



# INFORME DE RENTA FIJA LOCAL

Departamento de Estudios

Febrero 2023

## Riesgo Corporativo Local: Privilegiamos categorías de mejor calidad crediticia y menor duración

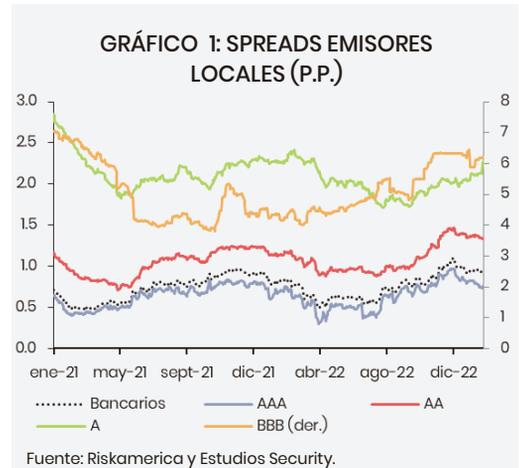
Paulina Barahona N.  
Subgerente de Renta Fija Corporativa  
[paulina.barahona@security.cl](mailto:paulina.barahona@security.cl)

En medio de una leve mejora en las señales de actividad y ambiente político local, se ha observado un freno en el alza de spreads que primó en la última parte de 2022. En efecto, se ha destacado la mejora relativa de Chile frente a otras economías de la región, plasmado en un CDS (credit default swap) más comprimido, y un tipo de cambio que se ha apreciado hasta valores en torno a los \$800, lo que sumado a un crecimiento que estaría menos golpeado de lo previsto a lo largo del año, explicaría un panorama algo más favorable para el riesgo corporativo local. De hecho, después de anotar incrementos entre 15 y hasta 40 puntos según categoría en el último trimestre del año pasado, en estas primeras semanas de 2023 se han mostrado bastante estables, a excepción de la clasificación A (producto de una transacción puntual).

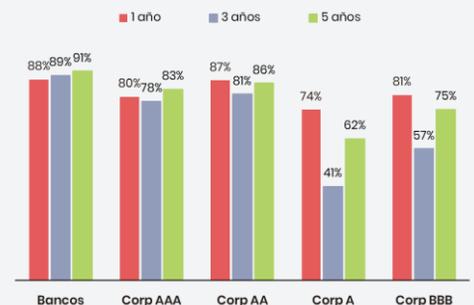
Si bien, se observaría un retraso en el plan de reducción de tasas de interés por parte del Banco Central respecto a lo estimado hace un par de meses debido a presiones inflacionarias más persistentes, que efectivamente podría implicar refinanciamientos de pasivos en condiciones menos favorables en los próximos meses, creemos que el factor crecimiento resultaría aún más relevante, esencialmente en sectores económicos más expuestos al ciclo económico, concretándose un escenario de resultados más benéfico que contrastaría el efecto anterior. Sin embargo, la vulnerabilidad que ya comentamos en informes anteriores en este tipo de emisores sugiere mantener cierto grado de cautela en términos de exposición.

Por otro lado, si evaluamos la tendencia de mediano plazo en spreads, vemos que el impacto de fines de 2022 no tuvo mayor diferenciación en términos de magnitud, con alzas generalizadas entre 30 a 40 pts, lo que ha generado niveles de percentil que resultan mayores en clasificaciones más seguras, independiente del plazo de medición (ya sea a 1 año, 3 años o incluso hasta 5 años). Ello reafirma nuestra recomendación hacia categorías de menor riesgo.

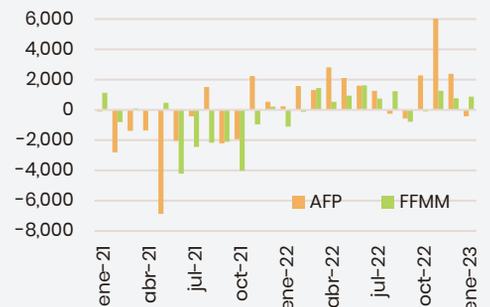
**A nivel de flujos de inversionistas institucionales, los últimos meses han estado marcados por una recuperación en el stock de renta fija, particularmente por parte de las AFP's.** La normalización en los movimientos de cartera por parte de los usuarios y el término de plazos de retiros han permitido que los fondos de pensiones reestablezcan sus posiciones en renta fija nacional, de la mano también de una mayor estabilidad a nivel de tasas, hecho que ha permitido elevar la exposición del fondo E hasta casi 16%, nivel que no alcanzada desde mediados de 2021. Este escenario también ha sido más propicio para el retorno de flujos en el caso de los FFMM. Con todo, en los últimos tres meses, las AFP's acumulan un alza en su stock de este activo superior a los USD 8.000 millones, mientras que en el caso de los FFMM la cifra se eleva hasta casi USD 2.900 millones.



**GRÁFICO 2: PERCENTIL SPREADS LOCALES**



**GRÁFICO 3: FLUJOS DE STOCKS EN ACTIVOS DE RENTA FIJA (USD MM - AFP Y FFMM)**



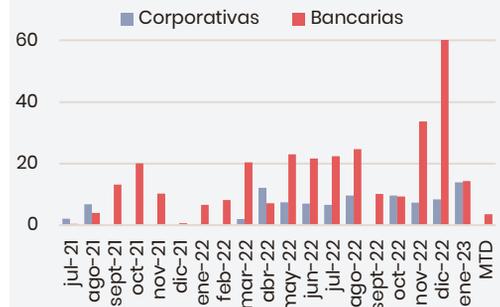
Las emisiones, en tanto, se han visto algo aminoradas durante febrero, algo tradicional en la época estival, pero efectivamente, si sumamos las primeras semanas del año, se aprecia un menor ritmo respecto a lo que presentaban a fines de 2022. Pese a que noviembre y diciembre fueron muy potentes en emisiones (UF 41 millones y UF 70 millones, respectivamente), en la práctica aún no se visualiza un interés real por parte de empresas locales de acudir al mercado de bonos como alternativa de financiamiento (más allá de algunos casos puntuales), siendo los bancos los que lideran el protagonismo. Si bien, eventualmente diversos emisores han comentado la posibilidad de retornar al mercado local, también recalcan que esto estará directamente relacionado a las condiciones de mercado, local e internacional, lo que nuevamente hace resaltar el panorama de expectativas de bajas de tasas en Chile y particularmente en otros mercados como EEUU.

**Nuestras perspectivas a nivel de métricas financieras para una muestra amplia de compañías apuntan a un deterioro moderado en márgenes operacionales y endeudamiento, sin escaparse de parámetros históricos.**

Aunque, como ya señalamos, visualizamos mayores desafíos en industrias más dependientes de la demanda interna y con mayor exposición de vencimientos de corto plazo (las cuales requerirán un monitoreo más detallado), por el momento no vemos riesgos de insolvencia importante, en especial gracias a las diversas medidas que se tomaron en pleno periodo de pandemia para resguardar la liquidez. **En el caso de los bancos, donde nuestra principal variable de monitoreo se relaciona al nivel de morosidad de sus colocaciones y las provisiones requeridas, reconocemos un aumento, pero más lento de lo contemplado, y concentrado más bien en retail financiero.** Ante ello, esperamos un avance gradual en el gasto en provisiones hacia niveles promedio y congruente con los próximos cambios regulatorios en el segmento consumo.

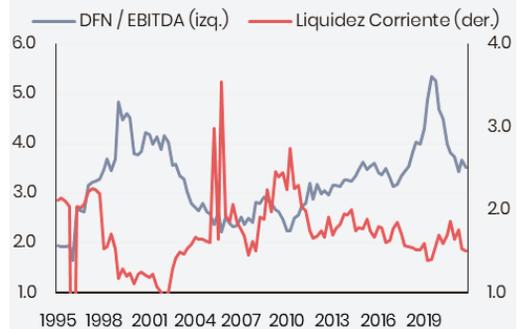
**Así, tanto en el caso de spreads corporativos como bancarios, aunque estimamos un empeoramiento en las condiciones contempladas en nuestros modelos, ambos presentarían un espacio de reducción en su nivel de mercado,** ya que el alza de spreads de los últimos meses estaría incorporando escenarios todavía más negativos que lo esperados. Por ello, en nuestro último portafolio recomendado sobreponderamos la exposición en renta fija corporativa, haciendo dos importantes alcances: (1) privilegiamos emisores con mejor calidad crediticia, en resguardo a posibles cambios adversos en las perspectivas locales y/o en el ámbito externo, coincidente también con lo mencionado previamente en términos de percentil y el reciente aumento de spreads entre categorías de riesgo, y (2) sugerimos priorizar duraciones más cortas, pues pese al rebote que hemos visto en los últimos días en toda la curva, son las tasas de mayor plazo las que presentarían mayor desajuste, quedándoles mayor espacio de corrección.

GRÁFICO 4: EMISIONES DE BONOS LOCALES (MMUF)



Fuente: CMF Chile, Bolsa de Comercio y Estudios Security.

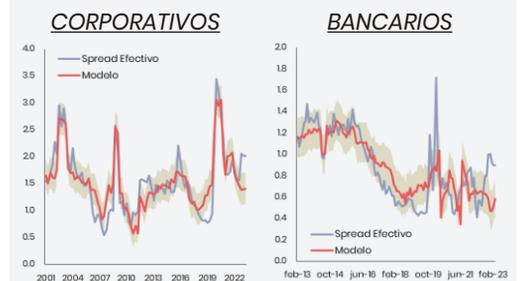
GRÁFICO 5: ENDEUDAMIENTO Y LIQUIDEZ\* (MUESTRA LOCAL AL 3T22)



Fuente: CMF Chile y Estudios Security.

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

GRÁFICO 6: MODELOS DE SPREADS (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*

**Felipe Molina R.**

Analista de Inversiones

*felipe.molinar@security.cl*

**Juan Ignacio Vicencio F.**

Analista de Inversiones

*juan.vicencio@security.cl*