

A background image showing a financial chart with a blue grid and several fluctuating 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
Enero 2021

Riesgo Corporativo Local: No se observarían espacios de reversión adicional en spreads bancarios locales

Paulina Barahona N.

Subgerente de Renta Fija Corporativa

paulina.barahona@security.cl

Los principales efectos que se han observado en el sector bancario debido a la crisis sanitaria han sido el aumento en su gasto en provisiones y la desaceleración en el crecimiento de sus colocaciones, lideradas por consumo, pero que se manifiesta en todos los segmentos.

En el caso de las provisiones, estas se relacionan a aumentos reales en índices de morosidad (aunque leves) y, más que nada, a medidas preventivas de parte de los bancos, en el marco de postergación de pagos de cuotas, créditos de emergencia (en particular, comerciales) y reprogramaciones, que podrían incidir en mayores niveles de riesgo en los próximos meses.

En tanto, si bien las colocaciones han seguido creciendo, pasamos de tasas de 10-12% durante 2019, a 3,4% a/a en noviembre, donde consumo presentó una caída de -12,6% a/a, tendencia negativa que comenzó a fines de abril.

Ante esto, el sector acumula un ajuste de -12% a/a en su utilidad de noviembre (excluyendo del cálculo a Itaucorp), que resintió la rentabilidad del sector. No obstante, la mayor liquidez que significó el retiro de fondos de las AFPs implicaría fuentes de impago bastante más contenidas que las esperadas en un inicio y resultados que recuperarían su nivel hacia 2022, en la medida que se retome la actividad del sector.

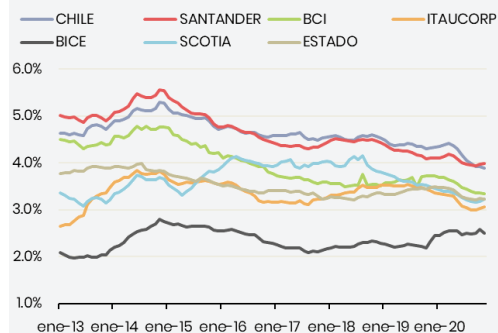
INDICADORES FINANCIEROS DE LA BANCA SE DEBILITAN:

Este contexto macroeconómico (mayor desempleo, caída en actividad) ha tenido algunos efectos importantes en los indicadores de los bancos chilenos. El Margen de Interés Neto⁽¹⁾ (MIN), una medida de rendimiento operacional (gráfico 1), ha caído levemente en la mayoría de los bancos de la mano de ajustes en inflación, tasas de interés y colocaciones, aunque destaca el liderazgo que tomó Banco Santander en la última entrega (con un MIN de 4,0%). La excepción en esta tendencia es Bice, que se ha mantenido estable en 2,5%. Sin embargo, el MIN neto de riesgo (MIN ajustado por provisiones) muestra una tendencia más negativa en la industria. En este caso, vuelve a destacar la mayor estabilidad en Banco Santander y Bice, contrastado con la fuerte caída en Itaucorp (gráfico 2). Durante 2020, la industria ha reconocido gasto en provisiones por \$3.637.064 millones, de las cuales 16% son adicionales. Con ello, pasaron de ser 25,7% del resultado operacional bruto en 2019 al 36% a nov-20.

En términos de participación de mercado, Banco Santander, Banco de Chile e ItaúCorp han venido a la baja en los últimos 4 años, mientras que BCI fue capturando mercado gracias a las adquisiciones en EE.UU. y de Walmart en Chile, actualmente liderando con una cuota de 18% de la industria. La incorporación de BBVA a Scotiabank en sep-18 le permitió casi duplicar su participación a un 13% del mercado.

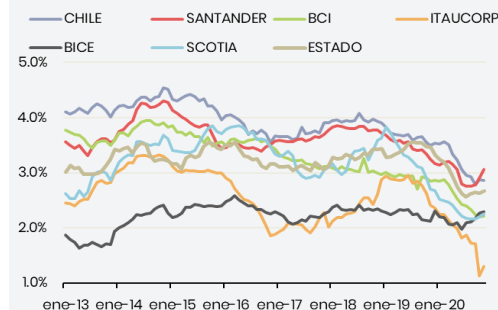
(1) Ingresos menos Costos provenientes de intereses, sobre Activos generadores de interés.

GRÁFICO 1: MARGEN DE INTERÉS NETO (MIN)



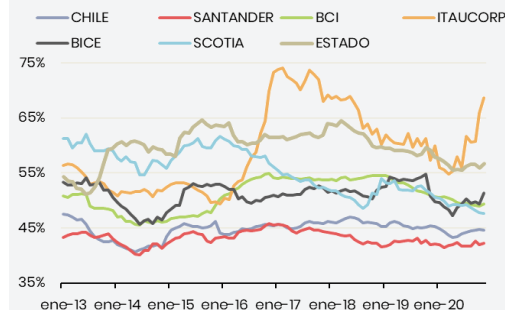
Fuente: CMF Chile y Estudios Security.

GRÁFICO 2: MARGEN DE INTERÉS NETO DE RIESGO



Fuente: CMF Chile y Estudios Security.

GRÁFICO 3: RATIO DE EFICIENCIA



Fuente: CMF Chile y Estudios Security.

En relación al Ratio de Eficiencia⁽²⁾, sólo ha subido levemente en el último año a nivel industria, aunque en una perspectiva de mayor plazo, ha mejorado cerca de 6,0 p.p. en 5 años (gráfico 3). Luego del impacto que reflejaron Itaucorp, Scotiabank y BCI en sus procesos de M&A entre 2016 y 2018, todos han logrado caídas importantes en sus gastos. Esta tendencia se quiebra en 2020 (salvo en Scotiabank), producto de los efectos del Covid, y en particular en Itaucorp, que vuelve a niveles de 69% después de haber bordeado el 55% a inicios de 2020.

A nivel de Rentabilidad sobre Patrimonio (ROE), la tendencia desde 2014 ha sido en general a la baja, sumando menores tasas, cambios regulatorios y mayores impuestos. Banco Santander y Banco de Chile se han disputado el liderazgo en la industria en los últimos años. Mientras, en la parte baja, Itaucorp se ve golpeado en 2020 (con ROE negativo a 12 meses) por el reconocimiento de un deterioro por unos \$810 mil millones por ajustes asociados a activos intangibles y goodwill.

Por último, respecto a índices de riesgo, el Gasto en Provisiones sobre Colocaciones en la industria exhibía consistentes bajas hasta oct-19, fecha en que comenzamos a ver mayores provisiones relacionadas a la crisis social, que se exacerbaban con la crisis sanitaria (gráfico 5). Aunque en el último reporte de la industria de noviembre este ítem cae, todavía es muy preliminar adelantar que no veamos nuevos impactos como consecuencia de los rezagos de algunos créditos postergados. Además de Itaucorp, entre los que muestran mayores alzas están BCI y Banco de Chile.

No obstante, pese al aumento en la morosidad, la cobertura también ha subido en el último año pues parte importante de estas provisiones han sido preventivas, manteniendo niveles entre 1,6x y 2,7x en la muestra.

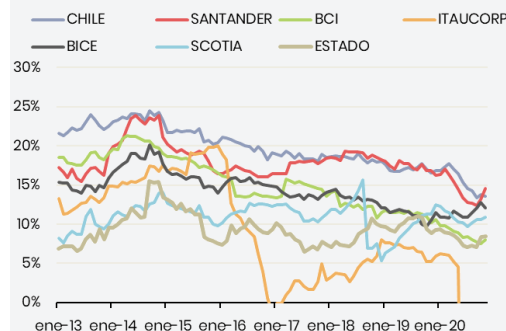
COMPRESIÓN DE SPREADS BANCARIOS PESE A DETERIORO DE MÉTRICAS:

En un contexto histórico, dentro de las variables mencionadas en la sección anterior, el Ratio de Eficiencia y el MIN son los que tienen una mayor capacidad explicativa de los niveles de spread bancarios (gráfico 6).

De esta forma, utilizando el MIN y el Ratio de Eficiencia como pilares, junto a otros indicadores de salud financiera y operacional de los bancos, se construyó un índice de calificación (de nota 1 a 10, de peor a mejor). Para su confección, se emplearon los percentiles de estos indicadores y se ponderaron en función de cómo correlacionaban con los spreads de los bancos⁽³⁾. Al observar la nota obtenida por cada banco en el tiempo (gráfico 7), vemos que Banco de Chile solía tener los mejores indicadores de la industria, pero fue alcanzado (y recientemente superado) por Banco Santander. Por otro lado, después de haber ajustado con fuerza en 2016, Itaucorp había repuntado durante 2018-2019, pero los eventos de 2020 aquí descritos lo llevaron nuevamente al nivel más bajo de la muestra.

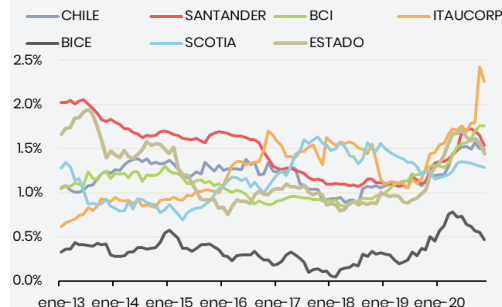
El empeoramiento de estas notas eso sí es generalizado pero marginal, siendo la excepción el Bice, básicamente gracias a su estabilidad en el MIN, diferenciándose de sus pares.

GRÁFICO 4: RENTABILIDAD SOBRE PATRIMONIO (ROE)



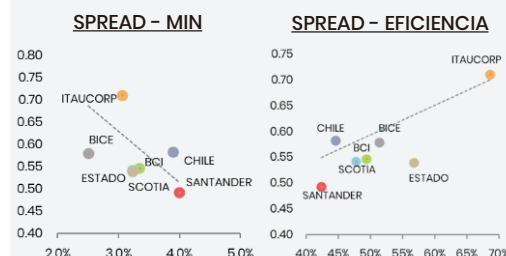
Fuente: CMF Chile y Estudios Security.

GRÁFICO 5: GASTO EN PROVISIONES SOBRE COLOCACIONES



Fuente: CMF Chile y Estudios Security.

GRÁFICO 6: SPREADS VS MARGEN DE INTERÉS Y EFICIENCIA



Fuente: CMF Chile, Riskamérica y Estudios Security.

(2) Razón entre los Gastos de Apoyo y otros sobre Resultado Operacional.

(3) Composición: MIN 25%, Ratio de Eficiencia 25%, MIN Neto de Riesgo 15%, Provisiones 15%, ROE 10%, Morosidad 5% y Cobertura 5%.

Si bien, resulta interesante aplicar este *scoring* para un análisis preliminar de los bancos, el indicador no muestra gran variabilidad en el tiempo, a excepción de ItaúCorp (consecuencia de la volatilidad de sus resultados desde la fusión), distinto a lo que se ha observado en los spreads de títulos bancarios, perdiendo su capacidad predictiva. Creemos que esta herramienta resulta muy útil, eso sí, para explicar el diferencial de riesgo entre los distintos bancos (precio relativo). Al respecto, estas mismas variables indicarían que los papeles de Santander, Banco de Chile, Estado y Scotiabank estarían en su valor justo, mientras BCI y Bice estarían en la parte baja de una desviación estándar (más topados), e Itaucorp en la cota superior (con espacio de caída), pero todos dentro de dicho rango.

MODELO DE SPREADS LOCALES EN EL CONTEXTO GLOBAL:

Tras los máximos alcanzados en marzo, el momento de mayor stress de los mercados financieros, la reversión de los spreads a nivel local no ha estado ajena a la tendencia exhibida en los spreads de la región, que en nuestro caso se concentró en emisores de mejor clasificación (AAA y AA, gráfico 8), de la mano de un escenario con mayor apetito por riesgo y mejores perspectivas económicas.

Sin embargo, aunque estos spreads en general volvieron a sus valores pre pandemia, aún esto no se observa en los resultados de la industria.

Si evaluamos un modelo de valoración de spreads bancarios que, además de indicadores de la banca, incorpora medidas de flujos hacia este tipo de activo, se puede explicar mejor esta tendencia.

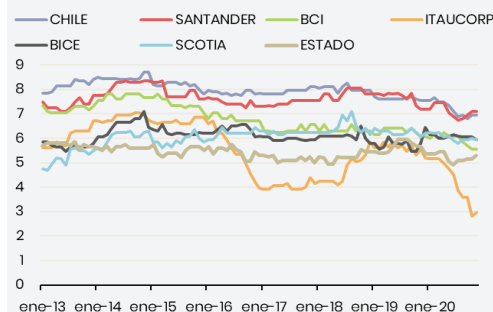
Por un lado, el ratio de Eficiencia y, en este caso, el Gasto en Provisiones, son los indicadores operacionales que mejor explican la evolución de los spreads bancarios desde 2013. Aunque su tendencia en el último año ha tenido movimientos más contenidos que los esperados, no es suficiente para explicar el actual valor de estos spreads.

Es así como toma especial relevancia el anuncio y posterior actuar del Banco Central como proveedor de liquidez en esta industria durante 2020, con especial protagonismo frente a episodios como los de marzo y la aprobación de los retiros de fondos de pensiones. En marzo, el BC anunció un programa de compra de bonos bancarios por US\$8.000 millones, que en junio se amplió por un monto equivalente. Esta participación activa del BC lo capturamos a través de una variable dummy⁽⁴⁾ a partir de mar-20.

Así, pese a que el modelo de valoración (gráfico 9) indica que los actuales spreads se encuentran por debajo de su valor justo, algo debajo del rango de 1 desviación estándar, esto aún se sostendría en los flujos potenciales de compra de parte del BC (quedando aún US\$8.170 millones pendientes de los US\$16.000 millones, con datos al 11-ene-21), y en perspectivas de recuperación de resultados, en particular a nivel de provisiones, durante este año. **Por ende, será muy relevante evaluar posibles reconocimientos de provisiones ante un escenario con mayores medidas restrictivas de movilidad, y cuáles serán sus futuras políticas de otorgamiento de créditos. En la medida que esto se mantenga estable, no esperamos cambios relevantes en los niveles de spreads.**

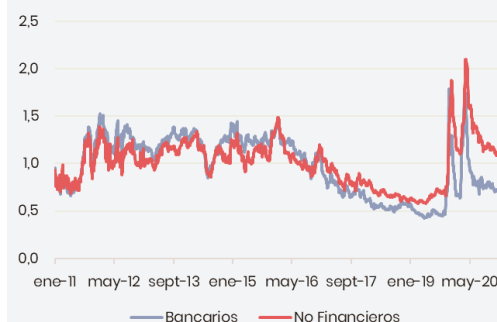
(4) Se utiliza como variable para explicar valores cualitativos en un modelo de regresión.

GRÁFICO 7: EVOLUCIÓN SCORING POR INSTITUCIÓN



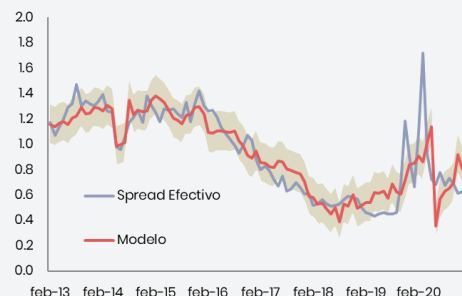
Fuente: CMF Chile y Estudios Security.

GRÁFICO 8: SPREADS CORPORATIVOS BANCARIOS Y NO BANCARIOS LOCALES



Fuente: CMF Chile, Riskamérica y Estudios Security.

GRÁFICO 9: MODELO SPREADS BANCARIOS PROMEDIO EN UF



Fuente: CMF Chile, Riskamérica, SP y Estudios Security.