



NOTAS DE INVESTIGACIÓN

Esta sección tiene por objetivo divulgar artículos breves escritos por economistas del Banco Central de Chile sobre temas relevantes para la conducción de las políticas económicas en general y monetarias en particular. Las notas de investigación, de manera frecuente, aunque no exclusiva, responden a solicitudes de las autoridades del Banco.

COMPARACIÓN HISTÓRICA DE RESULTADOS EN EL SECTOR CORPORATIVO EN CHILE*

Cristián Espinosa D.**
Jorge Fernández B.**

I. INTRODUCCIÓN

Esta nota presenta una comparación histórica de los resultados de empresas que reportan a la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS). Dicha comparación comprende los períodos en que el país se vio expuesto a diferentes ciclos económicos, pues abarca entre los años 1994 y 2013. Se analiza en detalle la crisis asiática¹ y su posterior recuperación, la crisis *subprime*² y, finalmente, la situación actual.

Este trabajo muestra el análisis utilizando una serie histórica que permite comparar el comportamiento de las empresas en diferentes situaciones, tanto en estrés financiero como en los períodos de recuperación. Lo anterior permite dimensionar el resultado en las últimas dos décadas en el sector corporativo, en términos de rentabilidad y de endeudamiento, así como contextualizar de mejor manera la situación actual del sector. Para evaluar el resultado de las empresas se utiliza la rentabilidad y los costos de financiamiento.

Para lograr este objetivo se elaboró una base de datos del sector corporativo en un horizonte de veinte años. Es importante destacar que en este período se produjo un cambio en el estándar de reporte, desde el uso de Ficha Estadística Codificada Uniforme (FECU) hacia el uso del *International Financial Reporting Standards* (IFRS). La continuidad de la base después del

* Agradecemos la colaboración de Francisco Vásquez en distintas etapas de elaboración del documento.

** Gerencia de Estabilidad Financiera, Banco Central de Chile. E-mails: cespinosa@bcentral.cl; jfernandez@bcentral.cl.

1 Por crisis asiática nos referimos a los años 1998-1999. Sin embargo, dados los efectos observados en los resultados corporativos durante los años posteriores, se suele analizar el período hasta el año 2002.

2 Por crisis subprime se entiende los años 2008 y 2009. Al igual que en la nota anterior, la designación de este período puede no ser exacta pero se justifica considerando el impacto observado en los resultados de las empresas.

cambio a IFRS en el año 2009 fue producto de un trabajo anterior, donde se homologaron varias partidas contables que cambiaron su denominación y/o la manera en que se contabilizaban³. La base resultante incluye información pública de empresas a nivel consolidado desde el año 1994 hasta la fecha, mientras que a nivel individual la serie pública se extiende desde 1994 hasta el 2008. Desde el 2009 en adelante la información se obtiene de reportes entregados por las empresas a la SVS solo para fines estadísticos, no siendo información IFRS.

El principal aporte de este trabajo es caracterizar la heterogeneidad, tanto en evolución como en impacto, de la crisis asiática, de la crisis *subprime* y de la situación actual en el sector corporativo. La primera se tradujo en una caída pronunciada y duradera de la rentabilidad y en un alto número de empresas con pérdidas. La segunda presentó un impacto menor en el sector privado, centrándose este impacto en empresas del sector público. Estos dos episodios sirven como patrón de comparación para dimensionar la situación actual. Esta última exhibe un descenso generalizado en la rentabilidad, pero las empresas presentan una mejor situación financiera que a comienzos de la década del 2000 si se mide en términos de cobertura de intereses. Un aspecto importante para entender la mejora de la cobertura de intereses es la disminución del costo de financiamiento de las empresas en los últimos años, lo cual se puede explicar tanto por la caída de los costos de financiamiento local como por el cambio en la estructura de financiamiento desde bancos hacia bonos por parte del sector corporativo. En lo que sigue, la sección II muestra la metodología utilizada en el tratamiento de la información, la sección III presenta una breve descripción de los datos, la sección IV discute los resultados para finalmente concluir.

II. METODOLOGÍA

Para la elaboración de la base se requirió homologar la información FECU con la de IFRS, debido al cambio de norma a partir del año 2009. El cambio a IFRS implicó una nueva manera de contabilizar los activos de las empresas, especialmente en algunos rubros (forestal y eléctrico, por ejemplo), lo que generó que algunas empresas experimentaran una revalorización de sus activos (ver nota 3). Por su parte, aquellas empresas que consolidan no tienen la obligación de informar sus balances individuales, por lo que a partir de esa fecha casi la totalidad de los balances individuales son de empresas que no consolidan⁴. La falta de reportes individuales fue suplida con la información proveniente de los apéndices estadísticos compilados por la SVS. Dichos apéndices contienen información financiera de las empresas individuales que consolidan, lo que permitió continuar dicha serie en el tiempo. Sin embargo, existen problemas de reporte entre los años 2009 y 2010, debido al proceso de transición de las normas contables. Finalmente, a partir del año 2009 no es posible separar la deuda financiera entre banco y bonos de otras fuentes de deuda, ya que esta viene agregada en los balances. Sin embargo, los apéndices proporcionan esa desagregación a nivel individual.

A lo largo de esta nota, se hace referencia a resultados tanto individuales como consolidados. En el primer caso, corresponde a la agregación de los reportes individuales en FECU, y reportes individuales más apéndices en IFRS. Esto entrega una perspectiva de la situación financiera de

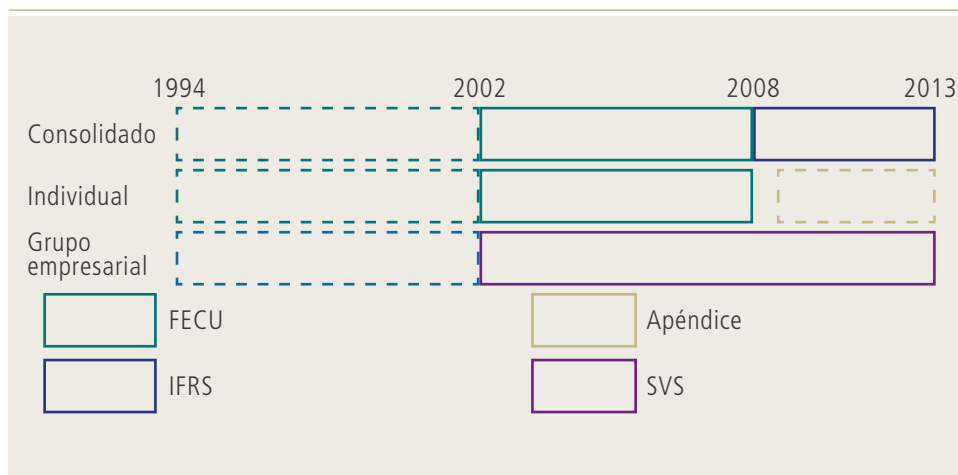
³ Para más detalles, véase el Recuadro IV.1 en Banco Central de Chile (2010).

⁴ Existen excepciones de empresas que consolidan pero que reportan en forma individual como Empresa Eléctrica Pehuenche S.A.

de las empresas en Chile que integran la SVS. Respecto de los resultados consolidados, se agregan tanto los reportes consolidados de las empresas, como los reportes individuales de aquellas empresas que no consolidan. Esto permite abarcar un universo más completo de información que los resultados individuales, ya que los reportes consolidados consideran, además, las empresas que no informan a la SVS, pero consolidan con una que sí lo hace. Por ejemplo, se incluye información de empresas filiales que no emiten bonos ni cotizan en bolsa o filiales extranjeras. Sin embargo, esta agregación debe hacerse evitando la doble contabilización de partidas contables de empresas que son relacionadas. Con este objetivo, se utilizan los informes de los grupos empresariales que son compilados por la SVS. La definición de grupo empresarial se realiza sobre la base de la estructura de propiedad de las empresas controladoras y filiales que reportan a la entidad. Esta información permite identificar los casos de matriz-filial en un grupo empresarial determinado, lo que evita la doble contabilización de resultados. A modo de ejemplo, si se analizan las empresas que conforman el grupo empresarial Enersis, se tendrá que está conformado por Endesa y Chilectra, entre otras. Las tres informan sus reportes consolidados⁵, pero la contabilidad de Endesa y Chilectra ya está consolidada en el reporte de Enersis, por lo cual debería considerarse solo esta último⁶. En el diagrama 1 se muestran las distintas fuentes utilizadas para la construcción de la base de datos.

Diagrama 1

Fuentes de información



Fuente: Elaboración propia.

Nota: Los colores representan la fuente de información, la línea continua representa información existente hasta antes de este trabajo, y punteada representa la información que ha sido agregada.

⁵ Según la normativa de la SVS, las tres empresas tienen la obligación de informar sus estados financieros ya que tienen acciones y/o deuda que se transa en el mercado.

⁶ Para más detalle sobre el criterio utilizado para reportar los resultados individuales, véase el Diagrama del Apéndice A.

Para más detalle acerca de cada una de las fuentes que conforman la base, véase el apéndice B. Finalmente, la distribución sectorial de los datos SVS se encuentra clasificada en 17 sectores económicos. Esta clasificación se hizo caso a caso siguiendo los lineamientos de la *Global Industry Classification Standard*, desarrollada por *Standard & Poor's* (2008)⁷. Adicionalmente, esta información es agregada en siete sectores, que corresponden a los que usualmente se reportan en el *Informe de Estabilidad Financiera* (IEF) de los últimos dos años⁸. Esto permite hacer estadística descriptiva de manera sectorial, la que ha sido utilizada en este documento para la presentación de los datos en la siguiente sección.

III. DATOS

En esta sección se presenta información descriptiva de los datos disponibles en la base final. Se ha optado por reportar la información consolidada debido a que, si bien los individuales aportan una mayor heterogeneidad en los resultados, no contienen la información de empresas que no reportan a la SVS, como sí lo hacen los consolidados; no presentan información del año 2009 y comienzos del 2010, debido al cambio de norma a IFRS lo que generó problemas de reporte; y finalmente, se incurre en una posible doble contabilización de los activos en empresas relacionadas que es difícil de depurar. En particular, los datos individuales se utilizarán para analizar la descomposición de la deuda financiera, lo cual se explica con más detalle más adelante. Los indicadores que se expondrán corresponden al número de empresas, activos, rentabilidad y cobertura de intereses (cobertura). El cuadro 1, utilizando los datos consolidados, hace una comparación sectorial de los indicadores en los años 1994 y 2013:

Es importante destacar que en el análisis posterior se omitirán los sectores de minería y el de servicios financieros. Las empresas financieras, debido a que el análisis se centra sobre las empresas productivas, mientras que las mineras, porque son pocas las empresas de este sector que reportan a la SVS, y además poseen una rentabilidad y cobertura de intereses muy por sobre el promedio de mercado. Las empresas estatales también han sido excluidas del análisis final debido a que, por una parte, no explican un alto porcentaje de los activos totales⁹ y, por otra, exhiben un comportamiento diferente al del resto de las empresas durante la crisis *subprime*, particularmente en el año 2008. En dicho año, los resultados de este grupo están muy por debajo del resto de las empresas¹⁰. Ahondaremos más en este punto en la sección de resultados.

Como se aprecia en el cuadro 1, el número de empresas consolidadas se incrementó 50% en casi veinte años. Por otro lado, el sector de “electricidad y energía” es el que concentra la mayor cantidad de activos, con una participación de 33% en 1994 y 26% en el 2013, mientras que el sector consumo fue el que presentó el mayor crecimiento en el período, pasando de representar 3% de los activos en 1994, a 14% en el 2013.

7 Para mayor información, véase <http://www.spindices.com/documents/index-policies/methodology-gics.pdf>

8 Para mayor detalle, véase la tabla III.2 en Banco Central de Chile (2014).

9 A diciembre del 2013, explican 7,4% de los activos totales.

10 Para mayor detalle, véase el gráfico III.2 en Banco Central de Chile (2014).



Cuadro 1

Estadísticas sectoriales del sector corporativo, datos consolidados (1)-(4)

Sectores	Diciembre 1994				Diciembre 2013			
	Empresas	Activos	Rentabilidad	Cobertura	Empresas	Activos	Rentabilidad	Cobertura
Alimentos	37	135	10,7	4,6	37	550	6,2	4,5
Construcción	29	41	16,3	8,7	35	243	4,4	2,8
Consumo	15	33	12,3	4,2	15	795	2,8	1,1
Electricidad y energía	17	398	9,8	5,1	23	1.534	8,9	4,4
Forestal	13	160	4,9	6,3	7	967	5,2	3,7
Servicios y otros	64	234	9,8	6,3	125	722	7,5	2,5
Transporte y telecomunicaciones	23	220	8,4	4,2	54	1.031	3,2	1,7
Total s/minería y estatales	198	1.221	9,3	5,2	296	5.843	5,8	2,9
Minería	8	110	5,2	2,1	11	516	6,8	6,2
Estatal	7	62	-0,6	-0,5	28	1.208	6,7	4,9
Total	213	1.392	8,5	4,7	335	7.566	6,0	3,3

Fuente: Banco Central de Chile a base de información de la SVS.

(1) Se excluyen empresas asociadas al sector de servicios financieros.

(2) Rentabilidad expresada en puntos porcentuales y definida como la utilidad antes de impuestos y gastos financieros anuales, sobre los activos totales.

(3) Cobertura de intereses en veces y definida como la utilidad antes de impuestos y gastos financieros anuales, sobre los gastos financieros.

(4) Activos medidos en millones de UF.

A continuación, a partir del gráfico 1, se explora la evolución temporal de los activos, pasivos y patrimonio¹¹.

El monto de los activos ha aumentado de manera considerable en el período estudiado. Este aumento ha sido mayor que el aumento del PIB en el mismo lapso. Así, el monto de activos varió desde 1.221 millones de UF en 1994 (59% del PIB) a 5.843 millones de UF en el 2013 (casi 100% del PIB). Por su parte, la distribución muestra que el porcentaje de pasivos en los activos totales ha ido en aumento conforme pasa el tiempo. En el año 1994, la participación de pasivos sobre activos era de apenas 34%, mientras que al 2013, esa cifra aumentó a 55%. Esto ha provocado una asignación más equilibrada de los activos financiados por recursos propios con respecto a los financiados con fuentes externas.

En términos de composición de la deuda, para separar entre las fuentes de financiamiento de las empresas se debe utilizar datos individuales. Como se mencionó anteriormente, desde el 2009 en adelante, la deuda financiera se informa de manera agregada. Sin embargo, en los apéndices se reporta la desagregación de la deuda para los balances individuales. El apéndice C (gráfico C1) muestra que la evolución de los pasivos respecto del patrimonio evoluciona de manera similar entre consolidados e individuales. Esto valida, en parte, la posibilidad de realizar el análisis con datos individuales, dado que en ambas fuentes de información se

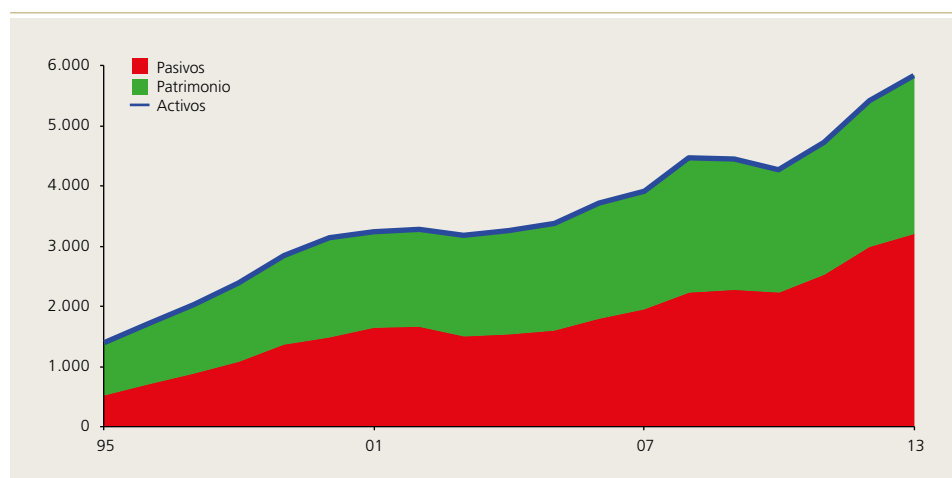
¹¹ Dado que los activos son iguales a los pasivos más el patrimonio, utilizamos el concepto de participación de pasivos y patrimonio sobre activos.

observa una tendencia similar. Esto permitirá separar la deuda bancaria de la de bonos, tanto de corto como de largo plazo. El gráfico 2 muestra la descomposición anual de la deuda financiera en el tiempo.

Gráfico 1

Evolución de activos, pasivos y patrimonio

(1995 – 2013, millones de UF) (1)-(2)



Fuente: Banco Central de Chile a base de información de la SVS.

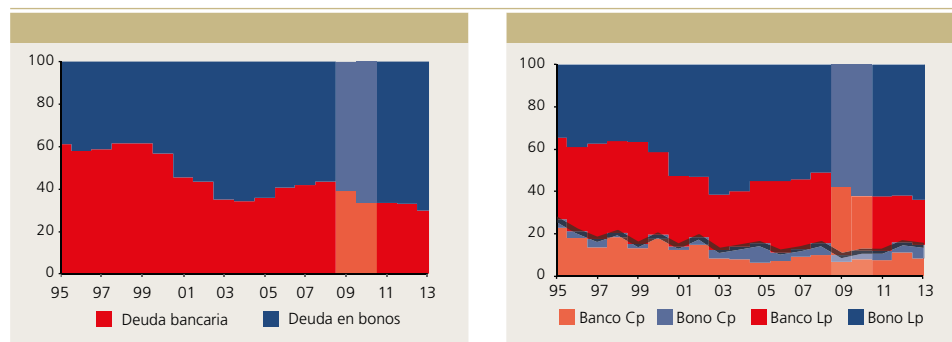
(1) Datos consolidados, en frecuencia anual.

(2) Excluye empresas estatales y los sectores de minería y servicios financieros.

Gráfico 2

Descomposición de la deuda financiera en balances individuales, por tipo (izquierda) y plazo (derecha)

(1995 – 2013, porcentaje de la deuda financiera) (1)-(5)



Fuente: Banco Central de Chile a base de información de la SVS.

(1) Cifras FECU entre 1995 y 2008; de 2009 en adelante, IFRS. Existen problemas de reporte entre los años 2009 y 2010 para la información individual.

(2) Datos al cierre de cada año.

(3) Excluye empresas estatales y los sectores de minería y servicios financieros.

(4) La línea continua separa la deuda de corto plazo con la de largo plazo.

(5) Cp: corto plazo, Lp: Largo plazo. En IFRS cambia la nomenclatura por corriente y no corriente respectivamente.

El panel de la izquierda muestra que a partir del año 2000 se observa un aumento significativo de la emisión de bonos en desmedro de la deuda bancaria, la cual ha perdido participación en el tiempo. El panel de la derecha muestra la apertura entre corto y largo plazo. En particular, se ha visto que la sustitución de la deuda ha sido de emisión de bonos por deuda bancaria de largo plazo. Por otra parte, la proporción en deuda de corto plazo no ha sufrido un cambio brusco en el tiempo. En el apéndice C (gráfico C2) se observa esta misma tendencia para datos consolidados hasta el año 2008. Los sectores económicos que más contribuyeron a esta sustitución fueron los sectores de electricidad, servicios y otros, y forestal, los que redujeron fuertemente su proporción de deuda bancaria por bonos entre los años 1996 y 2005. Esto tiene un impacto en el costo de financiamiento de las empresas y en su evolución, aspecto que se analiza más adelante en la sección de resultados.

A modo de resumen, los datos muestran que los activos han crecido aproximadamente 50% en veinte años, destacando el sector de Electricidad en términos de concentración de activos y el de Consumo como el de mayor crecimiento. Por otra parte, la composición de los activos financiados por pasivos muestra una tendencia creciente respecto del patrimonio en el período 1994-2013. En términos de composición de deuda financiera, la emisión de bonos ha sustituido la deuda bancaria de largo plazo a partir del año 2001. Sin embargo, existe una importante heterogeneidad sectorial.

IV. RESULTADOS

Esta sección analiza la evolución temporal de la rentabilidad, costo de financiamiento y cobertura de intereses promedio para el período comprendido entre los años 1995 y 2013. Para ello, se utiliza la rentabilidad en el primero de los casos, midiendo la utilidad antes de impuesto y los gastos financieros anuales sobre activos (ROA); el segundo mide los gastos financieros anuales sobre la deuda financiera total, mientras que, para el último, es la razón de utilidad antes de impuesto y gastos financieros sobre los gastos financieros anuales. En lo que sigue, se analizan los resultados agregados para cada uno de los indicadores, y se realiza una comparación histórica de los distintos períodos utilizando los datos consolidados de las empresas. Si bien no se reportan, se llega a similares conclusiones con los resultados individuales.

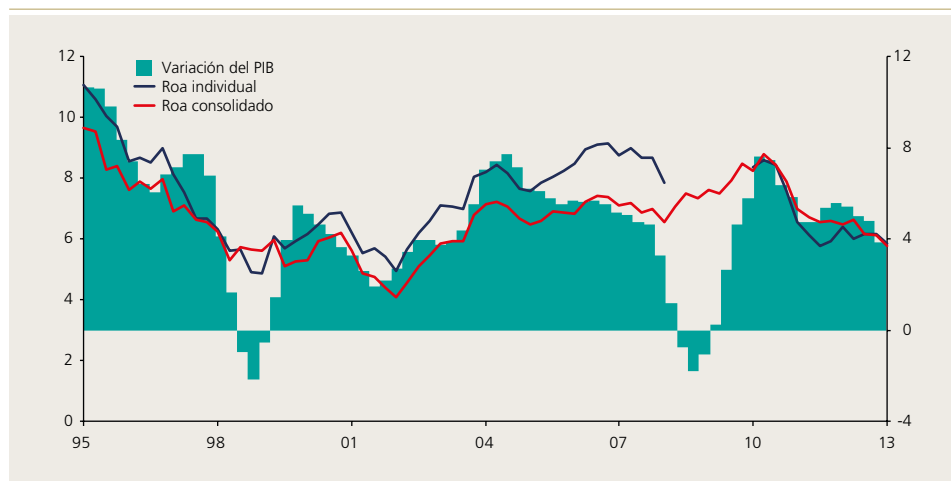
1. Rentabilidad

En lo que sigue se muestra la rentabilidad histórica del sector corporativo. Un aspecto interesante del gráfico 3 es la alta correlación entre rentabilidad y el PIB, con un rezago que no supera los dos trimestres. Probablemente las excepciones son dos. Primero, en los períodos donde el PIB decrece, la rentabilidad no llega a niveles negativos. Segundo, durante la crisis *subprime*, la caída del PIB no se tradujo en una caída abrupta de la rentabilidad; sin embargo, sí lo hizo para las empresas estatales, donde la rentabilidad fue 1,2 punto menor que la del sector privado (ver nota 10). Una parte importante de dicha cifra se explica por el mal desempeño de una empresa en particular, asociada al sector de energía. Otro punto relevante es la marcada tendencia bajista que se observa en los últimos dos años, en el que se alcanzan niveles de rentabilidad similares a los del año 2003, momento que marcó la recuperación de la crisis asiática. Esto es algo que se aborda más adelante con mayor profundidad.

Gráfico 3

Evolución histórica de la rentabilidad del sector corporativo

(1995 – 2013, porcentaje) (1)-(4)



Fuente: Banco Central de Chile a base de información de la SVS.

(1) Excluye empresas estatales y los sectores de Minería y Servicios Financieros.

(2) Datos en frecuencia trimestral.

(3) Rentabilidad se define como la utilidad en 12 meses antes de impuestos y gastos financieros, sobre los activos totales.

(4) Variación anual del PIB trimestral (eje derecho) anualizado sobre base encadenada.

2. Costo de financiamiento

La rentabilidad reportada anteriormente se destina al pago de gastos financieros, impuestos y la rentabilidad para el inversionista. No se entrará en detalles de cuánto es la rentabilidad adecuada para el inversionista, pues esa estimación escapa de los alcances de este trabajo, pero sí es posible analizar qué tan importante son los gastos financieros de la empresa. El principal mensaje es que, si bien la rentabilidad en el 2013 es similar al promedio entre 1999 y 2001, los gastos financieros del último año han sido mucho menores en relación con esos años. Esta situación deja a las compañías en una mejor posición actual para el pago de estas obligaciones.

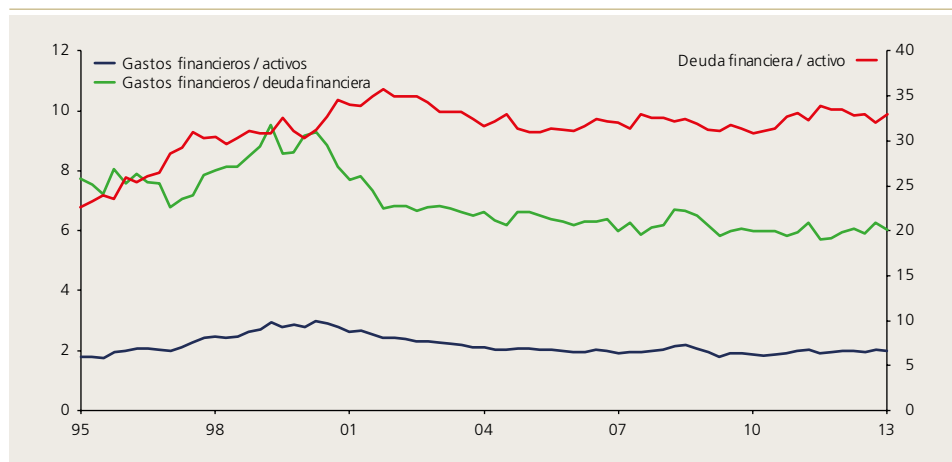
El gráfico 4 muestra un fuerte aumento tanto de la deuda como de los gastos financieros en el año 2000 debido, probablemente, a los efectos derivados de la crisis asiática. Esto se tradujo en un aumento de los costos de financiamiento de las empresas, llegando a un máximo de 9%. En los últimos años, si bien se observa un alza en los niveles de endeudamiento, esta ha ido acompañada de una disminución sostenida del costo de financiamiento, lo que sugiere que las empresas han accedido a una deuda cada vez más barata.

Una forma de analizar los posibles determinantes de este costo de financiamiento es ver la evolución de las referencias dentro del país. El gráfico 5 muestra la evolución del indicador de gastos financiero sobre deuda financiera y los costos de financiamiento referenciales.

Gráfico 4

Evolución histórica del costo de financiamiento corporativo

(1995 – 2013, porcentaje) (1)-(3)



Fuente: Banco Central de Chile a base de información de la SVS.

(1) Excluye empresas estatales y los sectores de Minería y Servicios Financieros.

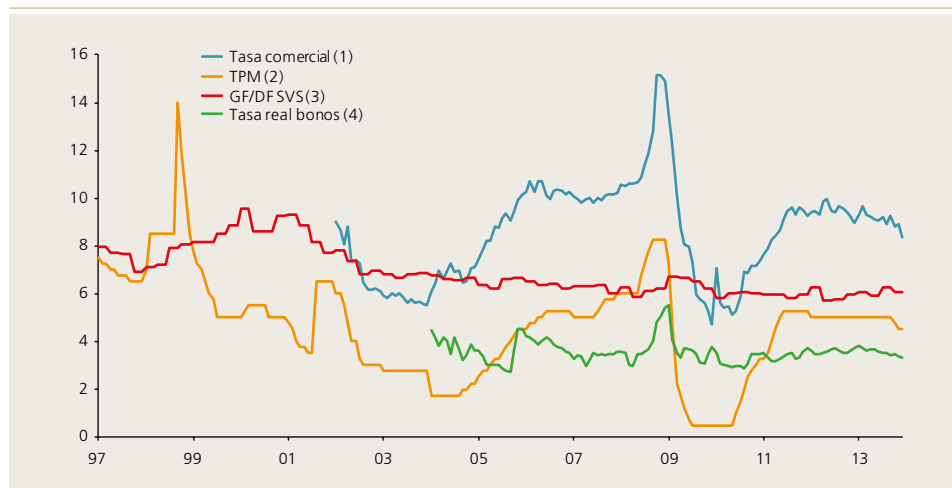
(2) Datos Consolidados en frecuencia trimestral.

(3) Costo de financiamiento definido como la razón entre los gastos financieros anuales y la deuda financiera.

Gráfico 5

Evolución histórica del costo de financiamiento corporativo y otros indicadores de costo de crédito

(1997 – 2013, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile a base de información de la SVS.

(1) Tasa de Interés Promedio créditos comerciales.

(2) Tasa de Política Monetaria.

(3) Gastos financieros anuales sobre deuda financiera. Excluye empresas estatales y los sectores de Minería y Servicios Financieros. Datos consolidados.

(4) Tasa de bonos AA indexados en UF.

Dado que el indicador de costo de financiamiento mide los intereses pagados, es razonable que esta serie responda con un cierto rezago a los cambios en los indicadores de costo de crédito, pues estos miden los costos de los nuevos créditos. El tiempo del rezago y el nivel de correlación dependerán de variables tales como el monto de créditos renovados en cierta fecha y el tipo de indexación del crédito. Se observa que el alza del costo de financiamiento corporativo de comienzos del 2000 es precedida por un aumento de la tasa de política monetaria (TPM), que incidió en un alza de la tasa comercial de los bancos (desafortunadamente la serie disponible no cubre esos años). Se observa un alza bastante menor en el costo de financiamiento después del alza de la TPM a fines del 2008, probablemente debido al cambio en el financiamiento basado más en bonos que en banca. Los datos más recientes muestran una baja en las tasas de referencia que se traspasan en algún grado al costo de financiamiento corporativo.

3. Cobertura de intereses

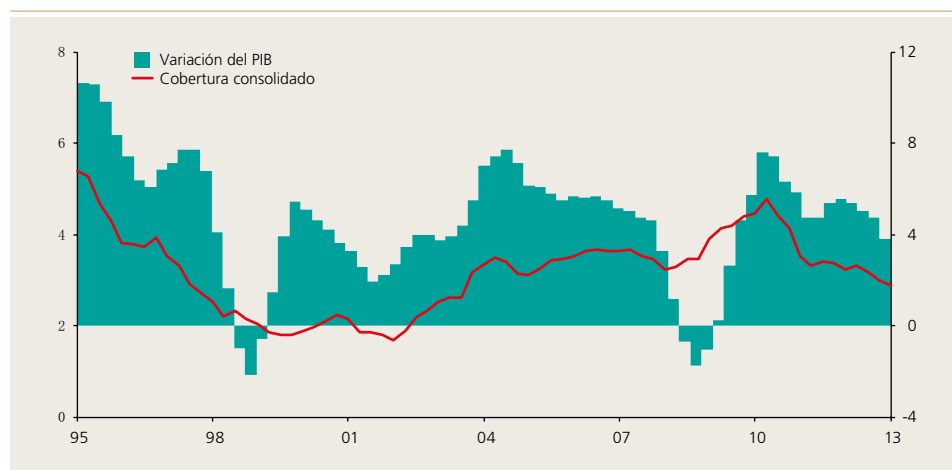
Al combinar el costo de financiamiento con la rentabilidad de las empresas, se obtiene la cobertura de intereses, la cual se define como la razón de utilidad antes de impuesto y gastos financieros sobre los gastos financieros anuales. Esto permite centrarse en la capacidad de las empresas de cubrir sus obligaciones financieras a nivel de estado de resultados.

Tal como se aprecia en el gráfico 6, durante la crisis asiática y los años posteriores, la combinación de bajas rentabilidades y altos gastos financieros se tradujeron en una baja cobertura de intereses. Por su parte, la actual baja en la rentabilidad no se ha traducido en una baja tan pronunciada en la cobertura de intereses, como la comentada anteriormente, debido a la baja en el costo de financiamiento (gráfico 4).

Gráfico 6

Evolución histórica de la cobertura del sector corporativo

(1995 – 2013, porcentaje) (1)-(4)



Fuente: Banco Central de Chile a base de información de la SVS.

(1) Excluye empresas estatales y los sectores de Minería y Servicios Financieros.

(2) Datos consolidados en frecuencia trimestral.

(3) Cobertura de intereses definida como la utilidad en 12 meses antes de impuestos y gastos financieros, sobre los gastos financieros anuales.

(4) Variación anual del PIB trimestral (eje derecho) anualizado sobre base encadenada.

Se debe mencionar que esta cobertura se calcula usando la utilidad contable y no el flujo de caja. Una alternativa es usar el flujo de caja operacional y realizar un análisis no solo de los costos financieros sino de la contratación de nueva deuda. Sin embargo, la información de flujo de caja consolidada se encuentra disponible solo a partir del año 2002, lo que limita el período de análisis.

4. Comparación histórica utilizando los períodos de crisis:

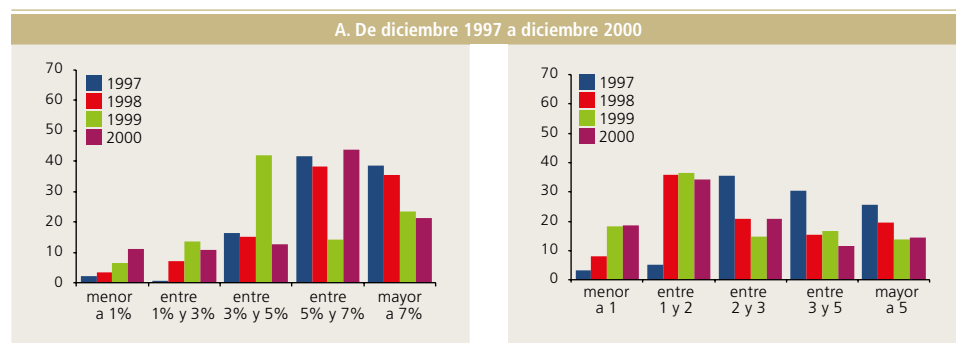
Para evaluar el desempeño de las empresas en los distintos períodos de estrés, se dividió tanto el indicador de rentabilidad como el de cobertura, en cinco tramos. En cada uno de ellos se representa el porcentaje de activos en dicho tramo sobre el total de activos de las empresas SVS. Los gráficos muestran la evolución anual en una ventana de cuatro años para cada período de tiempo. El análisis se realiza utilizando los reportes consolidados; sin embargo, con los individuales se llega a conclusiones similares.

Crisis asiática

Gráfico 7A

Evolución histórica de la rentabilidad (izquierda) y cobertura (derecha)

(porcentaje de los activos) (1)-(6)



Fuente: Banco Central de Chile a base de información de la SVS.

(1) Rentabilidad definida como utilidad en doce meses antes de impuestos y gastos financieros sobre activos totales.

(2) Cobertura de intereses definida como utilidad en doce meses antes de impuestos y gastos financieros sobre los gastos financieros anualizados.

(3) Cada barra de la izquierda representa el porcentaje de activos en cada tramo de rentabilidad (porcentaje), sobre el total de activos SVS.

(4) Cada barra de la derecha representa el porcentaje de activos en cada tramo de cobertura (veces), sobre el total de activos SVS.

(5) Datos al cierre de cada año.

(6) Excluye empresas estatales y los sectores de Minería y Servicios Financieros.

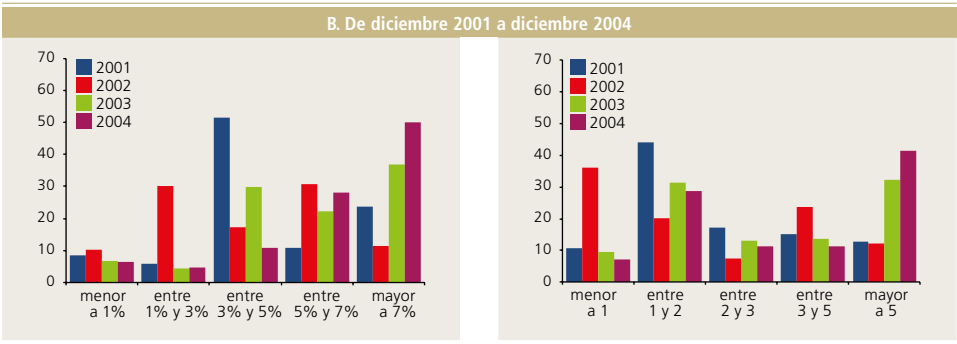
La crisis asiática afectó de manera importante los indicadores de rentabilidad y de cobertura. En el gráfico 7 se observa un aumento en los activos de firmas con indicadores ajustados en desmedro de aquellas en la parte alta de la distribución. En particular, para la rentabilidad, después de 1997, hubo una concentración de activos en los tramos menores del tres por ciento, los cuales llegaron a acumular 22% del total de activos al año 2000, respecto del 3% en 1998. A la vez, es importante destacar que, del 11% de los activos en el tramo de rentabilidad menor que uno por ciento (en el año 2000), aproximadamente 80% de esa cifra se explica por empresas que exhiben pérdidas antes de impuestos y gastos financieros, es decir, presentan una rentabilidad menor que cero. En relación con el indicador de cobertura de intereses, observamos un comportamiento similar, al registrar una disminución de los activos en empresas con cobertura superior a tres veces. El deterioro de la capacidad de pago implicó un movimiento a la izquierda de la distribución, lo que llevó a las empresas a concentrarse en los tramos de cobertura menor que dos veces. En particular, destaca el aumento de las empresas con un nivel de cobertura entre una y dos veces, pasando de un 5,3% de los activos totales en 1997 a aproximadamente 36% el año siguiente¹².

Recuperación

Gráfico 7B

Evolución histórica de la rentabilidad (izquierda) y cobertura (derecha)

(porcentaje de los activos) (1)-(6)



Fuente: Banco Central de Chile a base de información de la SVS.

- (1) Rentabilidad definida como utilidad en doce meses antes de impuestos y gastos financieros sobre activos totales.
- (2) Cobertura de intereses definida como utilidad en doce meses antes de impuestos y gastos financieros sobre los gastos financieros anualizados.
- (3) Cada barra de la izquierda representa el porcentaje de activos en cada tramo de rentabilidad (porcentaje), sobre el total de activos SVS.
- (4) Cada barra de la derecha representa el porcentaje de activos en cada tramo de cobertura (veces), sobre el total de activos SVS.
- (5) Datos al cierre de cada año.
- (6) Excluye empresas estatales y los sectores de Minería y Servicios Financieros.

12 Cabe destacar que una empresa con cobertura de intereses menor que uno tiene pérdidas antes de impuestos, por definición.

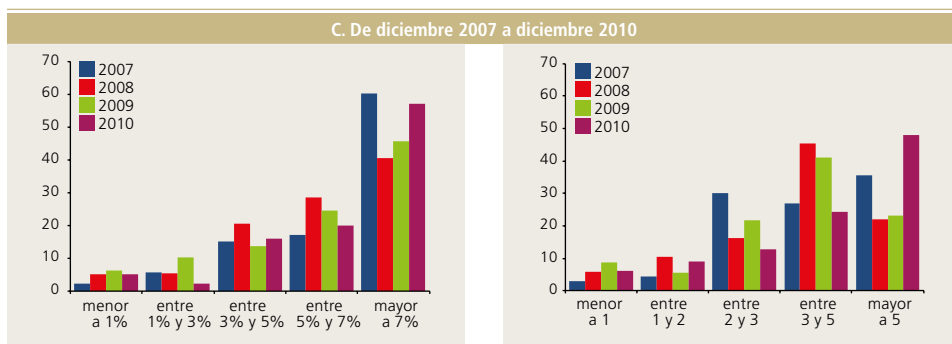
El período de recuperación que se enmarca en el gráfico 7B, refleja una mejora de las firmas con mayor rentabilidad, especialmente aquellas con indicadores mayores al cinco por ciento. Esto comenzó a gestarse recién a partir del año 2002, en donde la distribución comenzó a desplazarse hacia la derecha, especialmente desde los tramos medios. Este movimiento se debió a la disminución de los activos de 32 puntos porcentuales en el intervalo comprendido entre tres y cinco por ciento de rentabilidad entre el 2001 y el 2004. Una parte de esta disminución provocó un aumento transitorio en los activos de empresas con rentabilidades más bajas en el año 2002, situación que se debió a una empresa en particular perteneciente al sector de Electricidad, pero que, sin embargo, mejoró sus indicadores al año siguiente. El resto provocó un aumento importante en la porción de activos en las rentabilidades más altas, en especial en firmas que rentan sobre el siete por ciento. Respecto a la cobertura de intereses, destaca el aumento en empresas con cobertura mayor de cinco veces a causa de un mejoramiento del indicador en una empresa ligada al sector Forestal. Destaca también la disminución en los tramos de cobertura más bajos, a excepción de los malos resultados del caso citado, relacionado al sector eléctrico.

Crisis subprime

Gráfico 7C

Evolución histórica de la rentabilidad (izquierda) y cobertura (derecha)

(porcentaje de los activos) (1)-(6)



Fuente: Banco Central de Chile a base de información de la SVS

(1) Rentabilidad definida como utilidad en doce meses antes de impuestos y gastos financieros sobre activos totales.

(2) Cobertura de intereses definida como utilidad en doce meses antes de impuestos y gastos financieros sobre los gastos financieros anualizados.

(3) Cada barra de la izquierda representa el porcentaje de activos en cada tramo de rentabilidad (porcentaje), sobre el total de activos SVS.

(4) Cada barra de la derecha representa el porcentaje de activos en cada tramo de cobertura (veces), sobre el total de activos SVS.

(5) Datos al cierre de cada año.

(6) Excluye empresas estatales y los sectores de Minería y Servicios Financieros.

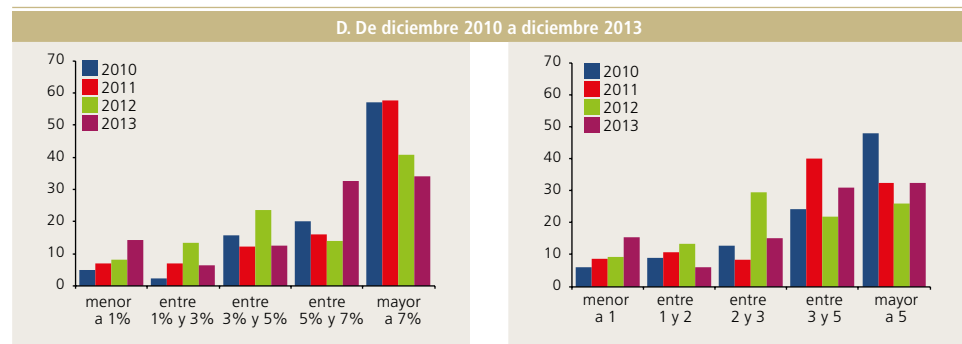
La crisis *subprime* (2007-2010) tuvo un efecto menor en el sector corporativo privado en comparación con la crisis asiática. Ello puede comprobarse a partir de dos hechos relevantes que se observan en el gráfico 7C. El primero de ellos es que el incremento de los activos en empresas con rentabilidad menor que uno fue de 2,7 puntos porcentuales. Esto se contrasta fuertemente con el crecimiento de 9 puntos exhibido durante la crisis asiática, donde además, casi 90% de ese crecimiento se explica por un aumento de activos en empresas con rentabilidad menor que cero. En segundo lugar, destaca el incremento de los activos de empresas con rentabilidad en los tramos más altos, particularmente en aquellos superiores a siete por ciento. En este escenario resalta la alta rentabilidad asociada a empresas del sector eléctrico. La cobertura de intereses presenta una disminución de 17 puntos porcentuales (entre el 2007 y el 2010) en el intervalo comprendido entre dos y tres veces, lo que se traspasó, en parte, tanto al incremento observado en la cobertura mayor de tres y menor de cinco veces, entre los años 2007 y 2008, como al incremento en aquellas firmas con un indicador mayor a cinco entre el 2008 y el 2010. El comportamiento en los niveles de cobertura menor a uno es similar al caso de la rentabilidad. En todo el período dicho tramo tuvo un incremento de solo 3 puntos porcentuales (5,8 puntos si se toma hasta el año 2009), lo que es considerablemente menor a los casi 16 puntos de crecimiento en la crisis asiática, donde, en este último caso, casi un 50% de esa cantidad correspondió a empresas con cobertura menor que cero. En conclusión, la crisis *subprime* habría tenido un limitado efecto en el sector privado y su duración fue de aproximadamente tres años (2007-2009), mucho menor que los cinco años en que se observaron los efectos de la crisis asiática en el resultado de las empresas (1998-2002).

Situación actual

Gráfico 7D

Evolución histórica de la rentabilidad (izquierda) y cobertura (derecha)

(porcentaje de los activos) (1)-(6)



Fuente: Banco Central de Chile a base de información de la SVS.

- (1) Rentabilidad definida como utilidad en doce meses antes de impuestos y gastos financieros sobre activos totales.
- (2) Cobertura de intereses definida como utilidad en doce meses antes de impuestos y gastos financieros sobre los gastos financieros anualizados.
- (3) Cada barra de la izquierda representa el porcentaje de activos en cada tramo de rentabilidad (porcentaje), sobre el total de activos SVS.
- (4) Cada barra de la derecha representa el porcentaje de activos en cada tramo de cobertura (veces), sobre el total de activos SVS.
- (5) Datos al cierre de cada año.
- (6) Excluye empresas estatales y los sectores de Minería y Servicios Financieros.

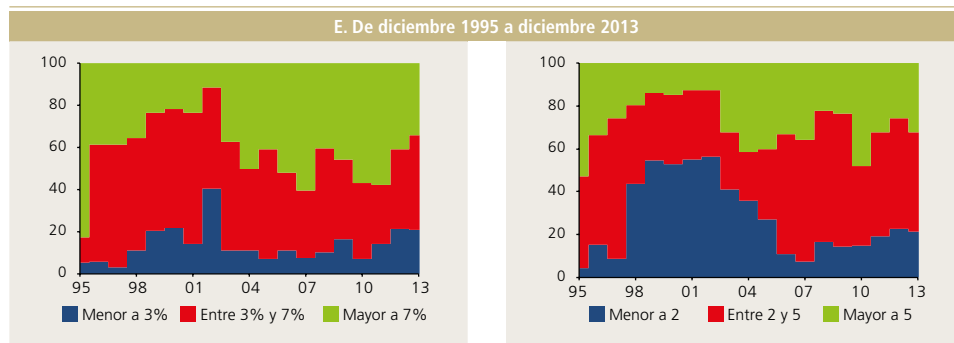
La situación actual presenta un movimiento a la izquierda de ambas distribuciones. En particular, hay un fuerte incremento de los activos en la parte más baja y un descenso en los indicadores más altos (gráfico 7D). Si bien la caída ha sido pronunciada, el porcentaje de activos acumulado en los tramos más altos es mayor en comparación con períodos anteriores. A diciembre del 2010, el total de activos de empresas con rentabilidad sobre siete por ciento fue de 57%, mientras que para las empresas con cobertura de intereses superior a cinco veces, fue de 48%. Si bien el patrón general puede ser similar al observado en 1997, los niveles iniciales y finales son mucho mayores. En particular, para el indicador de rentabilidad, la caída en los activos de empresas con ROA superior a siete por ciento responde al desempeño de los sectores de Electricidad y Servicios. Por otra parte, el crecimiento de la porción de activos acumulados en empresas con un ROA menor que uno por ciento, fue de 9,4 puntos porcentuales, que se explica por los malos resultados de una empresa del sector de Transporte. Adicionalmente, casi 80% de ese crecimiento se explica por empresas en el tramo de rentabilidad entre cero y uno por ciento. Respecto a la razón de cobertura, se observa un patrón similar. En empresas con cobertura mayor que cinco, se evidenció una disminución de 16 puntos entre el 2010 y el 2013, explicada en parte por los sectores Forestal y de Alimentos. Por otra parte, el aumento de casi 10 puntos en la razón de cobertura menor que uno, se explica por los sectores de transporte y de consumo.

Como se mencionó anteriormente, si bien la situación actual muestra una caída en rentabilidad similar a la experimentada a fines de los noventa, presenta diferencias claras en niveles. El gráfico 7E muestra esta evolución histórica con mayor detalle.

Gráfico 7E

Evolución histórica de la rentabilidad (izquierda) y cobertura (derecha)

(porcentaje de los activos) (1)-(6)



Fuente: Banco Central de Chile a base de información de la SVS.

(1) Rentabilidad definida como utilidad en doce meses antes de impuestos y gastos financieros sobre activos totales.

(2) Cobertura de intereses definida como utilidad en doce meses antes de impuestos y gastos financieros sobre los gastos financieros anualizados.

(3) Cada barra de la izquierda representa el porcentaje de activos en cada tramo de rentabilidad (porcentaje), sobre el total de activos SVS.

(4) Cada barra de la derecha representa el porcentaje de activos en cada tramo de cobertura (veces), sobre el total de activos SVS.

(5) Datos al cierre de cada año.

(6) Excluye empresas estatales y los sectores de Minería y Servicios Financieros.

Es posible observar un desplazamiento de los indicadores desde los tramos más altos hacia los medios y bajos. También es importante recalcar el hecho de que los activos de empresas con cobertura inferior a tres veces han disminuido de manera notoria en el tiempo, concentrándose mayoritariamente en el tramo comprendido entre tres y cinco veces. Esto puede ser un indicio de que en la actualidad las empresas del sector corporativo están más preparadas para el pago de sus obligaciones financieras ante *shocks* adversos.

V. CONCLUSIONES

El objetivo de este trabajo es presentar resultados del sector corporativo chileno para el período de tiempo más largo posible, con el fin de incluir en el análisis la mayor cantidad de cambios en las condiciones macroeconómicas del país. El proceso de reconstitución de bases de datos permitió abarcar una historia amplia de las empresas que informan a la SVS entre los años 1994 y el 2013. El trabajo extendió los indicadores a los años anteriores al 2002, y se complementó con una homogeneización entre los resultados FECU e IFRS realizada con anterioridad en el Banco Central de Chile.

Los datos muestran un incremento en el número de empresas de aproximadamente 50% en veinte años, donde destaca una importante heterogeneidad sectorial tanto en términos de concentración de activos como en la tasa de crecimiento. También se observa un aumento creciente de los activos financiados a través de pasivos y, en particular, la emisión de bonos ha sustituido la deuda bancaria de largo plazo a partir del año 2000. Esto se observa con más fuerza en los sectores de Electricidad, Servicios y otros, y Forestal, entre los años 1996 y el 2005. Por otro lado, los resultados agregados muestran que los niveles de rentabilidad actuales son bajos en términos históricos, en tanto la cobertura de intereses se encuentra en el promedio. La diferencia entre los niveles actuales de ambos indicadores se explica por la baja en los costos de financiamiento de las empresas en los últimos años.

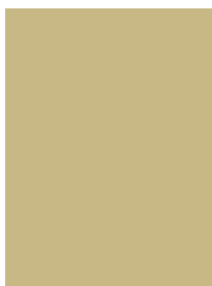
En relación con las distribuciones de los indicadores de rentabilidad y cobertura de intereses en los diferentes ciclos económicos, se puede apreciar cómo ha cambiado la relación entre ambos indicadores en los diferentes años. Durante la crisis asiática, las distribuciones de ambos indicadores sufrieron un desplazamiento generalizado desde los tramos más altos hacia los más bajos, debilitando la posición financiera de las empresas. Este movimiento fue de carácter multisectorial, donde destacó una acumulación importante de activos en el tramo más bajo de la distribución, tanto en empresas con pérdidas como en aquellas con bajas rentabilidades. Esta baja duró aproximadamente cinco años y ha sido el período más extenso en que las empresas hayan enfrentado una situación constante de estrés. El período de recuperación comienza a gestarse después del año 2002, con un aumento importante de los activos en los tramos de rentabilidad sobre cinco por ciento y cobertura superior a tres veces. Analizando las cifras agregadas, la crisis *subprime* tuvo un efecto casi exclusivamente focalizado en las empresas estatales, en especial en el año 2008. Las consecuencias en el sector privado fueron más acotadas, o casi inexistentes. Por ejemplo, la acumulación en los tramos de menor rentabilidad fue menor que el de la crisis asiática, e incluso hubo un aumento importante en los tramos de rentabilidad mayor que siete por ciento y cobertura superior a cinco veces, en los años inmediatamente posteriores al 2008.



Finalmente, la situación actual se caracteriza por un movimiento a la izquierda de las distribuciones de los activos en términos de rentabilidad y cobertura de intereses. A diferencia de la crisis asiática, el nivel de activos en los tramos más altos de rentabilidad es mucho mayor de lo que era antes, mientras que el incremento en la parte baja de la distribución no está explicado principalmente por empresas con pérdidas, sino que obedece más bien a los malos resultados de una empresa en particular en el sector Transporte. Por su parte, la distribución de la cobertura de intereses se centra en tramos medios más que en coberturas bajas como las observadas a comienzos de los 2000.

Existen diversos trabajos a futuro que podrían utilizar la base presentada en esta nota. El primero es explorar la relación entre rentabilidad del sector corporativo y PIB. Dicha correlación puede testearse econométricamente para analizar si el proceso de internacionalización de las empresas pudo haber debilitado la relación con el PIB local, debido a la posibilidad de diversificación de sus ingresos. Otra posible extensión corresponde a la composición del costo de la deuda descompuesta por fuente bancaria y de bonos en períodos de estrés. Una tercera alternativa de investigación corresponde al análisis del flujo de caja de las empresas, ya que es una medida efectiva de los recursos generados por la firma y no sobre base devengada, como se informa usualmente en los balances y estados de resultados. El problema en esta línea es que, como se mencionó, el flujo está disponible en la base solo a partir del año 2002, lo cual limitaría el período de análisis. Finalmente, se puede usar esta base para analizar la rentabilidad desde el punto de vista del inversionista, a diferencia del estudio aquí presentado que se centra más en el pago de compromisos financieros.

REFERENCIAS



Banco Central de Chile (2010). *Informe de Estabilidad Financiera*, segundo semestre 2009.

Banco Central de Chile (2014). *Informe de Estabilidad Financiera*, segundo semestre 2013.

Standard & Poor's (2008). Global Industry Classification Standard, septiembre 2008.



APÉNDICE A

Diagrama A1

Información que se contabiliza en los datos consolidados para una empresa tipo

Grupo empresarial				
	Matriz	Filial	No es matriz ni filial	
Consolidado	Sí	No	Sí	
Individual	No	No	No	Sí

Nota: Las filas representan el tipo de reporte entregado por la compañía, consolidado o individual, mientras que las columnas representan la relación de la empresa con otras empresas SVS. Por otra parte, se utiliza la información de los grupos empresariales para identificar si la empresa es matriz o filial.

APÉNDICE B

A continuación se detalla cada una de las fuentes y su utilización en la base final.

- I. **Información FECU:** información trimestral reportada a la SVS tanto de firmas individuales y consolidados. Esta información comprende el período entre diciembre de 1994 hasta diciembre del año 2008. Como el cambio de reporte hacia IFRS fue gradual, un número cada vez menor de empresas siguen reportando en estándar FECU después de dicha fecha. Sin embargo, no lo hacen hasta más allá del año 2011.
- II. **Información IFRS:** corresponde al formato en que se comenzó a entregar la información financiera a partir del año 2009¹³. La información se obtiene directamente del sitio web de la SVS tanto para estados financieros consolidados como para individuales. Sin embargo, con la nueva normativa aquellas empresas que consolidan no tienen la obligación de informar sus balances individuales, por lo que a partir de esa fecha casi la totalidad de los balances individuales son de empresas que no consolidan (ver nota 4). Así, el universo de empresas individuales se reduce considerablemente. Adicionalmente, se requirió un proceso de homologación entre los distintos formatos (FECU – IFRS), con lo que se pueden reportar las series continuas de rentabilidad y activos. Finalmente, bajo la nueva normativa, no todas las empresas deben reportar todos los trimestres, sino que algunas pueden hacerlo solo una vez al año (en diciembre), por este motivo los resultados del cuarto trimestre pueden diferir de los otros tres.
- III. **Información Apéndices:** la fuente de información financiera para datos individuales cambió después del 2009. Antes de esa fecha se usaban los reportes individuales (FECU) para todas las empresas. Después del 2009, debido a que la convergencia a IFRS exige solo reportes consolidados, la SVS compiló información individual adicional de las firmas solo para fines estadísticos. Por este motivo no se reporta información particular de empresas sino que solo información agregada por grupos. Si bien la información de esta base es similar a los reportes individuales en FECU antes del 2008 se debe precisar que no es igual. Es importante también mencionar que, debido al cambio de normativa, existen problemas de reporte en los resultados individuales para el año 2009 y comienzos del 2010.
- IV. **Información SVS:** corresponde a la información que permite identificar a los grupos empresariales y ayuda a distinguir la información que se debe considerar en la agregación de datos consolidados. Esto es debido a que el agregar directamente la información consolidada conlleva doble contabilización de las partidas contables. Para solucionar esto, se generó un indicador que identifica las matrices y filiales de un grupo y por lo tanto permite distinguir qué información es la que debe ser contabilizada para cada grupo empresarial, en cada momento del tiempo.

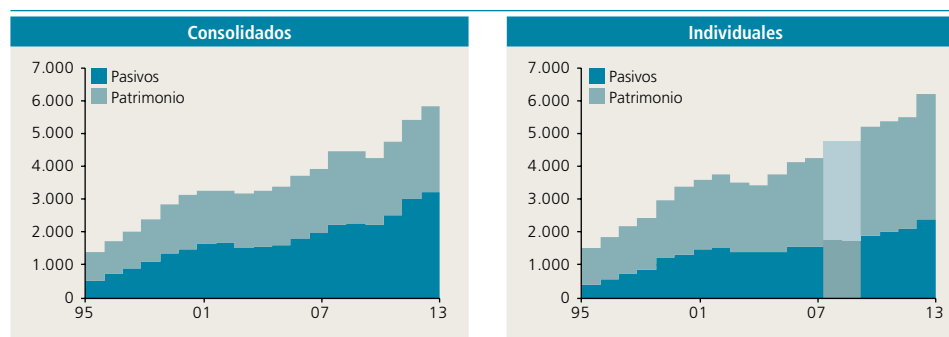
¹³ A diciembre del 2009, la proporción de reportes IFRS era de 26%, pero en el 2010 esa cifra ascendió a 76% de las empresas. Finalmente, a junio del 2011 la transición concluyó.

APÉNDICE C

Gráficos C1

Descomposición de los activos consolidados e individuales

(1995 – 2013, millones de UF) (1)-(3)



Fuente: Banco Central de Chile a base de información de la SVS.

(1) Datos al cierre de cada año.

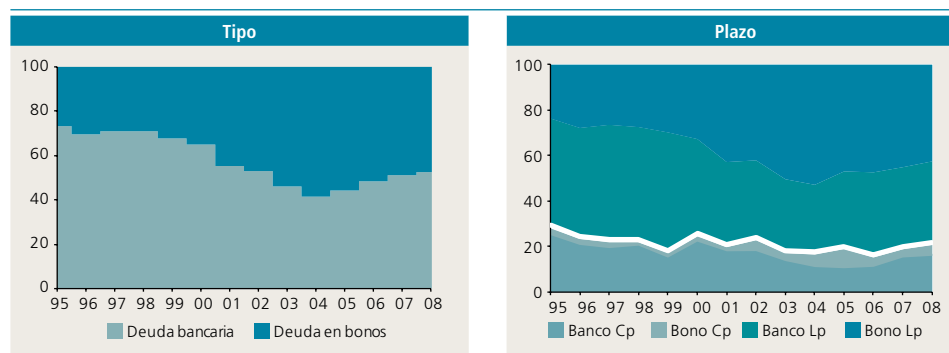
(2) Excluye empresas estatales y los sectores de Minería y Servicios Financieros.

(3) Existen problemas de reporte entre el 2009 y el 2010 para la información individual.

Gráficos C2

Descomposición de la deuda financiera en datos consolidados

(1995 – 2008, porcentaje de la deuda financiera) (1)-(4)



Fuente: Banco Central de Chile a base de información de la SVS.

(1) Datos al cierre de cada año.

(2) Excluye empresas estatales y los sectores de Minería y Servicios Financieros.

(3) La línea continua separa el corto plazo del largo plazo.

(4) Cp: corto plazo, Lp: Largo plazo. En IFRS cambia la nomenclatura por corriente y no corriente, respectivamente.