



INFORME DE RENTA FIJA LOCAL

Departamento de Estudios

Noviembre 2021

Riesgo Corporativo Local: Mayor certidumbre apuntaría a menores spreads y una reactivación en las emisiones locales

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

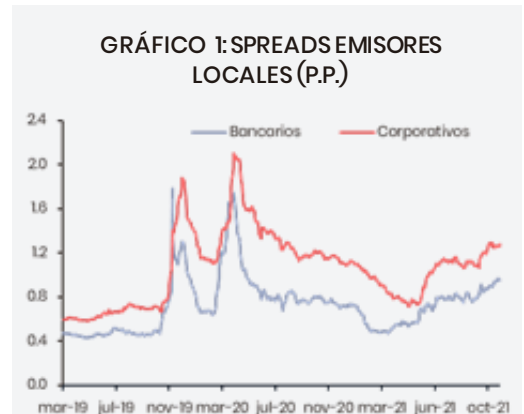
Aunque aún no se ha resuelto el resultado del proceso electoral, las señales que se extraen de esta primera vuelta apuntan a un escenario más favorable para activos locales. Si bien, los candidatos de segunda vuelta son de posiciones más extremas, ambos deberían mostrar alguna flexibilización en sus programas para alcanzar acuerdos con otros sectores con miras a diciembre. Pero más importante, la composición en términos de coaliciones en el Parlamento resultó más benigna que lo esperado, esto de cara a posibles nuevas medidas de carácter populista, las que enfrentarían mayores probabilidades de freno o mesura, aminorando en algo la incertidumbre que predominó durante 2020 y 2021.

Sin embargo, más allá de estos resultados, creemos que al menos una parte del mayor riesgo que se le asignó a Chile tras los eventos de fines de 2019 seguirá presente. Es un hecho que toda la discusión constitucional, e incluso presidencial, presionó los perfiles de deuda pública, deteriorando en el margen la evaluación del riesgo país, lo que se sumó al empujamiento de otras variables macro como inflación, tipo de cambio y tasas. A esto se agrega un escenario de crecimiento más ralentizado para 2022, a pesar de buenos términos de intercambio y resultados corporativos que se recuperaron rápidamente, en medio de un exitoso proceso de vacunación.

En cuanto a spreads, tanto corporativos como bancarios en moneda local, han reaccionado en mayor medida a la discusión del cuarto retiro de fondos de las AFP's, con un alza de unos 20 pts desde fines de septiembre (gráfico 1). En el episodio anterior (tercer retiro), la presión alcista promedió entre 40 y 50 pts. No obstante, considerando que la iniciativa se encuentra ahora en una comisión mixta, y que eventualmente sufriría modificaciones en favor del mercado de capitales, ese aumento se podría revertir.

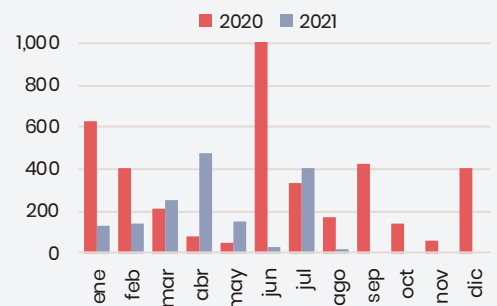
Esto también resultará relevante para reactivar la emisión de bonos a nivel local, aminorada por la incertidumbre reciente y concentrada en algunas colocaciones bancarias. Las opciones de financiamiento en emisores corporativos (e incluso algunos bancarios) han estado en el mercado internacional. Si bien, dichos spreads resultaron convenientes para las empresas, es sabido que su acceso es más limitado a emisores de mayor tamaño, por lo que serían los emisores más pequeños, de alta participación local, los que han debido readecuar sus alternativas de financiamiento en los últimos meses, sin acceder al mercado (gráfico 2)

En este sentido, **la noticia positiva es la reducción del endeudamiento que hemos observado en los últimos trimestres (gráfico 3),** gracias a medidas de ahorro implementadas por diversas industrias, como por la recuperación en la generación de Ebitda, de la mano de las condiciones de liquidez en el mercado y las menores restricciones de movilidad. Esto probablemente ha sustentado la postergación de emisiones de bonos en industrias tradicionalmente activas.



Fuente: Riskamerica y Estudios Security.

GRÁFICO 2: EMISIONES CORPORATIVAS LOCALES (MMM\$)



Fuente: CMF Chile y Estudios Security.

GRÁFICO 3: INDICADORES DE ENDEUDAMIENTO (ex ESTATALES)

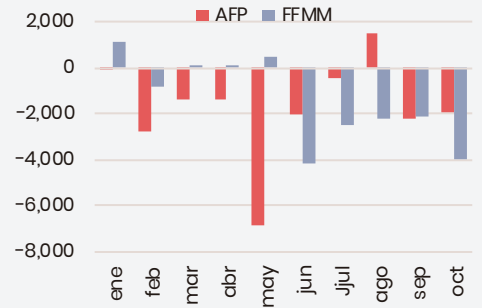


Fuente: CMF Chile y Estudios Security.

A lo anterior se ha sumado una actividad inusual en términos de flujos institucionales. A la oferta relacionada con los retiros de fondos de las AFP's, desde junio se sumó una ola de solicitudes de retiro de aportantes de FFMM como mecanismo de resguardo ante la volátil coyuntura de tasas. Esto ha implicado una reducción de casi US\$ 32.000 millones este año en el stock de renta fija entre ambas instituciones (gráfico 4). Por otro lado, en el ámbito público, Tesorería ha concentrado cerca de la mitad de sus emisiones de este año en el mercado local (45% sumando UF y pesos), de los cerca de USD 22.500 MM colocados a la fecha.

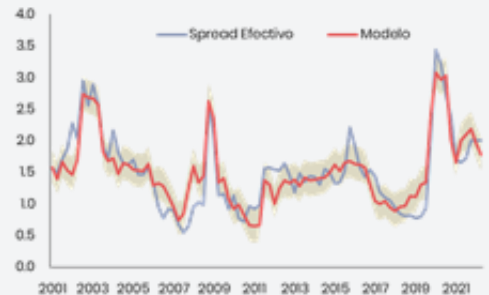
El resultado de esta conjunción de variables se ha plasmado en una desviación de nuestro modelo de valoración de spreads respecto a métricas financieras y expectativas de mercado, y esencialmente de mediciones de deuda y operacionales de las compañías (gráfico 5). En este aspecto, en el marco de indicadores de liquidez y Ebitda que se estabilizan en valores algo mejores que pre pandemia, habría espacio de reducción de spreads en torno a 40 y 50 pts, en la medida que no vuelvan a tomar fuerza alteraciones importantes en la oferta de instrumentos de renta fija local. De ser así, junto a la mayor certidumbre que se iría ganando con los resultados electorales, se prevé alguna reactivación en las emisiones de bonos hacia inicios del próximo año, en condiciones que gradualmente agregarían mayor calma, pero con la incorporación de un castigo más estructural en el escenario base respecto a nuestra historia.

GRÁFICO 4: FLUJOS INSTITUCIONALES EN RENTA FIJA 2021 (USD MM - AFP Y FFMM)



Fuente: Superintendencia de Pensiones, Banco Central, CMF Chile y Estudios Security.

GRÁFICO 5: MODELO DE SPREADS CORPORATIVOS (PTOS.)



Fuente: Riskamérica, SP, Bloomberg y Estudios Security.