

Chile en crisis: Implicancias del conflicto en los emisores de bonos

Noviembre 2019

Los últimos hechos ocurridos en el país, como es más que evidente, han afectado el desempeño normal de la economía y, por ende, la actividad productiva y comercial de todas las empresas, más allá del distinto impacto que pueda tener en cada una de ellas. Como clasificadora de riesgo estamos evaluando las consecuencias que estos sucesos podrían tener en los emisores de bonos, básicamente en su capacidad de pago y, por consiguiente, en la clasificación de los títulos de deuda; aún cuando entendemos que se trata de eventos en desarrollo lo que impide en estos momentos ser taxativos y concluyentes.

Sin perjuicio de lo anterior, *Humphreys* da a conocer al mercado los análisis internos, preliminares, efectuados para distintos sectores; siempre referido, como se dijo, a la capacidad de pago de su deuda, sin analizar las implicancias en el valor económico de las empresas que, lo más probable, se ha afectado negativamente en la gran mayoría de los casos, tal como ha quedado reflejado en la caída de los precios accionarios.

Concesión de Autopistas

Las autopistas, urbanas e interurbanas, se han visto perjudicadas por el menor tráfico vehicular producto de las protestas, obstrucción de caminos y por el clima de incertidumbre; además, a futuro podrían experimentar cambios en los mecanismos de reajuste de tarifas.

La disminución en el nivel de tráfico y el ingreso por cobro de peaje, si no se extiende por un período prolongado, no debiese ser significativo como para revisar la clasificación de los bonos a la baja; básicamente porque, previo a la presente crisis, la tendencia histórica mostrada por los ingresos llevaba a presumir que, de mantenerse en el tiempo, los títulos de deuda experimentarían un alza en sus respectivas categorías de riesgo.

En caso de prolongación y/o agudización de la crisis, las clasificaciones podrían ser revisadas a la baja debido a que las concesiones, al ser de plazo fijo, tienen menor capacidad de recuperar en el largo plazo los flujos perdidos en el presente. Se exceptúan de esta situación aquellas sociedades que suscribieron contratos bajo la modalidad de “Ingresos Totales”, las que tienen capacidad para gestionar la duración de concesión, pero siempre dentro de un límite de tiempo establecido.

En cuanto a posibles cambios en las tarifas cobradas por las autopistas y en sus mecanismos de reajustes se visualiza un bajo riesgo, en opinión de la clasificadora. En efecto, al estar el precio de los peajes regulados por un contrato, cualquier modificación requiere del acuerdo entre las partes. Dado ello, se estima que cualquier disminución en el valor del peaje debiese incorporar una compensación a las empresas concesionarias (cabe tener en cuenta que éstas se deben a sus accionistas y no pueden renunciar a la rentabilidad del negocio). De hecho, las concesiones más recientes incorporan ya mecanismos para ajustar el valor de los peajes y con ello modificar el plazo de la concesión (siempre dentro de límites previamente establecidos).

Se presume que cualquier modificación tarifaria resguardará el oportuno pago de los títulos de deuda y, cuando corresponda, el debido cumplimiento de los indicadores que algunos emisores deben cumplir (por ejemplo, *ratio* mínimo entre flujo anual y cupón del bono). Obviamente, es altamente probable que se reduzcan los excedentes anuales de las autopistas, disminuyendo su capacidad para soportar estrés de reducción en el nivel de tráfico. En contraposición, se estima que las compensaciones incrementarán la posibilidad de acceso a nuevos financiamientos (por ejemplo, créditos contra flujos por extensión de concesión, si así fuere). Con todo, eventualmente podría generarse un riesgo por descalce de flujos, pero no significativos. Otro elemento a considerar es que algunos bonos están asegurados y cualquier cambio en los contratos requiere la aprobación de las compañías aseguradoras, todas ellas domiciliadas en Estados Unidos.

Dentro de este ámbito deben incluirse los *holding* cuyas filiales son concesionarias de autopistas. Así, la reducción de tarifas por peaje disminuiría el flujo hacia sus matrices, situación que podría afectar la liquidez de estas, tema que deberá ser evaluado en su oportunidad.

De acuerdo con los antecedentes disponibles, las empresas del sector emisoras de bonos, mantenían una deuda financiera total por aproximadamente US\$ 3.000 millones, básicamente vía emisión de títulos de deuda. Esta cifra se incrementa a cerca de US\$ 5.000 millones si se incluyen los pasivos de matrices del rubro que también han inscrito deuda de oferta pública.

Empresas de Servicios Públicos

Dentro de este ámbito se consideran, principalmente, empresas eléctricas y sanitarias, cuya rentabilidad puede ser determinada por ley.

Humphreys espera que cualquier cambio legal que afecte el precio de los servicios, debiera ser dentro de marcos razonables, al margen que a futuro implicarán una disminución de los resultados finales de las empresas. Si es así, se prevé baja probabilidad de cambio de *rating* o, en su defecto, de muy baja magnitud; sobre todo que esta clasificadora siempre trabajó bajo el supuesto que un cambio regulatorio tenía una probabilidad no menor de materializarse (asumiendo modificaciones razonables).

Una situación distinta podría ser para las concesiones sanitarias de plazo fijo, ya que en este caso no es susceptible de proyectar sus ingresos como una perpetuidad, afectando más fuerte el valor actual de sus flujos esperados los que, en definitiva, cubren el pago de sus pasivos.

Con todo, no se puede descartar que las tarifas sean controladas vía menores exigencias en cuanto a seguridad y/o calidad de suministro (bajo un mínimo aceptable), lo cual implicaría inversiones menores para las empresas del rubro. Esto que, aparentemente, puede parecer poco sostenible, obliga a recordar que, dentro de ciertos rangos, es una decisión política y no técnica el nivel de seguridad del sistema.

Humphreys estima que bajas de 50 puntos base en la rentabilidad del sector sanitario, *ceteris paribus*, no debiese afectar los *rating*. Porcentajes un poco mayores podrían llevar a bajas moderadas. Lo mismo se puede extrapolar para otros sectores regulados como distribución y transmisión eléctrica. Tampoco se descarta que la regulación se extienda a rubros como el gas a domicilio.

En la actualidad la deuda financiera de las empresas sanitarias, que han emitido instrumentos de oferta pública, asciende en torno los US\$ 4.000 millones, cifra que se incrementa a US\$ 5.700 millones si se agregan los pasivos de las matrices (con emisión de bonos). En cuanto a la deuda financiera total de empresas de servicios públicos (sanitarias, eléctricas, transmisión y gas) con bonos, alcanza a los US\$ 9.800 millones.

Retail

En este sector, las realidades individuales pueden resultar más disímiles, pero en términos generales se podría decir que resultarán más afectadas aquellas empresas con mayor proporción de tiendas en el centro de la capital y en todos aquellos lugares más proclives a disturbios recurrentes. Si bien existen seguros que cubren los daños físicos y las pérdidas por paralización, el perjuicio se produce porque se esperan caídas en las ventas para el cuarto trimestre en todo el sector, producto de un menor nivel de actividad, tanto por el cierre de las tiendas como por la baja en las visitas. Adicionalmente, los costos del sector debiesen verse incrementados por efecto de la depreciación del dólar (debido a su nivel de importaciones).

Cabe considerar que fin de año, particularmente diciembre, es de ventas elevadas y que el *stock* para responder a este incremento cíclico de la demanda se determinó con anterioridad a la crisis política iniciada en octubre. En este contexto, de prolongarse la crisis se presionará la liquidez del comercio, con efectos negativos en especial para las empresas que presentan una débil posición financiera con bajo acceso a fuentes de financiamiento.

Desde otra perspectiva, se verán más afectadas aquellas empresas cuyos ingresos se producen en su totalidad en una elevada proporción en Chile. En este sentido, emisores con presencia en Perú, Colombia u otros países, atenúan los perjuicios que pudiesen tener en el mercado local. También se debe estar atento a la presión de la liquidez provocada por mayores costos (alza del dólar) y baja en las ventas.

Otro elemento al que se debe estar atento es la posible reducción del EBITDA de estas compañías (por caída en ventas del cuarto trimestre), ya que podría llevar a incumplimiento de algunos *covenants*.

En resumen, de prolongarse la crisis que está viviendo el país, las empresas del rubro con mayor riesgo de baja en su *rating* serían aquellas que sus flujos se materializan principalmente en Chile, que han tenido numerosos puntos de ventas afectados y/o cuentan con *covenants* asociados al nivel de EBITDA. Todo ello considerando que ya el rubro, con anterioridad a la crisis, mostraba un bajo dinamismo.

Las empresas del sector con emisión de bonos presentan una deuda financiera de U\$ 15.200 millones, cifra no menor para una industria fuertemente impactada por los últimos sucesos acaecidos.

Factoring

Este es un rubro que se puede ver fuertemente afectado por la crisis, no obstante que la realidad de cada sociedad es muy disímil. En distinta medida, una proporción de la cuenta por cobrar de las sociedades de factoring corresponde a deudores de tamaño mediano, empresas que probablemente enfrentarán mayores niveles de incobrabilidad y, en paralelo, una disminución en sus ventas. En general, se espera que la cadena de pago funcione con dificultad.

Las compañías de factoring que se verán beneficiadas (o menos perjudicadas) serán aquellas que preferentemente (mayor proporción) descuenten facturas de entidades del Estado o de sociedades calificadas en grado de inversión. También, tendrán menor exposición aquellas que hacen menor uso del financiamiento de contratos, créditos de capital de trabajo y "chequering".

Transversalmente toda la industria estará expuesta a la menor actividad de la pequeña y mediana empresa y, por ende, por este efecto, se debiese producir una baja en el nivel de colocaciones del sector. Sin embargo, considerando que es posible que la banca incremente las exigencias a sus clientes, existe la posibilidad que estos últimos, que tradicionalmente son entidades bancarizables, tengan que recurrir a los factoring no bancarios.

Tampoco se desconoce que la situación afecta la liquidez del mercado, sobre todo a las Pymes (principal cliente del sector), lo que presionaría a un incremento en el *spread* del negocio. Como contrapartida, las sociedades de factoring podrían quedar expuestas a reducciones de sus líneas de créditos por parte del sistema bancario y otros oferentes de créditos (cobrando relevancia la capacidad de apoyo de los accionistas). Dados los efectos en la liquidez de la industria, atención particular merecen las empresas con efectos de comercio vigentes; no obstante, no implica riesgo para el sistema (colocaciones de efectos de comercio del orden de los US\$ 166 millones).

En cuanto a los pasivos financieros, están en el orden de los US\$ 2.000 millones, pero concentrado en el líder del sector (siempre considerando solo empresas emisoras de bonos).

Seguros Generales

Es esperable que esta industria, en el cuarto trimestre, experimente un alza importante en los costos de siniestros (seguros de incendio, pxp, robos y otros); no obstante, gran parte de estos riesgos han sido traspasados a los reaseguradores, bajo distintas modalidades de contratos. En general, las compañías de reaseguros son de elevada solvencia (se exige que sean grado de inversión).

En el pasado, específicamente en el terremoto del año 2010, el sector mostró adecuados programas de reaseguros (aunque, es preciso señalar, que no son situaciones totalmente homologables), lo que le permitió dar cumplimiento al pago de siniestros por sobre los US\$ 5.000 millones.

Por otra parte, es altamente factible que la renovación de los contratos de reaseguros conlleve a un aumento en el precio del reaseguro; sin embargo, por ser una situación transversal a la industria, dicho incremento se traspasaría al valor de las primas.

Para cualquier cambio de clasificación, si los hubiere, deberá esperarse que la situación esté más decantada, conocer mejor la magnitud de los daños y cuáles de ellos disponen de cobertura de seguros, de manera de poder verificar si el alza explosiva de los siniestros afectó o no al patrimonio de las sociedades; y en caso de ser así, medir su magnitud y evaluar la disposición de los accionistas para apoyar patrimonialmente a las compañías. En todo caso, se puede presumir que la liquidez de las compañías se verá afectada; en un sector en donde los activos financieros, más disponible, es del orden de los US\$ 2.100 millones, con una reserva técnica cercana a los US\$ 3.800. A la fecha no existe certeza de las indemnizaciones; no obstante, se han escuchado daños entre US\$ 1.000 y US\$ 4.000 millones, no todos ellos asegurados (ejemplo de ello es el Metro y lo más probable que la misma situación se haga extensible para edificios públicos y municipales).

Seguros de Créditos

Los efectos de la crisis política-social afectan la economía, debilitando la cadena de pago. Por lo tanto, se espera que aumenten los incobrables de las cuentas por cobrar de los proveedores y, consecuentemente, el costo de siniestro para las compañías de seguros de créditos.

Lo más probable, dada la forma en que operan estas pólizas de seguros, que tal situación se vea reflejada en el primer trimestre de 2020.

Al igual que en seguros generales, el impacto final dependerá de la estructura de reaseguros de las compañías. También se espera que en este período las aseguradoras refuercen su liquidez y su patrimonio (retención de utilidades). Las reservas técnicas de esta industria ascienden a US\$ 174 millones.

Casinos

Más allá de los activos siniestrados que pudieron haber tenido las empresas del sector, su perjuicio principal es la baja experimentada por las visitas a los casinos y, por ende, la disminución en sus ingresos.

Cabe considerar que el negocio de la industria local se basa en concesiones a plazo fijo, por lo tanto, las pérdidas de ingresos no son recuperables en el largo plazo. Asimismo, la caída en el EBITDA del cuarto trimestre podría ajustar los indicadores de endeudamiento relativo de las sociedades, lo cual se agrava si existen *covenants* asociados al EBITDA.

La deuda financiera del sector es de sólo US\$ 739 millones, por lo tanto, su incidencia en el mercado de valores es baja.

Construcción e Inmobiliaria

Tanto para el negocio inmobiliario como el de construcción es factible suponer un incremento en los costos, básicamente por mayor ausentismo, paralizaciones momentáneas y reducción, en los hechos, de las jornadas laborales diarias. En resumen, existiría un efecto en los niveles de productividad con impacto en sobre costos y sobre plazos.

El alza del dólar también afectará al sector construcción en aquellas obras en ejecución o adjudicadas, cuyos presupuestos fueron efectuados con anterioridad al inicio de la crisis.

En el sector inmobiliario, podría producirse, además, una baja en la velocidad de venta de las viviendas, tanto por la dificultad *de facto* para la comercialización de los productos como por el posible endurecimiento de los bancos para el otorgamiento de créditos hipotecarios.

En el rubro construcción, podrían manifestarse retrasos en las fechas de entrega de las obras comprometidas y, eventualmente, gatillarse las exigencias de las boletas de garantía o pólizas de seguros. Con todo, se trata de eventos que podrían ser calificados de fuerza mayor.

A la fecha el sector construcción que ha emitido deuda presenta pasivos financieros por US\$ 1.300 millones.

Fondos de Inversión Renta Inmobiliarios

Se estima bajo impacto; cualquier destrozo a la propiedad está cubierto por seguros que, si bien tienen deducibles, no significan desembolsos que comprometan la liquidez de los fondos.

Por otra parte, los arrendatarios deben cumplir con los cánones pactados de acuerdo con lo estipulado en los respectivos contratos, salvo que los inmuebles estén inutilizables, lo cual no sería el caso. Si bien en el corto plazo podría haber una reducción en los precios de arriendo, se estima que ello sería coyuntural y no afectaría a contratos vigentes.

Empresas exportadoras

Siempre expuestas a los problemas generales (ausentismos, por ejemplo) y a la eventual baja de la actividad portuaria; en contraposición se ven beneficiadas por la depreciación de la moneda local.

Financieras no bancaria

Estas instituciones, que incluye cajas de compensación, créditos de consumo y automotrices, entre otros, podrían ser impactadas por el aumento de la cesantía, considerando que llegan a un mercado no bancarizable, que suele ser más vulnerable a los períodos de contracción económica. La deuda financiera es del orden de los US\$ 4.500 millones (sólo entidades con bonos vigentes).

