



Costo de la deuda y baja demanda golpea las clasificaciones de riesgo de empresas chilenas en 2023

En el último mes, las gigantes locales Codelco y Falabella sufrieron bajas en su clasificación de riesgo internacional. Pero no son las únicas. Las grandes evaluadoras internacionales reportan 20 bajas de clasificación este año en empresas chilenas y sólo nueve alzas. “El denominador común dentro de las razones de bajas de calificaciones este año ha sido el mayor costo de la deuda”, dicen en Fitch. Humphreys consigna un deterioro no visto en sus 35 años de historia. “2023 sería, comparativamente hablando, un año intensivo en bajas”, dicen en ICR. Entre los sectores más problemados están el retail, la construcción y las telecomunicaciones.

Un reportaje de IGNACIO BADAL Foto: ANDRÉS PÉREZ

LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO DE EMPRESAS CHILENAS EN 2023

	Alzas	Bajas	Mantenciones	Total empresas revisadas
Fitch (*)	5	12	51	68
Feller-Rate (*)	8	5	72	85
Humphreys (†)		32		230
ICR (*)	7	10	68	85
Moody's (**)	2	4	8	14
S&P (**)	2	4	5	11

(†) La agencia sólo entregó información de 32 bajas, 20 bajas de tendencia y un alza de tendencia.

FUENTE: * Elaborado con información directa de la compañía, ** Elaboración propia a partir de la información de su sitio web



Los dos últimos años han sido de franco deterioro en las finanzas de las grandes empresas chilenas. Lo que a veces no se observa en sus utilidades, que pueden variar por sucesos extraordinarios. Es mejor revisar qué pasa con su riesgo financiero, tarea que evalúan anualmente las empresas clasificadoras de riesgo. Y su diagnóstico de este bienio, pero sobre todo de 2023, en general es negativo, sobre todo en algunos sectores de la economía.

“En los años 2022 y 2023, entre clasificaciones públicas y privadas, Humphreys ha efectuado 45 acciones de bajas de categorías de riesgo y 44 acciones que implican calificar las tendencias en desfavorables o en observación, número muy superior a lo visto en los 35 años de la clasificadora”, dice Paula Acuña, analista senior de Humphreys.

En pocas palabras, desde 1988 que esta agencia no observaba datos tan precarios.

Las clasificadoras de riesgo se especializan en evaluar la solvencia crediticia de emisores soberanos o corporativos de instrumentos de deuda, según define el Banco Mundial. Son, entonces, empresas privadas que le ponen nota a la capacidad de una corporación o un gobierno de cumplir con sus obligaciones financieras en los términos establecidos. Realizan así el mismo trabajo que un ejecutivo bancario al calificar a una persona que pide un préstamo.

Cuando una clasificadora, entonces, recorta su calificación, es porque estima que esa empresa tiene una mayor probabilidad de no cumplir con su compromiso.

Las notas se escriben en letras y, en general van desde la AAA (calificación máxima, o sea, el menor riesgo de impago) hasta la D (probabilidad máxima de incumplimiento). A ellas le agregan una “perspectiva” (outlook), que refleja la opinión de la agencia respecto a si esta nota podría subir (positiva), bajar (negativa) o mantenerse (estable) en su próxima evaluación.

Hay calificaciones nacionales o internacionales, dependiendo de si el emisor tiene deuda sólo local o también externa.

Las principales clasificadoras del mundo son Fitch Ratings, Moody's y Standard & Poor's, conocidas por sus calificaciones soberanas, es decir, de países. Hoy Chile tiene nota A- en Fitch con perspectiva estable (rebajada en octubre de 2020), A2 con panorama estable en Moody's (recortada en septiembre del 2022) y A con perspectiva negativa en Standard & Poor's, cuya nota bajó en marzo de 2021 pero su perspectiva fue puesta

en “negativa” recién el mes pasado.

Las “tres grandes” también califican a corporaciones. Y, en la línea de lo que ha ocurrido con el país, en Chile este año la tendencia prevalente es a la baja: hay más que en años anteriores que han sufrido rebajas de nota. Según datos entregados por Fitch y extraídos de los sitios web de Moody's y S&P, a noviembre sólo ha habido nueve alzas de calificación y 20 bajas (ver tabla).

Las razones que esgrimen las agencias son diversas, varias de ellas, más macroeconómicas que operacionales. Pero hablan de un cóctel de riesgos que mezcla el alza de tasas de interés, producto del ajuste monetario aplicado por el Banco Central para

frenar la inflación; la propia alza de los precios generada por los subsidios fiscales y los retiros previsionales por la pandemia a nivel local, y la menor demanda interna e inversión.

“El denominador común dentro de las razones de bajas de calificaciones este año ha sido el mayor costo de la deuda, lo que ha afectado duramente a muchos sectores. Las empresas han visto presionados sus flujos de caja al enfrentar mayores gastos financieros”, explica Rina Jarufe, directora senior de Fitch Ratings Chile. “La inflación afectó fuertemente las estructuras de costos de las compañías, debilitando sus márgenes de rentabilidad. Asimismo, los efectos

adversos en capital de trabajo y deuda de corto plazo (por) los desajustes logísticos que se vivieron fuertemente el 2022, se extendieron a buena parte de este año (...) Todo lo anterior, en un entorno macroeconómico deprimido que explicó una fuerte caída en la demanda interna”, agrega.

El último movimiento realizado por dos de las tres grandes agencias en una corporación chilena afectó a Codelco. Moody's y Fitch, rebajaron en octubre y noviembre las calificaciones internacionales de la estatal por razones, en todo caso, que escapan a lo macroeconómico interno: su elevada deuda y una caída en producción que la ha hecho reducir su

generación de flujo de caja.

Varias compañías del sector de telecomunicaciones han sufrido también importantes bajas: las evaluadoras han castigado las notas de Telefónica Móviles, el mayor actor del mercado, WOM Mobile y VTR Finance, que se fusionó hace un año con Claro.

“El mercado chileno de las telecomunicaciones se mantiene muy competitivo, pues operadores incumbentes han tenido que reducir precios y mejorar servicios para defender su participación de mercado, presionando los márgenes y los flujos de caja. Fitch espera que la industria móvil se mantenga presionada en el corto plazo, con presiones de costo afectando a todos los operadores móviles”, dijo Fitch en su último reporte de calificación a Wom Mobile en noviembre pasado.

La golpeada construcción

A nivel local, en tanto, compiten tres agencias: Feller-Rate, cuyo presidente es Álvaro Feller y que también tiene 35 años de existencia; Humphreys, cuyo socio principal es Alejandro Sierra, e ICR, cuyo presidente es Álvaro Clarke, y tiene 18 años. Y su diagnóstico es similar: ha habido un deterioro en el riesgo financiero de las empresas y la tendencia en las calificaciones corporativas ha sido peor que en años anteriores. En su análisis, eso sí, agregan factores políticos que han impuesto incer-



12

bajas de calificación de riesgo de empresas ha realizado Fitch este año y sólo ha subido a cinco.

tidumbre a la hora de invertir: el proceso constituyente y las reformas de impuestos, pensiones y salud.

“La inversión ha mostrado un comportamiento dispar entre las distintas compañías: mientras algunas han detenido o reducido sus planes de inversión, limitándolos sólo a *capex* de mantenimiento, otras han realizado compra de activos en economías con un menor riesgo crediticio”, explican Alejandra Islas y Felipe Pantoja, directores de instituciones financieras y de corporaciones de Feller-Rate.

A la fecha, ICR ha rebajado 10 notas, subido 7 y 68 las ha mantenido. En 2019, subieron a seis y sólo rebajaron a dos. En 2021, en plena pandemia, mejoraron a 9 alzas y recortaron 3. Y 2022 fue un año “excepcionalmente bueno” con 20 alzas y 3 bajas. “2023 sería, comparativamente hablando, un año intensivo en bajas, asociadas principalmente con factores operacionales, como menores niveles de demanda, y factores macro, que han afectado a empresas que en muchos casos forman parte de sectores económicos que han visto un deterioro en sus resultados financieros”, dice Francisco Loyola, gerente de clasificación de ICR Chile.

Al desglosar por sector, en los análisis resaltan construcción y *retail*, que enfrentan razones parecidas, vinculadas a la situación macroeconómica -tasas de interés e inflación- que ha afectado el poder de compra de las personas.

Una muestra de la debilidad del sector minorista fue la reciente rebaja de clasificación de Fitch a la gigante local Falabella a BB+ con perspectiva negativa, que le hizo perder su grado de inversión, el umbral que asegura un bajo riesgo de impago y le permite acceder a financiamiento más barato.

“En el *retail*, las disminuciones de clasificación o tendencia se han producido por menores niveles de ventas, afectados en gran parte por un entorno económico más deteriorado, alta inflación, aumentos en el desempleo y baja liquidez en las personas en comparación con 2021 y 2022, posterior a los retiros de fondos de pensiones”, explica Acuña, de Humphreys.

Por el lado inmobiliario y constructor, ya se ha hecho natural ver en titulares de la prensa empresas del sector que se declaran en quiebra o solicitan su reorganización. A septiembre, 1.500 constructoras habían pedido su liquidación voluntaria y 1.200, entrado en liquidación forzosa, según un estudio de Colliers. De allí que su evaluación de riesgo ha decaído profundamente.

“El menor dinamismo en el segmento construcción e inmobiliario se encuentra fuertemente relacionado a los niveles de actividad económica. El complejo escenario enfrentado por la industria durante los últimos años, producto de la pandemia y del incremento en el valor de las materias primas, ha incidido, principalmente, en el retraso de las obras habitacionales. Estos factores, junto al retardo en los permisos de recepción municipal, ha provocado un desfase relevante en los flujos asociados a proyectos”, explican Islas y Pantoja, de Feller. Y a esto se han sumado las alzas de tasas, que reducen el acceso a créditos hipotecarios para comprar viviendas.

La salud, un caso especial

La amenaza de quiebra de las isapres, que trae varios años pero que este 2023 ha hecho crisis, tras las dificultades que les ocasionó la pandemia y las alzas de los costos médicos, agravado por los fallos de la Corte Suprema de noviembre del 2022 y agosto del 2023, que las obligan al uso de una tabla única de factores de riesgo y pone tope al alza de la prima GES. Un escenario que obligó a que las clasificadoras a levantar alertas sobre el sector.

“Dependiendo de la forma en que se realice y de la materialización de la ley corta en tramitación, algunas isapres podrían enfrentar un relevante riesgo crediticio. El flujo de caja de algunas clínicas se podría ver presionado de acuerdo a su nivel de exposición a las isapres. Lo anterior, en consideración a que, bajo el cálculo de la Superintendencia de Salud, el

fallo del GES implicaría una caída de casi el 13% de los ingresos operacionales mensuales de dichas instituciones”, dijeron los analistas de Feller.

Sistema financiero en alerta

Aunque en general el sistema bancario exhibe buenos números y señales claras de solvencia, las firmas del mercado financiero no bancario están en alerta, especialmente las ligadas a los negocios del *factoring* y de la administración de fondos de inversión, por los golpes que han recibido ante los escándalos de Primus y, en especial, de Factop. “El sector de *factoring* no bancario ha generado especial preocupación, debido a los casos que son de conocimiento público y que revelan importantes fallas de gobierno corporativo”, dicen en Feller.

De todos modos, sobre los bancos hay signos de atención por el alza de la morosidad, especialmente en los segmentos asociados al consumo, que ha significado un mayor gasto por riesgo generalizado, que ha consumido una parte importante de los ingresos operacionales, con efectos en los resultados de última línea”, explicaron en la misma agencia.

Sin embargo, para adelante, observan que la evolución del sistema financiero podría mejorar debido a las esperadas bajas de tasas de interés, ante una inflación que siga cediendo, y un mayor dinamismo de la actividad, que mejoraría los márgenes operacionales de las empresas y el poder de compra de las personas.

Alzas puntuales a contracorriente

Pese a que la tendencia de las clasificaciones ha sido negativa, no todo han sido malas noticias. Ha habido algunas compañías que han destacado por subir sus notas.

De hecho, Feller-Rate este año registró más alzas que bajas de calificación. El problema fue que las bajas superaron a las que se habían realizado en años anteriores.

En el *retail*, por ejemplo, Cencosud ha mantenido sus notas y SMU las ha subido.

“Hay empresas que se han mantenido resilientes en entornos complejo para su propia industria, debido a altos niveles de diversificación en sus negocios, lo que le ha permitido compensar e incluso revertir en muchas situaciones el desempeño de una industria en particular afectada por los ciclos económicos”, comenta Acuña de Humphreys al respecto.

En el rubro inmobiliaria, Nialem, de la familia Hites, también subió.

Y una compañía emblemática que viene de subida es Latam Airlines, que tras dejar atrás su reorganización bajo el capítulo 11 de la Ley de Quiebras de Estados Unidos, muestra mejoras en resultados y en riesgos financieros. ●