

Agosto 2007

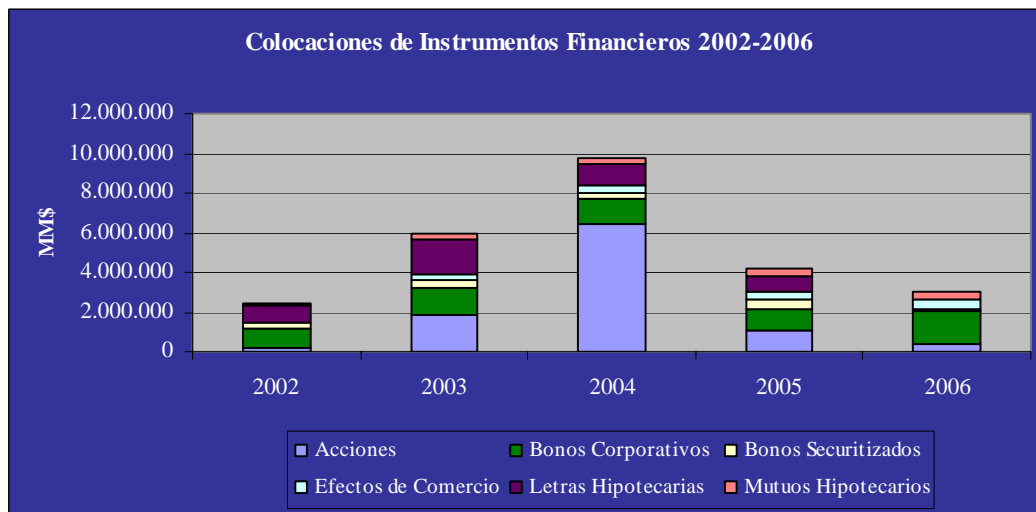
Reporte Especial

Contactos
Aldo Reyes D.
Margarita Andrade P.
ratings@humphreys.cl
204 7293

Evolución de las Colocaciones de Bonos 2000-2006

Introducción

Las operaciones de bonos -considerando sólo corporativos¹ y securitizados- han representado parte importante del total de las colocaciones en el mercado de valores chileno, ello al margen que su importancia relativa ha sido variable a través del tiempo (principalmente, por la volatilidad de las colocaciones de otros tipos de valores, en particular de las acciones).



Fuente: Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras y Superintendencia de Valores y Seguros.

Sin perjuicio de lo anterior, y reconociendo el continuo aumento en el *stock* de colocaciones de títulos de deuda corporativos y securitizados (que a junio del presente año asciende a US\$ 17.975 millones), no se puede desconocer que el mercado de bono presenta aún necesidades de una mayor profundización, tanto en su mercado primario como en el secundario.

Al analizar las emisiones de títulos de deuda para el período 2000 – 2006, se puede observar: un número limitado de emisores; ausencia de instrumentos con riesgo medio, medio-alto o alto; elevada concentración por industria y baja profundidad del mercado secundario.

¹ Dentro de éstos se incluyen los bonos de infraestructura.

En la práctica, se observa que el número de emisores anuales ha oscilado en alrededor de las 20 empresas, muchas de las cuales son recurrentes en el tiempo. Asimismo, se aprecia que el 58,8% de estas sociedades opera en el sector servicios, comercio o está asociadas a proyectos de infraestructura.

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, a la fecha, el 78% de los instrumentos del mercado, medido en términos de emisiones, 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 categoría inferior a BBB, sería la razón principal que llevaría a comprar sólo 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+), desecharían esta opción por el supuesto riesgo de una eventual baja futura en la calificación de los títulos lo cual conllevaría 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 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 juicio de la Clasificadora, la alternativa de incrementar el porcentaje de inversiones en instrumentos clasificados 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. En cuanto al riesgo de los portafolios, si bien éste aumentaría, se estima que por efecto de la diversificación 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 financieramente sólido.

En el presente reporte se muestra la evolución de las emisiones y colocaciones de bonos en el mercado local entre los años 2000 y 2006.

Evolución de los Montos Emitidos²

De acuerdo con la información de la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS), los bonos corporativos inscritos durante el año 2006 son los mayores de la historia en términos monetarios y mantienen la tendencia al alza que se observa a partir del año 2004; ello después de la brusca caída que experimenta el mercado durante el 2003, derivado tanto de la caída de las emisiones de bonos corporativos como securitizados.

Durante el 2006 se inscribieron bonos corporativos por el equivalente a US\$ 5.914 millones, presentando un crecimiento de 47% en relación al año anterior.

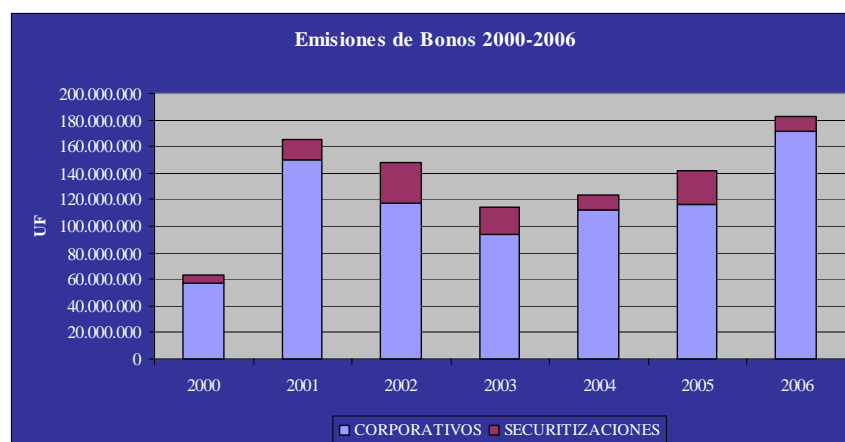
Respecto a los bonos securitizados, se aprecia una clara disminución de los montos inscritos en relación con el año 2002, en donde se alcanza el máximo de UF 30 millones. En el 2006 el monto inscrito ascendió en torno a los US\$ 360 millones, cifra muy inferior en relación con el año inmediatamente anterior.

Como se aprecia en el cuadro siguiente, la evolución total de bonos inscritos en la SVS muestra un comportamiento similar al de los bonos corporativos, explicado por la alta importancia relativa de éstos.

Emisiones de Bonos (Monto en UF)			
	Corporativos	Securitizados	Total
2000	56.636.833	6.725.374	63.362.206
2001	149.851.340	15.319.800	165.171.140
2002	117.498.923	30.465.194	147.964.117
2003	94.229.956	19.611.644	113.841.600
2004	112.300.500	10.882.547	123.183.047
2005	116.790.000	25.247.810	142.037.810
2006	171.719.300	10.478.775	182.198.075

Fuente: SVS.

La preponderancia de los bonos corporativos queda reflejado en el hecho que en promedio éstos han representado el 87,13% de los títulos de deuda inscritos en la SVS entre los años 2001 y 2006, cifra que se incrementa al 94,25% si se considera sólo el último año.



² Se entiende por Montos Emitidos (excluye efectos de comercio) aquellos inscritos en la SVS, ello independiente si dichos títulos de deuda fueron o no colocados en el mercado.

Montos Colocados (en Términos de Flujos Monetarios)

En general, salvo en el caso de bonos securitizados de los años 2001 y 2004, el monto de los títulos de deuda efectivamente colocados ha sido notablemente inferior a los inscritos durante el mismo período, explicado en parte porque las colocaciones terminan en la práctica siendo menores a las inscritas o bien, porque se aplazan en el tiempo. En promedio, durante un año calendario los montos colocados han representado cerca del 69% de los emitidos. Esta brecha es mayor en los bonos corporativos (66%) que en los securitizados (93%). Los flujos totales colocados entre los años 2000 y 2006 alcanzaron los UF 640 millones.

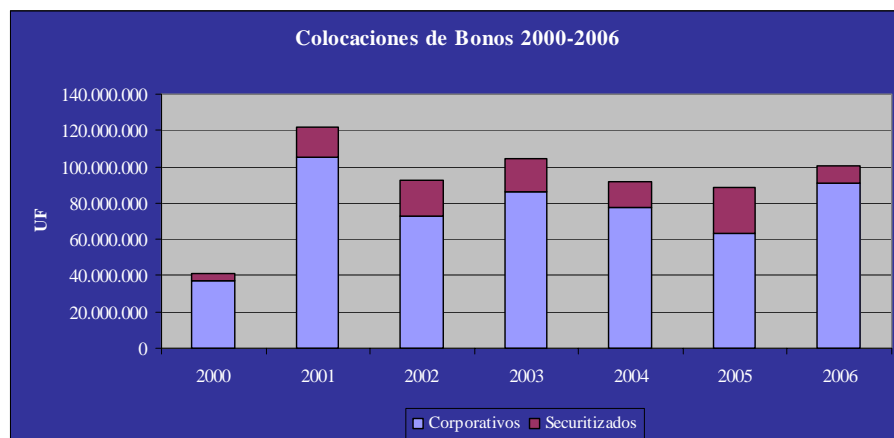
Durante el año 2006 las colocaciones fueron cercanas a los US\$ 3.140 millones en el caso de bonos corporativos, representando un incremento del 43% en relación con el año 2005. En lo que respecta a los títulos de deuda securitizados, las colocaciones fueron del orden de los US\$ 332 millones, implicando un baja de 61%.

La colocación total de bonos (corporativos y securitizados) del año 2006, aun siendo la superior de los últimos tres períodos anuales, se encuentra por debajo de lo exhibido en los años 2001 y 2003. De hecho, en unidades de fomento, se observa que el nivel colocado el 2006 es inferior en 17% al del año 2001 (máximo histórico). Las colocaciones del 2001 se vieron fuertemente influidas por el mayor número de colocadores, en especial del sector eléctrico y comercio.

Colocaciones de Bonos (Monto en UF)			
	Corporativos	Securitizados	Total
2000	36.901.000	4.131.526	41.032.526
2001	105.454.825	16.273.500	121.728.325
2002	72.489.000	20.365.614	92.854.614
2003	86.526.302	17.664.189	104.190.491
2004	77.162.500	14.774.109	91.936.609
2005	63.629.306	24.918.733	88.548.039
2006	91.149.034	9.637.294	100.786.328

Fuente: SVS.

En el cuadro anterior se observa que el volumen de instrumentos corporativos transados en el mercado primario durante el año 2006 representa el 86% de su máximo histórico (ocurrido el año 2001); por su parte las transacciones de títulos securitizados alcanzan sólo el 47% de año 2002, en donde se produjo el máximo histórico para este tipo de producto.



Stock de Colocaciones

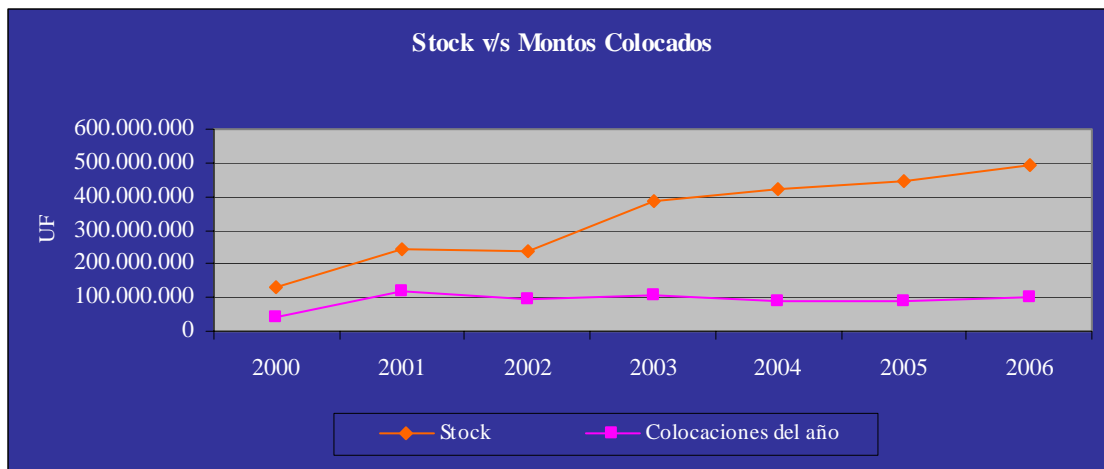
Derivado del nivel de colocaciones que se describió en el apartado anterior, el *stock* de colocaciones (es decir la deuda vigente a final de cada año), presenta un crecimiento de casi cuatro veces entre el 2000 y 2006. Al observar el *stock* de colocaciones al final de cada año, se evidencia un crecimiento sostenido pero variable entre los años 2001 y 2006, salvo el 2002 cuando se evidencia una disminución del *stock*, aparejado a la baja de colocaciones de ese año. Las cifras revelan que, en general, los vencimientos y rescates de títulos de deuda, en términos monetarios, han sido inferiores en relación con los nuevos bonos colocados

Durante el año 2006 el *stock* colocaciones llegó a US\$ 17.000 millones (aproximadamente US\$ 15.000 millones correspondió a colocaciones de bonos corporativos y el resto a securitizados), representando un incremento del 10% en relación con el año 2005.

Stock de Colocaciones (Monto en UF)	
2000	129.714.942
2001	243.721.482
2002	239.961.258
2003	388.124.326
2004	424.386.230
2005	447.631.185
2006	493.767.319

Fuente: SVS.

Como se observa en el gráfico siguiente, el *stock* de colocaciones 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.

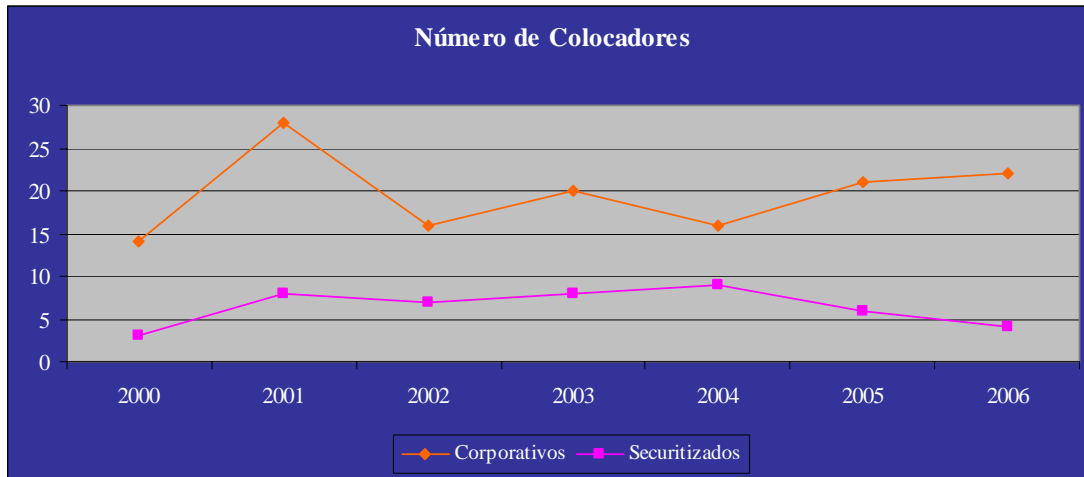


Número de Colocadores

Si bien los montos colocados sirven de referencia para indicar el dinamismo del mercado de deuda, otro factor a considerar dice relación con el número de empresas que emiten deuda.

En el período 2000-2006 el promedio de colocadores por año³ ha sido de 20 colocadores corporativos y 6 patrimonios separados.

Los colocadores de bonos corporativos, como se señala más adelante, provienen de diversos sectores de la economía, sin embargo se han concentrado en los sectores de: infraestructura, eléctrico y comercio.



Se observa que durante el período analizado los colocadores de bonos corporativos han realizado colocaciones en más de un año, con un promedio anual de 65% (emisores que han colocado más de una vez entre el 2000 y 2006). De las empresas que realizaron colocaciones de bonos corporativos durante el 2006 (22), 15 ya habían realizado alguna colocación anteriormente (entre el 2000 y 2005).

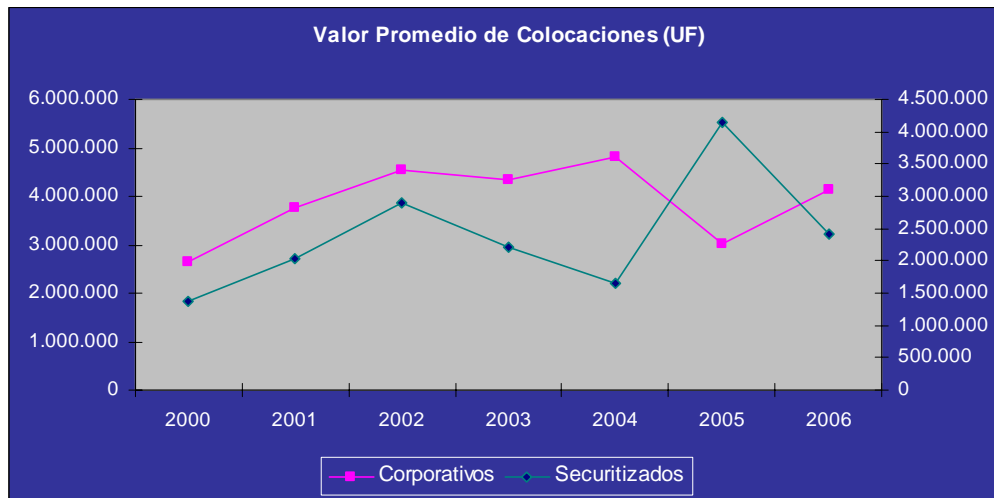
Valor Promedio de Colocaciones

Los valores promedios de las colocaciones, en general mayores en los bonos corporativos que securitizados, han oscilado entre los UF 1,4 y 4,8 millones (considerando el monto total colocado en igual fecha por un mismo emisor, independiente si se trata de una o más series de bonos).

Valor Promedio de Colocaciones (UF)		
	Corporativos	Securitizados
2000	2.635.786	1.377.175
2001	3.766.244	2.034.188
2002	4.530.563	2.909.373
2003	4.326.315	2.208.024
2004	4.822.656	1.641.568
2005	3.029.967	4.153.122
2006	4.143.138	2.409.324

Por otro lado, los mayores montos colocados han llegado a ser por hasta UF 16 millones (Soc. Concesionaria Vespucio Norte Express, en el 2004); UF 13,5 millones (Nueva Transelec, en el 2006); y UF 13 millones (SIF Sociedad Inversora Forestal, en el 2002, y Sociedad Concesionaria Autopista Central, en el 2003).

³ Considerando las colocaciones realizadas por año.



Colocaciones⁴ por Tipo de Industria

Las colocaciones de bonos corporativos en el período 2000-2006 han estado concentradas en los sectores de Servicios, Infraestructura y Comercio, con cerca del 60% del monto total colocado, incidiendo en ello que los mayores montos colocados individualmente han sido de estos sectores.

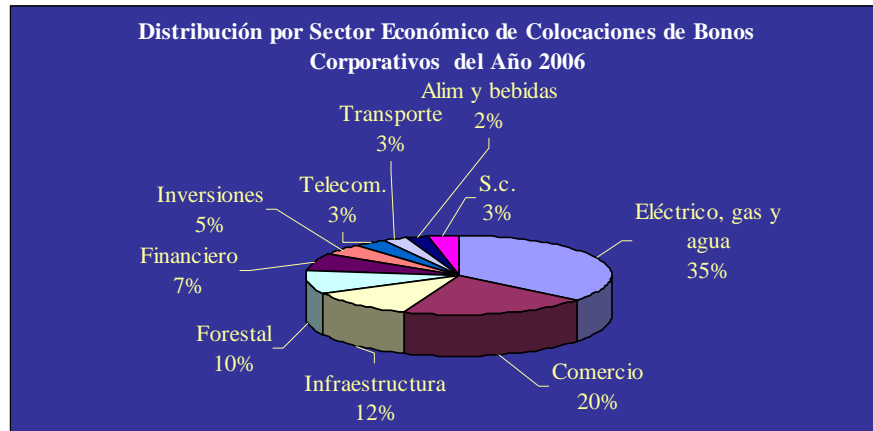
Distribución de Colocaciones de Bonos Corporativos Del Período 2000-2006 por Sector Industrial

Sector	%
Eléctrico, gas y agua	27,4%
Infraestructura	18,3%
Comercio	13,1%
Transporte	7,8%
Forestal	4,7%
Alimentos y bebidas	4,5%
Telecomunicaciones	4,2%
Financiero	4,0%
Inversiones	3,7%
Minería	2,6%
Proyectos	2,4%
Construcción	2,0%
Productos metálicos	1,7%
Envases	1,1%
Vitivinícola	0,9%
Petróleo	0,6%
Salud	0,4%
S.c.	0,6%

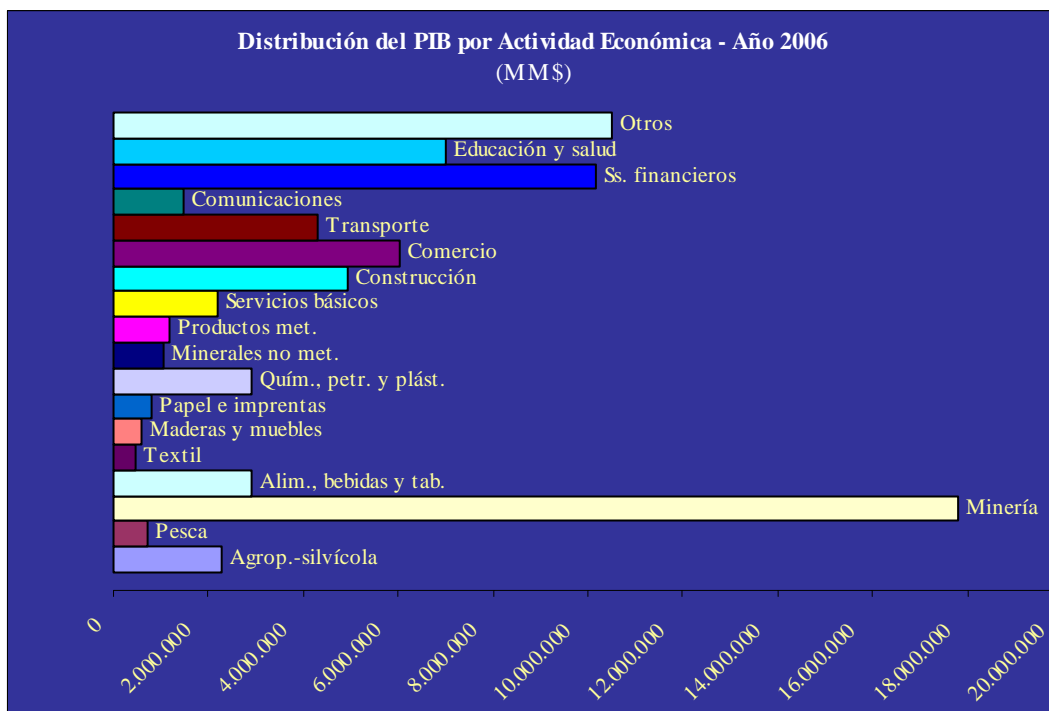
S.c.: sin clasificar.

⁴ Bonos Corporativos.

En el año 2006, las colocaciones de bonos se concentraron en un 55% en los sectores de Servicios Básicos (eléctrico, gas y agua) y Comercio, con las colocaciones de Nueva Transelec, CGE, Emel, Aguas Andinas y Essbío, en el caso del primero, y con las colocaciones de Cencosud y Falabella, en el sector Comercio. Otros sectores relevantes fueron Infraestructura, Forestal y Financiero.



Si se compara la distribución de las colocaciones de bonos con la distribución del PIB por clase de actividad económica, no se observa correlación entre ambas. Por otra parte, dado que la distribución de las colocaciones por actividad económica, en general, se mantiene en el tiempo, se puede concluir que los sectores que potencian el mercado de bonos han sido los mismos en los últimos años.

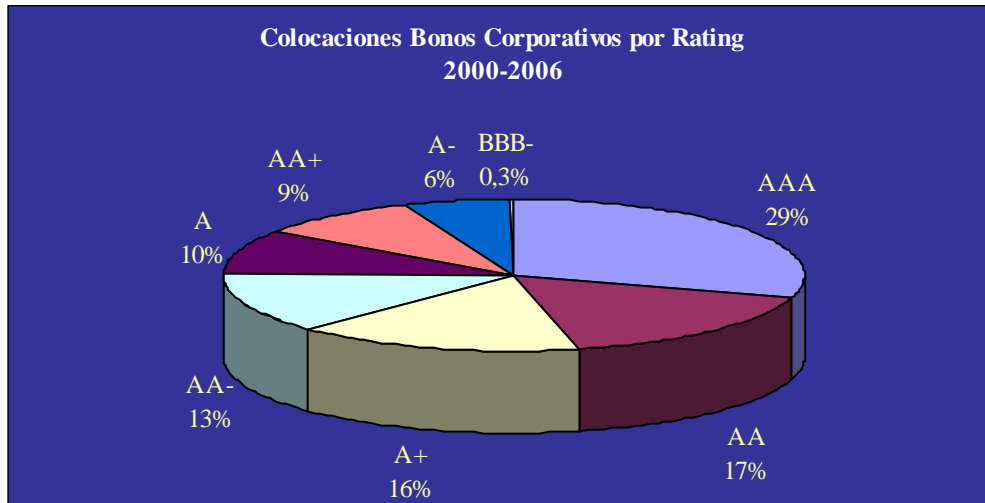


Fuente: Banco Central.

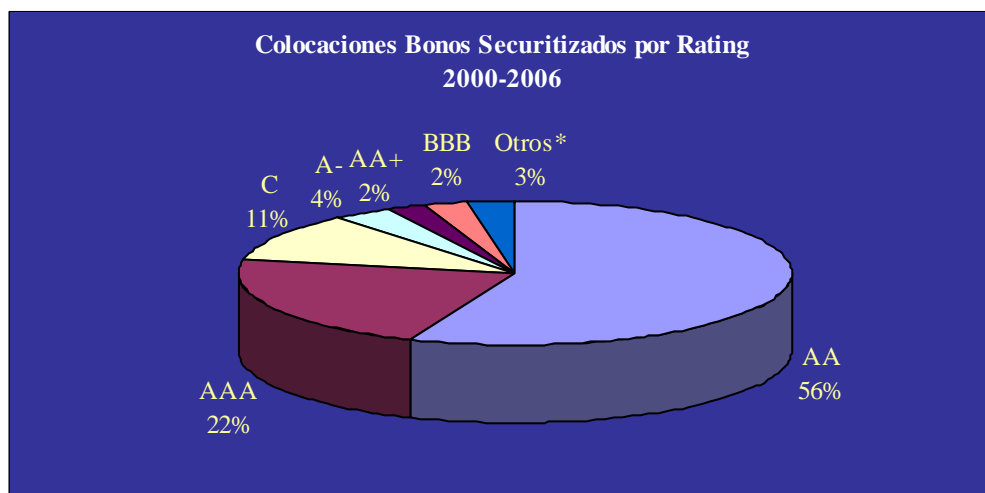
Distribución de Colocaciones por Rating

Las colocaciones de bonos corporativos han presentado una alta concentración (29%) en los *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 -.

Independiente de ello, las colocaciones de bonos han presentado elevados niveles de *rating*, al concentrar un 39% en categorías AA+, AA y AA-. El resto de las colocaciones correspondieron a *rating* A+, A y A-, con excepción de Madeco que fue colocada con un *rating* BBB-.



Por otro lado, los bonos securitizados muestran una alta concentración (56%) en la categoría AA, en tanto, la máxima clasificación de riesgo fue asignada al 22% de las colocaciones del período.

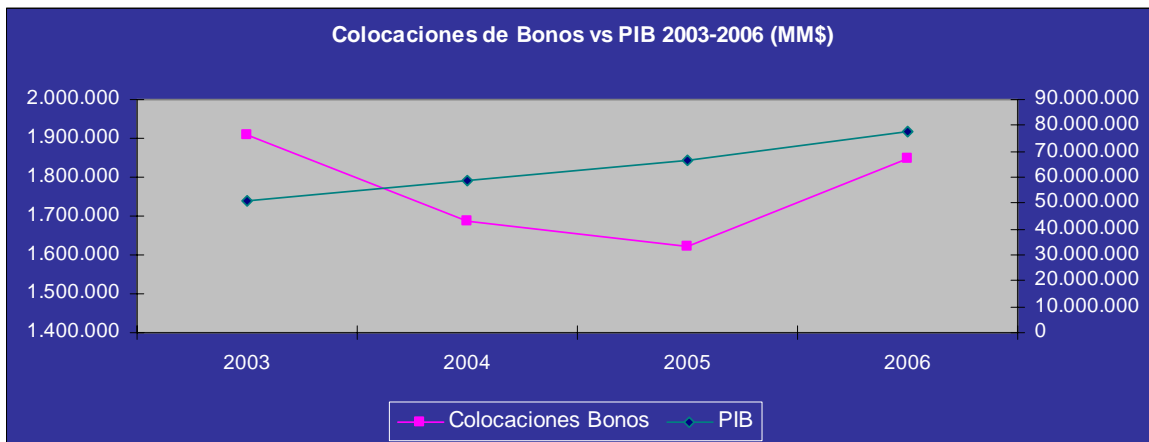


*Ratings AA-, A, BB, BBB- y B.

Esta situación -colocaciones con altas clasificaciones de riesgo- estaría limitando el crecimiento del mercado de colocaciones de bonos. Existe escasa experiencia en colocaciones de bonos con *ratings* inferiores a A- en el mercado local, lo que impide un mayor desarrollo de estos instrumentos.

Nivel de Colocaciones en Relación con el PIB

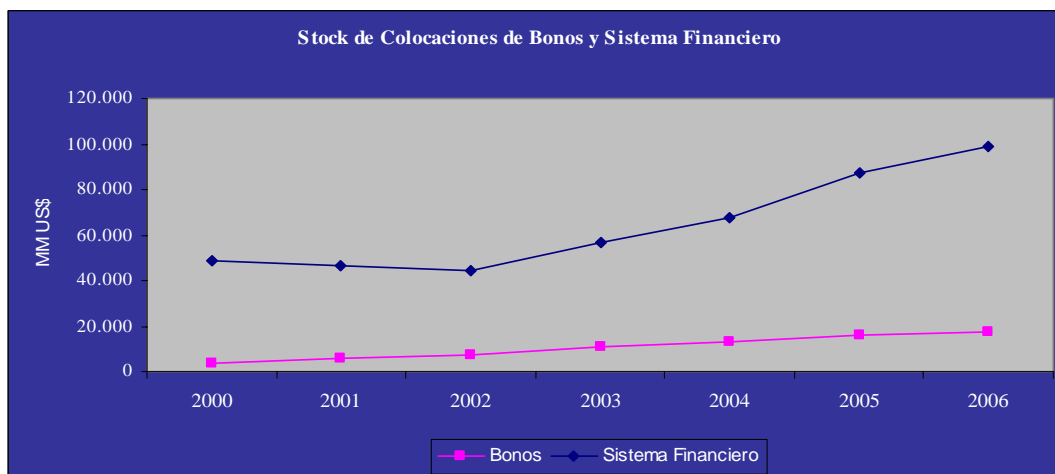
El comportamiento de las colocaciones de bonos no ha mostrado un comportamiento similar al crecimiento económico, salvo en el último año, lo que se podría explicar por las alternativas de financiamiento de los emisores derivado de la elevada liquidez del sistema financiero; además de – como se indicó anteriormente – los principales sectores económicos aportantes al PIB no participan en igual proporción en el mercado de colocaciones de bonos.



Stock de Colocaciones Comparativas

El *stock* de colocaciones a empresas del sistema financiero ha presentado un crecimiento creciente en todo el horizonte analizado. A fines de 2006 las colocaciones del sistema financiero llegaron a más de US\$ 99.000 millones, con un crecimiento de 18% en relación al año anterior. En relación a las colocaciones de bonos, se observa un comportamiento más uniforme y estable que estos.

A diciembre del año 2006, el *stock* de colocaciones de bonos de empresas representa el 17% de las colocaciones a empresas del sistema bancario, lo que ha representado una disminución de la importancia relativa desde el 2003, cuando llegó a representar 20%, esto debido al mayor crecimiento de estas últimas.

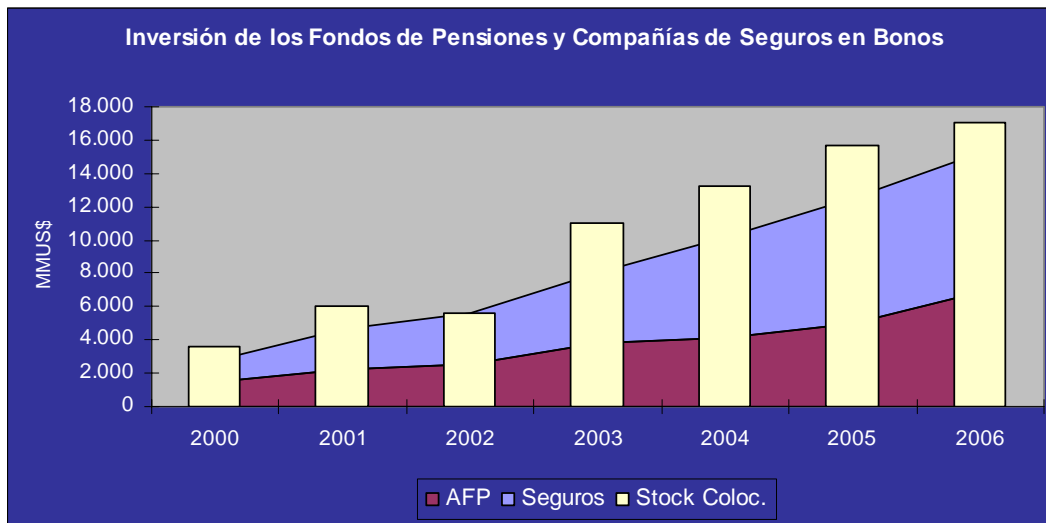


Fuente: SBIF y SVS.

Inversión de los Fondos de Pensiones y Compañías de Seguros en Colocaciones de Bonos

La inversión de los Fondos de Pensiones en bonos de empresas ha representado en promedio 6,6% de sus activos entre los años 2000 y 2006, importancia que llegó a 7,8% en el 2006. En términos monetarios, la inversión de los Fondos de Pensiones en bonos de empresas alcanzó US\$ 6.913 millones el año recién pasado.

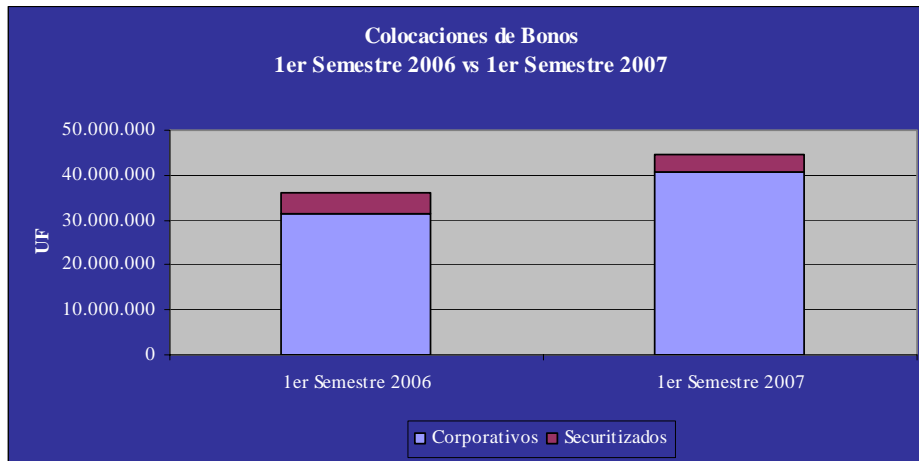
Como se observa en el gráfico, la inversión en las colocaciones de bonos de empresas ha sido mayor en las compañías de seguros, alcanzando el 2006 un monto por US\$ 8.341 millones. Asimismo, la importancia de estas inversiones en la cartera de las compañías aseguradoras alcanza un promedio de 26,3% en el período analizado y 32,7% en el 2006.



Fuente: SAFP y SVS.

Perspectivas para 2007

Hasta junio de este año, las colocaciones de bonos (corporativos y securitizados) han alcanzado UF 44,6 millones, representando un crecimiento de 23,9% en unidades de fomento a igual fecha del año pasado. Este crecimiento se explica por las mayores colocaciones de bonos corporativos, que en el primer semestre del año llegó a UF 40.602.045, correspondiente a 11 empresas de diversos sectores (comercio, eléctrico, financiero, sanitario, forestal e infraestructura) y con *ratings* entre AAA y A.



Los bonos securitizados alcanzaron un monto de UF 4.004.167 entre enero y junio de 2007, lo que representó una disminución de 13,5% en unidades de fomento a igual período del año pasado. Las colocaciones correspondieron a cuatro patrimonios.

Colocaciones de Bonos (Monto en UF)			
	Corporativos	Securitizados	Total
1er Semestre 2006	31.361.519	4.627.236	35.988.755
1er Semestre 2007	40.602.045	4.004.167	44.606.211

Las expectativas de incremento en las tasas de interés podrían afectar positivamente al mercado de deuda por cuanto ello podría llevar a muchas empresas a adelantar sus decisiones de financiamiento.