

# Argentina – Comentarios Sectoriales

## **FIX (afiliada de Fitch Ratings) comenta sobre el impacto esperado en los diversos sectores del nuevo escenario post elecciones**

La Calificadora espera un escenario desafiante de corto plazo, que podría tener efecto sobre las [Calificaciones en Argentina](#). La elección del nuevo presidente Javier Milei, quien asumirá a partir del 10 de diciembre, deberá afrontar numerosos desequilibrios macroeconómicos. Entre ellos se destacan reservas netas negativas superiores a los USD 13.000 millones, deudas con importadores superior a los USD 20.000 millones, probable caída del nivel de actividad, especialmente en el primer trimestre, un déficit fiscal primario del 3% más financiero 2% y una inflación que cerraría 2023 en torno a 185% o más, con una proyección inflacionaria muy alta como mínimo para el primer trimestre del año 2024, entre otros. Hay intenciones de reducir fuertemente el gasto público y lograr una significativa reducción del déficit fiscal hasta llevarlo a cero, todo lo cual resulta muy ambicioso por los plazos en que se debiera realizar y la fuerte resistencia esperada. Para poder ir liberando el cepo se ha manifestado que se necesita solucionar el problema fiscal derivado de la emisión que además es contrarrestado con Leliqs que generan necesidades monetarias a futuro, problema que debe ser solucionado o con una fuerte inflación licuadora (no parece estar en los planes) o con una situación fiscal recompuesta.

Por su parte, se cuenta con algunas premisas que de realizarse podrían ayudar a cumplir por lo menos con las pautas antiinflacionarias y generar expectativas positivas. Entre otras se puede destacar (i) una cosecha favorable en la medida que el clima y los precios lo permitan (ii) reducción del déficit derivado de las tarifas (iii) alguna merma en los salarios o jubilaciones (en la medida que sea muy leve y tolerable socialmente) (iv) racionalización de las transferencias discrecionales a las provincias y logrando apoyo privado para programas de obras públicas, etc. Estas premisas están subordinadas a su concreción y a la posibilidad de lograr consensos que impidan una resistencia a las mismas, tanto a nivel social como parlamentario.

Debido a la crítica situación cambiaria que ha generado un nivel de reservas netas negativo, el gobierno actual con posterioridad al resultado electoral, llevó el tipo de cambio aplicable para exportaciones a una combinación de tipo de cambio libre y el oficial (controlado) de una relación 30%-70% o una relación entre tipo de cambio Contado con Liquidación (CCL) o libre a 50%- 50% lo que se asimila a una devaluación no reconocida pero establecida con el fin de alentar a liquidación de exportaciones y allegar divisas para recomponer el stock de reservas del Banco Central. Todo ello con el fin de intentar que disminuya la presión sobre las reservas hasta la nueva asunción presidencial. Lo realizado consiste por lo tanto en una devaluación asimétrica que deja intacto el cepo (a las importaciones) y opera con estímulos a los exportadores para no perder más reservas. Dicha devaluación asimétrica sigue manteniendo un tipo de cambio de compra de divisas por parte del Banco Central totalmente desigual respecto a la cotización de venta de divisas pero, al mantener el cepo, prácticamente no autoriza importaciones salvo alguna imprescindible. Por su parte, luego de estar congelado hasta el 14 de noviembre, el tipo de cambio mayorista (Comunicación A 3.500), se incrementó \$3 el primer día, mientras que los días siguientes el aumento se ubicó por debajo de la inflación, obviamente el *crawling-peg* implementado sigue revaluando el peso, pero se compensa con las medidas tomadas específicamente para los exportadores. Dicho *crawling-peg* no tiene correlación con la inflación operada en el mismo plazo por lo que sigue generando expectativas devaluatorias y ello probablemente obligará a tomar medidas adicionales a partir del 10 de diciembre. Se intentó generar una suerte de instrumento de cobertura para los importadores a quienes no se les autorizó el pago al exterior por sus compras vía unas letras del BCRA (LEDIV) que mantuviera correlación con el tipo de cambio oficial y de esa forma impedir las coberturas imperfectas que presionaban igualmente sobre el tipo de cambio. Hubo mucho debate sobre la legitimidad y razonabilidad de la medida, sobre todo por el costo cuasi-fiscal de la medida y tras una avalancha de cobertura (aproximadamente USD 2,3 mil millones en una semana) se decidió dar marcha atrás con la decisión.

En síntesis, la escasez de divisas obligará al nuevo gobierno a mantener el cepo por lo menos hasta que el problema fiscal y de reservas se vaya resolviendo y mientras tanto FIX estima que continuará la fuerte restricción sobre las importaciones. Hay una imperiosa necesidad de recomponer los precios relativos y con ello la oferta agregada. Estas medidas son muy saludables en el mediano plazo pero van a ser duras para la sociedad en el corto plazo. No hay duda de que existe un “*monetary overhang*” que genera un riesgo de caída potencial en la demanda de dinero que ante cualquier intento necesario de corregir los precios relativos y recomponer las tarifas tendrá un efecto inicial indeseado, pero seguramente necesario, con una presión inflacionaria mayor para los primeros meses y con la consiguiente desaprobación de los consumidores y asalariados. No parece existir ninguna otra forma de resolver el problema fiscal y monetario con el que el nuevo gobierno se va a encontrar. Entre las formas de resolver este tipo de crisis se suelen distinguir las políticas de shock fiscal y gradualismo monetario o viceversa. Queda por ver cuál de las combinaciones será la que adopten las nuevas autoridades. En cualquier caso, se necesitará de fuerte consenso entre los principales

partidos políticos para implementarlo sin mayor resistencia para lo cual también se requerirá de cambios legislativos y de algún grado de acompañamiento de las corporaciones.

Escenarios Macroeconómicos	Base	
	2024p	2025p
PBI	-4,9%	3,2%
Resultado primario	0,0%	0,7%
Inflación promedio anual	216%	53%
Inflación a diciembre (anualizada)	160%	31%
Tipo de cambio (Com. A 3500) Var. promedio anual	258%	66%
Tipo de cambio (Com. A 3500) Var. diciembre	158%	43%
Brecha cambiaria - promedio anual	14%	0%
Brecha cambiaria - a diciembre	0%	0%
Saldo comercial (USD millones)	21.401	10.513
Reservas brutas - a diciembre (USD millones)	50.819	55.403
BADLAR - promedio anual (TNA)	118%	42%
BADLAR - a diciembre (TNA)	95%	22%

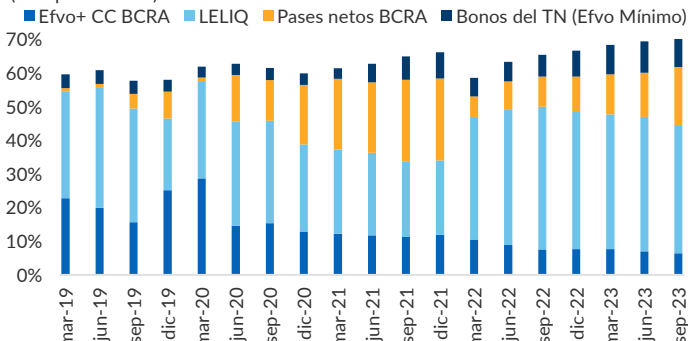
Fuente FIX en base a estimaciones propias

## Entidades Financieras

El sector bancario se encuentra con niveles de intermediación históricamente bajos, habiéndose manejado una prudente política crediticia, bien provisionado, pero -por las circunstancias- con una exposición al sector público elevada. Se destaca los niveles de liquidez y capitalización del sistema, así como el bajo descalce al no poder prestar en moneda extranjera salvo que el deudor tenga generación o capacidad de pago en dicha moneda. En general se ha tenido que recurrir al mercado de capitales para fondeo a más largo plazo (no superior a los 4 años con renovaciones). La incertidumbre crediticia de corto plazo se vincula con la solución de los títulos del BCRA (Leliqs) que se tienen en cartera ya que los mismos representan un pasivo remunerado del Banco Central y por lo tanto componente de la base monetaria amplia que de una forma u otra se deberá resolver. Según comentarios, se estima que la solución puede surgir de un posible canje voluntario con la sustitución por nuevos títulos o de un compromiso de disminución paulatina del stock de Leliqs (licuación), siguiendo las pautas de mejora fiscal. Es de esperar que se cuide al sistema y los depositantes y se cuente con un plan integral con el fin de dar tranquilidad y tiempo; algunas manifestaciones de las autoridades electas indican que se cuidará la liquidez y solvencia del sistema en salvaguarda de los depositantes. Teniendo en cuenta que la colocación de instrumentos del BCRA fue uno de los principales motores de rentabilidad del sector habrá que aguardar para saber si las medidas de política fiscal y monetaria que se apliquen los llevan o no a caer en paridad, por ejemplo, ante una devaluación significativa de corto plazo. Algunos indicios de necesidad de nuevas medidas como las enunciadas acá lo anticipó el hecho de que en las últimas licitaciones se viene renovando un porcentaje bajo de las Leliqs que vencían. Es posible que mientras se anuncian las mismas continúe observándose un reacomodamiento a un mix principalmente de pases a menor plazo, y valores negociables o títulos públicos que presenten cobertura, al igual que un intento por incrementar el financiamiento al sector privado a muy corto plazo y destinado a empresas de primera línea.

### Evolución de la Liquidez

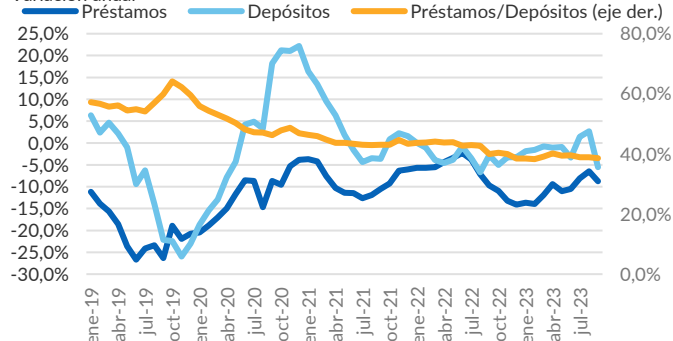
(% depósitos ARS)



Fuente: BCRA

### Evolución real Déposito vs Préstamos

Variación anual



Fuente: FIX en base BCRA

Por su parte, las entidades financieras han reducido estos años su estructura de costos ante la mayor digitalización, lo que es un elemento a favor para compensar la menor rentabilidad esperada en términos reales por parte de las Leliqs, mientras que una estabilización de variables macro permitiría una mejora en el plazo de fondeo y mayor intermediación, elementos centrales para el

crecimiento del sector y de la actividad económica. Una reactivación a partir del segundo semestre también contribuiría a cambiar la composición de sus colocaciones. La ventaja de esta diversificación de activos de riesgo dependerá, desde luego, de la calidad de las colocaciones de los bancos, el grado de flexibilidad e idoneidad y el costo fijo de sus estructuras.

## Finanzas Corporativas

Respecto al riesgo crediticio del sector corporativo consideramos que presenta disparidades intra-sector, con Perspectiva Estable en la mayoría de los casos. Amplia liquidez y desapalancamiento neto han dominado el espectro en los últimos años. El factor descalce de moneda también ha disminuido debido a la normativa cambiaria que ha derivado en cancelaciones neta de deuda en moneda extranjera, aunque permanece presente en algunos casos. Los sectores que mejor cobertura presentan ante un salto devaluatorio son el de agro, el energético, el tecnológico y la minería. Los emisores en sectores regulados presentan cierto apalancamiento manejable que sería honrado de no mediar cambios en los contratos existentes.

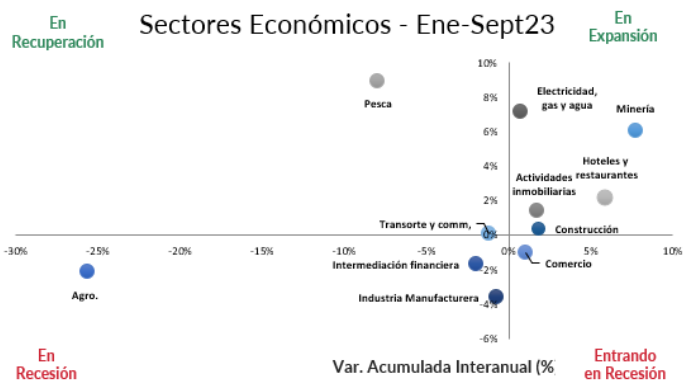
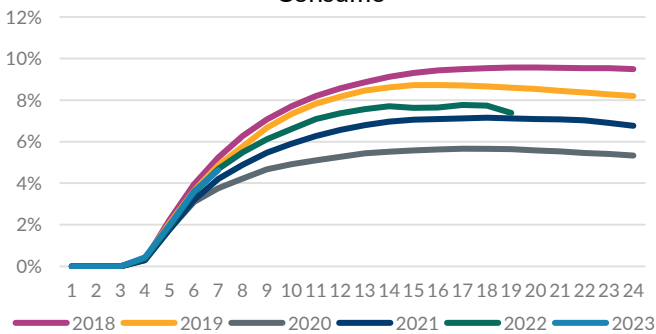
Si bien se espera un traslado a precios de los mayores costos en forma directa para la mayoría de las empresas, esta situación repercutiría en los volúmenes vendidos en el corto plazo ante la menor posibilidad de absorción por pérdida de los salarios en términos reales. Los sectores vinculados al consumo en general, ciertos sectores industriales y de construcción, de importación no esencial, sumado a los servicios públicos que dependen del régimen tarifario o de subsidios serían los sectores a monitorear en el corto plazo. Los fuertes cambios de precios relativos que se pueden producir harán que diversas empresas muestren su sensibilidad ante subas en tasa real de interés, devaluación o caída del salario.

En conclusión, el sector corporativo presenta desafíos diversos de acuerdo al sector y su posición competitiva incluyendo: potenciales descalces operativos o financieros, un esperado mayor costo de financiamiento, restricciones a las importaciones y en los sectores con elevada intervención gubernamental márgenes presionados, cuyo reacomodamiento de precios o tarifas tendrá su impacto en EBITDA, de acuerdo a la elasticidad de los mismos. No obstante, el bajo apalancamiento de la mayoría de las compañías y su cobertura en muchos casos con inventarios implica que muchas se encuentren bien preparadas para el escenario de corto plazo. En ese sentido muchos de los emisores del mercado de capitales se encuentran adecuadamente calzados o cubiertos. Los exportadores tendrán una mejora en sus flujos y serán en principio más competitivos.

## Finanzas Estructuradas

El sector de estructurados, mayormente vinculado a operaciones de consumo, presenta el desafío de lo que ocurra con el salario real y la suba en el costo de financiamiento, lo cual dificulta pasado cierto límite el traspaso a tasas activas, manteniendo niveles adecuados de morosidad. FIX espera que las compañías sean más restrictivas en el otorgamiento de créditos a sus clientes de mejor calidad crediticia ante este escenario. El fideicomiso financiero ha demostrado su fortaleza como instrumento para financiar al sector y proteger a los inversores ante situaciones de alta volatilidad. En los últimos años el porcentaje de financiamiento al agro se ha incrementado ya que poseen el atractivo de ser un activo vinculado al dólar, es posible esperar un mayor volumen de financiamiento a este sector dado las mejores expectativas del mismo.

Evolución mora +91 días - Préstamos de Consumo



Fuente: FIX en base a INDEC

## Finanzas Públicas

En el sector de subsoberanos una devaluación del tipo de cambio en forma abrupta pondría mayor presión sobre las provincias con deudas denominadas en dicha moneda, en especial las que presentan vencimientos de corto plazo. Algunas cuyos ingresos también están ligadas a regalías o tributos que aumentan con la devaluación (exportación) podrán cubrirse. A nivel general las provincias vienen evidenciando superávits operativos aunque los mismos se fueron reduciendo y el cambio de normativa del BCRA otorgando un trato igualitario a las provincias respecto a los corporativo para acceder a las escasas reservas del BCRA (40% acceso y 60% refinanciación, a excepción de las deudas ya refinanciadas) pone en alerta la flexibilidad financiera de algunas de ellas, más allá que por el momento han venido accediendo a las divisas y han actuado con precaución. Algunas medidas adoptadas recientemente por el gobierno federal han generado una reducción en la recaudación coparticipable que les requerirá una readecuación en sus erogaciones.

FIX espera una disminución de las transferencias discrecionales, así como posibles afectaciones en impuestos coparticipables, por lo que monitoreará la flexibilidad operativa y financiera de las mismas para afrontar los diversos compromisos.

## INFORMES RELACIONADOS

Los informes y metodologías de la Calificadora se encuentran disponibles de manera pública en [www.fixscr.com](http://www.fixscr.com)

[Radical Plans of Argentina's Milei to Face Thorny Political Reality](#)  
[Argentina Marco de Financiamiento Sostenible y SPO de Sustainable Fitch](#)  
[Consumo Masivo - Argentina Informe Sectorial](#)  
[Entidades Financieras Automotrices – Perspectivas 2023](#)  
[Argentine Corporate Credit Indicators](#)

## CONTACTOS

**Diego Elespe – Senior Director Relacionamento y Desarrollo de Negocios**

[diego.elespe@fixscr.com](mailto:diego.elespe@fixscr.com)

**Cecilia Minguillon – Senior Director Finanzas Corporativas e Infraestructura**

[cecilia.minguillon@fixscr.com](mailto:cecilia.minguillon@fixscr.com)

**María Fernanda Lopez –Senior Director Entidades Financieras**

[mariafernanda.lopez@fixscr.com](mailto:mariafernanda.lopez@fixscr.com)

**Mauro Chiarini – Senior Director Finanzas Estructuradas, Finanzas Públicas y Proyectos de Inversión**

[mauro.chiarini@fixscr.com](mailto:mauro.chiarini@fixscr.com)

**Gustavo Avila – Senior Director Finanzas Sostenibles**

[gustavo.avila@fixscr.com](mailto:gustavo.avila@fixscr.com)

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACION DE RIESGO (Afilada de Fitch Ratings), EN ADELANTE TAMBIEN DENOMINADA "FIX", ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: [HTTP://WWW.FIXSCR.COM](http://www.fixscr.com). ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACION Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB [WWW.FIXSCR.COM](http://www.fixscr.com). LAS CALIFICACIONES PÚBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FIX SCR S.A., Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERÉS, BARRERAS PARA LA INFORMACION PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMÁS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO. FIX SCR S.A. PUEDE HABER PROPORCIONADO OTRO SERVICIO ADMISIBLE A LA ENTIDAD CALIFICADA O A TERCEROS RELACIONADOS. LOS DETALLES DE DICHO SERVICIO DE CALIFICACIONES SOBRE LAS CUALES EL ANALISTA LIDER ESTÁ BASADO EN UNA ENTIDAD REGISTRADA ANTE LA UNIÓN EUROPEA, SE PUEDEN ENCONTRAR EN EL RESUMEN DE LA ENTIDAD EN EL SITIO WEB DE FIX SCR S.A.

La reproducción o distribución total o parcial de este informe por terceros está prohibida, salvo con permiso. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, FIX SCR S.A. se basa en información fáctica que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que FIX SCR S.A. considera creíbles. FIX SCR S.A. lleva a cabo una investigación razonable de la información fáctica sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida de que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que FIX SCR S.A. lleve a cabo la investigación factual y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga, variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independientes y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones de FIX SCR S.A. deben entender que ni una investigación mayor de hechos, ni la verificación por terceros, puede asegurar que toda la información en la que FIX SCR S.A. se basa en relación con una calificación será exacta y completa. El emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a FIX SCR S.A. y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, FIX SCR S.A. debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes, con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos que pueden suceder y que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmó una calificación.

La información contenida en este informe, recibida del emisor", se proporciona sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de FIX SCR S.A. es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que FIX SCR S.A. evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de FIX SCR S.A. y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por la calificación. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados a riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente, como son riesgos de precio o de mercado. FIX SCR S.A. no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de FIX SCR S.A. son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de FIX SCR S.A. estuvieron involucrados en, pero no son individualmente responsables por, las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactados. Un informe con una calificación de FIX SCR S.A. no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de FIX SCR S.A. FIX SCR S.A. no proporciona asesoramiento de inversión de ningún tipo.

Las calificaciones representan una opinión y no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. FIX SCR S.A. recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD 1.000 a USD 200.000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, FIX SCR S.A. calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. Se espera que dichos honorarios varíen entre USD 1.000 y USD 200.000 (u otras monedas aplicables). La asignación, publicación o diseminación de una calificación de FIX SCR S.A. no constituye el consentimiento de FIX SCR S.A. a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de cualquier jurisdicción, incluyendo, pero no excluyente, las leyes del mercado de títulos y valores de Estados Unidos de América y la "Financial Services and Markets Act of 2000" del Reino Unido. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y distribución electrónica, los informes de FIX SCR S.A. pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.