



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Reporte Especial

Analistas

Carlos Ebersperger H.

Margarita Andrade P.

Tel. (56-2) 433 5200

La importancia del financiamiento vía deuda en el mercado de valores

Febrero 2011

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16°
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 433 52 00 – Fax 433 52 01
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Resumen ejecutivo

Tradicionalmente, las colocaciones de bonos -considerando corporativos¹, securitizados y efectos de comercio- han representado una parte importante del total de las operaciones que mueven al mercado de valores chileno, al margen de que su importancia relativa ha sido variable a lo largo de los años. Asimismo, al comparar el *stock* de colocaciones del mercado de valores (es decir la deuda vigente a final de cada año) con el del sistema bancario, se observa cómo el primero ha ido ganando terreno, sobre todo después del gran crecimiento que experimentó en 2009, cuando se registró un récord de colocaciones de instrumentos por US\$ 7.264 millones. Los bonos, de hecho, han aumentado su importancia en relación al Producto Interno Bruto (PIB), alcanzando el último año el 16,5% del PIB estimado para el 2010.

A pesar de ello, y reconociendo el continuo aumento que se ha observado en el *stock* de colocaciones de títulos de deuda, el que a diciembre de 2010 ascendía a US\$ 33.921 millones, no puede desconocerse que el mercado de bonos local –tanto el primario como el secundario- aún presenta la necesidad de una mayor profundización.

Por ejemplo, se observa que el número máximo de emisores que conforman las carteras de inversión alcanza a sólo 93 compañías, muchas de las cuales son recurrentes. Asimismo, se aprecia que alrededor de la mitad de estas sociedades opera en el sector servicios y que la mayor parte corresponde a empresas con ventas inferiores a US\$ 5.000 millones.

La baja diversidad de emisores se explica, en parte, por la existencia de una demanda con una alta propensión a adquirir instrumentos de deuda con un bajo nivel de riesgo. En efecto, según información de 2010, el 95%, 94% y 88% de las inversiones en instrumentos de deuda de empresas de la cartera de fondos de pensiones, compañías de seguros y fondos mutuos, respectivamente, mantiene una clasificación de riesgo igual o superior a categoría A.

Al parecer, las restricciones legales que tienen los inversionistas más relevantes -compañías de seguros de vida y fondos de pensiones- en cuanto a no poder adquirir títulos clasificados en categorías inferiores a BBB, sería la razón principal que los llevaría a comprar mayoritariamente instrumentos calificados en categoría A o superior.

Si bien los inversionistas antes mencionados están facultados para conformar carteras con instrumentos clasificados en categoría BBB (incluyendo BBB- y BBB+), probablemente desechan

¹ Los montos considerados en este documento no incluyen ni bonos ni efectos de comercio emitidos por bancos.

esta opción por el supuesto riesgo de una eventual baja futura en la calificación de los títulos, situación que los llevaría a la obligación de enajenarlos en un mercado secundario con muy baja liquidez, lo que en la práctica implicaría la imposibilidad de venderlos o, en su defecto, tener que aceptar niveles de descuento superiores a los que correspondería dada la calidad de los activos.

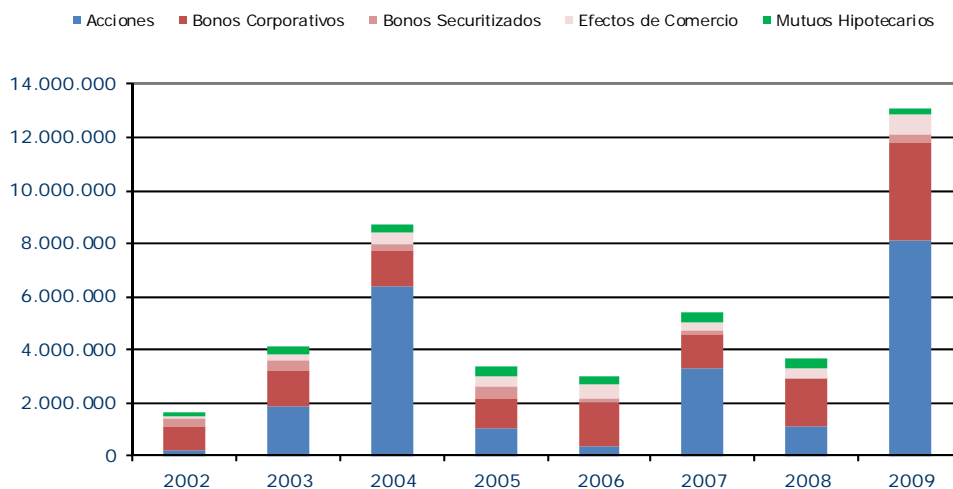
Sin desconocer que esta apreciación tiene asidero real, en opinión de **Humphreys**, se subestima el hecho de que las calificaciones de riesgo tienen un enfoque de largo plazo y que, por lo tanto, presentan baja probabilidad de experimentar modificaciones en el mediano plazo.

A nuestro juicio, la alternativa de incrementar el porcentaje de inversiones en instrumentos calificados en categoría BBB, que representa a empresas solventes, contribuiría positivamente a mejorar la rentabilidad de las carteras de inversiones y, con ello, el monto de las pensiones pagadas por el sistema previsional. Si bien el riesgo de los portafolios aumentaría, se estima que, por efecto de la diversificación, éste se mantendría en niveles controlables. De hecho, casi la totalidad de las empresas que eventualmente serían clasificadas en categoría BBB son sujetos de créditos importantes para el sistema bancario y ello no ha sido obstáculo para mantener un sistema financiero estable.

Cuando se analiza el detalle de las colocaciones, se observa que -en términos de los tipos de instrumentos- los efectos de comercio siguen mostrando escasa relevancia: entre 2002 y 2010 no representaron nunca más del 4% del total de las operaciones. A juicio de **Humphreys**, esta situación debería revertirse, previendo que las emisiones de este tipo de instrumentos aumenten considerablemente en función de las evidentes ventajas que ofrecen para mejorar la situación financiera de las empresas, dado que les permiten diversificar sus fuentes de financiamiento, mejorar su posición ante los bancos y, más a largo plazo, sirven de antesala a una eventual emisión de bonos.

Por otro lado, los bonos securitizados han bajado su importancia, probablemente a causa de la crisis *sub prime*, la que parece haber afectado la confianza de los inversionistas en este tipo de instrumentos.

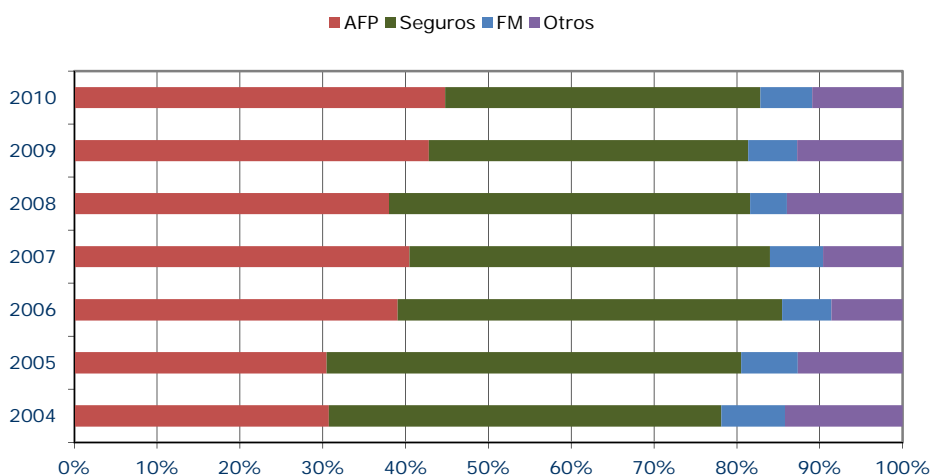
Gráfico 1: Colocación de Instrumentos Financieros (MM\$)



A nivel de mercados, la inversión de los fondos de pensiones sigue manteniendo su nivel de importancia, e incluso han aumentado su participación a pesar del fenómeno que ha significado la entrada a escena de los *family office*. La inversión de los fondos de pensiones en el *stock* de colocaciones de bonos corporativos y bonos securitizados en 2010 alcanzó una proporción de 47,2% y 23,0%, respectivamente.

Por su parte, la inversión de las compañías de seguros en bonos securitizados mantiene una importancia similar a la de los fondos de pensiones (24,2%), mientras que su inversión en bonos corporativos y efectos de comercio llega a un 29,4% de su cartera. Por su parte, la inversión de los fondos mutuos en efectos de comercio conserva una alta participación (73,7%).

Gráfico 2: Distribución Inversionistas en Stock de Colocaciones



Asimismo, al analizar la inversión en títulos de deuda de empresas por parte de las compañías de seguros, fondos de pensiones y fondos mutuos, puede observarse una alta concentración en instrumentos de bajo riesgo (98,7% en 2010 en instrumentos de clasificación A- o superior), un número limitado de emisores (el que llega a un máximo de 93 en el caso de las compañías de seguros) y una elevada concentración por industrias (entre un 50% y un 55% de la inversión está situada en el sector servicios).

En el presente reporte se profundiza en los temas expuestos y se muestra la evolución de las emisiones y colocaciones de bonos en el mercado local entre los años 2000 y 2010.

Mercado de bonos

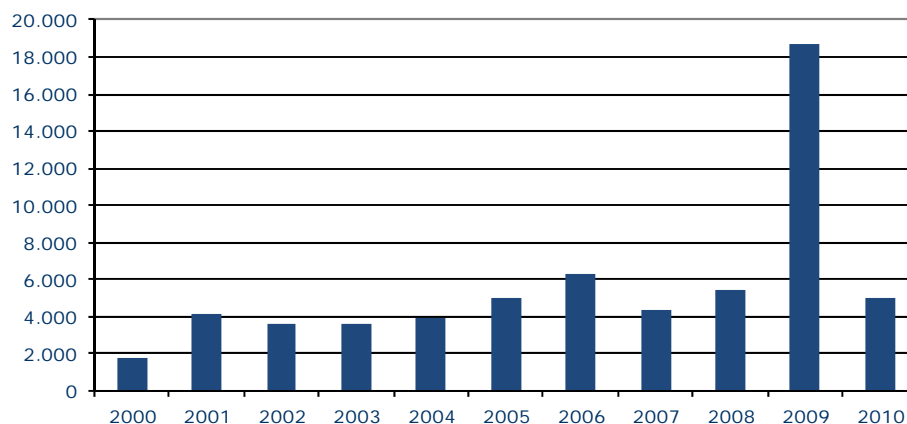
Evolución de los montos emitidos²

A lo largo de los años los bonos corporativos han exhibido una clara preponderancia en las emisiones de papeles de deuda, lo que queda reflejado en el hecho de que éstos, en promedio, han representado el 84% de los títulos de deuda inscritos en la SVS entre 2000 y 2010, cifra que se reduce al 72% si solamente se considera el último de estos años, correspondiendo el resto a efectos de comercio y bonos securitizados.

² Se entiende por "montos emitidos" aquellos inscritos en la Superintendencia de Valores y Seguros, independientemente de si dichos títulos de deuda fueron o no colocados en el mercado.

De acuerdo con la información proporcionada por la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS), los instrumentos de deuda inscritos durante 2009 fueron los mayores de la historia en términos monetarios. Durante ese año se inscribieron bonos y efectos de comercio por el equivalente a US\$ 18.680 millones, lo que contrasta con la fuerte baja de 2010, cuando las inscripciones llegaron a US\$ 4.988 millones.

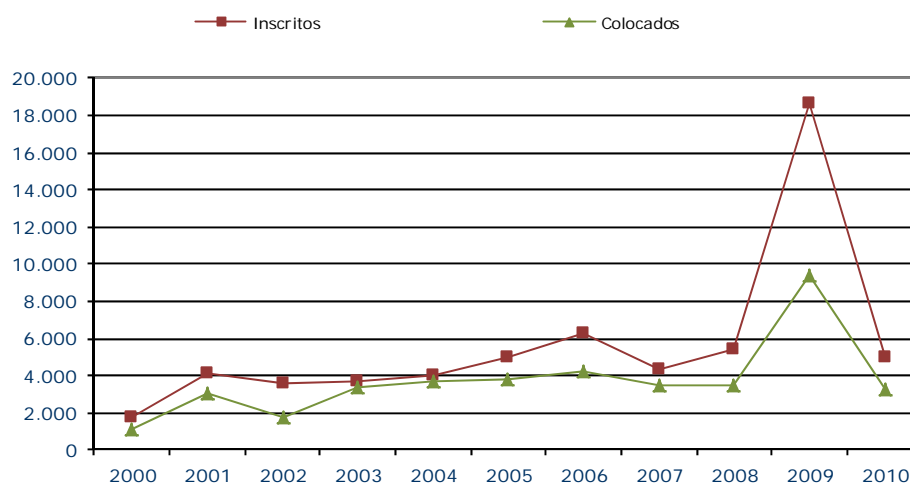
Gráfico 3: Evolución de instrumentos inscritos (MMUS\$)



Montos colocados

Como tendencia general, se observa, igualmente, que el monto de los títulos de deuda efectivamente colocado ha sido notablemente inferior al inscrito durante el mismo período, lo que se explica en parte porque las necesidades de financiamiento efectivas de cada empresa han sido, en la práctica, menores a las registradas, o bien, porque se aplazan en el tiempo o porque finalmente optan por otras fuentes de financiamiento. Durante 2010 los montos colocados representaron el 64% del total inscrito. Los flujos totales colocados entre 2000 y 2010 alcanzaron los US\$ 40.620 millones.

Gráfico 4: Instrumentos inscritos v/s colocados (MMUS\$)



Durante 2010 las colocaciones de instrumentos de deuda alcanzaron aproximadamente a US\$ 3.207 millones, correspondiendo US\$ 2.016 millones a bonos corporativos, mientras que los efectos de comercio sumaron US\$ 1.020 millones y el resto -US\$ 171 millones-, fueron bonos securitizados.

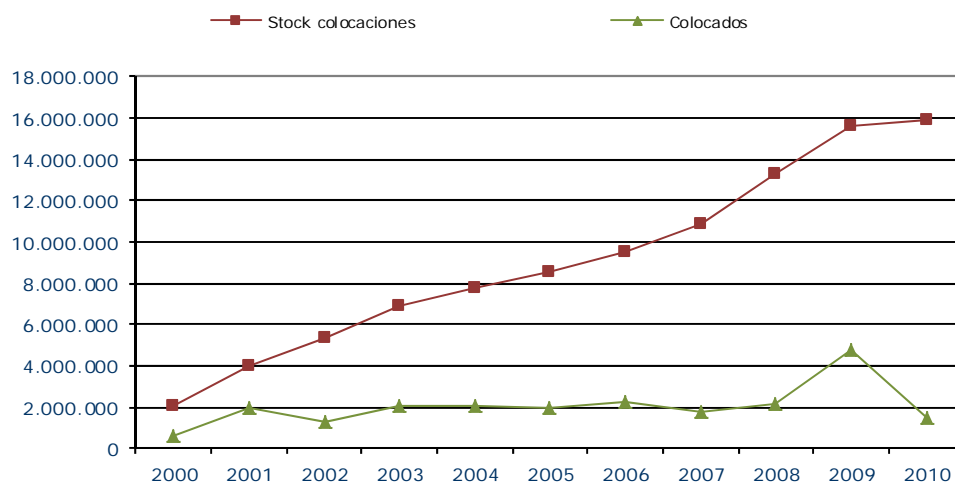
La colocación de bonos securitizados alcanzó a US\$ 171 millones durante 2010, monto muy inferior a los US\$ 691 millones colocados en 2009. Además, han perdido paulatinamente participación en la cartera total de colocaciones de instrumentos de deuda, pasando de 13,3% del total en 2004 al 6,8% de 2010. La caída del último año en estos instrumentos puede deberse a dos causas: la primera es el gran crecimiento del año anterior, en el que las empresas aprovecharon las bajas tasas de interés imperantes en el mercado para realizar emisiones. La segunda razón puede atribuirse a la crisis *sub-prime*, la que habría provocado desconfianza en los inversores hacia estos instrumentos, tanto por su mayor complejidad como por las pérdidas ocasionadas por los securitizados en Estados Unidos, pese a que los instrumentos emitidos en Chile no guardan relación con ellos.

Stock de colocaciones

Derivado del nivel de colocaciones anuales antes descrito, el *stock* presenta un crecimiento de más de nueve veces entre 2000 y 2010. Al observar el valor vigente al final de cada año, se evidencia un crecimiento sostenido, pero variable, entre 2001 y 2010. Como se aprecia en el

gráfico 5, éste se ha incrementado a una tasa superior a la mostrada por los montos colocados. Ello revela que, en general, los vencimientos y rescates de títulos de deuda, en términos monetarios, han sido inferiores en relación con los nuevos bonos colocados, explicado en parte por el elevado plazo de duración de los instrumentos.

Gráfico 5: Stock v/s montos colocados (MM\$)



Durante 2010 el *stock* de colocaciones llegó a US\$ 33.921 millones, de los cuales US\$ 30.967 millones correspondía a colocaciones de bonos corporativos y el resto a bonos securitizados y efectos de comercio.

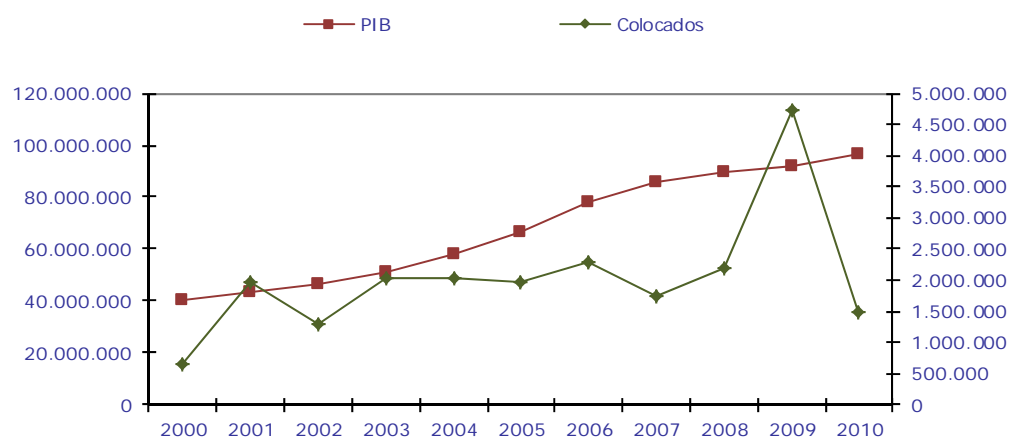
Stock bonos corporativos / Stock deuda vigente										
2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
95,2%	92,0%	86,9%	83,7%	82,5%	83,2%	84,4%	85,3%	87,3%	89,5%	91,3%
Stock bonos securitizados / Stock deuda vigente										
2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
4,8%	8,0%	12,2%	12,6%	13,3%	12,7%	11,8%	11,4%	9,0%	7,2%	6,8%
Stock efectos de comercio / Stock deuda vigente										
2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
0,0%	0,0%	0,9%	3,8%	4,1%	4,1%	3,8%	3,4%	3,8%	3,2%	1,9%

En términos de tipo de instrumento, los efectos de comercio siguen siendo poco importantes (el *stock* no ha representado más del 4% de los bonos entre 2002 y 2010), situación que se espera que sea revertida en el futuro dado lo observado en el mercados más desarrollados.

Nivel de colocaciones en relación al PIB

El comportamiento de las colocaciones de bonos ha mostrado un comportamiento más volátil al del PIB, lo que se podría explicar por las diferentes alternativas de financiamiento (y su distinto costo) que los emisores han tenido a través de los años. Además, los principales sectores económicos aportantes al PIB no participan en igual proporción en el mercado de colocaciones de bonos.

Gráfico 6: PIB v/s Colocaciones (MM\$)

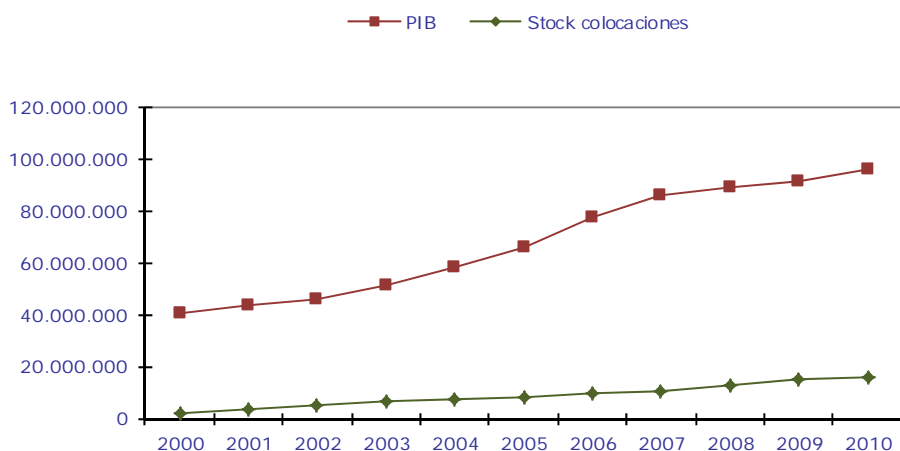


Colocaciones / PIB

2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
1,59%	4,55%	2,79%	3,97%	3,49%	2,97%	2,93%	2,02%	2,45%	5,18%	1,56%

En términos de *stock*, las colocaciones de bonos han ido aumentando su importancia en relación al PIB, alcanzando en 2010 el 16,5% del PIB estimado para dicho año.

Gráfico 7: PIB v/s Stock Colocaciones (MM\$)



Stock Colocaciones / PIB

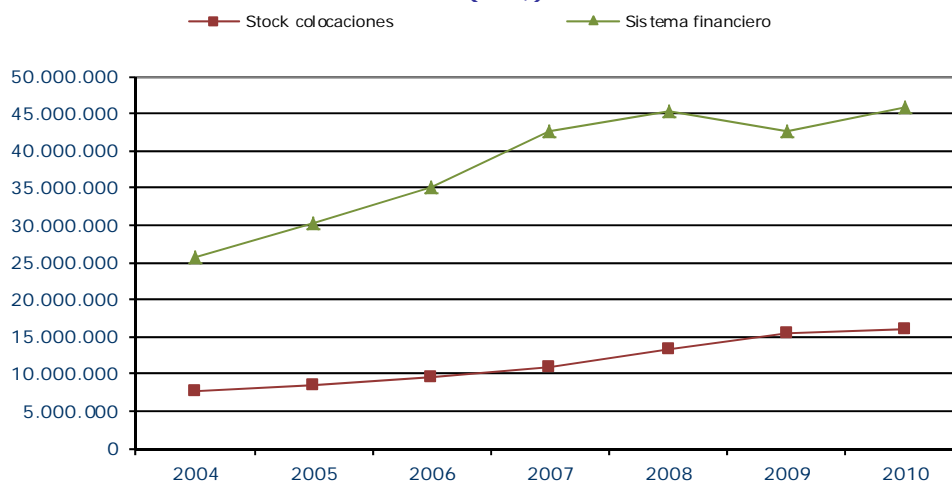
2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
5,14%	9,27%	11,57%	13,56%	13,34%	12,85%	12,25%	12,66%	14,88%	17,02%	16,5%

Mercado de bonos vs. sistema bancario

El *stock* de las colocaciones a empresas del sistema bancario presentó una evolución creciente hasta 2008, experimentando una importante caída en 2009, de la que se recuperó al año siguiente. A fines de 2010 las colocaciones totales a empresas del sistema financiero llegaron a más de US\$ 97.000 millones³. En relación a las colocaciones de bonos y efectos de comercio, se observa en éstas un comportamiento similar, con excepción de 2009, cuando -a diferencia de las operaciones totales- siguieron creciendo.

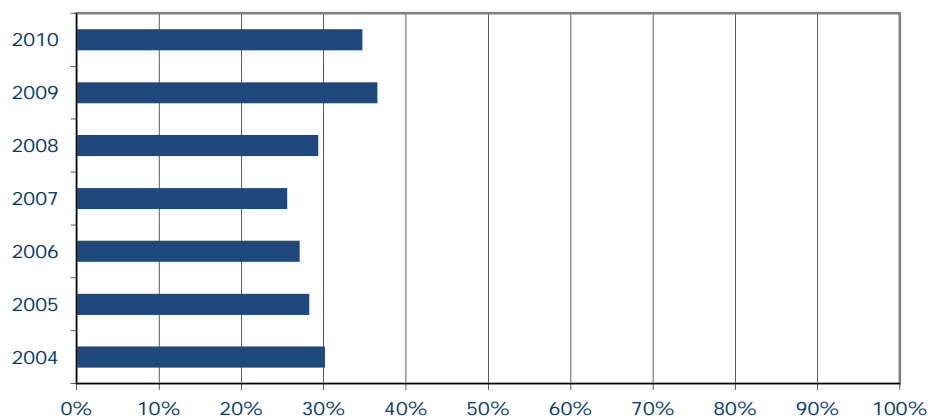
³ Cabe considerar que los préstamos bancarios incluye colocaciones a la pequeña y mediana empresa, sector con casi nulo acceso al mercado de valores.

Gráfico 8: Stock colocaciones bonos v/s sistema financiero (MM\$)



A diciembre de 2010 el *stock* de colocaciones de bonos corporativos representaba el 35% de las operaciones con empresas por parte del sistema bancario, lo que implica una disminución respecto al 37% que este ítem registró en 2009. Sin embargo, sigue manteniendo niveles superiores a años anteriores, demostrando con ello cómo el mercado de deuda ha ido ganando terreno sobre los bancos.

Gráfico 9: Participación de las colocaciones de bonos sobre colocaciones a empresas del sistema financiero



Inversión en instrumentos de la familia BBB

Del *stock* de inversiones en instrumentos de deuda (bonos corporativos y securitizados, más efectos de comercio), sólo una pequeña proporción ha sido situada históricamente en instrumentos de clasificación BBB+ o inferior. En efecto, a diciembre de 2010, aproximadamente sólo un 1,3% de la inversión en este tipo de instrumentos, por parte de AFP, compañías de seguros y fondos mutuos, se encontraba en este tipo de *ratings*, con montos cercanos a los US\$ 350 millones. Esto se debe en parte a las restricciones de la clasificación de los instrumentos en los cuales pueden invertir AFP y compañías de seguros de vida, limitadas a clasificaciones BBB- o superiores, y en la práctica invertidas en deuda BBB o superior, con el objeto de evitar ajustes de cartera en caso de rebaja de clasificación a los activos BBB-.

Con la última información disponible de 2010, es posible ver que las AFP mantenían sólo un 0,5% de su cartera de inversión en deuda BBB+ o de inferior *rating*, porcentaje que llegaba a un 1,3% en el caso de las compañías de seguro. En el caso de los fondos mutuos, se observa una mayor propensión a invertir en estos instrumentos, llegando a que, a diciembre de 2010, un 6,5% de la cartera de los fondos estaba invertido en deuda BBB+ o inferior, lo que está asociado a la búsqueda de mayor rentabilidad, aunque aún de manera muy moderada.

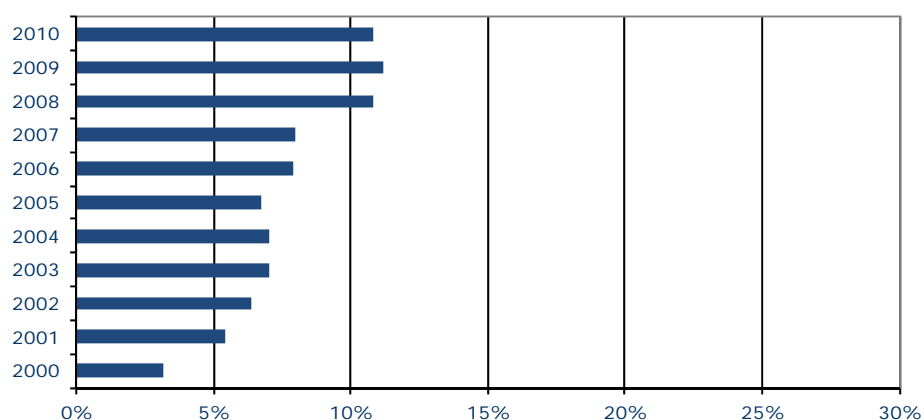
Hay que destacar que si bien una clasificación de la familia BBB representa naturalmente un mayor riesgo que clasificaciones superiores, este tipo de clasificaciones representan a empresas solventes, y además los *ratings* asignados son de largo plazo, y por tanto no deberían experimentar grandes variaciones en el mediano plazo. Por lo tanto, a juicio de **Humphreys**, instrumentos de este tipo contribuirían en primer lugar a incrementar la profundidad del sistema financiero chileno, entregando nuevas alternativas de financiamiento a empresas que ya son sujetos de crédito del sistema bancario, y en segundo lugar a incrementar la rentabilidad de las carteras de inversión, mejorando, entre otros, el monto de las pensiones de los chilenos.

Es esperable que diversos factores vayan contribuyendo a provocar una mayor emisión de instrumentos clase BBB. Entre ellos, podemos mencionar la mayor madurez e integración de la economía chilena al resto del mundo, lo que podría atraer potenciales compradores internacionales. En la medida que inversionistas alternativos a AFP y compañías de seguros tomen más fuerza (como los fondos mutuos o de inversión o las *family office*) en términos de montos, también se irá haciendo más factible la emisión en BBB, a lo cual podría contribuir, por ejemplo, la profundización del ahorro previsional voluntario.

Inversión de las AFP en bonos corporativos

La inversión de los fondos de pensiones en bonos de empresas ha ido elevando su participación, representado en promedio un 7,7% de sus activos entre 2000 y 2010, importancia que llegó a 10,8% a julio de 2010. En términos monetarios, la inversión de los fondos de pensiones en bonos de empresas alcanzaba a US\$ 13.458 millones según información a julio de 2010.

Gráfico 10: Inversión de los Fondos de Pensiones en Colocaciones de Bonos



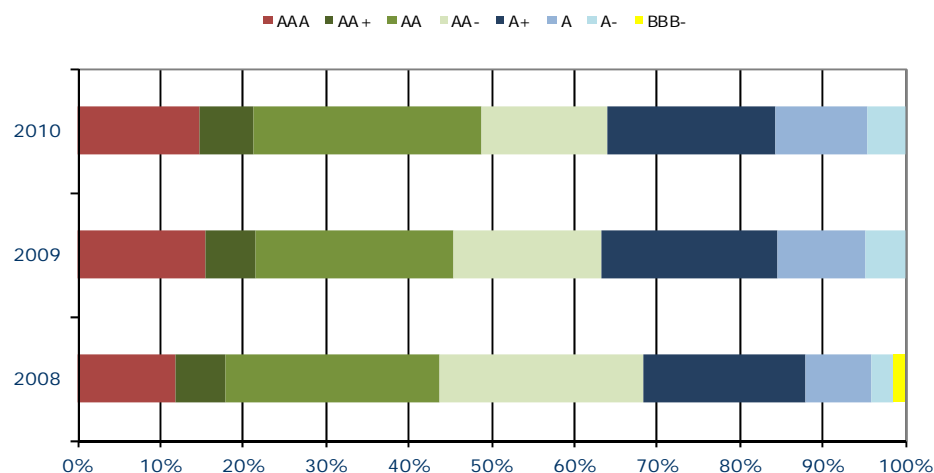
Nota: 2010 se refiere a información de la cartera a julio-2010, el resto de los años es a diciembre.

Distribución de las inversiones por *rating*

Las inversiones de los fondos de pensiones en bonos corporativos han presentado una alta concentración (superior al 48%) en los *rating* AA (incluye AA- y AA+), y en general en los *rating* superiores a A+, los que llegaban al 84% en el último período, demostrando el bajo nivel de riesgo crediticio que tienen estos portafolio. En este sentido, a juicio de **Humphreys**, los fondos de pensiones están capacitados para invertir parte de sus recursos en instrumentos clasificados en BBB, lo cual permitiría incrementar la rentabilidad de los fondos sin exponerse a elevados niveles de riesgos.

Cabe destacar la inversión (15% a julio de 2010) en bonos corporativos con *rating* AAA, máxima categoría de riesgo posible, debido a la existencia de garantías al pago del bono, básicamente presente en bonos de infraestructura y de empresas del Estado.

Gráfico 11: Distribución por *Rating* de las Inversiones de los Fondos de Pensiones en Colocaciones de Bonos Corporativos

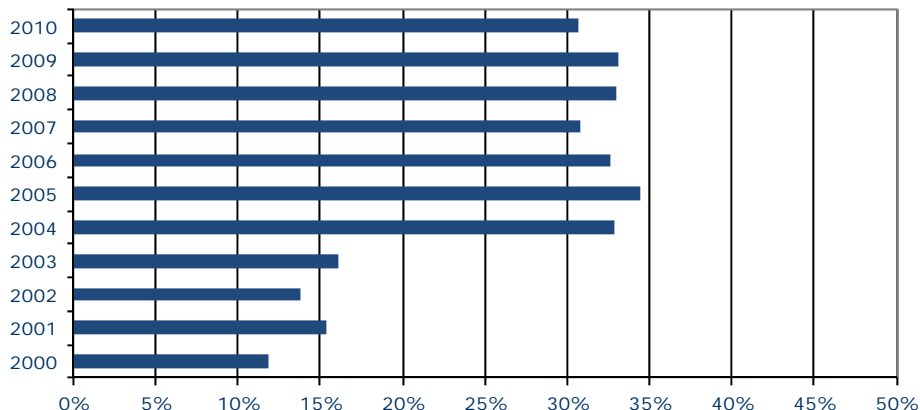


El número de emisores de bonos corporativos presentes en las carteras de inversión no ha superado los 90. Alrededor del 53% de estas sociedades opera en el sector servicios, el 17% en el sector industrial y otro 17% en el sector eléctrico. En tanto, el 93% corresponde a emisores con ventas inferiores a US\$ 5 mil millones: 21% son empresas con ventas entre US\$ 1.000 millones y US\$ 5.000 millones. Todo esto, de acuerdo a la información de 2010 (aunque la tendencia en los años anteriores ha sido similar).

Inversión de las cías. de seguros en bonos corporativos

La inversión de las compañías de seguros en bonos de empresas ha representado en promedio el 25,9% de sus activos entre 2000 y 2010. Su importancia aumentó a partir de 2004, llegando a 30,7% a septiembre de 2010. En términos monetarios, la inversión de estas firmas en bonos de empresas alcanzaba a US\$ 11.008 millones, según información a septiembre de 2010.

Gráfico 12: Inversión de las Compañías de Seguros en Colocaciones de Bonos

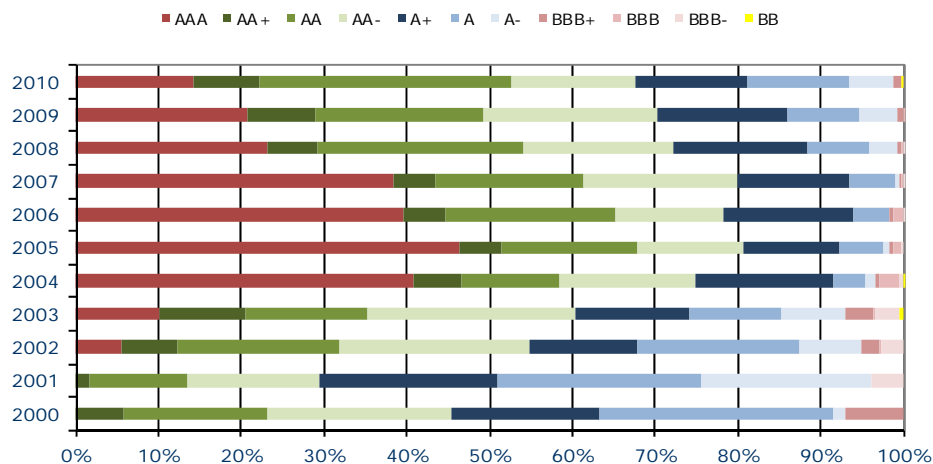


Nota: 2010 se refiere a información de la cartera a septiembre-2010, el resto de los años se refiere a diciembre.

Distribución de las inversiones por *rating*

Las inversiones de las compañías de seguros en colocaciones de bonos corporativos han presentado una alta concentración (48% en promedio entre 2010 y 2010) en los *rating* AA (incluye AA- y AA+), y en general en los *rating* superiores a A, que representan el 93% en el último período. En este sector también se hace extensible la opinión de **Humphreys** en cuanto a que existe espacio para invertir en bonos clasificados en BBB.

Gráfico 13: Distribución por *Rating* de las Inversiones de las Compañías de Seguros en Colocaciones de Bonos Corporativos

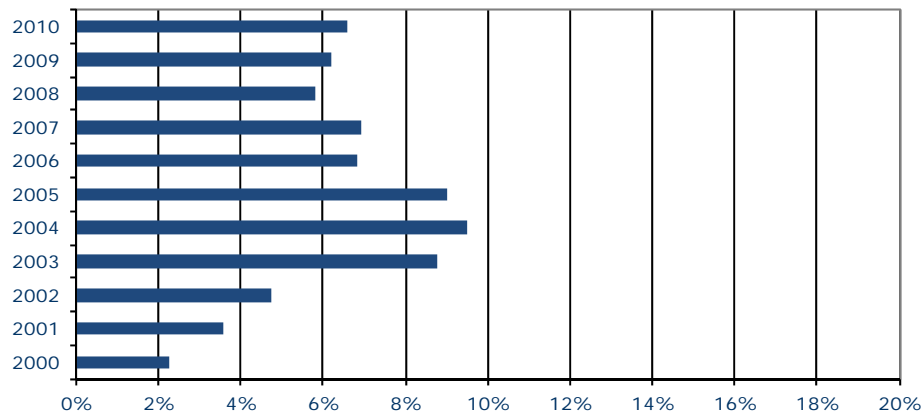


El número de emisores de las carteras de inversión en bonos corporativos no ha superado los 93. Alrededor del 55% de estas sociedades opera en el sector servicios, el 18% en el sector industrial y el 13% en el sector eléctrico. Además, el 89% corresponde a compañías con ventas inferiores a US\$ 5.000 millones: el 43% corresponde son emisores que facturan entre US\$ 500 millones y US\$ 5.000 millones, de acuerdo a la información del último año (aunque la tendencia en los años anteriores ha sido similar).

Inversión de los fondos mutuos en bonos corporativos

La inversión de los fondos mutuos en bonos de empresas ha representado en promedio el 6,4% de sus activos entre 2000 y 2010, importancia que llegó al 6,6% a noviembre de 2010, disminuyendo su importancia respecto del trienio 2003-2005. En términos monetarios, la inversión de los fondos mutuos en bonos de empresas alcanzaba a US\$ 2.115 millones según información a noviembre de 2010.

Gráfico 14: Inversión de los Fondos Mutuos en Colocaciones de Bonos

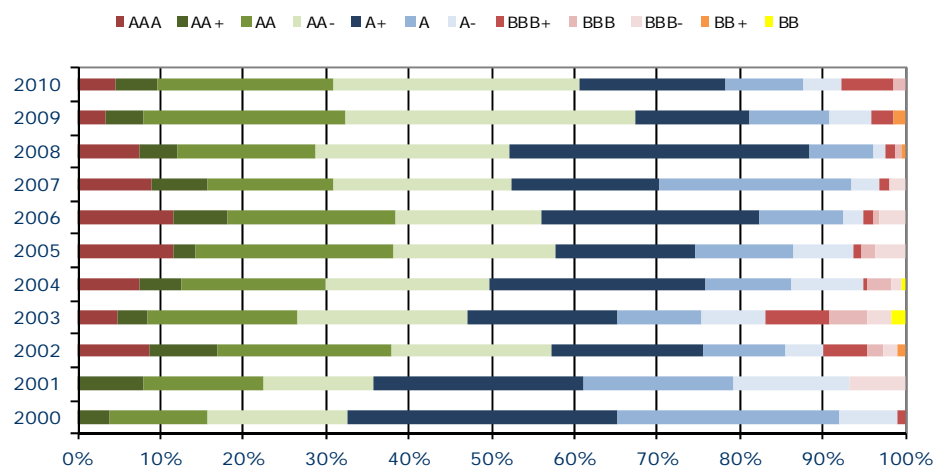


Nota: 2010 se refiere a información de la cartera a noviembre-2010, resto de los años se refiere a diciembre.

Distribución de las inversiones por *rating*

Las inversiones de los fondos mutuos en colocaciones de bonos corporativos han presentado una alta concentración (45% en promedio entre 2010 y 2010) en los *rating* AA (incluye AA- y AA+), y en general en los *rating* superiores a A, que representan el 88% en el último período.

Gráfico 15: Distribución por *Rating* de las Inversiones de los Fondos Mutuos en Colocaciones de Bonos Corporativos



El número de emisores de las carteras de inversión en bonos corporativos no ha superado los 85 emisores. Alrededor de 50% de estas sociedades opera en el sector servicios: 17% en el sector eléctrico y 14% en el sector industrial. El 90% corresponde a compañías con ventas inferiores a US\$ 5.000 millones: el 26% corresponde a emisores con ventas entre US\$ 1.000 millones y US\$ 5.000 millones). Todo esto de acuerdo a la información del último año (aunque la tendencia en los años anteriores ha sido similar).

Conclusiones

- Durante 2010 el *stock* de colocaciones de instrumentos de deuda llegó a US\$ 33.921 millones, de los cuales US\$ 30.967 millones correspondía a colocaciones de bonos corporativos y el resto a bonos securitizados y efectos de comercio.

Las colocaciones de bonos corporativos, securitizados y efectos de comercio han representado una parte importante del total de las operaciones de deuda del mercado de valores chileno. Al comparar el *stock* de colocaciones de bonos con las del sistema de financiamiento bancario, se observa que el primero ha ido ganando terreno. Pese a ello, el mercado de bonos local –tanto el primario como el secundario- aún presenta la necesidad de una mayor profundización.

- La inversión de los fondos de pensiones en bonos de empresas ha elevado su participación, representado en promedio un 7,7% de sus activos entre 2000 y 2010. En términos monetarios,

alcanzaba a US\$ 13.458 millones según información a julio de 2010. Además, han presentado una alta concentración (superior al 48%) en los *rating* AA (incluye AA- y AA+), y en general en los *rating* superiores a A+, los que llegaban al 84% en el último período.

- El número máximo de emisores que conforman las carteras de inversión alcanza a sólo 93 compañías, concentradas en unas pocas industrias. Asimismo, alrededor de la mitad opera en el sector servicios y la mayor parte corresponde a empresas con ventas inferiores a US\$ 5.000 millones. Esta baja diversidad se explica, en parte, por la existencia de una demanda con una alta propensión a adquirir instrumentos de deuda con un bajo nivel de riesgo.

- Si bien las AFP y compañías de seguros están facultadas para conformar carteras con instrumentos clasificados en categoría BBB (incluyendo BBB- y BBB+), probablemente desechan esta opción por el supuesto riesgo de una eventual baja futura en la calificación de los títulos, situación que los llevaría a la obligación de enajenarlos en un mercado secundario con muy baja liquidez. En opinión de **Humphreys** se subestima el hecho de que las calificaciones de riesgo tienen un enfoque de largo plazo y, por lo tanto, presentan baja probabilidad de experimentar modificaciones en el mediano plazo.

- A nuestro juicio, la alternativa de incrementar el porcentaje de inversiones en instrumentos calificados en categoría BBB contribuiría positivamente a mejorar la rentabilidad de las carteras de inversiones y, con ello, el monto de las pensiones pagadas por el sistema previsional. Si bien el riesgo de los portafolios aumentaría, se estima que, por efecto de la diversificación, éste se mantendría en niveles controlables.

- Los efectos de comercio siguen mostrando escasa relevancia: entre 2002 y 2010 no representaron nunca más del 4% del total de los montos inscritos. A juicio de **Humphreys**, esta situación debería revertirse, previendo que las emisiones de este tipo de instrumentos aumenten considerablemente en función de las evidentes ventajas que ofrecen para mejorar la situación financiera de las empresas.