comafi: «Nuestro foco estratégico son las empresas, a las cuales les brindamos soluciones integrales acordes a sus necesidades». Disponible en: `https://www.comafi.com.ar/Quienes-somos-3.note.aspx` .

[34] Argentina.gob.ar (2025): «los municipios están obligados a operar exclusivamente con el Banco Provincia (BAPRO)». Disponible en: `https://www.argentina.gob.ar/noticias/el-gobierno-nacional-recomienda-la-provincia-de-buenos-aires-la-libre-eleccion-bancaria-de`

cio principal es el cliente individual. Es uno de los bancos más importantes para el ahorro minorista en economías regionales, donde compite directamente con la expansión de Mercado Pago[35].

13. Patagonia — RETAIL

Banco con fuerte presencia en la región patagónica. Con apenas 4.2 % de CC y 4.8 % de clientes empresas, su orientación es mayoritariamente retail. Las 2.4 millones de tarjetas de débito frente a solo 642.034 de crédito confirman su perfil de banco de personas físicas en regiones con alta actividad extractiva y sueldos formales.

14. Banco Ciudad — RETAIL

Banco público de la Ciudad de Buenos Aires, orientado a empleados del gobierno porteño, jubilados y crédito hipotecario social. Con 3.5 % de CC, 1.4 % de clientes empresas y 19.694 préstamos hipotecarios, su perfil es claramente retail. Compite con Mercado Pago en el segmento de trabajadores formales del sector público porteño[36].

15. Nuevo Banco de Santa Fe — RETAIL

Banco privado nacional. Presenta un %CC de 2,4 %. Del total de 237.971 cuentas, 3.082 corresponden a empresas (%Empresas = 1,3 %). Si bien el 9,6 % de los plazos fijos corresponden a empresas, los indicadores de cuentas transaccionales y clientes son consistentes con una orientación predominantemente minorista. Cuenta con 704.621 tarjetas de crédito y 1.130.743 de débito. Registra 37 préstamos hipotecarios y 945 prendarios. Dotación de personal: 1.524 empleados.

16. Banco Supervielle — RETAIL

Banco privado nacional. Presenta un %CC de 1,4 %. Del total de 112.423 cuentas, 5.146 corresponden a empresas (%Empresas = 4,6 %). El 4,6 % de los plazos fijos son de empresas. Cuenta con 910.395 tarjetas de crédito y 2.336.050 de débito. Registra 34.045 préstamos prendarios y 2.324 hipotecarios. La combinación de un %CC mínimo, una base de 601.096 cuentas previsionales y 419.528 cajas de ahorro de ayuda social, junto con el elevado volumen de préstamos a individuos, confirma una orientación estructuralmente minorista. Dotación de personal: 2.940 empleados.

17. Banco Nación — RETAIL

El banco más grande del país y el de mayor penetración en hogares argentinos. Con apenas 1.1 % de CC y 21.3 millones de tarjetas de débito, su base de clientes individuales es inigualable. A pesar de

[35]El Cronista (2025): «en plazas como Tucumán, Salta, Jujuy o Misiones tenemos más del 50 por ciento de market share». Disponible en: https://www.cronista.com/apertura/empresas/la-estrategia-del-nuevo-numero-uno-del-banco-macro-para-hacerse-fuerte-una-localidad-clave/

[36]Moody's Local Argentina (2024): «En su rol como agente financiero, el banco otorga préstamos a empleados públicos de la ciudad y a otras entidades oficiales». Disponible en: https://moodyslocal.com.ar/wp-content/uploads/2024/09/MLAR_Informe_Banco-Ciudad_20092024.pdf

ser banco público y manejar cuentas del Estado, su función primordial es la de banco de personas físicas en todo el territorio nacional. Es uno de los competidores más directos de Mercado Pago en el segmento popular y de inclusión financiera.

18. Hipotecario — RETAIL

Banco público nacional. Presenta un %CC de 1,0 %. Del total de 66.938 cuentas, 3.248 corresponden a empresas (%Empresas = 4,9 %). El 1,5 % de los plazos fijos son de empresas, frente a 79.295 operaciones de individuos. Cuenta con 350.028 tarjetas de crédito y 1.022.716 de débito. Registra 7.796 préstamos hipotecarios como producto central y apenas 11 prendarios. La combinación de un %CC mínimo y una cartera de crédito orientada casi exclusivamente a personas físicas confirma una orientación estructuralmente minorista. Dotación de personal: 1.405 empleados.

19. Banco Industria — RETAIL

Banco privado nacional. Presenta el %CC más bajo del sistema entre los bancos con depósitos: 0,3 % (22.646 CC sobre 7.481.483 cuentas transaccionales). Del total de 1.570 cuentas reportadas, 119 corresponden a empresas (%Empresas = 7,6 %). Sus 7.096.736 cajas de ahorro de particulares y 307.838 cuentas previsionales (frente a apenas 22.646 cuentas corrientes) revelan una base de clientes abrumadoramente compuesta por personas físicas. No registra préstamos hipotecarios ni prendarios. Cuenta con 9.450 tarjetas de crédito y 329.799 de débito. Dotación de personal: 669 empleados.

20. Naranja Digital — RETAIL

Caso paradigmático de banco retail puro y digital. Con 0 % de CC, 23.6 millones de cuentas de ahorro, 6.4 millones de tarjetas de débito y solo 79 empleados, Naranja Digital es el banco con mayor base de clientes individuales del sistema. Su modelo 100 % digital, sin sucursales físicas ni productos corporativos, lo convierte en el competidor más directo de Mercado Pago dentro del sistema bancario formal.

V. Tabla resumen de clasificación final

La siguiente tabla consolida la clasificación final de las 20 entidades junto con los índices cuantitativos claves utilizados como insumo para el análisis. Los bancos están ordenados de mayor a menor orientación corporativa según el ratio de cuentas corrientes.

Banco	%CC	%Empresas	%PF Emp.	Tarj. Crédito	Clasificación
Citibank	74.0 %	N/A	N/A	0	**Corporativo**
Valores	37.8 %	N/A	88.3 %	0	**Corporativo**
Banco BBVA	23.5 %	8.0 %	3.0 %	3,511,298	**Corporativo**

Banco	%CC	%Empresas	%PF Emp.	Tarj. Crédito	Clasificación
Banco de Córdoba (BANCOR)	13.7 %	0.8 %	1.5 %	1,050,463	**Corporativo**
Prov. del Neuquén	13.1 %	1.1 %	3.7 %	239,437	**Corporativo**
Banco Credicoop	9.4 %	10.1 %	9.9 %	1,049,636	**Corporativo**
Banco ICBC	6.6 %	6.8 %	3.3 %	1,567,552	**Corporativo**
Banco Galicia	6.1 %	17.0 %	3.1 %	5,354,252	**Corporativo**
Comafi	7.8 %	11.9 %	4.1 %	204,574	**Corporativo**
Banco Santander	7.9 %	9.0 %	3.6 %	4,926,919	**Retail**
Banco Provincia (BAPRO)	7.7 %	1.1 %	8.8 %	5,189,875	**Retail**
Banco Macro	7.4 %	4.1 %	5.7 %	3,407,826	**Retail**
Patagonia	4.2 %	4.8 %	4.3 %	642,034	**Retail**
Banco Ciudad	3.5 %	1.4 %	1.7 %	947,492	**Retail**
Nuevo Banco de Santa Fe	2.4 %	1.3 %	9.6 %	704,621	**Retail**
Banco Supervielle	1.4 %	4.6 %	4.6 %	910,395	**Retail**
Banco Nación	1.1 %	3.3 %	5.9 %	5,580,219	**Retail**
Hipotecario	1.0 %	4.9 %	1.5 %	350,028	**Retail**
Banco Industria	0.3 %	7.6 %	2.9 %	9,450	**Retail**
Naranja Digital	0.0 %	N/A	N/A	0	**Retail**

Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA (IEF, Página 4, septiembre 2025).

Nota: %CC = porcentaje de cuentas corrientes sobre total transaccional. %Empresas = porcentaje de clientes empresas sobre total de clientes. %PF Emp. = porcentaje de plazos fijos de empresas sobre total de plazos fijos. Tarj. Crédito = cantidad de tarjetas de crédito emitidas (plásticos). N/A indica que la entidad no reporta el indicador.