



INFORME DE RENTA FIJA LOCAL

Departamento de Estudios
Agosto 2022

Riesgo Corporativo Local: Spreads se han mantenido mayormente ajenos a incertidumbre local

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

A pesar de que prevalece la incertidumbre política local, hemos observado spreads que se moderan en las últimas semanas, junto a un repunte en emisiones bancarias y corporativas. Estando a menos de un mes de concretarse el Plebiscito de salida de la propuesta de nueva Constitución, el mercado de renta fija local se ha mantenido relativamente resiliente a las expectativas que genera dicha votación, reaccionando más bien al anuncio de intervención al tipo de cambio por parte del Banco Central, que significó leves bajas en todas las categorías, salvo la BBB (concentrado en Construcción), probablemente aún afectada por temas de liquidez.

Si se analiza el desempeño de los spreads corporativos en términos sectoriales, la única industria con una direccionalidad diferente es la Sanitaria, que a nuestro juicio se atribuiría a las condiciones hidrológicas estrechas que aún mantiene gran parte del país, y las reformas regulatorias que se incluyen en la propuesta de nueva Constitución, en particular lo referente a la pérdida de la propiedad sobre derechos de agua y el fin de las concesiones como tales, pasando a ser autorizaciones. Más allá que otros segmentos económicos presentan ruidos regulatorios de la misma índole, esto no se ha plasmado a nivel de mercado, dejando más acotadas las opciones de mejora en spread en clasificaciones de mejor calidad crediticia.

Sin embargo, las emisiones de bonos de empresas de los últimos meses (de abril a julio) han registrado por momentos cierto repunte, aunque todavía no consolidan un nivel como el observado pre pandemia. Lo destacable es que al menos los meses de ausencia de colocaciones, que observamos a fines de 2021 y principios de 2022, quedaron atrás (gráfico 2). Hemos visto mayor interés de algunos emisores, en especial financieros no bancarios, y otros de mejor clasificación, retornar al mercado en busca de refinanciamiento de pasivos y extendiendo plazos de vencimientos. Esto ha permitido volver a transacciones promedio por \$250 mil millones por mes, comparables con los \$380 mil millones de promedio mensual de 2019.

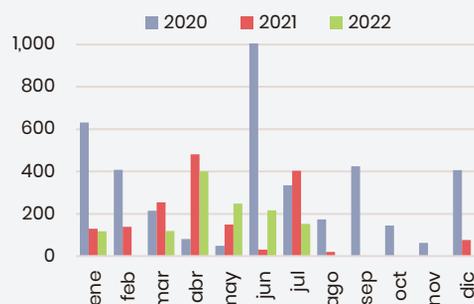
Lo anterior podría también estar relacionado con inversionistas institucionales que han retornado gradualmente a la renta fija local, aumentando sus stocks de inversión en los últimos meses. En lo que va de 2022, las AFP han elevado su posición en este activo en unos USD 9.650 millones hasta junio, mientras que los FFMM, aunque en una cifra más moderada, lo han hecho en USD 3.300 millones (gráfico 3). En este sentido, se debe destacar que la ausencia de las disrupciones de oferta en el mercado local que dominaron 2020 y 2021, junto a la mayor inestabilidad de la renta variable internacional, han implicado un repunte del fondo E en el total de activos administrados por las AFP hasta 14,5%, desde el mínimo de 9,8% alcanzado en dic-21.

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



Fuente: Riskamerica y Estudios Security.

GRÁFICO 2: EMISIONES CORPORATIVAS LOCALES (MMMS)



Fuente: CMF Chile y Estudios Security.

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



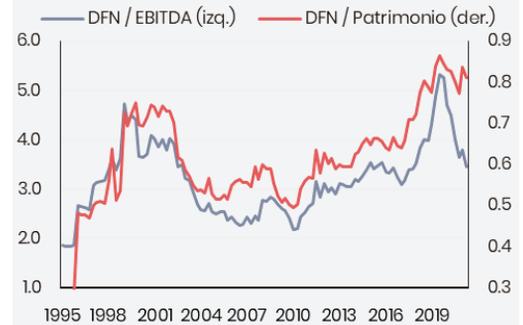
Fuente: Superintendencia de Pensiones, Banco Central, CMF Chile y Estudios Security.

Respecto a fundamentos que sostendrían estos niveles de spread, si bien esperamos algún deterioro en las condiciones de apalancamiento de las firmas locales, esto estaría incorporado en los valores actuales. La fuerte reducción en el endeudamiento corporativo en 2021 se atribuyó mayormente a las condiciones monetarias que impulsaron los ingresos y, en menor medida, a un freno en los planes de inversión ante la mayor incertidumbre nacional (gráfico 4). La reversión al alza en los indicadores de deuda de una muestra ampliada de compañías se debiera ver mitigado por el favorable escenario de precios que continúa enfrentando el sector commodities, que representa alrededor del 20% de la deuda (ex holdings y empresas públicas) y 15% del Ebitda. Su alto peso contrarrestaría la situación más desfavorable que enfrentarían retail, construcción y firmas de servicios vinculados directamente al ciclo económico.

De hecho, nuestro modelo de valoración de spread, que incorpora este escenario más negativo a través de menores indicadores de liquidez (que mide la capacidad de pago de compromisos de corto plazo), se encuentra alineado a esta métrica financiera. Luego que los indicadores de liquidez y cobertura volvieron a niveles pre pandemia (o incluso mejoran) con el reporte del IT22 (gráfico 5), esperamos que la caída gradual en Ebitda, en especial en la segunda parte del año, arrastre un indicador de liquidez que hoy está en 1,76x hasta 1,6x-1,65x como supuesto base, una baja moderada si consideramos el mínimo de 1,39x en pandemia y el 0,93x de la historia de la muestra (desde 1996). Esto iría en línea con un descenso en el margen Ebitda de la muestra cercano a 100 p.b., y un leve aumento de 3% en el stock de deuda neta de corto plazo, que por el momento no incorpora una situación de stress financiera en alguna industria en particular.

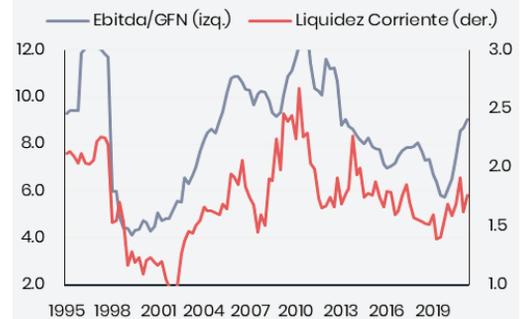
Un segundo factor a considerar, y que le podría dar cierto soporte a este activo, es su carácter de refugio. Esto no sólo frente a los ruidos en el ámbito internacional, sujetos a conflictos geopolíticos de las grandes potencias y una alta inflación global (con una consecuente alza de tasas), que han marcado una notoria volatilidad en los últimos meses, sino también a la evolución macro local y a las novedades que se podrían gestionar después del Plebiscito, donde las encuestas apuntan al deseo de la ciudadanía a reformas constitucionales relevantes cualquiera sea la alternativa que tomen el 4 de septiembre, lo que aleja la fecha de cierre para una Constitución definitiva. Si bien, podríamos observar mayor certeza en ámbitos relacionados a derecho de propiedad, a la estructura del sistema político y gasto fiscal en caso de concretarse modificaciones a la propuesta constitucional o a la vigente, el tono más social de la discusión que ha rodeado este proceso se debiera mantener, lo que apuntaría a un menor retorno corporativo. En este contexto, un ajuste gradual en las reglas del juego estipularía cambios más a mediano-largo plazo, que no alterarían la solvencia inmediata de las firmas locales. **Así, independiente del resultado de este 4 de septiembre, es probable que el foco de incertidumbre y castigo a activos locales se mantenga, pero creemos que la renta fija corporativa se mostraría menos vulnerable a estos eventos.**

GRÁFICO 4: INDICADORES DE ENDEUDAMIENTO (EX ESTATALES)



Fuente: CMF Chile y Estudios Security.

GRÁFICO 5: INDICADORES DE COBERTURA (EX ESTATALES)

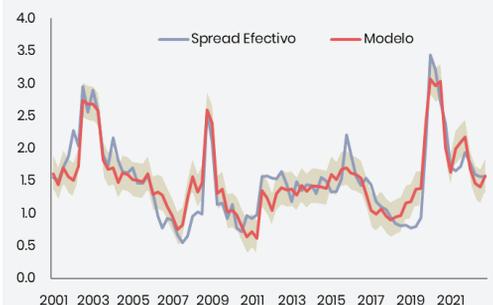


Fuente: Riskamérica, SP, Bloomberg y Estudios Security.

* Cobertura de Gastos Financieros = Ebitda/GFN

* Liquidez Cte = (Ebitda+Efectivo)/(GFN+Deuda Corriente)

GRÁFICO 6: MODELO DE SPREADS CORPORATIVOS (PTOS.)



Fuente: Riskamérica, SP, Bloomberg 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

María José Castro D.

Economista

maria.castrod@security.cl

Roberto Valladares R.

Analista de Inversiones

roberto.valladares@security.cl

Marcos Sandoval H.

Analista de Inversiones

marcos.sandoval@security.cl

Felipe Molina R.

Analista de Inversiones

felipe.molinar@security.cl