

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, 4.250, and 7.223 are visible on the chart.

INFORME DE RENTA FIJA LOCAL

Departamento de Estudios
Febrero 2024

Riesgo Corporativo Local: Emisión de deuda se elevaría este año ante refinanciamientos

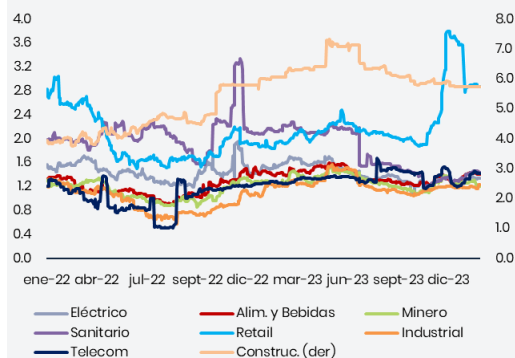
Paulina Barahona N.
Subgerente de Renta Fija Corporativa
paulina.barahona@security.cl

El inicio del proceso de baja de tasas por parte del Banco Central era la primera señal que diversos emisores esperaban para comenzar a reevaluar la posibilidad de emitir deuda local, pero la persistencia de un castigo hacia compañías de mayor riesgo (gráfico 1) mantiene mermada la actividad en el mercado de bonos corporativos. Mientras en 2018-2019 se colocaban \$250-300 mil millones mensuales en promedio en bonos de empresas, durante 2022 y 2023 este promedio no superó los \$180 mil millones al mes, sin señales de repunte a diferencia del segmento bancario, que actualmente casi triplica lo emitido en la parte corporativa (gráfico 2).

De hecho, las colocaciones efectivas de empresas en los últimos seis meses alcanzaron montos aún menores (~\$80 mil millones al mes) y se concentran en emisores de calidad crediticia más sólida (todos en categoría AA), mientras el resto se abstiene ante el castigo que mantienen sus spreads. Ni hablar de la escasez de nuevas inscripciones por posibles procesos en la CMF, prácticamente congelados en los últimos dos años. Esto ha generado la búsqueda de otras alternativas por parte de estos emisores para lidiar con un escenario que aún se mantiene desfavorable en términos de tasas. En primer lugar, se ha utilizado la caja, que había aumentado fuertemente durante la pandemia, de modo de no encarecer aún más sus presionados gastos financieros, pero esto **está llegando a un límite que eventualmente está afectando la liquidez de algunas empresas** (gráfico 3). Lo segundo ha sido recurrir al uso de líneas bancarias, aumentando como proporción dentro de los pasivos financieros, disminuyendo con ello la diversificación y duración de la deuda, además de no ser una opción completamente transversal. En paralelo, un tercer camino, particularmente empleado en sectores como financiero no bancario, ha sido la emisión de efectos de comercio (EECC), cuyos montos crecieron fuertemente en 2022 y 2023 respecto a lo que se observaba pre pandemia. Mientras en 2018-2019 se colocaban \$30 mil millones en promedio por mes, recientemente hemos visto hasta \$700 mil millones en algunos meses. **Si bien, estas últimas dos alternativas no aislan el efecto de mayores tasas, es un endeudamiento de rápida renovación que permitiría absorber gradualmente el nuevo escenario de tasas.**

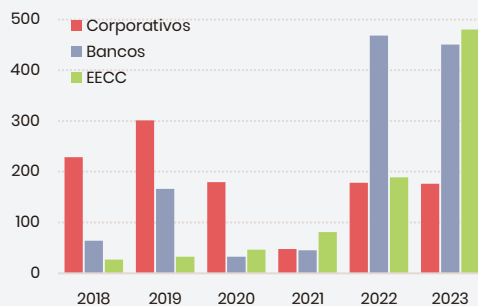
El tema es que, considerando lo anterior, **hay compañías donde se está haciendo casi imperiosa la necesidad de extender el plazo de sus vencimientos de deuda** (porción de corto plazo ha subido de 16% a 20% en 3 años, gráfico 4), lo que implicaría un intensivo proceso de refinanciamiento a partir de este año (asumiendo que se mantiene o incluso se retome la proporción de bonos dentro de la deuda total de las compañías).

GRÁFICO 1: SPREADS SECTORIALES (P.P.)



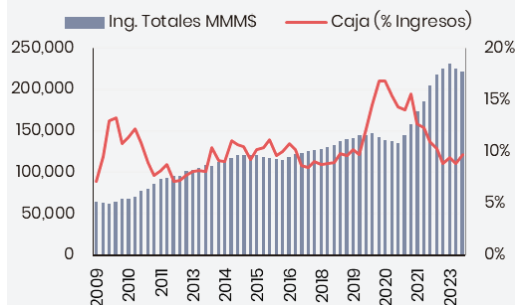
Fuente: Riskamerica y Estudios Security

GRÁFICO 2: COLOCACIONES PROMEDIO MENSUALES (MMMS)



Fuente: Bolsa de Comercio de Santiago y Estudios Security

GRÁFICO 3: COMPARACIÓN NIVEL DE CAJA VS INGRESOS 12 MESES



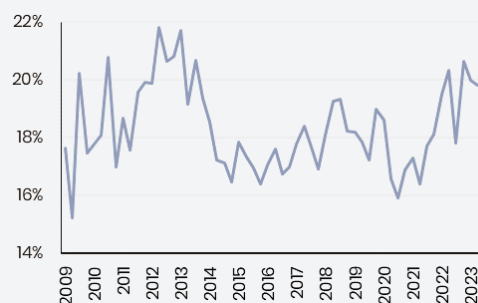
Fuente: CMF Chile y Estudios Security.

De acuerdo a los pasivos de una muestra amplia de compañías locales al cierre del tercer trimestre 2023 (gráfico 5), cerca de USD 54 billones vencen en un plazo de 3 años, de los cuales un 53% corresponde a bancos y un 29% a bonos (equivalente a USD 5,2 millones por año), **cifra que más que duplica lo que se ha colocado anualmente desde 2021**, lo que imaginamos podría generar presiones relevantes en el mercado de bonos.

Pero más allá del interés o necesidad que tengan las empresas de recurrir al mercado de bonos locales a partir de este año, **otra variable a tener presente es que no todos los sectores se encuentran con la mejor salud financiera para conseguir adecuadas condiciones de tasas** (considerando recientes bajas en clasificación y/o rompimiento de covenants), lo cual afectaría sus costos de endeudamiento y, con ello, última línea, en caso de estar obligados a refinanciar, o mantendrían una liquidez más apretada mientras no muestren una recuperación real de resultados, **lo que estimamos se plasme hacia la segunda mitad de este año. Recién ahí creemos que industrias más golpeadas en los últimos reportes, o sea aquellos más vinculados a demanda interna, presentarían indicios más claros de normalización** de Ebitda y de ratios de endeudamiento y/o cobertura.

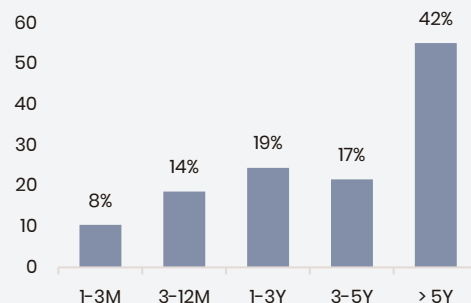
Con todo, aunque podría resultar destacable el aumento que presentaría la actividad en la renta fija corporativa este año, consecuencia de una menor incertidumbre pero también de la necesidad de refinanciamientos, **consideramos que el alto volumen, con indicadores de deuda aún no normalizados en sectores más riesgosos, podría distorsionar momentáneamente la respuesta que debieran presentar los spreads ante un escenario económico menos estresado, lo que constituiría un escenario de riesgo para esta clase de emisores.** No obstante, nuestra visión es que estos gradualmente regularizarían sus cifras, consolidando mejoras relevantes a fines de 2024. Por ello, **como medida de cautela hemos estado sugiriendo privilegiar por el momento 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 ruido de alto endeudamiento y deterioro de resultados, y (3) están en general menos apremiados en la necesidad de refinanciar pasivos.

GRÁFICO 4: PORCIÓN DEUDA CORTO PLAZO SOBRE TOTAL (MUESTRA)



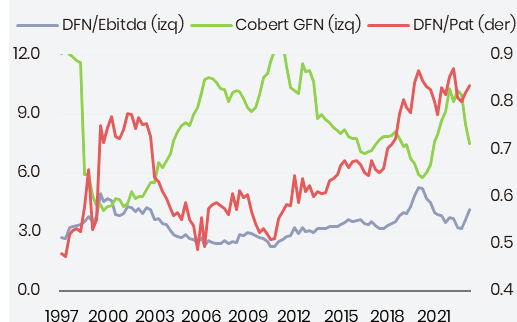
Fuente: CMF Chile y Estudios Security.

GRÁFICO 5: PERFIL DE VENCIMIENTOS (MUESTRA EMPRESAS – USD 130 BILL.)



Fuente: CMF Chile y Estudios Security.

GRÁFICO 6: RATIOS FINANCIEROS (MUESTRA)



Fuente: CMF Chile y Estudios Security.

Felipe Jaque S.

Economista Jefe

felipe.jaque@security.cl

César Guzmán B.

Gerente Macroeconomía

cesar.guzman@security.cl

Paulina Barahona N.

Subgerente Renta Fija Corporativa

paulina.barahona@security.cl

Nicolás Libuy I.

Subgerente Renta Variable Local

nicolas.libuy@security.cl

Eduardo Salas V.

Economista Senior

eduardo.salas@security.cl

Marcela Calisto H.

Economista

marcela.calisto@security.cl

Roberto Valladares R.

Analista Senior de Inversiones

roberto.valladares@security.cl

Felipe Molina R.

Analista de Inversiones

felipe.molinar@security.cl

Juan Ignacio Vicencio F.

Analista de Inversiones

juan.vicencio@security.cl

Josefina Koljatic S.

Analista de Inversiones

josefina.koljatic@security.cl