

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, and 4.250 are visible on the chart.

INFORME DE RENTA FIJA LOCAL

Departamento de Estudios
Febrero 2022

Riesgo Corporativo Local: Mayor tranquilidad en spreads daría espacio a un retorno de emisiones

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

El anuncio del gabinete que dará el puntapié al nuevo gobierno en marzo dispuso parte de la incertidumbre que primaba en los activos locales. Si bien, los spreads se habían comportado con bastante resiliencia a los acontecimientos políticos y económicos internos de noviembre y diciembre, manteniendo el nivel alcanzado producto de la discusión del 4to retiro de fondos, en la última semana de enero se apreció una tendencia bajista (gráfico 1), en particular en papeles con mayor liquidez (bancarios y AAA) en rangos entre 10 y 20 pts.

Sin embargo, el retorno a la actividad asociada a emisiones locales ha sido bastante más gradual, lejos aún de los niveles de años previos. Durante el 4T21 e inicios de 2022, ha sido el mercado internacional el que ha concentrado las colocaciones de deuda de firmas locales, con más de US\$ 5.000 millones en este periodo (incluidas empresas públicas), mientras que internamente las cifras son ínfimas. En diciembre y enero, después de tres meses sin nuevas emisiones, se efectuaron las colocaciones de un par de compañías por mes que han reflejado algún interés incipiente por retomar esta alternativa de financiamiento, pero todavía resta para la consolidación de aquello (gráfico 2).

En esta línea, destacamos la solvencia financiera alcanzada en 2021 por parte importante de las compañías locales, que justificaría los actuales niveles de spread. Las medidas conservadoras en cuanto a manejo de liquidez y deuda que tomaron las empresas durante la pandemia, junto a los efectos de las inyecciones de liquidez en el consumo, terminaron con una fuerte reducción en el endeudamiento corporativo (gráfico 4), alejando fantasmas de *default* en aquellos sectores más perjudicados con las restricciones de movilidad. Esto dejó una base más sólida para enfrentar un 2022 más desafiante en ingresos y costos.

Por otro lado, asignando por ahora una baja probabilidad a nuevas disrupciones en la oferta como las de 2020 y 2021, el comportamiento de los institucionales se ha normalizado. Tras el alto monto de emisiones locales ejecutadas por Tesorería en el último año (unos US\$11.100 millones), junto a la venta relacionada a los retiros de fondos de las AFP's y las solicitudes de retiro de aportantes de FFMM, que implicaron un ajuste de US\$ 30.000 millones en el stock de renta fija en el mismo periodo, se debe destacar que al cierre de 2021 la tendencia se tendió a revertir. En los últimos dos meses del año, estos institucionales elevaron en US\$2.000 millones su saldo en dicho activo (gráfico 3).

En este sentido, la mayor tranquilidad en el mercado de renta fija podría reactivar las emisiones en moneda local. El acceso a emisiones en moneda extranjera requiere un monto mínimo relevante y otros requisitos que no son alcanzables por todos los emisores locales (quizás para

GRÁFICO 1: SPREADS EMISORES LOCALES (P.P.)

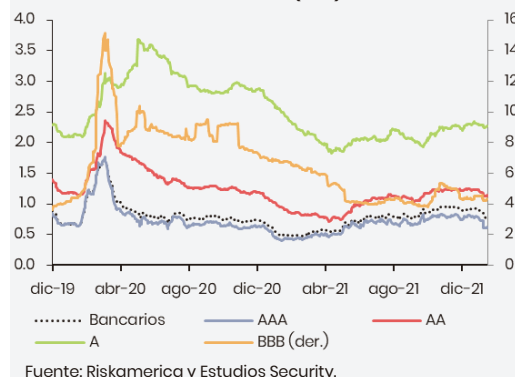


GRÁFICO 2: EMISIONES CORPORATIVAS LOCALES (MMMS)

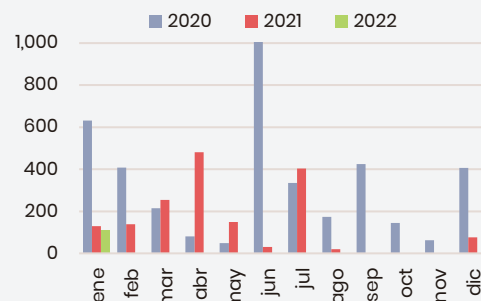
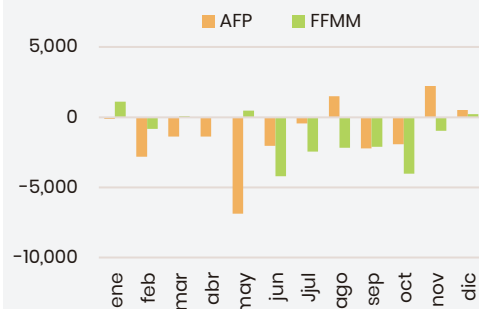


GRÁFICO 3: FLUJOS INSTITUCIONALES EN RENTA FIJA 2021 (USD MM - AFP Y FFMM)

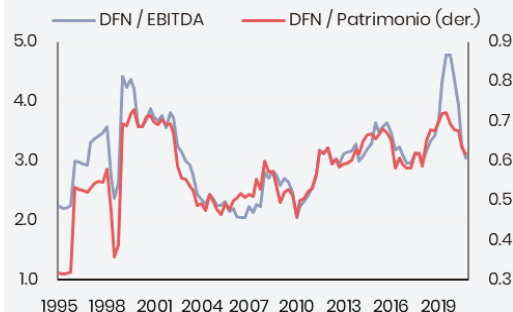


la gran mayoría). Ante ello, creemos que, tras readecuar sus alternativas de financiamiento en el último año, primando sus requerimientos con la banca (que implica menor plazo), y en algunos casos al reactivar sus planes de inversión, habría posibilidades de retorno de estos actores al mercado ante un ambiente aún incierto, pero menos volátil.

A su vez, la prevalencia de factores de riesgo podría permitir al mercado de renta fija corporativa actuar como activo de refugio. Aunque lo del gabinete tuvo una lectura positiva, no elimina otros focos de riesgo, siendo clave la evaluación del desempeño y propuestas del gobierno en sus primeros meses, como también (y en paralelo) las indicaciones que avancen en la Convención Constituyente, que podrían ejercer una fuerte presión en sectores regulados y de materias primas (de alto peso en el Ipsa). Tampoco hay que olvidar el contexto macro local. La presión que observamos en la deuda pública desde 2020 desencadenó una mayor prima por riesgo para Chile, con su consecuente impacto en las tasas de descuento, lo que se suma a condiciones más estresadas de inflación y tasas de interés. Si bien, el tipo de cambio reaccionó recientemente con una reversión, igualmente mantiene un castigo respecto a sus fundamentos históricos. Se suman a esto el freno en el ritmo de crecimiento interno para este año y, en la misma línea, resultados corporativos que caerían debido a menores márgenes, junto con un escenario externo enrarecido por mayores conflictos geopolíticos. **Con todos estos cambiantes factores en la mesa, no descartamos que la renta fija corporativa pase a ser una alternativa de inversión atractiva, al menos de mantenerse este escenario de estabilidad en spreads.**

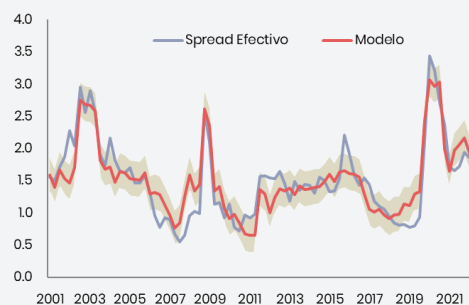
Al respecto, nuestros modelos de valoración aún presentan espacio de reversión de confirmarse positivas métricas financieras. Si los indicadores de liquidez y Ebitda se estabilizan en valores algo mejores que pre pandemia, habría espacio de reducción de spreads, en particular en papeles más rezagados, como la categoría A, lo que excluye un escenario de alteraciones importantes en la oferta, pero considera un castigo más estructural en el escenario base respecto a nuestra historia, consecuencia de los eventos que han primado en los últimos dos años. **Por todos los motivos mencionados, elevamos levemente la ponderación de este activo en nuestros portafolios recomendados.**

GRÁFICO 4: INDICADORES DE ENDEUDAMIENTO (EX ESTATALES)



Fuente: CMF Chile y Estudios Security.

GRÁFICO 5: MODELO DE SPREADS CORPORATIVOS (PTOS.)



Fuente: Riskamérica, SP, Bloomberg y Estudios Security.