

A background image showing a financial chart with a blue 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
Octubre 2022

Riesgo Corporativo Local: Apalancamiento y plazos presionan firmas pequeñas expuestas a demanda interna

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

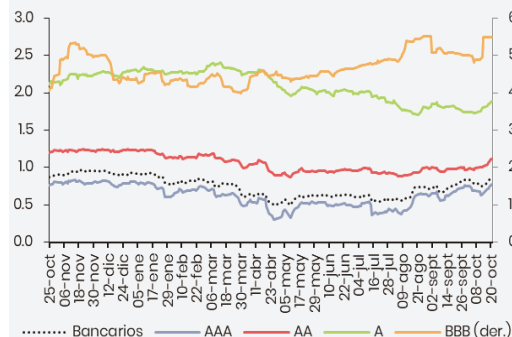
Aunque en el escenario local primaría un menor grado de incertidumbre tras conocerse el resultado del Plebiscito de salida, los mercados se han mantenido presionados. La postura más agresiva por parte de la Fed en el último mes, intensificando la presión sobre el tipo de cambio local, junto a expectativas de mayor ajuste en la actividad nacional para 2023, no sólo elevaron los niveles de spreads, sino además habrían disipado las perspectivas de mayores emisiones corporativas.

Desde los mínimos registrados en abril, y considerando que nos encontramos en un contexto históricamente bajo, los spreads han presentado alzas entre 20 y 50 pts dependiendo de la categoría. Esto nos deja con bajas mínimas respecto al cierre de 2021 en los segmentos más líquidos, e incluso un balance bastante más negativo en el caso de los BBB, subiendo 110 pts YTD. Sin observar por el momento cambios relevantes en la solvencia y liquidez de las firmas nacionales, esta tendencia se explicaría por escasez de operaciones y lecturas que se han tomado de la contingencia política. A modo de ejemplo, después de mantener por más de un año spreads en percentiles altos, el rechazo a la propuesta constitucional (que incluía cambios en los derechos de agua) arrastró al sector sanitario a percentiles similares al resto de la muestra. Mientras, en el caso de los BBB, que reúne constructoras y retailers menores, ha presentado movimientos discretos y mayor impacto adverso frente a las estimaciones de desaceleración económica.

La menor actividad de parte de inversionistas institucionales en renta fija local se convierte en otro factor a considerar, al disminuir sus stocks de inversión en los últimos meses. En septiembre, tanto las AFP como los FFMM redujeron sus posiciones netas, algo que no se registraba desde fines de 2021. Las AFP cayeron en unos USD 580 millones, principalmente en bonos de Tesorería, mientras que los FFMM cayeron en USD 800 millones, concentrados en depósitos. Lo anterior, sumado a una volatilidad en tasas, frenó la recuperación que había exhibido el fondo E en el total de activos administrados por las AFP, manteniéndose en 14,4%, pese a las fuertes correcciones observadas en la renta variable.

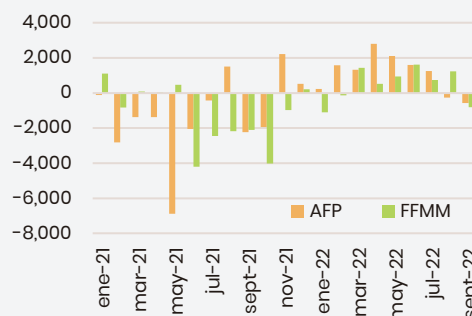
Y como complemento adicional, las emisiones de bonos no han mostrado el repunte que se anticipaba, salvo en el caso de bancos o casos muy particulares a nivel corporativo. Luego de algunas colocaciones de montos relevantes previo al Plebiscito de empresas de retail y consumo, septiembre fue un mes sin operaciones de este tipo, y octubre sólo ha reunido a la debutante GTD Teleductos (UF 1,6 MM) y a CMPC (UF 7 MM). En realidad, la opción generalizada de los emisores ha sido buscar otras alternativas de financiamiento a la espera de un mercado más líquido, limitando nuevas operaciones a emisiones de menor monto, destacando financieras no bancarias.

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



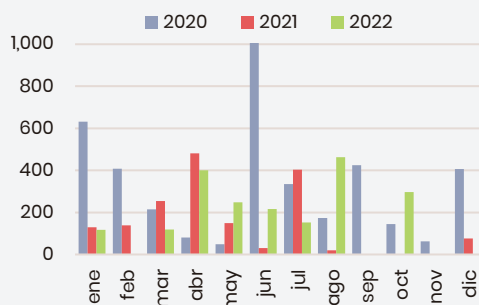
Fuente: Riskamerica y Estudios Security.

GRÁFICO 2: FLUJOS INSTITUCIONALES EN RENTA FIJA 2021 (USD MM - AFP Y FFMM)



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

GRÁFICO 3: EMISIONES CORPORATIVAS LOCALES (MMM\$)



Fuente: CMF Chile y Estudios Security.

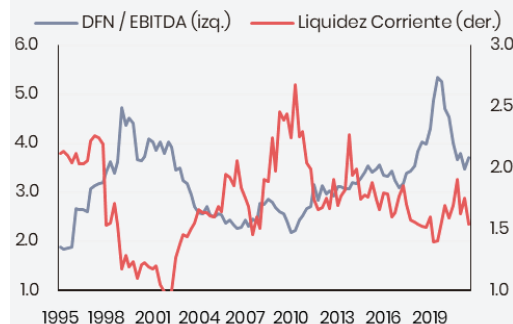
En este sentido, los escasos momentos de entusiasmo en el mercado de renta fija corporativa durante 2022 se disiparon rápidamente por la coyuntura política, sin lograr capturar por completo el positivo escenario de resultados y leverage. La elevada liquidez que impulsó el consumo durante 2021 y la primera mitad de 2022 implicó rentabilidades históricas en ciertos sectores, dejando atrás rápidamente los efectos de la pandemia, pero que no necesariamente generó spreads en mínimos. Mientras que ahora, que se visualiza un posible deterioro en las métricas operacionales y de deuda, que además se verá acompañado de un entorno macro local y externo debilitado, los desafíos serán mayores, principalmente para aquellas empresas con mayores compromisos de pagos en los próximos dos años.

Ahora bien, para una muestra amplia de compañías, no debiéramos observar alzas significativas en los indicadores de deuda, considerando el peso que tienen las firmas de commodities (que todavía enfrentan un panorama de precios muy favorable) como por las medidas de mitigación que se tomaron para resguardar la solvencia durante la pandemia. Sin embargo, vemos algún riesgo a considerar en industrias que han mostrado mayor endeudamiento en los últimos años, y más en aquellas vinculadas con mayor fuerza a la actividad interna. Al conjugar un alto nivel de deuda, con altos compromisos de corto plazo, destaca la exposición de sectores como construcción (aunque su solvencia es dispar entre actores, y varios tienen créditos con bancos de carácter *revolving*), en consumo masivo (en particular, emisores con perfil más apalancado), sector financiero no bancario (que por estructura de negocios concentra una deuda de plazos cortos), algunas firmas de *retail* de menor tamaño, y otras en telecomunicaciones. Distribución eléctrica tiene ratios de deuda afectados momentáneamente por reestructuraciones societarias. En suma, son casos que no superan el 10% del total de la deuda de la muestra, pero que requerirán monitoreo respecto a condiciones de refinanciamiento y spreads.

Con todo, vemos algún sesgo más negativo en nuestro modelo de valorización de spreads, que limita el actual espacio de reversión. En los indicadores de liquidez utilizados para su construcción efectivamente incluimos un contexto más complejo, pero no distante de otros periodos de menor actividad. Nuestras expectativas de baja en Ebitda llevarían la liquidez ajustada a niveles de 1,4x, la que al 2T22 se encuentra en 1,55x, lo que se alinea a un descenso en el margen Ebitda de 100 p.b. y un leve aumento de 3% en el stock de deuda de corto plazo. Como referencia, en peores momentos dicha liquidez se ha acercado a 1,0x (medido desde 1996) y durante la pandemia alcanzó 1,35x. Aunque no descartamos algún ajuste mayor en Ebitda que implique una menor liquidez, no debiera desviarse de lo observado en el periodo Covid.

Este escenario base entrega efectivamente algún espacio de reducción de spreads corporativos si comparamos con valores de mercado, pero bastante menor (similar al alza de los últimos meses, en torno a 40 pts), el que sería aún menor en caso de registrarse una liquidez aún más golpeada. Sin embargo, recalamos que no estamos visualizando algún stress financiero relevante que altere nuestra visión respecto a este activo, por lo que mantendría su carácter de refugio en caso de agudizarse la volatilidad en renta variable.

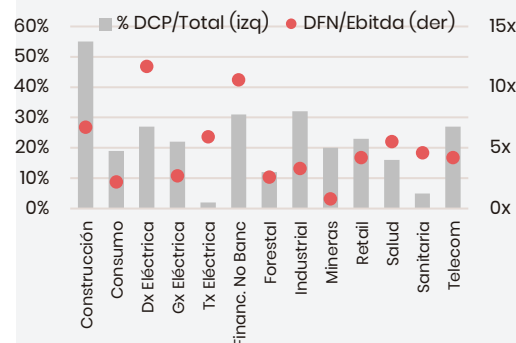
GRÁFICO 4: ENDEUDAMIENTO Y LIQUIDEZ (MUESTRA LOCAL)



Fuente: CMF Chile y Estudios Security.

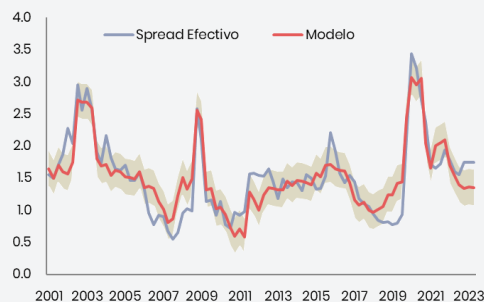
Liquidez Cte = $(Ebitda + Efectivo) / (GFN + Deuda Corriente)$

GRÁFICO 5: ENDEUDAMIENTO Y VENCIMIENTOS DE CORTO PLAZO POR SECTOR (2T22)



Fuente: CMF Chile y Estudios Security.

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

Juan Ignacio Vicencio F.

Analista de Inversiones

juan.vicencio@security.cl