



INFORME DE RENTA FIJA LOCAL

Departamento de Estudios

Marzo 2022

Riesgo Corporativo Local: Análisis de Riesgo Frente a un Nuevo Retiro de Fondos

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

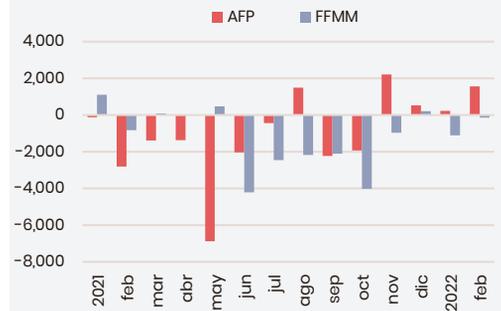
En el actual escenario de volatilidad de tasas, hemos observado una relativa estabilidad en los spreads corporativos, que si bien no ha reactivado el interés de participación por parte de emisores locales, al menos ha actuado como activo de mayor refugio. Las tasas base han presentado fluctuaciones importantes en las últimas semanas, en respuesta a las expectativas de inflación y el rumbo que podría tomar la TPM. Si bien prevalece una mayor sensación de incertidumbre, asociada tanto a la discusión regulatoria local como a los efectos del conflicto entre Rusia y Ucrania, que mantiene alejados a los inversionistas locales del mercado de renta fija, los spreads han mostrado variaciones mínimas desde fines de enero ($\pm 5-10$ pts según clasificación).

En este ambiente, ha destacado el flujo de compra proveniente de los fondos de pensiones en los últimos meses, en dirección contraria a los fondos mutuos, aumentando su ponderación en renta fija (gráfico 1). Mientras los FFMM acumulan una baja de más de US\$ 1.200 millones en su stock de inversión en renta fija local, las AFP's en cambio han aumentado en casi US\$ 1.800 millones el stock de renta fija local (liderada por papeles de Tesorería, y menos medida bonos bancarios y de empresas), permitiendo que el fondo E vuelva a pesar un 11,4% del total de activos tras llegar a mínimos de 9,8% en diciembre pasado.

Aunque estas noticias apuntan a mejorar la liquidez de este activo (muy golpeada desde 2020), la apertura a una discusión de un nuevo retiro de fondos de pensiones podría generar una importante disrupción en el mercado. Si bien, en los primeros episodios de retiros (aprobados en jul-20 y dic-20) no se observaron alzas relevantes de spreads y tasas base, esto se explicaría mayormente por el reforzamiento de las medidas de liquidez a institucionales y al mercado por parte del Banco Central que ya había implementado a raíz de la pandemia, enfocadas en dar estabilidad al mercado de renta fija local. Pero, en el caso del tercer retiro (abr-21), con un ente emisor más ausente, se observaron alzas de 30 a 40 pts en spreads corporativos en una ventana de 2 meses (gráfico 2), luego que habían recuperado niveles pre pandemia, e incrementos aún mayores en las tasas base, de 60 pts en el BCU-5 y 75 pts en el BCU-10 (gráfico 3).

Aunque el total de activos de las AFP's se redujo un 20% desde el anuncio del primer retiro (hasta US\$172,8 bill.), de aprobarse un proyecto con características similares a los anteriores, el retiro potencial no difiere mucho de los casos previos. Tomando de referencia un 10% de retiro de fondos (con tope de UF 150 y un mínimo de UF 35), de acuerdo a los saldos promedio de cuentas individuales a dic-21, el monto potencial de retiro asciende a US\$15,6 billones, dejando a un 33% de los afiliados sin fondos en sus cuentas (gráfico 4).

GRÁFICO 1: FLUJOS INSTITUCIONALES EN RENTA FIJA 2021-2022 (USD MM)



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

GRÁFICO 2: SPREADS EMISORES LOCALES* (P.P.)



Fuente: Riskamerica y Estudios Security.

(* En gris, ventana de 2 meses después de cada aprobación de retiro de fondos.

GRÁFICO 3: EVOLUCIÓN TASAS BASE EN UF*



Fuente: CMF Chile y Estudios Security.

(* En gris, ventana de 2 meses después de cada aprobación de retiro de fondos.

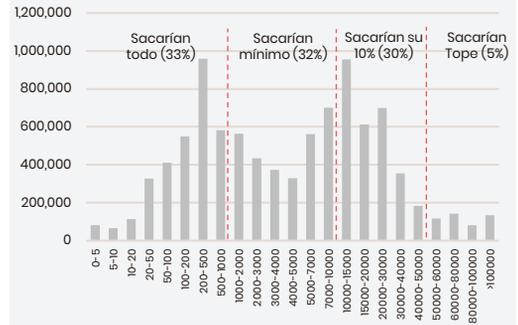
En cuanto a la exposición de los fondos de pensiones por tipo de instrumento, aunque la inversión extranjera ha subido en el ponderado (desde un 44% al primer retiro a un actual 51%), la renta fija local mantiene a la fecha una importante ponderación (gráfico 5). A febrero, un 42% de los fondos corresponden a renta fija local, destacando el 17% en instrumentos de Tesorería (US\$ 28,8 bill.), el 15% en bonos bancarios (US\$ 25,4 bill.) y el 8% en bonos de empresas (US\$ 13,2 bill.). Los instrumentos del Banco Central representan sólo un 1% del portafolio total. De estos instrumentos, los papeles de Tesorería están a un plazo promedio de 11,8 años, los bonos bancarios a 4,9 años y los bonos de empresas a 7,7 años, todos con duraciones levemente inferiores a las que se presentaban al tercer retiro que, a nuestro juicio, sería nuestro mayor referente en términos de impacto en los mercados.

Por ende, pese a que parte de la liquidación de activos se podría canalizar en mercados externos, innegablemente la aprobación de un nuevo retiro de fondos provocaría un exceso de liquidez relevante a nivel local, considerando el fuerte descenso que han presentado los volúmenes transados. Según datos de la Bolsa de Comercio de Santiago (gráfico 6), durante febrero de este año, en renta fija se transaron en promedio \$534 mil millones diarios, cifra que hace 1 año atrás llegaba casi al doble (\$922 mil millones), mientras que hace 2 años ascendía a \$1.180 mil millones por día.

Aunque la probabilidad de gestionarse este proyecto ha sido cambiante, su riesgo sigue vigente, lo que a nuestro juicio mantendría a los emisores locales sin participación en el mercado nacional. En cuanto a los impactos en tasas base y spreads, las cifras indican que se acercaría a los efectos que vimos con el tercer retiro, aunque ello también dependerá de posibles anuncios de mitigación por parte del Banco Central, no sólo en términos de tasas de referencia, sino también medidas de apoyo al mercado como las anunciadas en 2020.

No obstante, se debe hacer el alcance respecto a sensibilidad y liquidez. En el tercer retiro vimos que el impacto se absorbió en mayor proporción en las tasas base más que en spreads, reflejando que este tipo de desinversiones se ejecutan en primera instancia a través de los instrumentos más líquidos. Por ende, aunque existe riesgo de impacto, este sería más acotado para el caso de spreads ligados a bonos de empresas (menos líquido y de menor peso en las carteras de las AFP's), manteniendo su carácter de refugio en medio de este posible evento, versus lo que serían papeles de Tesorería o incluso la renta variable local. Así, considerando este menor impacto, y sumando el favorable perfil financiero que manejan actualmente las compañías locales, nuestra visión para los spreads corporativos sería más favorable respecto a otros activos en renta fija local, monitoreando los alcances que pueda tener un nuevo proyecto de retiros.

GRÁFICO 4: N° AFILIADOS SEGÚN SALDO PROMEDIO (MILES DE \$)



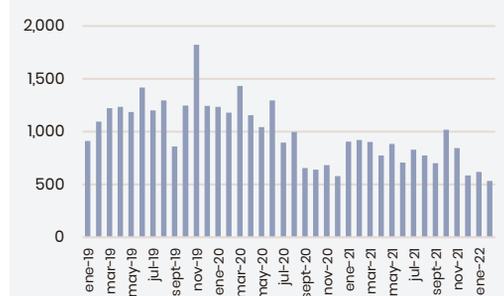
Fuente: Superintendencia de Pensiones y Estudios Security.

GRÁFICO 5: COMPOSICIÓN CARTERAS AFP'S (% DEL TOTAL)



Fuente: Superintendencia de Pensiones y Estudios Security.

GRÁFICO 6: VOLUMEN TRANSADO RENTA FIJA LOCAL (PROM. DIARIO, MMM\$)



Fuente: Bolsa de Comercio de Santiago 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.

Jefe de Renta Variable Local

nicolas.libuy@security.cl

Eduardo Salas V.

Economista Senior

eduardo.salas@security.cl

Roberto Valladares R.

Analista de Inversiones

roberto.valladares@security.cl

Marcos Sandoval H.

Analista de Inversiones

marcos.sandoval@security.cl