

02 de agosto de 2011

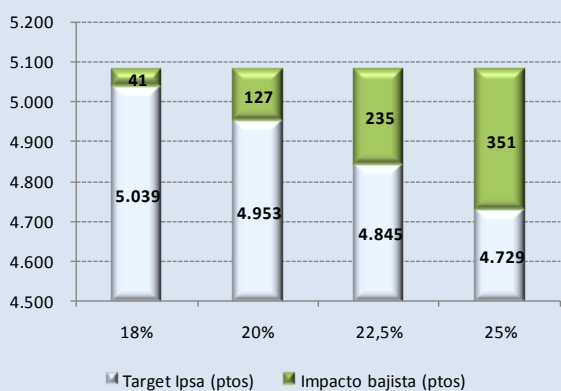
Equipo de Estudios  
(56 2) 692 8915

## Efecto de Reforma Impositiva Sobre Compañías Locales: Desde Moderado a Significativo

- Se instala el debate respecto a una posible reforma impositiva que, entre otras medidas, eleve el impuesto de 1° categoría a las empresas locales. En esta dimensión, evaluamos de manera temprana los efectos preliminares de un alza en este impuesto sobre la valorización de las compañías locales contribuyendo con elementos técnicos en la discusión respecto a esta medida de política económica.
- Esta medida impositiva implicaría un menor atractivo a nivel internacional de la plaza local, colocando en mejor posición bursátil a empresas que han diversificado sus operaciones en la región. Bajo nuestras estimaciones, y dependiendo de la magnitud del alza impositiva, se afectaría desde moderada hasta significativamente el *fair value* de la plaza local en el mediano plazo.
- Cuantitativamente, un alza permanente de la tasa de impuesto a las ganancias de las empresas locales tendría un impacto negativo que va desde 41 puntos hasta 351 puntos sobre el Ipsa, bajo los diferentes escenarios de sensibilización, lo que es equivalente a un impacto entre 0,8% y 6,9% de valor justo objetivo para el Ipsa y consecuente patrimonio bursátil de la plaza local. No evaluamos otros impactos de equilibrio general, tales como migración de inversión local hacia el extranjero ni efectos sobre empleo nacional.

FIGURA 1: IMPACTO DE AUMENTO EN TASA IMPOSITIVA SOBRE TARGET IPSA

Tasa Impositiva	Impacto Bajista Sobre Target Ipsa 2011E	Impacto Bajista en Market Cap (MMUS\$) Sobre Target Ipsa 2011E
18%	0,8%	2.179
20%	2,5%	6.721
22,5%	4,6%	12.486
25%	6,9%	18.615



Nota: Escenarios de sensibilización contemplan nuevas tasas impositivas de carácter permanente desde el próximo año en adelante de 18%, 20%, 22,5% y 25% (eje horizontal). El impacto es aplicado sobre nuestro *target* para el IPSA 2011E de 5.080 puntos, y se basa en el efecto en valorización de las compañías que mantenemos bajo cobertura, y que representan el 85% del Ipsa.

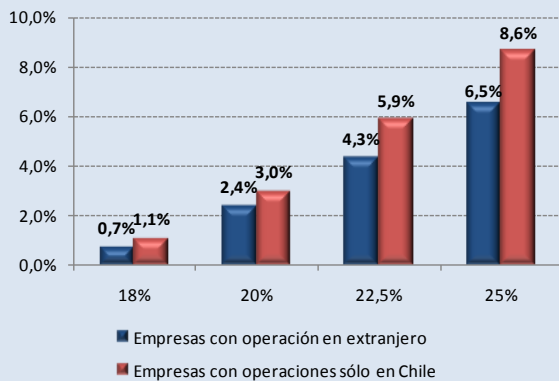
Fuente: Bloomberg; BCI Estudios.

Recientemente ha comenzado a instalarse en el debate público una posible reforma impositiva que elevaría de manera permanente el impuesto de 1° categoría a las empresas locales. Si bien dicho tema recién comienza a ubicarse en la palestra, consideramos relevante analizar el impacto que este tendría sobre la bolsa local, constituyéndose en una aproximación de los impactos a nivel de todas las empresas chilenas. Los posibles cambios de carácter permanentes en la estructura impositiva de nuestro país incorporarían también una disminución en los gravámenes a las personas.

Sin duda que la materialización de un alza impositiva representa un riesgo creciente que pondría en jaque nuestro *target* del Ipsa como también implicaría un menor atractivo a nivel internacional. En esta dimensión, evaluamos de manera temprana los efectos preliminares de un alza en el impuesto de 1° categoría sobre la valorización de las compañías locales. Cabe mencionar que el análisis únicamente toma en consideración aquellas empresas que mantenemos bajo cobertura acordes a nuestros modelos de valorización vigentes. Asimismo, sólo cuantificamos el efecto del alza permanente de dicho impuesto, dejando de lado otras posibles medidas como una rebaja del IVA o impuestos específicos adicionales. **Los escenarios de sensibilización realizados contemplan tasas impositivas de 18%, 20%, 22,5% y 25%, cada una de carácter permanente.**

**FIGURA 2: IMPACTO BAJISTA DE AUMENTO TASA IMPOSITIVA SOBRE EMPRESAS CON PRESENCIA INTERNACIONAL VS SÓLO EN CHILE**

Tasa Impositiva	Empresas con operación en extranjero	Empresas con operaciones sólo en Chile
18%	0,7%	1,1%
20%	2,4%	3,0%
22,5%	4,3%	5,9%
25%	6,5%	8,6%



Nota: Escenarios de sensibilización contemplan nuevas tasas impositivas de carácter permanente desde el próximo año en adelante de 18%, 20%, 22,5% y 25% (eje horizontal). El impacto bajista se basa en el efecto en valorización de las compañías que mantenemos bajo cobertura y pertenecen al Ipsa. En esta línea, el ejercicio se ha realizado analizando aquellas empresas que poseen sólo operaciones en Chile y aquellas que poseen presencia en el extranjero por separado, observándose una clara moderación en el efecto en el caso de esta últimas gracias al mayor nivel de diversificación geográfica.

Fuente: Bloomberg; BCI Estudios.

Destacamos el importante efecto moderador ante un alza tributaria que implica una mayor diversificación geográfica por una parte relevante de las compañías locales, en especial si consideramos que la gran mayoría de ellas posee un alto peso en el Ipsa. Lo anterior obedece a que en el caso de aquellas compañías con presencia en el extranjero, serían sólo las operaciones en Chile las que se verían afectadas por un alza en la tasa impositiva, acotando el impacto en el valor consolidado de dichas empresas. En cualquier caso, como medida de política económica se exacerbaría un tratamiento tributario diferenciado entre compañías que han logrado diversificar sus operaciones y aquellas que no lo han hecho. El castigo bursátil se haría entonces sentir de manera más intensa sobre estas últimas. **A modo de ejemplo, ante una modificación de la tasa impositiva a 25%, el impacto bajista en valorización promedio es de 6,5% en el caso de aquellas compañías con operaciones en el extranjero, mientras que para las empresas que sólo poseen operaciones en Chile éste alcanza un 8,6% (Figura 2).**

Por su parte, es relevante tener en cuenta que una alza tributaria podría tener implicancias en los planes de inversión de las compañías bajo cobertura debido a su carácter permanente, existiendo múltiples variables que podrían hacer variar los incentivos de cada industria. No obstante, destacamos que la mayoría de las compañías analizadas poseen operaciones en la región, y ante los diferentes escenarios de sensibilización planteados en la figura 2, Chile seguiría teniendo una de las tasas de impuesto a las ganancias corporativas más bajas en Latinoamérica, lo que contribuiría parcialmente a moderar un redireccionamiento significativo de la inversión de empresas locales hacia el extranjero. **En cualquier caso, el hacedor de política debe considerar los impactos sistémicos de tal medida, dado que no son descartables impactos sobre empleo; la decisión de inversión marginal migraría desde Chile al extranjero ante el cambio en el precio relativo de la inversión que gatilla el aumento impositivo.**

Con todo, un alza importante en la tasa impositiva implicaría un potencial riesgo para la bolsa local, lo que podría conllevar una salida de flujos de inversión por este motivo. De esta manera, con el fin de graficar dicho impacto preliminar –y sin tomar en cuenta efectos adicionales–, nuestro actual *target* del Ipsa para fin de año ([ver informe “Target Ipsa 2011: 5.080 puntos – Aún Optimistas “](#)) sería modificado ante una tasa impositiva permanente de 18% a 5.039 puntos y ante una tasa de 25% a 4.729 puntos, lo que es equivalente a un impacto bajista que se sitúa entre 0,8% y 6,9% (Figura 1).

**Economista Jefe Corporación BCI**

**Jorge Selaive**  
jselaiv@bci.cl  
(56 2) 692 8915

**Subgerente Renta Variable**

**Pamela Auszenker**  
pauszen@bci.cl  
(56 2) 692 8928

**Subgerente Economía y Renta Fija**

**Luis Felipe Alarcón**  
lalarcg@bci.cl  
(56 2) 383 5766

**Analista Senior**

**Rodrigo Mujica**  
Internacional, Small Caps  
rmujica@bci.cl  
(56 2) 692 8922

**Analistas**

**Christopher Baillarie**  
Bebidas, Telecom y Transporte  
cbailla@bci.cl  
(56 2) 692 8968

**Marcelo Catalán**

Eléctrico  
mcatalg@bci.cl  
(56 2) 383 5431

**Rubén Catalán**

Financiero, Economía  
rhcatal@bci.cl  
(56 2) 383 9010

**Osvaldo Cruz**

Economía  
ocruz@bci.cl  
(56 2) 383 9671

**Verónica Pérez**

Retail  
vperlav@bci.cl  
(56 2) 692 7688

**Felipe Ruiz**

Recursos Naturales  
fruizs@bci.cl  
(56 2) 692 7457

Recomendación	Definición
Sobreponderar	La rentabilidad esperada en los próximos 12 meses para el instrumento financiero es superior en 2,5% o más respecto de nuestro retorno proyectado para el índice selectivo (IPSA).
Neutral	La rentabilidad esperada en los próximos 12 meses para el instrumento financiero se encuentra entre +/-2,5% respecto de nuestro retorno proyectado para el índice selectivo (IPSA).
Subponderar	La rentabilidad esperada en los próximos 12 meses para el instrumento financiero es inferior en 2,5% o más respecto de nuestro retorno proyectado para el índice selectivo (IPSA).
S.R.	Sin Recomendación.
E.R.	Precio en Revisión.

Riesgo alto/medio/bajo de recomendación de inversión implica una alta/media/baja sensibilidad a cambios en las principales variables que determinan el *upside* potencial de la acción. Asimismo, el análisis respectivo contempla tanto factores cuantitativos como cualitativos.

Este informe ha sido preparado con el objeto de brindar información a los clientes de Bci Corporate & Investment Banking. No es una solicitud ni una oferta para comprar y vender ninguno de los instrumentos financieros que en él se mencionan. Esta información y aquella en la que está basado, ha sido obtenida en base a información pública de fuentes que estimamos confiables. Sin embargo, esto no garantiza que ella sea exacta ni completa. Las recomendaciones y estimaciones que emite este Departamento de Estudios respecto de los instrumentos financieros que analizan responden exclusivamente al estudio de los fundamentos y el entorno de mercado en que se desenvuelven las compañías que se transan en bolsa y apoyado en las mejores herramientas disponibles. No obstante, esto no garantiza que ellas se cumplan. Todas las opiniones y proyecciones emitidas en este informe pueden ser modificadas sin previo aviso. Bci Corporate & Investment Banking y/o cualquier sociedad o persona relacionada con éste, puede en cualquier momento tener una posición en cualquiera de los instrumentos financieros mencionados en este informe y puede comprar o vender esos mismos instrumentos. El resultado de cualquier operación financiera, realizada con apoyo de la información que aquí se presenta, es de exclusiva responsabilidad de la persona que la realiza.