Navegando en un mar de incertidumbres

31 de octubre de 2008

La propuesta gubernamental dirigida a modificar estructuralmente el sistema previsional argentino produjo un shock de incertidumbre sistémico. Este efecto contribuyó (junto con factores externos y condiciones internas anteriores) a desmejorar las expectativas de los agentes económicos y restringir el crédito y las fuentes de financiamiento. Paralelamente, la percepción de un potencial cambio en las reglas de juego afecta de manera severa el clima económico en Argentina y eleva el riesgo de negocio de las entidades. Fitch considera que la permanencia de un contexto de negocios desfavorable podría derivar en un escenario negativo para las corporaciones y el sistema financiero, y esto dependerá de la forma definitiva que adopte el proyecto de ley de estatización de las Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones (AFJP), y también de las acciones de política económica y la evolución del contexto local e internacional. En este escenario, Fitch se encuentra monitoreando sector por sector, y caso por caso, las calificaciones asignadas. Dada la restricción observada respecto al acceso a fuentes de financiamiento por parte del sector corporativo, se está evaluando con especial cuidado el nivel y composición de la deuda, la posición de liquidez y los eventuales cambios de estrategia ante la nueva coyuntura. Durante la mayor parte de 2008 la curva de rendimiento de tasas de interés se mantuvo invertida (tasas más altas a corto plazo), y ya que en el escenario de incertidumbre actual se profundiza la falta de liquidez, este fenómeno se vería agravado. Si bien la crisis financiera internacional ya había actuado corrigiendo las expectativas de crecimiento del PBI, la falta de previsibilidad en el mercado local limita el margen de maniobra de las compañías y podría generar dificultades en la cadena de pagos. Adicionalmente, Fitch evaluará oportunamente, una vez que el proyecto de ley tome forma legal definitiva, las consecuencias que la injerencia estatal provocaría sobre la toma de decisiones de aquellas compañías que vieran afectada su composición accionaria. En lo que respecta al sector financiero, en virtud de la experiencia adquirida en escenarios de estrés anteriores, puede decirse que el sistema financiero cuenta con una adecuada posición de liquidez. Fitch se encuentra monitoreando la situación de liquidez de las entidades calificadas, además de prestar atención a la evolución de la mora. El impacto del proyecto de estatización sobre los depósitos de las entidades debería ser acotado ya que la participación de las AFJP sobre el total de depósitos y sobre los depósitos privados es baja (2,8% y 4,2% respectivamente). Sin embargo, la desconfianza generalizada podría ejercer presión sobre los depósitos minoristas; en este sentido, Fitch estima que la liquidez actual de los bancos permitiría absorber salidas de depósitos, aun similares a las producidas en crisis anteriores (20/25%). Un efecto adicional a tener en cuenta es que las altas tasas de interés actuales impactan negativamente sobre la valuación de los Títulos Públicos en los activos de los bancos restringiendo aún más el crédito. El mercado finanzas estructuradas, por su parte, hasta ahora se ha caracterizado por una alta concentración en emisiones de fideicomisos financieros de préstamos de consumo y tarjetas de crédito. Los factores a monitorear son: la suba de la mora, las expectativas de desaceleración del consumo, y las mayores tasas requeridas para las colocaciones. Las emisiones calificadas por Fitch tienen estructuras dotadas con suficientes mejoras crediticias, tales como subordinación, fondos de liquidez, y en general una corta duración de los instrumentos. Los mayores interrogantes se plantean respecto de las posibilidades de colocar futuras emisiones, para las cuales se estima que se deberá proveer al inversor de garantías adicionales y es posible que sólo aquellas con un elevado aforo sean capaces de mitigar la incertidumbre que enfrenta el inversor. Además de analizar con atención las estructuras planteadas para nuevas emisiones, Fitch monitoreará de cerca la situación de los fiduciantes y administradores de los activos cedidos. En lo referido a los fondos comunes de inversión (FCI), la metodología de Fitch no solo contempla la calidad de los activos en los que se invierte, sino también la concentración de los principales cuotapartistas. Una posible concentración de las tenencias de las AFJP

en un solo cuotapartista es un elemento a monitorear de cerca. Actualmente las AFJP participan con aproximadamente un 30% del patrimonio total de los FCI y el impacto de una eventual estatización de las mismas sería disímil para cada sociedad y para cada fondo en particular, dependiendo de su tamaño, del tipo de inversor al que apuntan y activos en que invierten. Las administradoras independientes que manejan fondos de acciones del exterior (que son lo que generan las mayores comisiones), que a su vez dirigían este producto mayoritariamente a las AFJPs, serían las más afectadas. De hecho una reciente normativa obliga a las AFJPs a liquidar las tenencias de los fondos Mercosur en 72hs. Persiste la incertidumbre respecto del futuro del resto de los fondos que invierten en el exterior (excluyendo Mercosur). Adicionalmente, Fitch asigna calificaciones de volatilidad, que buscan reflejar la sensibilidad del FCI a riesgos de mercado. Esta medición se ve afectada por la liquidez de los instrumentos que forman parte de la cartera de cada FCI, por lo cual la potencial salida de uno de los principales inversores del mercado plantea interrogantes sobre el grado de liquidez. Fitch anticipa un mayor riesgo de negocio para el corto y mediano plazo. Si bien el riesgo sistémico permaneció elevado aun luego de la resolución de la crisis del agro, la potencial nacionalización del sistema de AFJP genera un componente adicional de incertidumbre en el ámbito de negocios. A futuro, uno de los principales interrogantes lo plantea la política que adoptará el Estado como principal inversor institucional en la colocación de fondos si el proyecto de ley alcanza el objetivo. No menos importante es la consideración respecto de la evolución del tipo de cambio, el deterioro de la economía real y las acciones de política económica, que podrían ejercer mayor presión sobre las calificaciones vigentes. Fitch no espera una acción generalizada sobre sus calificaciones en el corto plazo, y monitoreará caso por caso los efectos que los acontecimientos tengan sobre las entidades e instrumentos que califica. Contactos: Lorna Martin - Cecilia Miniguillón - Eduardo D’Orazio - Ana Gavuzzo: +54-11-5235-8100 - Buenos Aires. Prensa: Laura Villegas: + 54 11 5235-8139 –Buenos Aires. laura.villegas@fitchratings.com