



ANÁLISIS DE INDUSTRIA

7 de junio, 2021

Reporte sectorial

ÚLTIMOS ESTUDIOS

Febrero 2020 [Pese a clima de incertidumbre y volatilidad, aseguradoras de vida obtuvieron sólidos resultados durante 2020](#)

Mayo 2021 [Covenants 4Q-2020: Cumplimiento de restricciones financieras de contratos de bonos](#)

Junio 2021 [Mayor endeudamiento y menor inversión: los efectos adicionales que dejaron la pandemia y el estallido social en Chile, además de la caída de flujos.](#)

FUENTES DE INFORMACIÓN

- Banco Central
- CMF
- ICR

CONTACTOS

Francisco Loyola +56 2 2896 8205
Gerente de Clasificación
floyola@icrchile.cl

Pablo Galleguillos +56 2 2896 8209
Director Senior Instituciones Financieras
pgalleguillos@icrchile.cl

Maricela Plaza +56 2 2896 8215
Director Senior Corporaciones
mplaza@icrchile.cl

Análisis sobre el comportamiento del mercado de deuda local

Mayor endeudamiento y menor inversión: los efectos adicionales que dejaron la pandemia y el estallido social en Chile, además de la caída en los flujos

Al inicio de la pandemia en Chile (marzo 2020), desde ICR emitimos una [opinión preliminar](#) sobre qué sectores estimábamos se verían más afectados por el COVID-19, concluyendo que, en términos de generación de flujo, el *retail*, *entretención*, *travel*, *transporte* y *real estate* serían los que, eventualmente, resultarían más golpeados por esta crisis sanitaria. Habiendo pasado más de un año desde ello se observa que, en efecto, si se analizan los flujos de las empresas que conforman estas industrias existió un deterioro evidente que, en algunos casos, impactó en su clasificación de riesgo.

Lo que no se previó inicialmente fue que, a lo largo de 2020, también se produjo un segundo y hasta tercer efecto en el mercado local debido a la pandemia (y el estallido social): mayor endeudamiento y postergación de las inversiones.

En este sentido, lo que evidenciamos es que, entre el *pool* de empresas clasificadas por ICR (46% de las compañías que tienen clasificación de riesgo, aproximadamente) hubo una tendencia orientada a concentrar un mayor *stock* de deuda, ya sea mediante colocaciones de bonos locales o a través de créditos provenientes desde la banca, lo que se explica, primero, como consecuencia de los efectos esperados del estallido social, y luego, como una medida de protección ante los posibles impactos de la pandemia.

Es relevante mencionar que aun cuando se produjo mayor endeudamiento en el mercado corporativo chileno, ello no necesariamente tuvo -o va a tener- impacto transversal en los ratings de los emisores locales (se evalúa caso a caso). Esto, porque existen diferentes escenarios de mayor *leverage*; vale decir, el uso y el impacto de esta mayor deuda es heterogénea entre las industrias. Por tanto, en ICR identificamos tres escenarios asociados a este tema:

(1) Escenario 1 (exposición alta a la pandemia), donde el flujo de financiamiento es/fue necesario para cubrir déficits o contracciones operacionales relevantes.

(2) Escenario 2 (exposición intermedia a la pandemia), donde el flujo de financiamiento es necesario para cubrir los mayores costos y gastos asociados al control de esta pandemia.

(3) Escenario 3 (exposición baja a la pandemia), donde el flujo de financiamiento fue una medida de protección de liquidez ante las consecuencias, hasta el año pasado, desconocidas del COVID-19.

Después de un año de crisis sanitaria, con todo el aprendizaje que transversalmente se ha generado en el mercado chileno, opinamos que, salvo algunas empresas específicas de algunas industrias en particular, estamos viendo a emisores locales mayormente adaptados a este segundo año de pandemia. De hecho, desde el punto de vista crediticio, las acciones de clasificación de ICR respaldan esta opinión porque, mientras en 2020 las acciones de clasificación a la baja o tendencias En Observación asignadas a las clasificaciones fueron el triple, aproximadamente, que las asignadas en 2019, en 2021 se está produciendo el escenario contrario: estabilización de ratings o incluso alzas en muchos casos.

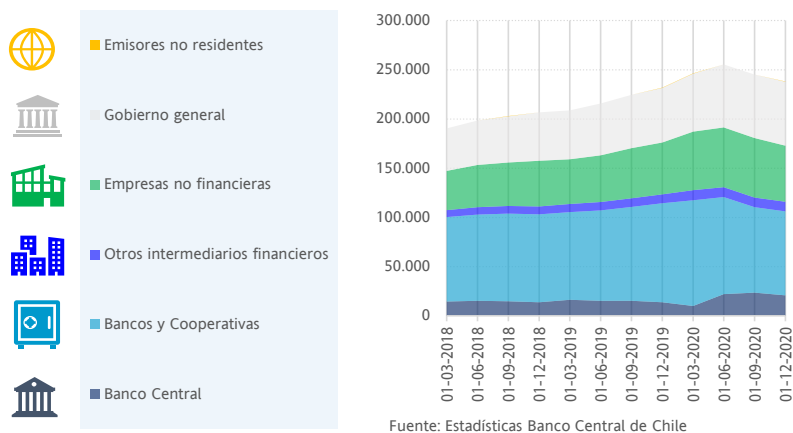
El estallido social y la pandemia de COVID-19 impactaron negativamente en los niveles de endeudamiento de los emisores locales

Crecimiento de las colocaciones de las empresas no financieras en Chile detuvo su tendencia al alza hacia el segundo semestre del año 2020

Con la información publicada por el Banco Central se evidencia que, en el mercado chileno de bonos, el *stock* de deuda de las empresas no financieras estuvo expandiéndose previo al estallido social y en los primeros meses de la pandemia. De hecho, existe un *peak* de deuda pública en junio de 2020, para posterior a ello comenzar a disminuir, muy influido por la salida de inversionistas extranjeros, principalmente.

El 2019 fue un año que acumuló alto stock de deuda pública y que incluso continuó creciendo en los meses más álgidos de la pandemia

Stock de deuda pública por mercado emisor (MMM\$)



Si analizamos el uso de los fondos de estas emisiones, obtenemos que, previo al estallido social, se observaban mayores colocaciones para inversiones, mientras que posterior al 18-O y en plena pandemia, estas colocaciones se destinaron mayoritariamente a refinanciamientos, destacando en ese sentido durante 2020 industrias de casinos de juego, eléctricas, *holdings*, *retail*, sanitarias y telecomunicaciones, mientras que en el escenario opuesto se encuentran los emisores que continuaron emitiendo deuda para inversiones, destacando las compañías embotelladoras y de transporte.

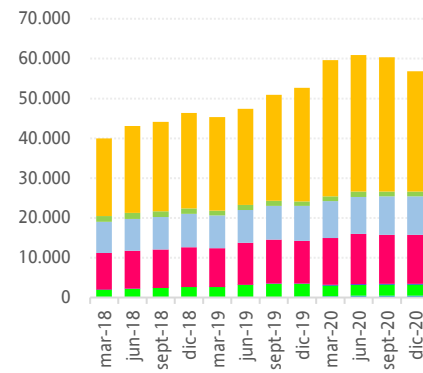
Mayor endeudamiento de emisores locales no impacta transversalmente en sus clasificaciones de riesgo, lo que depende del uso de los fondos recaudados

Dada la heterogeneidad en el uso de los fondos recaudados en los procesos de colocación de bonos, en ICR evaluamos de manera particular el impacto que ello pueda tener en el riesgo crediticio de un emisor, diferenciando el escenario que gatilla la decisión de incorporación de mayor deuda y el impacto que ello pueda tener en sus indicadores principales.

De esta forma, identificamos tres escenarios de mayor endeudamiento:

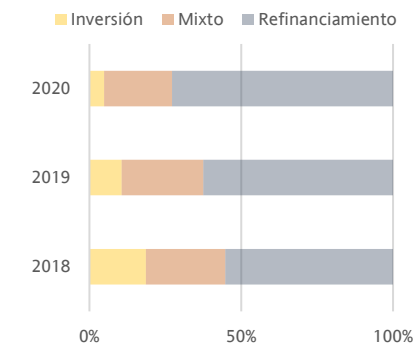
Inversionistas institucionales explican la reducción del stock de deuda pública hacia el segundo semestre de 2020

Stock de deuda corporativa por tenedor de bonos (MMM\$)



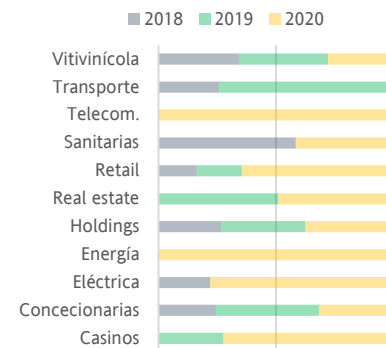
Uso de los fondos de las colocaciones de deuda pública evidencian un claro reenfoque hacia el refinanciamiento en 2020

Uso de los fondos de las colocaciones de deuda pública (%)

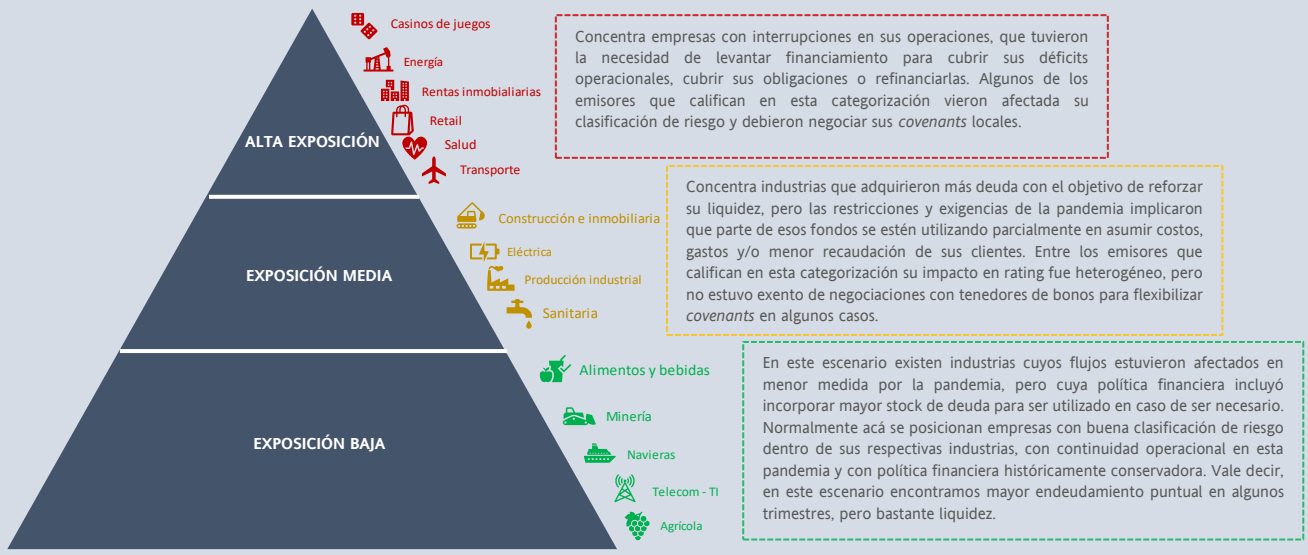


Mayor crecimiento de colocaciones destinadas a refinanciamiento se produjo en 2020

Colocaciones destinadas a refinanciamiento, últimos tres años, detallado por industria (MMM\$)



EXPOSICIÓN A LA PANDEMIA ES DIRECTAMENTE PROPORCIONAL A LA TRAYECTORIA DE ENDEUDAMIENTO

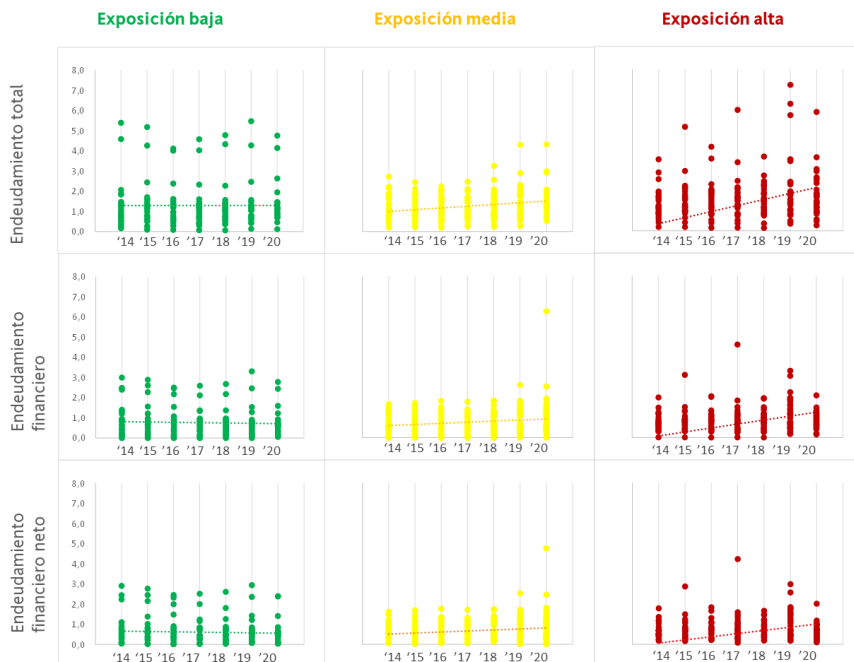


Fuente: Elaboración propia.

El análisis de los datos publicados por la CMF relacionados con la situación financiera de las empresas chilenas muestra que, efectivamente, se produjo un mayor endeudamiento el último año, pero la profundidad de ello fue dispar dependiendo de la industria y del grado de exposición a la pandemia.

Aun cuando hubo mayor deuda en el período bajo análisis, muchos de estos préstamos representan un resguardo de liquidez para los emisores

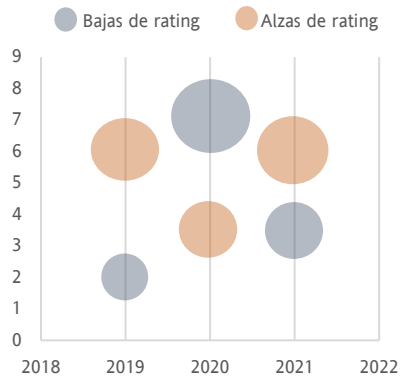
Evolución endeudamiento total, endeudamiento financiero y endeudamiento financiero neto (N° de veces)



Fuente: Elaboración propia con información de CMF.

Impacto de la pandemia en los emisores locales se reflejó, además, en mayores bajas de rating

N° de alzas y bajas de clasificación en los últimos tres años (N° de acciones de clasificación)



Fuente: ICR

Nota: Para el caso de las acciones de clasificación de 2021, la fecha de corte incluida en este reporte es abril de 2021. Esto significa que el período representa sólo 4 meses de acciones de clasificación.

Así, las industrias de **alta exposición** presentan una trayectoria creciente en términos de endeudamiento total, endeudamiento financiero y financiero neto, lo que no se reduce sólo al período de pandemia, sino que es la tendencia de por lo menos los últimos seis años.

En el escenario de **exposición intermedia**, en tanto, se evidencia que efectivamente se produjo mayor endeudamiento el último año, pero en rangos acotados y con una fracción de los fondos aún en caja al 31 de diciembre de 2020.

Finalmente, en el escenario de **exposición baja** se produjo marginalmente más endeudamiento el año recién pasado (en algunos trimestres particularmente), pero la tendencia fue a mantener esos recursos como liquidez adicional en caso de ser necesarios, o bien, se amortizaron los préstamos dentro del mismo año.

Recuperación de ratios de endeudamiento no sería homogénea en 2021 entre las distintas industrias chilenas

Opinamos que, con más de un año de pandemia en Chile, existe una data que permite concluir que para varias industrias hoy día la traba en su recuperación es la restricción de la oferta más que inexistencia de demanda, lo que significa que las expectativas para gran parte de las empresas clasificadas por ICR son positivas para el segundo semestre (sujeto a la efectividad de la vacuna y levantamiento de las restricciones de movilidad). Esta expectativa se está reflejando en las acciones de clasificación de este año que muestran, principalmente, estabilización de ratings e incluso, mejoras de clasificación, en varios casos.

Aun cuando no esperamos una pronta recuperación para las industrias de **alta exposición** (lo que está reflejado en sus clasificaciones de riesgo actuales), para el caso de las industrias de **exposición baja** estimamos que no se repetiría el escenario de mayor endeudamiento ocurrido durante algunos meses de 2020, dada la experiencia adquirida el año anterior para desarrollar su negocio exitosamente en un entorno de pandemia. Finalmente, desde nuestra perspectiva los sectores de **exposición intermedia** podrían ser los que presenten cierto grado de incertidumbre conforme la pandemia se prolongue y las políticas públicas de control de COVID-19 no los beneficien, lo que significa que no esperamos que sus niveles de endeudamiento retomen su trayectoria al corto plazo como lo hicieron los emisores de **exposición baja**.

LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO EMITIDAS POR INTERNATIONAL CREDIT RATING COMPAÑÍA CLASIFICADORA DE RIESGO LIMITADA ("ICR") CONSTITUYEN LAS OPINIONES ACTUALES DE ICR RESPECTO AL RIESGO CREDITICIO FUTURO DE LOS EMISORES, COMPROMISOS CREDITICIOS, O INSTRUMENTOS DE DEUDA O SIMILARES, PUDIENDO LAS PUBLICACIONES DE ICR INCLUIR OPINIONES ACTUALES RESPECTO DEL RIESGO CREDITICIO FUTURO DE EMISORES, COMPROMISOS CREDITICIOS, O INSTRUMENTOS DE DEUDA O SIMILARES. ICR DEFINE EL RIESGO CREDITICIO COMO EL RIESGO DERIVADO DE LA IMPOSIBILIDAD DE UN EMISOR DE CUMPLIR CON SUS OBLIGACIONES CONTRACTUALES DE CARÁCTER FINANCIERO A SU VENCIMIENTO Y LAS PÉRDIDAS ECONÓMICAS ESTIMADAS EN CASO DE INCUMPLIMIENTO O INCAPACIDAD. CONSULTE LOS SIMBOLOS DE CLASIFICACIÓN Y DEFINICIONES DE CLASIFICACIÓN DE ICR PUBLICADAS PARA OBTENER INFORMACIÓN SOBRE LOS TIPOS DE OBLIGACIONES CONTRACTUALES DE CARÁCTER FINANCIERO ENUNCIADAS EN LAS CLASIFICACIONES DE ICR. LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO DE ICR NO HACEN REFERENCIA A NINGÚN OTRO RIESGO, INCLUIDOS A MODO ENUNCIATIVO, PERO NO LIMITADO A: RIESGO DE LIQUIDEZ, RIESGO RELATIVO AL VALOR DE MERCADO O VOLATILIDAD DE PRECIOS. LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO, EVALUACIONES NO CREDITICIAS ("EVALUACIONES") Y DEMAS OPINIONES, INCLUIDAS EN LAS PUBLICACIONES DE ICR, NO SON DECLARACIONES DE HECHOS ACTUALES O HISTÓRICOS. LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y PUBLICACIONES DE ICR NO CONSTITUYEN NI PROPORCIONAN ASESORÍA FINANCIERA O DE INVERSIÓN, COMO TAMPOCO SUPONEN RECOMENDACIÓN ALGUNA PARA COMPRAR, VENDER O CONSERVAR VALORES DETERMINADOS. TAMPOCO LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y PUBLICACIONES DE ICR CONSTITUYEN COMENTARIO ALGUNO SOBRE LA IDONEIDAD DE UNA INVERSIÓN PARA UN INVERSIONISTA EN PARTICULAR. ICR EMITE SUS CLASIFICACIONES DE RIESGO Y PUBLICA SUS INFORMES EN LA CONFIANZA Y EN EL ENTENDIMIENTO DE QUE CADA INVERSIONISTA LLEVARÁ A CABO, CON LA DEBIDA DILIGENCIA, SU PROPIO ESTUDIO Y EVALUACIÓN DEL INSTRUMENTO QUE ESTÉ CONSIDERANDO COMPRAR, CONSERVAR O VENDER.

LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO, EVALUACIONES Y OTRAS OPINIONES DE ICR, AL IGUAL QUE LAS PUBLICACIONES DE ICR NO ESTÁN DESTINADAS PARA SU USO POR INVERSIONISTAS MINORISTAS Y PODRÍA SER INCLUSO TEMERARIO E INAPROPIADO, POR PARTE DE LOS INVERSIONISTAS MINORISTAS TENER EN CONSIDERACION LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO DE ICR O LAS PUBLICACIONES DE ICR AL TOMAR SU DECISIÓN DE INVERSIÓN. EN CASO DE DUDA, DEBERÍA CONTACTAR A SU ASESOR FINANCIERO U OTRO ASESOR PROFESIONAL.

TODA LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO ESTÁ PROTEGIDA POR LEY, INCLUIDA A MODO DE EJEMPLO LA LEY DE DERECHOS DE AUTOR (COPYRIGHT) NO PUDIENDO PARTE ALGUNA DE DICHA INFORMACIÓN SER COPIADA O EN MODO ALGUNO REPRODUCIDA, RECOPIADA, TRANSMITIDA, TRANSFERIDA, DIFUNDIDA, REDISTRIBUIDA O REVENDIDA, NI ARCHIVADA PARA SU USO POSTERIOR CON ALGUNO DE DICHS FINES, EN TODO O EN PARTE, EN FORMATO, MANERA O MEDIO ALGUNO POR NINGUNA PERSONA SIN EL PREVIO CONSENTIMIENTO ESCRITO DE ICR.

LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y LAS PUBLICACIONES DE ICR NO ESTÁN DESTINADAS PARA SU USO POR PERSONA ALGUNA COMO *BENCHMARK*, SEGÚN SE DEFINE DICHO TÉRMINO A EFECTOS REGULATORIOS, Y NO DEBERÁN UTILIZARSE EN MODO ALGUNO QUE PUDIERA DAR LUGAR A CONSIDERARLAS COMO UN *BENCHMARK*.

Toda la información incluida en el presente documento ha sido obtenida por ICR a partir de fuentes que estima correctas y fiables. No obstante, debido a la posibilidad de error humano o mecánico, así como de otros factores, toda la información aquí contenida se provee "TAL COMO ESTÁ", sin garantía de ningún tipo. ICR adopta todas las medidas necesarias para que la información que utiliza al emitir una clasificación de riesgo sea de suficiente calidad y de fuentes que ICR considera fiables, incluidos, en su caso, fuentes de terceros independientes. Sin embargo, ICR no es una firma de auditoría y no puede en todos los casos verificar o validar de manera independiente la información recibida en el proceso de clasificación o en la elaboración de las publicaciones de ICR.

En la medida en que las leyes así lo permitan, ICR y sus directores, ejecutivos, empleados, agentes, representantes, licenciantes y proveedores no asumen ninguna responsabilidad frente a cualesquiera personas o entidades con relación a pérdidas o daños indirectos, especiales, derivados o accidentales de cualquier naturaleza, derivados de o relacionados con la información aquí contenida o el uso o imposibilidad de uso de dicha información, incluso cuando ICR o cualquiera de sus directores, ejecutivos, empleados, agentes, representantes, licenciantes o proveedores fuera notificado previamente de la posibilidad de dichas pérdidas o daños, incluidos a título enunciativo pero no limitativo: (a) pérdidas actuales o ganancias futuras o (b) pérdidas o daños ocasionados en el caso que el instrumento financiero en cuestión no haya sido objeto de clasificación de riesgo otorgada por ICR.

En la medida en que las leyes así lo permitan, ICR y sus directores, ejecutivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores y proveedores no asumen ninguna responsabilidad con respecto a pérdidas o daños directos o indemnizatorios causados a cualquier persona o entidad, incluido a modo enunciativo, pero no limitativo, a negligencia (excluido, no obstante, el fraude, una conducta dolosa o cualquier otro tipo de responsabilidad que, en aras de la claridad, no pueda ser excluida por ley), por parte de ICR o cualquiera de sus directores, ejecutivos, empleados, agentes, representantes, licenciantes o proveedores, o con respecto a toda contingencia dentro o fuera del control de cualquiera de los anteriores, derivada de o relacionada con la información aquí contenida o el uso o imposibilidad de uso de tal información.

ICR NO OTORGA NI OFRECE GARANTÍA ALGUNA, EXPRESA O IMPLÍCITA, CON RESPECTO A LA PRECISIÓN, OPORTUNIDAD, EXHAUSTIVIDAD, COMERCIALIZACIÓN O IDONEIDAD PARA UN FIN DETERMINADO SOBRE CLASIFICACIONES DE RIESGO Y DEMÁS OPINIONES O INFORMACIÓN ENTREGADA O EFECTUADA POR ESTA EN FORMA ALGUNA.

En cuanto a la certificación de los Modelos de Prevención de Delitos, que es un servicio que ICR presta, ICR declara que ni ésta ni ninguna persona relacionada, ha asesorado en el diseño o implementación del Modelo de Prevención de Delitos a las personas jurídicas que están siendo certificadas o a una entidad del grupo empresarial al cual ellas pertenecen. Al mismo tiempo, declara que tampoco forma parte de dicho grupo empresarial. Toda la información contenida en este documento se basa en la información pública presentada a la Comisión para el Mercado Financiero ("CMF"), a las bolsas de valores, información proporcionada voluntariamente por el emisor y obtenida por ICR de fuentes que estima como correctas y fiables.

Atendida la posibilidad de errores humanos o mecánicos, así como otros factores, sin embargo, toda la información contenida en este documento se proporciona "TAL COMO ESTÁ" sin garantía de ningún tipo.

ICR adopta todas las medidas necesarias para que la información que utiliza al certificar un Modelo de Prevención de Delitos sea de calidad suficiente y de fuentes que la ICR considera fiables incluyendo, cuando corresponde, fuentes de información de terceros independientes. No obstante, ICR no es un auditor y no puede en todos los casos verificar o validar de forma independiente la información recibida en este proceso o en la preparación de su certificación.