

MEDIDAS DEL PROYECTO DE LEY "MISCELÁNEO":

Los sectores del IPSA más beneficiados con el recorte de impuestos

Empresas con alta exposición local y tasas efectivas cercanas a 27% capturarían hasta 5,5% más en flujos. Los bancos lideran, pero sus múltiples comprimidos acotan el impacto en precio.

MARCOS BARRIENTOS

El proyecto Reconstrucción Nacional lleva 40 medidas al Congreso, pero el mercado de capitales tiene la vista puesta, mayormente, en una sola. Es que la rebaja del impuesto de primera categoría de 27% a 23% mejoraría los flujos después de impuestos en hasta 5,5% para las empresas que lo capturan en su totalidad. Con todo, el criterio para identificar a esas empresas es más exigente de lo que parece.

No todos los sectores de la Bolsa local se verían beneficiados de la misma manera. Las empresas con alta exposición a Chile y sin créditos tributarios por pérdidas pasadas aprovecharían mejor el recorte, con bancos y *retail* como principales candidatos.

"A nivel general, los más beneficiados serían sectores altamente concentrados en Chile, con altos niveles de retorno, y en ese sentido los bancos destacan como un sector favorecido", dice Aldo Morales, subgerente de renta variable en BICE Inversiones.

En el sector bancario, Santander Chile y Banco de Chile verían un mayor beneficio en términos relativos, por su mayor exposición a la economía local, que Bci e Itaú Chile.

"Las empresas más beneficiadas serán las que ofrecen más exposición a Chile y, luego de un análisis preliminar, destacamos a los bancos (en particular Banco de Chile y Banco Santander), las empresas de servicios básicos (en particular Enel Chile, Engie Energía Chile y Aguas Andinas) y Cenco Malls", argumenta Rodrigo Godoy, gerente de *research* de renta variable en

Credicorp Capital.

"Los mayores beneficiados en bolsa serán las empresas con utilidades recurrentes, alta exposición a Chile y tasas efectivas cercanas a la nominal, como bancos, *utilities* y *retail*", dice Patricio Jaramillo, director de Riesgo Financiero en PwC Chile. Aunque, más que "un efecto sectorial puro, el impacto depende de la estructura tributaria y la calidad de utilidades de cada compañía".

Efectos en Bolsa

"Estimamos un impacto de 5% adicional en el crecimiento de las utilidades de las empresas IPSA hacia 2026, lo que haría subir nuestra estimación de utilidades de 10% a 15% por un recorte de impuestos de cuatro puntos porcentuales en Chile", argumenta Morales. Las empresas con créditos por impuesto de pérdidas pasadas quedan fuera de ese beneficio.

"Las empresas con pérdidas tributarias o fuerte depreciación no capturan el beneficio inmediatamente", coincide Jaramillo.

Al incorporar el nivel de valorizaciones, el sector *retail* sube en el *ranking*. "Los sectores con mayor potencial alcista son *retail* principalmente, y en segundo plano la banca", sostiene Joan Dagá, director de Investment Banking en Vector Capital Corredores de Bolsa. Esto, "producto de que por su tributación local absorben la rebaja del impuesto de primera categoría (IDPC) de 27% a 23%, traduciéndose

en una mejora mecánica de cerca de 5,5% en flujos después de impuestos", agrega.

El estratega precisa que el potencial alcista "no se decide solo por exposición a Chile, sino por la combinación de beneficio tributario directo (5,5% aproximadamente por la rebaja del IDPC), efecto cíclico operativo y una mejora (*re-rating*) de múltiplos".

"Los bancos capturan el máximo beneficio tributario por su exposición local, pero su múltiplo bajo limita la traducción a precio de la acción", sostiene Dagá. "Parque Arauco, Falabella y Cencosud combinan menor exposición con múltiplos precio utilidad (P/U) más altos y con mayor sensibilidad cíclica".

El mercado probablemente irá descontando el efecto del ajuste tributario de forma gradual. "La rebaja del impuesto tiene plazos de implementación y todavía falta ver cómo queda el proyecto durante su tramitación", dice Jaime La Paz, analista de mercados de Zesty.

Ganancias de capital

Un factor adicional es que la eliminación del impuesto al 10% sobre la ganancia de capital en transacciones bursátiles también sería un viento a favor para las acciones chilenas.

"Si bien este tributo recae directamente sobre el inversionista que compra y vende acciones —y no sobre la empresa emisora—, el efecto sobre esta última existe y es relevante, generando efectos indirectos", dice Jazmin



No todos los sectores de la bolsa local se verían beneficiados de la misma manera, estiman los expertos.

Gajardo, socia en B2SG Legal.

"Un incremento en las transacciones bursátiles eleva la liquidez del papel, lo que tiende a mejorar la valoración de la empresa", sostiene Gajardo. "Adicionalmente, la medida facilita el ingreso al financiamiento y al dinamizar el mercado bursátil se facilita la colocación de bonos y acciones provenientes de aumentos de capital".

"Las empresas más beneficiadas serán aquellas con mayor presencia bursátil, alta participación de inversionistas y mayor necesidad o disposición a acceder al mercado de capitales como fuente de financiamiento", apunta Gajardo. "Cabe notar que la métrica de impuesto efectivo no captura bien este segundo beneficio, ya que el tributo desincentivó las transacciones y contrajo la base imponible, resultando en una recaudación muy inferior a la proyectada. El beneficio real se mide mejor por la exposición al instrumento y el perfil del inversionista".

El caso de Vapores

"La propuesta del gobierno chileno de reducir el impuesto de sociedades disminuye la carga fiscal estructural que Vapores enfrenta sobre los dividendos recibidos de Hapag-Lloyd a través de CSAV Alemania", escribió Pedro Baptista, analista en Jefferies.

Respecto a la reintegración del sistema tributario chileno,

"actualmente los accionistas no pueden utilizar el 100% de los créditos fiscales generados a nivel de CSAV/Hapag-Lloyd, y una reintegración les permitiría recibir el crédito completo por los impuestos ya pagados por CSAV", apunta Baptista.

"Estos dos cambios fiscales reducirían significativamente el descuento fiscal efectivo incorporado al valor liquidativo de Vapores, un factor que actualmente explica aproximadamente el 35% de su descuento estructural por participación", explica Jefferies.

"Los dividendos entre empresas no tributan en Chile, como por ejemplo los dividendos recibidos de las filiales de Quiñenco", recuerda Baptista. "Los dividendos recibidos de filiales internacionales, como CSAV Alemania, tributan al 27%, pero pueden compensarse con los impuestos pagados en el extranjero. Aunque Chile no tiene convenio para evitar la doble tributación con Alemania, lo que genera mayor complejidad, incluyendo largos períodos de retención de impuestos".

Sector construcción

"Vemos un impacto directo en el sector de la construcción, ante la exención transitoria de IVA a viviendas nuevas, que podría generar un impulso en el sector en el corto plazo", dice Eduardo Villablanca, *managing*

partner en Cordillera Advisory. "De igual modo, empresas del sector inmobiliario y construcción se debieran ver beneficiadas por la exención temporal de IVA a viviendas nuevas", coincide Jaramillo, de PwC Chile.

Modernización tributaria

Más allá de los beneficios que identifica el mercado, algunos expertos advierten que el sistema tributario chileno requiere una reforma estructural.

"Nuestra ley de la renta data de junio de 1974, a la fecha, llena de parches y reformas puntuales, pero su estructura es la misma, ya está superada", advierte Alfredo Ugarte, doctor en derecho financiero tributario, profesor en la Universidad de Chile y socio del bufete Estudio Ugarte, Hernández y García.

"Debemos ponernos de acuerdo para una nueva estructura legal impositiva para los próximos 30 años, pero seguir con una regulación de más de 50 años estimo que es un error y refleja nuestra incapacidad para salir adelante", sostiene Ugarte. "Ya llevamos ocho reformas con grave daño a la certeza y seguridad jurídica, y si seguimos así, en tres años más seguramente veremos nuevamente en las campañas presidenciales la propuesta de una nueva reforma tributaria".

EL MERCURIO
Inversiones
www.elmercurio.com/inversiones