



INFORME DE RENTA FIJA LOCAL

Departamento de Estudios

Noviembre 2023

Riesgo Corporativo Local: Resiliencia de spreads a deterioro de métricas financieras

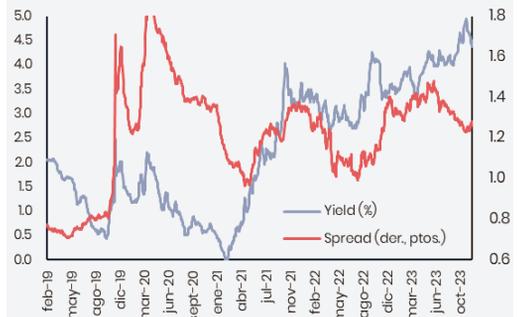
Paulina Barahona N.
Subgerente de Renta Fija Corporativa
paulina.barahona@security.cl

A pesar que en las últimas semanas hemos observado una alta volatilidad en términos de tasas base, tanto a nivel local como externo, alcanzando en octubre máximos del año, y que luego en noviembre han cedido, los spreads corporativos se han mantenido relativamente resilientes a este escenario. Lo anterior incluso con expectativas de deterioro en las métricas financieras para el reporte de resultados que se encuentra en curso (3T23), donde se volvería a observar una baja en Ebitda en términos anuales y, a nuestro juicio, en caso de producirse alguna reducción en el stock de deuda producto de algún alivio en capital de trabajo, esto aún sería de manera contenida ante un contexto de tasas e inflación que se mantienen elevadas.

Ahora bien, este desempeño no sería transversal, se concentra básicamente en sectores más ligados a demanda interna y, en menor medida, en firmas relacionadas a commodities, cuya caída de precios a nivel internacional explica prácticamente toda la baja en su Ebitda. Sin embargo, los casos como retail (en particular, firmas concentradas en segmentos discrecionales), financiero no bancario, y algunas empresas de consumo, por nombrar ejemplos, han visto un ajuste tal en su generación de Ebitda que han provocado riesgos de baja en su clasificación y/o de quiebre en covenants vinculados a este indicador. Aunque construcción es una industria muy relacionada al ciclo económico, los mayores focos de riesgo se han concentrado en el segmento inmobiliario (mientras que los principales emisores son más diversificados a segmentos de ingeniería y construcción o residencial e inversiones), pero es probable que hacia 2024, una vez que se refleje el freno en el backlog de proyectos de minería, veamos mayores presiones en Ebitda y, con ello, en indicadores de endeudamiento.

En este sentido, la estabilidad en los spreads, en medio de ruidos que persisten a nivel local, creemos que respondería a dos factores. Por un lado, la escasa actividad en lo referente a bonos corporativos que ha prevalecido desde la pandemia, con pequeños brotes que sólo se concretaron en firmas de mejor calidad crediticia o mayormente enfocadas en el mercado externo. En efecto, en los últimos 3 meses (ago-oct) vemos una baja en colocaciones corporativas de -60% respecto a igual periodo 2022 y de -50% respecto a los 3 meses previos (may-jul). Este casi nulo interés por nuevas emisiones (o incluso transacciones de emisiones vigentes) se atribuye a la ausencia de flujos por parte de clientes retail hacia fondos mutuos y a carteras prácticamente congeladas de inversionistas institucionales, al no contar con alternativas de reemplazo a

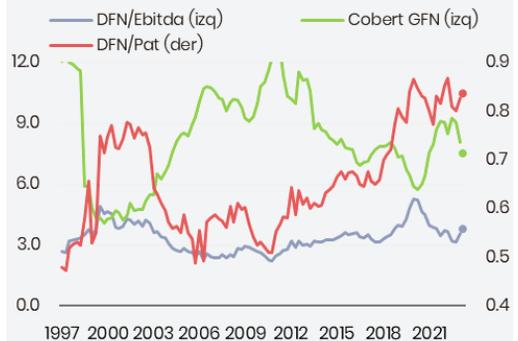
GRÁFICO 1: RENDIMIENTO CORPORATIVOS UF*



Fuente: Riskamerica y Estudios Security.

(*) Muestra de bonos corporativos entre 3 y 8 años en UF.

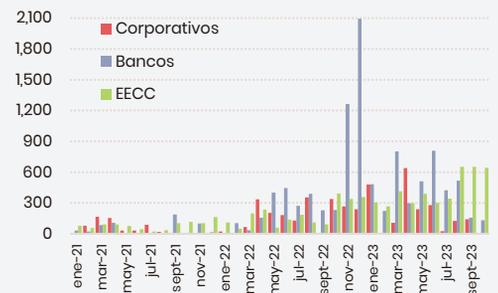
GRÁFICO 2: RATIOS FINANCIEROS MUESTRA*



Fuente: CMF Chile y Estudios Security.

(*) Puntos proyectan cifras al 3T23 para la muestra extrapolando estimaciones para empresas del Ipsa.

GRÁFICO 3: COLOCACIONES MENSUALES (MM\$)



Fuente: Bolsa de Comercio de Santiago y Estudios Security.

para las posiciones actuales. Lo segundo es que, dentro de la muestra amplia de compañías locales, hubo algunas especialmente importantes que en 2022 presentaron resultados históricos, los que aún son considerados dentro de las mediciones anuales, diluyendo como mercado las dificultades financieras y operacionales de empresas de menor tamaño.

Un elemento adicional es el efecto que la discusión regulatoria generó en la percepción de riesgo, con muchos matices y eventos puntuales, influyendo especialmente en la descompresión de spreads del último año. En particular, el resultado del Plebiscito de salida de sep-22 implicó reducciones relevantes de spreads en sectores como sanitario e industrial, sujetos a posibles cambios relevantes en su rentabilidad de largo plazo en caso de aprobarse dicha propuesta de constitución. Algo similar ha ocurrido con las discusiones de reforma tributaria y de pensiones, las que se encuentran estancadas, o el mínimo apoyo con que hoy cuenta, por ejemplo, un nuevo retiro de fondos de pensiones, muy disruptivos en su momento. Mientras, la nueva propuesta de constitución que se votaría en diciembre no implicaría ajustes mayores a nivel corporativo, por lo que sus implicancias se relacionan más con su impacto en el escenario político.

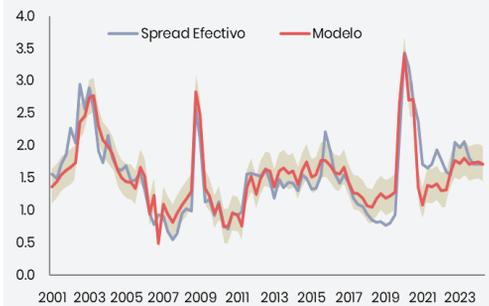
Volviendo y centrándonos netamente en el análisis financiero, a nuestro juicio los actuales spreads incorporan un deterioro controlado en la liquidez ajustada, que iniciaría su mejora en 2024, implicando condiciones financieras que gradualmente se regularizan, de la mano de una normalización económica. **No obstante, si el escenario base de tasas, inflación y/o crecimiento demora más en concretarse, indicadores financieros de los sectores destacados al comienzo se estresarían todavía más, esta vez sin el soporte de las empresas con ganancias no recurrentes en 2022, lo que presionaría los spreads y retrasaría aún más la normalización del mercado de bonos.** Aunque por el momento vemos una baja probabilidad a que lo último se concrete, como medida de cautela privilegamos emisores de mejor calidad crediticia, basado en (1) capturarían de manera más inmediata cambios que resulten favorables en las perspectivas locales y/o en el ámbito externo, (2) están más ajenos al escenario de posible baja en su clasificación y/o de quiebre en covenants, y (3) sus spreads se encuentran en niveles de percentil más elevados respecto a otras categorías (en torno a 60%-70% en un plazo de 4 años, pre estallido social y pandemia).

GRÁFICO 4: SPREADS SECTORIALES (P.P.)



Fuente: Riskamerica y Estudios Security.

GRÁFICO 5: MODELO SPREADS CORPORATIVOS*



Fuente: CMF Chile, Riskamerica, SP, Bolsa de Comercio y Estudios Security.

* Incluye medición de Liquidez Ajustada como $(Ebitda+Efectivo) / (GFN+Deuda\ Corriente)$

Felipe Jaque S.

Economista Jefe

felipe.jaque@security.cl

Paulina Barahona N.

Subgerente Renta Fija Corporativa

paulina.barahona@security.cl

Eduardo Salas V.

Economista Senior

eduardo.salas@security.cl

Roberto Valladares R.

Analista Senior de Inversiones

roberto.valladares@security.cl

Juan Ignacio Vicencio F.

Analista de Inversiones

juan.vicencio@security.cl

César Guzmán B.

Gerente Macroeconomía

cesar.guzman@security.cl

Nicolás Libuy I.

Subgerente Renta Variable Local

nicolas.libuy@security.cl

Marcela Calisto H.

Economista

marcela.calisto@security.cl

Felipe Molina R.

Analista de Inversiones

felipe.molinar@security.cl

Josefina Koljatic S.

Analista de Inversiones

josefina.koljatic@security.cl