



INFORME DE RENTA FIJA CORPORATIVA

Departamento de Estudios

Febrero 2025

Riesgo Corporativo Local: Condiciones pavimentarían entrada de emisores de menor tamaño

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

En informes previos nos hemos referido al desapalancamiento corporativo observado en los últimos reportes de resultados, particularmente en el 2T y 3T de 2024. Al respecto, según data recopilada por el Banco Central (BC) en su último IEF, se confirma lo que hemos destacado en nuestra muestra de 130 compañías locales, con un **peak de endeudamiento corporativo en la primera mitad de 2020, para posteriormente mantenerse en un rango más controlado en los últimos 3 años** (gráfico 1). La información del Banco Central permite también notar un cambio relevante en su composición, **con una baja importante en la deuda bancaria, compensada principalmente por emisión de bonos en el exterior.**

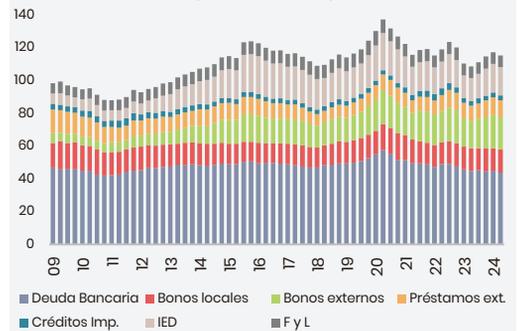
En efecto, **la banca ha visto un freno en el crecimiento nominal de sus colocaciones pese a la persistencia de mayor inflación.** A nivel de industria, los créditos anotaron un alza nominal de 4,0% a/a en 2024, mientras que en el segmento empresas (en Chile) aumentaron sólo 2,6% a/a en términos nominales, con una inflación que se elevó 4,5% en dicho periodo. Y en años previos el comportamiento fue similar.

Al respecto, de acuerdo a la Encuesta de Percepciones de Negocios (EPN) del BC de enero, **se manifiestan condiciones crediticias menos favorables por parte de la banca en los últimos 3 meses, aumentando la exigencia de garantías y la disminución de plazos de pago,** manteniendo baja la expectativa de solicitud de préstamos por parte de las empresas, en esencia por no contar con capacidad para seguir endeudándose. En este sentido, **serían las firmas de menor tamaño y de rubros de desempeño insuficiente (por aumento de costos y/o baja en ventas) los de demanda por crédito más debilitada.** Sin embargo, destaca que aquellas empresas más activas han comenzado a destinarlo mayormente a inversiones y no a cubrir un desempeño operacional aminorado.

En tanto, **la emisión de deuda en moneda extranjera se transformó en una alternativa de financiamiento frente a un mercado de bonos locales que, post pandemia, permanecía con poca liquidez y tasas de interés presionadas.** Al ser un mercado de acceso limitado para emisores de menor tamaño (repitiendo aspectos observados con la banca), estas colocaciones se concentraron en pocas firmas de mayor tamaño, de sectores como el forestal, minero, eléctrico o retail. **La alternativa, para los casos percibidos de menor tamaño y alto riesgo, ha sido el uso de la caja** (gráfico 3), a la espera de un escenario más benévolo con este tipo de usuarios de crédito (tanto por spreads como por resguardos exigidos).

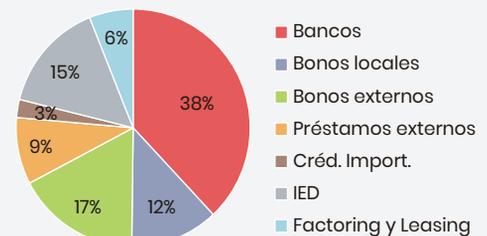
Pese a que, a la fecha, el contexto en la renta fija local no ha cambiado mayormente, hemos visto alguna mejora en la actividad, especialmente en el último año, permitiendo que, en el *mix* de endeudamiento, esta clase de activo no se haya visto opacada, subiendo incluso su peso relativo.

GRÁFICO 1: DEUDA EMPRESAS NO BANCARIAS (COMO % PIB)



Fuente: Banco Central (IEF) y Estudios Security.

GRÁFICO 2: DIST. DEUDA EMPRESAS NO BANCARIAS (USD 340 BILL.)



Fuente: Banco Central (IEF) y Estudios Security.

GRÁFICO 3: CAJA COMO PORCENTAJE DE INGRESOS 12M



Fuente: CMF Chile y Estudios Security.

No obstante, **una radiografía del mercado de bonos de empresas locales** (según información entregada por CMF Chile) **revela una menor atomización de la deuda**, alcanzando 129 emisores vigentes en 2024, después de un peak de 140 en 2020 (gráfico 4). Por su parte, **cinco sectores concentran el 50% del stock al cierre de 2024** (que asciende a USD 38.776 millones, gráfico 5), liderados por el segmento público con el 12%, forestal con 11% y real estate con 10%. Estos mismos TOP 5 representaban el 47% del total en 2018.

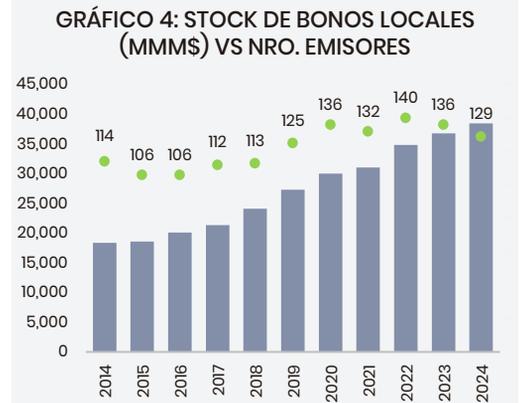
En términos de plazos, **se observa un aumento en el periodo de emisión promedio** desde 17,8 años en 2018 a 19 años en 2025, **con una extensión también en el plazo remanente de la deuda**, desde 5,4 años a 9,5 años. La tasa de emisión alcanzó en promedio 3,5% en 2024, valor que ascendía a 3,9% en 2018.

La denominación mayoritaria en UF (actualmente un 96,5% del total) **explicaría el crecimiento constante en el stock de bonos locales pese a la menor actividad observada particularmente entre 2021 y 2023** (gráfico 6), periodo en que las nuevas colocaciones bajaron en torno a 50% respecto a 2018 (excluyendo emisiones asociadas a procesos de quiebra). **En los últimos 5 años, las nuevas emisiones se han concentrado en los sectores financiero no bancario, forestal, real estate, infraestructura y transmisión eléctrica**, sumando, por ejemplo, 79% en 2024, 58% en 2023 y 68% en 2022 (limpio de canjes). **Por su estructura, explicarían el aumento en el plazo de vencimiento, pero además, la mayor concentración en emisores de mejor calidad crediticia**. De hecho, 2024 rompe la marca al concentrar el 97% de nuevos bonos emitidos clasificados en categorías AA- o superiores.

En este contexto, la excepción ha sido la industria bancaria no financiera. Ha sido quizás el único actor del mercado de su tipo (de mayor riesgo, expuesto al ciclo económico y de financiamiento corto) que se ha mantenido activo en bonos. El resto de esta clase de industrias son las que optaron por el uso de caja, pero que enfrentarían la inminente necesidad de mejorar sus condiciones de plazo y/o tasa durante este año, con el fin también de diversificar sus fuentes de financiamiento.

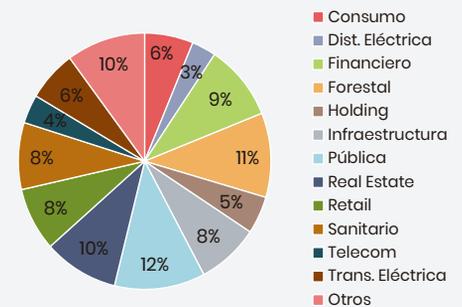
Considerando los vencimientos de deuda al cierre del 3T24, **los sectores con mayor concentración de vencimientos a un año son construcción** (68%, +3pp respecto al 3T23), **agrícola** (63%, -11pp a/a) **y minería servicios** (59%, +15pp a/a), que coincidentemente lideran la exposición a bancos respecto al total de sus pasivos (81%, 64% y 59%, respectivamente). En cambio, con la actividad del sector financiero no bancario, aunque acumula un 51% de sus vencimientos en el corto plazo, bancos representa el 44% del total, menos que emisiones al público.

Esto último sólo ejemplifica los efectos que trajo consigo el letargo observado en la industria de bonos locales en ciertas industrias, pero también el potencial que existiría de consolidarse un contexto más favorable para emisores de mayor riesgo. El año 2024 mostró señales incipientes, es de esperar que en este 2025, especialmente ante la baja que han presentado los spreads y expectativas de descensos adicionales de tasas a futuro, se consoliden bases más sólidas para que esta alternativa de financiamiento retome su dinamismo frente a las necesidades que presentarían diversos sectores.



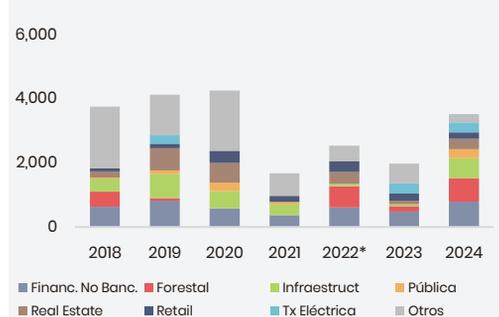
Fuente: CMF Chile y Estudios Security.

Gráfico 5: Concentración Sectorial (Stock de Bonos Locales)



Fuente: CMF Chile y Estudios Security.

Gráfico 6: Emisiones de Bonos Locales por Año (MMM\$)



Fuente: CMF Chile y Estudios Security.

(* Excluye proceso de canje de bonos de Latam Airlines.

DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS

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

Juan Ignacio Vicencio F.

Analista de Inversiones

juan.vicencio@security.cl

Josefina Koljatic S.

Analista de Inversiones

josefina.koljatic@security.cl

Juan Manuel Mira C.

Analista de Inversiones

juanmanuel.mira@security.cl

VALORES SECURITY S.A. CORREDORA DE BOLSA

Viviana Neira O.

Gerente de Renta Fija Nacional

(56-2) 2584 4646 - 2901 6239

viviana.neira@security.cl

Manuel González G.

Subgerente Intermediación Renta Fija

(56-2) 2581 5626

manuel.gonzalez@security.cl

INFORME DE RENTA FIJA CORPORATIVA

Este informe es proporcionado únicamente con fines de orientación e información general, por lo que, en ningún caso él debe emplearse o considerarse como asesoría de inversión y/o financiera, recomendación, y/o oferta a firme de compra ni venta de valores. Asimismo, este informe no es un documento de oferta, por lo que no compromete a Grupo Security ni a sus filiales o empresas relacionadas a ningún acto. Este informe ha sido preparado en base a información pública, proveniente de fuentes a nuestro juicio confiables, la que, por tanto, a nuestro mejor saber y entender, se ajusta a los hechos y no contiene omisiones que puedan afectar su comprensión. Sin embargo, podría contener, eventualmente, errores, los que, no son atribuibles a, ni aceptados como propios por los autores de este informe, Grupo Security y sus filiales. Si bien hemos tomado precauciones razonables para que la información tenida en cuenta al tiempo de la elaboración de este informe se mantuviere actualizada, no podemos asegurar que ella no haya variado durante su elaboración y emisión. Asimismo, la información contenida aquí puede estar sujeta a cambios sin previo aviso. Los precios, estimaciones o valores indicados están sujetas a riesgos, incertidumbres y otros factores que pueden provocar que los eventos reales difieran materialmente de cualquier desarrollo anticipado, y, por tanto, pueden presentar variaciones con respecto a lo informado. Los inversionistas deben comprender que (i) las proyecciones futuras pueden no concretarse y (ii) el rendimiento pasado no es necesariamente una guía para el rendimiento futuro. Todas las inversiones mencionadas en este informe tienen riesgo de pérdida. Este informe no garantiza que las proyecciones contenidas en él estén libres de error. Ni los autores de este informe, ni Grupo Security y sus filiales hacen representación o garantía, expresa o implícita, sobre la precisión, completitud o integridad de este informe, por lo que ellos no asumen responsabilidad frente a ninguna persona por el empleo, uso o comprensión de este informe ni por la información contenida en él. Este informe no tiene en cuenta objetivos de inversión específicos, situación financiera o necesidades particulares de ninguna persona específica, por lo que las inversiones especificadas en él pueden no resultar adecuadas para todos los inversionistas. Éstos deben tomar sus propias decisiones según sus objetivos, horizontes de inversión, y sus niveles de riesgo específicos. En el caso de la renta variable local, sus valorizaciones se efectúan a través de un modelo de descuento de flujos de caja proyectados, cuya tasa de descuento se basa en un modelo de costo de capital ponderado. Los autores de este informe se encuentran sujetos a estrictas reglas de inversión con el objeto de evitar potenciales conflictos de interés, por lo que no hay conflicto que informar. Para más información sobre estas reglas, por favor dirigirse al siguiente link: [\[Reglamento\]](#). Ninguna parte de este documento puede ser (i) copiada o duplicada por cualquier forma o medio, o (ii) redistribuida sin el previo consentimiento escrito de Grupo Security.