

## EXPECTATIVAS DE DEFAULT EN COMPAÑIAS LATINOAMERICANAS

El día viernes 24 de abril, la compañía chilena de hotelería y administración de casinos de juego Enjoy, anunció mediante un hecho esencial que entraba en un proceso de reestructuración de sus pasivos. Si bien no es la primera empresa chilena que entra en este tipo de proceso desde el inicio del estallido social, si es la primera con presencia en el mercado internacional de bonos.

Esta decisión viene poco después de la explosión de la crisis sanitaria producto del Covid-19, junto a una caída histórica en el precio del petróleo. El resultado de estos dos eventos globales ha sido una corrección de los mercados, tanto en deuda como renta variable, de una magnitud y velocidad pocas veces vista. Si bien existen tantas visiones como personas respecto al comportamiento y actual valorización de los mercados, también resulta valioso ver el flujo de información de manera inversa.

No es el objeto de este texto entregar opiniones respecto al comportamiento de nuestros mercados, sino extraer información implícita en los precios y ver como ésta se compara con otros eventos similares.

Un indicador importante en la renta fija, especialmente corporativa, en tiempos de crisis es la tasa de default de las compañías. Si bien las razones del aumento de este indicador pueden ser variadas (deterioro de fundamentos macroeconómicos, condiciones de liquidez y acceso a mercados o excesivo apalancamiento por parte de las empresas, entre otros), lo interesante es analizar qué expectativas tiene el mercado frente a este indicador en el contexto actual.

Para este ejercicio utilizaremos el índice de JPMorgan CEMBI Broad Latin America, uno de los tradicionalmente usados por inversionistas a nivel global. El spread de este índice, en su versión High Yield (es importante recordar que la convención generalmente es que las tasas de default se miden sobre el universo high yield de cualquiera sea la región, industria o subgrupo que se quiera analizar), al cierre del 24 de abril de 2020 era de 889 puntos base.

Este spread tiene implícito una tasa de default esperada para nuestra región de casi un 9%. Esta tasa incorpora además supuestos de premio por riesgo y tasas de recupero, las cuales no van a ser detalladas en este texto, porque su incorporación supone una segunda oleada de análisis también extensa.

Poniendo en contexto este número, desde el 2011 en adelante ha habido solo dos años en que nuestra región ha tenido tasas de default por sobre el 9%. El 2013 posterior a la crisis europea, llegando a un 10.6%, y el año 2016 cuando coincidieron la crisis política en Brasil y una corrección importante de los precios de los commodities, alcanzando la tasa de default un 9.2%.

Durante este año, el spread máximo del índice High Yield que utilizamos en este ejercicio ha sido 1.067 puntos base. El 2013 ese spread llegó a 911 puntos base y en 2016 a 1.015 puntos base. Si bien en el proceso de inversión siempre es deseable comparar y hacer análisis relativo, también es igual de importante notar que el contexto de cada una de estas crisis ha sido distinto.

A modo de ejemplo, la corrección del año 2016 se dio principalmente por Brasil por el caos político que vivía en ese momento, distinto a lo que hemos visto este año, donde ha sido un efecto más transversal en la región (y a nivel mundial también por supuesto).

Una diferencia importante en esta crisis del covid-19 es el estado de solvencia de las compañías en nuestra región. Utilizando datos agregados, vemos que el nivel de endeudamiento (medido como deuda neta/Ebitda) ha venido bajando consistentemente los últimos 4 años. De la misma manera hemos visto mejoras en los índices de liquidez (caja/deuda de corto plazo) y de refinanciamiento (deuda de corto plazo/deuda total). Es decir, las compañías están hoy bastante mejor preparadas que en años anteriores para enfrentar una crisis.

¿Significa esto, entonces, que deberíamos esperar tasas de default menores que en las crisis antes mencionadas? No necesariamente. Bien sabemos que las compañías suelen incumplir sus pagos por problemas de liquidez mas que de solvencia. Si bien los índices de liquidez han venido mejorando, no hay compañía que aguante años con una economía detenida, y es probable que la tasa de default esté determinada por la duración de la crisis sanitaria.

Hoy las compañías están preparadas para sobrevivir entre 3 y 6 meses con niveles de actividad mínimos, mediante recorte de gastos, disminución de inversiones, menores pagos de dividendos, entre otros. Una tasa implícita de 9% pareciera ser alta dada la liquidez actual de las compañías, pero si la crisis se extiende, no se puede descartar que estos números superen los vistos en 2013 y 2016.