

A background image showing a financial chart with a grid and several lines in purple, orange, and yellow. Numerical values like 5.6631, 9.334, and 4.250 are visible on the chart.

INFORME DE RENTA FIJA LOCAL

Departamento de Estudios
Diciembre 2020

Escenario Macroeconómico Local: Mayor impulso externo sostendría la recuperación

César Guzmán B.

Gerente de Macroeconomía
cesar.guzman@security.cl

En el reciente IPoM, el Banco Central reiteró el mensaje respecto a que la elevada expansividad monetaria vigente permanecerá por varios trimestres, e incluso no descartó aumentarla de ser necesario.

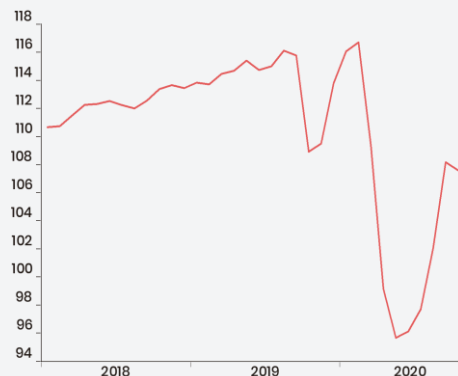
¿Qué tendría que pasar para ver más estímulos monetarios? A nuestro juicio, que se revierta la recuperación de la actividad que conlleve una nueva caída en las expectativas de inflación. Y si bien la recuperación económica en ningún caso está exenta de riesgos, prevemos que en el escenario base continuaría materializándose durante la primera mitad de 2021. Es cierto que el Imacec de octubre fue una muy mala noticia, más allá de que cayó en términos interanuales, por la caída en el mes a mes, debido a que los antecedentes disponibles apuntaban a un alza. Así también, las nuevas medidas sanitarias ponen un sesgo a la baja en la actividad de diciembre, y está por verse si se prolongan o endurecen.

Pero pese a todo eso, hay un factor que sustenta nuestra expectativa de recuperación: el impulso externo, el cual no sólo ha seguido siendo favorable, sino que incluso se ha acentuado en lo más reciente. El dólar ha seguido debilitándose, los precios de las materias primas subiendo, el cobre incluido, lo que lleva una mejora de términos de intercambio, los flujos de capitales van hacia las economías emergentes, en definitiva, el círculo virtuoso que incentiva la demanda interna.

Otro aspecto a destacar del IPoM tiene que ver con las proyecciones respecto a que las presiones inflacionarias seguirían acotadas al menos durante todo 2021, visión que compartimos. Porque pese a la recuperación de la actividad, la economía seguiría operando con amplias brechas de capacidad, en un contexto de apreciación cambiaria. También coincidimos con la visión respecto a que eventuales alzas de precios por problemas de stock o aumento de demanda ante mayores recursos de los hogares, son más bien transitorias. Las compensaciones inflacionarias -con algo de volatilidad- se han estabilizado en torno a 3% a todos los plazos, por lo que no tenemos una preferencia entre monedas (UF/pesos).

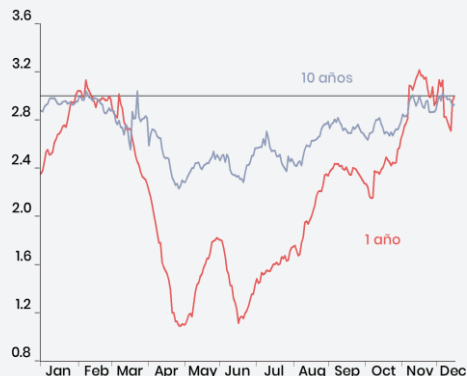
Finalmente, seguimos previendo que las tasas de interés nominales de largo plazo continuarían con una presión al alza ante el deterioro del panorama fiscal (pese al alivio en los ingresos por el mayor precio del cobre) lo que nos lleva a reiterar la recomendación de mantener una duración corta/media.

GRÁFICO 1: IMACEC NO MINERO
(índice desestacionalizado)



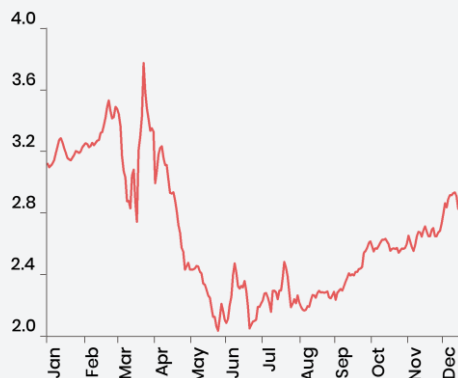
Fuente: Estudios Security, Banco Central.

GRÁFICO 2: COMPENSACIÓN INFLACIONARIA (bonos, %)



Fuente: Estudios Security.

GRÁFICO 3: TASA DE INTERÉS
(BCP 10 años, %)



Fuente: Estudios Security, Riskamerica.

Riesgo Corporativo Local: Resultados al 3T20 marcarían punto de inflexión tras un año de fuertes impactos

Paulina Barahona N.
Subgerente de Renta Fija Corporativa
paulina.barahona@security.cl

La liberación de restricciones de movilidad a partir de agosto y la aprobación del primer retiro de las AFP permitieron una mejora de resultados respecto del segundo trimestre. Sin embargo, a nivel acumulado, una muestra de 130 compañías refleja indicadores en mínimos al incorporar dos trimestres golpeados por la crisis sanitaria y uno ya impactado por la crisis social de fines del año pasado.

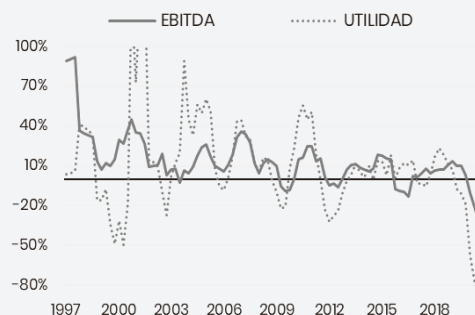
El Ebitda a 12 meses presentó un descenso de -31% a/a, siendo transporte, retail y forestal los sectores que lideraron las bajas. Lo destacable es que, en el caso de retail, el ajuste fue menor a lo esperado gracias al impulso en la demanda y la normalización en la morosidad que generó el 10% de retiro de los fondos de pensiones. Mientras, en el caso de las forestales, la principal razón se atribuye a la baja que experimentó en precio de la celulosa, aspecto que ya se está revirtiendo en las últimas semanas. Aunque industrias ligadas a servicios o bienes básicos también presentaron algún impacto, este fue bastante más acotado que el trimestre anterior, destacando salud, consumo y telecomunicaciones.

A nivel de márgenes, éstos alcanzaron mínimos históricos. Pese a la posibilidad de acogerse a la Ley de protección del empleo y otras medidas de ahorro en costos, la caída en el margen Ebitda fue de 4,7 p.p. en términos anuales y 1,2 p.p. respecto al 2T20, llegando a 12,1%. Como mencionamos, al tratarse de un balance en términos anuales, sólo uno de los cuatro trimestres considerados tiene operaciones normales, por lo que esperamos que estas cifras muestren algún repunte hacia el 4T20.

En el caso del ROE (Return on Equity), esta crisis sólo exacerbó una tendencia de dos años de ajuste, por lo que el actual 0,6% se ubica muy lejos de los dos dígitos que alguna vez obtuvo este retorno. La mayor presencia de compañías locales en países de la región, y su mayor exposición a las depreciaciones que han manifestado sus monedas, junto con el reconocimiento de deterioro en activos de grandes firmas (Latam Airlines, eléctricas, retail, entre otras) han influido fuertemente en este mal desempeño en la última línea durante los últimos años. Nuestra expectativa es que este retorno se recupere hacia 2021-2022, pero mantenga un gap entre 1,0-1,5 p.p. respecto a su historia reciente (5% 2021e vs 6%-7% previo).

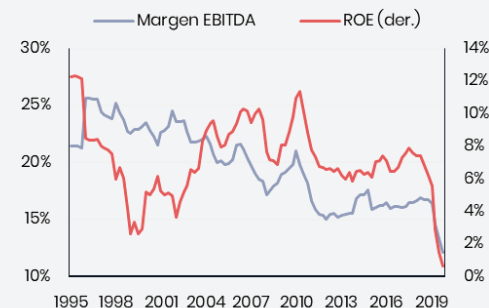
En términos de apalancamiento, el ratio DFN/Ebitda alcanzó 5,0x en este trimestre, lo que comparativamente también supera los máximos observados durante la crisis asiática. Si bien, el stock de deuda financiera mostró un aumento de 10% a/a, la caja de la muestra creció un 68% a/a (con lo que la deuda neta se mantuvo estable a/a), lo que da cuenta que: (1) el mayor apalancamiento del último periodo se relacionó con una búsqueda de liquidez para enfrentar los meses más difíciles, y (2) fue un efecto más de flujo que de balance.

GRÁFICO 4: VARIACIÓN ANUAL EBITDA Y UTILIDAD 12 MESES (ex ESTATALES)



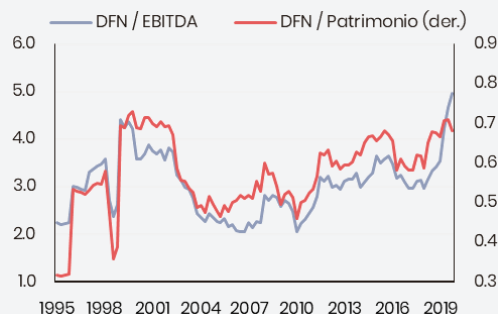
Fuente: CMF Chile y Estudios Security.

GRÁFICO 5: INDICADORES DE RENTABILIDAD (ex ESTATALES)



Fuente: CMF Chile y Estudios Security.

GRÁFICO 6: INDICADORES DE APALANCAMIENTO (ex ESTATALES)



Fuente: CMF Chile y Estudios Security.

De hecho, el ratio DFN/Patrimonio se redujo este trimestre hasta 0,68x, nivel similar a lo registrado en el 3T19. No obstante, esto se enmarca en una tendencia al alza en la deuda corporativa en los últimos años, aprovechando financiar su crecimiento con condiciones muy favorables de tasas y spreads. En este contexto, aunque un menor apalancamiento tomará algo de tiempo, las métricas de cobertura y liquidez están muy por sobre los mínimos de la crisis asiática, entregando un importante soporte financiero.

Más allá de los altos indicadores de deuda, los compromisos de pago se concentran en el largo plazo. Trabajos previos de refinanciamiento, junto a renovación de líneas y, posiblemente, la postergación de pagos de créditos Fogape, permitirían que sólo un 21% de sus pasivos financieros se concentran en el corto plazo al 3T20. Aquellas firmas que se han visto más presionadas financieramente han acudido al mercado o a sus acreedores, negociando *waivers* o refinanciamientos con relativo éxito, lo que permitió que los spreads corporativos se normalizaran bastante rápido tras los máximos alcanzados en marzo.

En términos sectoriales, las industrias que presentaron las mayores caídas en Ebitda fueron las que lideraron los incrementos en el ratio DFN/Ebitda. En el lado positivo, destaca el favorable desempeño de salud (por una baja importante en sus pasivos y un Ebitda estable), junto a distribución eléctrica e industrial (ambos con alzas mayores en Ebitda respecto de la deuda).

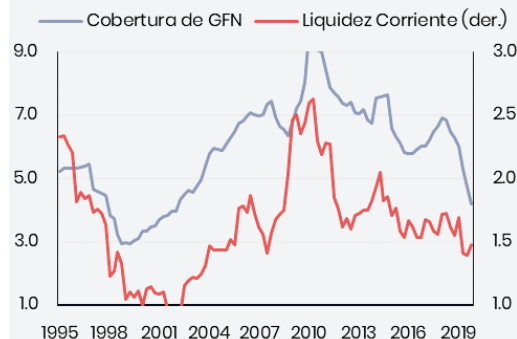
A nivel de balance, el endeudamiento financiero (DFN/Patrimonio) se mantuvo estable en la mayoría de las industrias y su caída se asocia básicamente a mejoras en salud, sanitario y transmisión eléctrica. El único que se deteriora es transporte, debido a la situación de Latam Airlines.

Por último, en cuanto a cobertura de gastos financieros netos, cuyo cálculo depende fuertemente del Ebitda, vemos que cae a niveles de 4,2x en la muestra (versus el 6,3x al 3T19 y el 4,7x al 2T20). Pese a ello, no todos los sectores mostraron descensos. Los tres segmentos eléctricos (Generación, Transmisión y Distribución), junto a Consumo, registraron repuntes entre 0,5 y 2,0 ptos, alcanzando niveles que superan el promedio de la muestra. Los más presionados fueron transporte, *retail*, forestal, y telecom, por nombrar los principales.

Si bien, el deterioro de las métricas financieras es de carácter transitorio y mayormente ligado al flujo operacional, lo que justificaría la reducción en los niveles de spreads locales desde sus máximos del año para parte importante de la muestra, creemos que los argumentos de mejora ya estarían incorporados en los valores actuales.

Cabe señalar que, posterior al estallido social, la mayoría de los sectores se normalizaron en un nivel de spreads en torno a 50 puntos mayor respecto a sep-19, reflejando un castigo local frente a un escenario político y social más incierto. Actualmente volvimos a esos niveles en la mayoría de las industrias (salvo emisores BBB y algunos A), lo que por el momento entrega poco espacio para reversiones adicionales.

GRÁFICO 7: INDICADORES DE COBERTURA (ex ESTATALES)

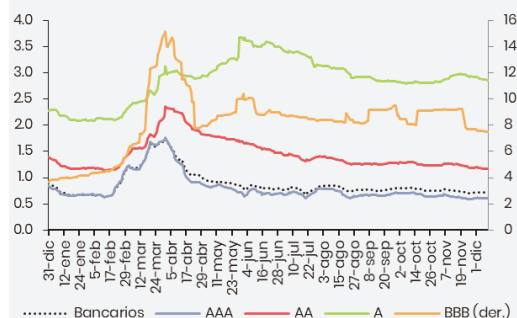


Fuente: CMF Chile y Estudios Security.

* Cobertura de Gastos Financieros= Ebitda / GFN

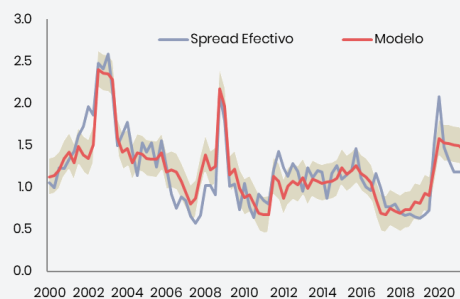
* Liquidez = (Ebitda+Efectivo) / (GFN+Deuda Corriente)

GRÁFICO 8: SPREADS BANCARIOS Y CORPORATIVOS POR CLASIFICACIÓN (P.P.)



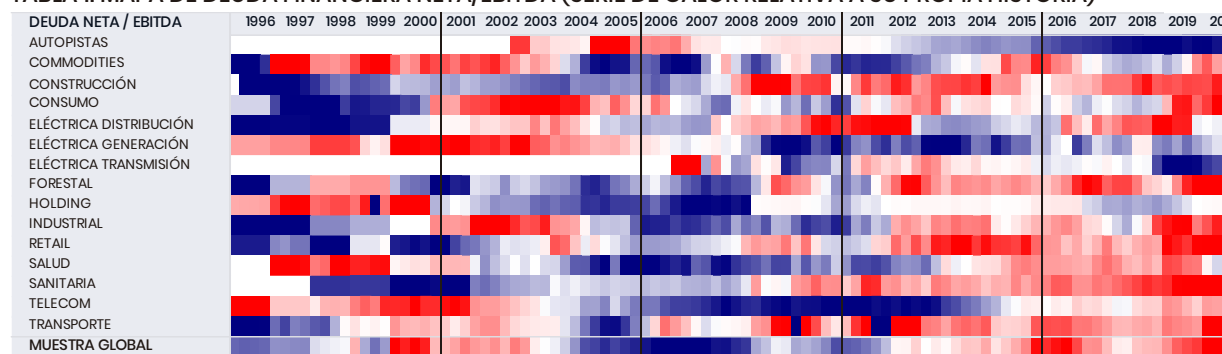
Fuente: CMF Chile y Estudios Security.

GRÁFICO 9: MODELO DE SPREADS CORPORATIVOS (PTOS.)



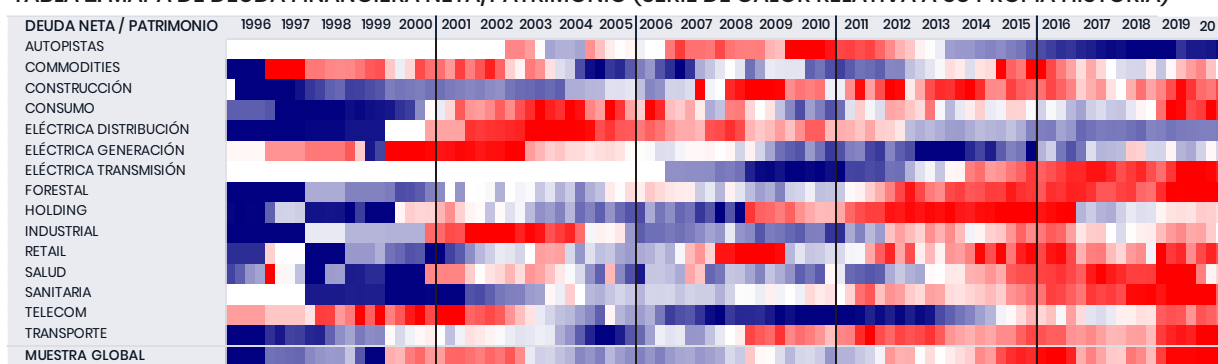
Fuente: Riskamérica, Bloomberg y Estudios Security.

TABLA 1: MAPA DE DEUDA FINANCIERA NETA/EBITDA (SERIE DE CALOR RELATIVA A SU PROPIA HISTORIA)



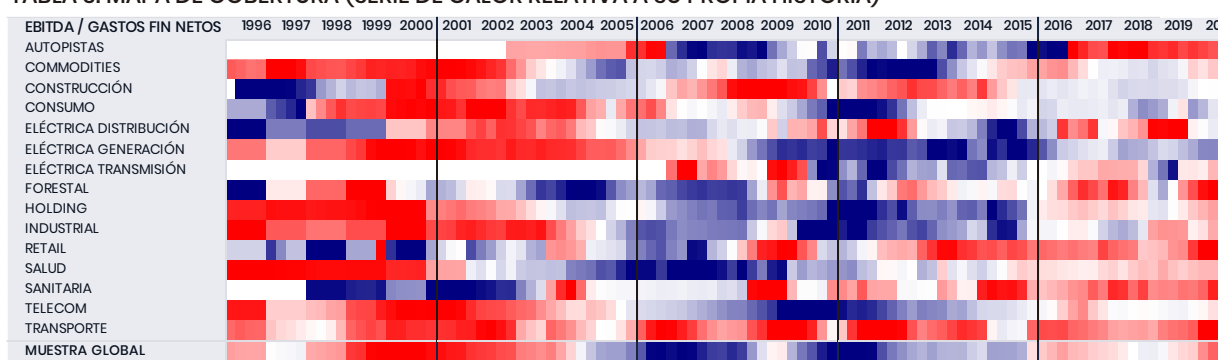
*Escala de colores representa el percentil del indicador (azul es bajo apalancamiento y rojo alto)

TABLA 2: MAPA DE DEUDA FINANCIERA NETA/PATRIMONIO (SERIE DE CALOR RELATIVA A SU PROPIA HISTORIA)



*Escala de colores representa el percentil del indicador (azul es bajo apalancamiento y rojo alto)

TABLA 3: MAPA DE COBERTURA (SERIE DE CALOR RELATIVA A SU PROPIA HISTORIA)



*Escala de colores representa el percentil del indicador (azul es alta cobertura y rojo bajo)

Fuente: CMF Chile y Estudios Security.