

Reporte N°8 | Diciembre 2023

# Economics insight

Financial Advisory Team



## Nota económica

### Perspectiva, riesgos y desafíos financieros locales para 2024

#### El panorama Macroeconómico es mejor hoy que a comienzos de año

Este año ha estado marcado por la lenta normalización de la economía, lo que no ha sido todo lo rápido que se esperaba, principalmente por los riesgos externos experimentados a lo largo de 2023: en marzo, la caída del Sillycon Valley Bank, que volvió poner las alarmas en el sistema financiero y, de paso, recordó la crisis financiera de 2009. Por otro lado, la guerra Rusia y Ucrania sigue siendo un conflicto sin resolver, que pone en riesgo la macroeconomía mundial.

En términos locales, en 2023 la economía chilena decrecerá en torno a un 0,5% o se mantendrá en torno a un 0,0%, mientras que la inflación, tal como se esperaba, se situará en la órbita del 4% (se prevee que en 2023 cerrará en 4,3%, según adelantó el Banco Central). La tasa de interés, en tanto, ha comenzado a disminuir en línea con una menor expansión de los precios, lo que muestra que las perspectivas en términos de “estabilidad financiera” son mejores que a comienzos de año. Asimismo, el superávit de la balanza fiscal deja a la economía local bien preparada ante factores de stress, principalmente geopolíticos, que puedan afectar a la economía.

#### Las perspectivas globales económicas y geopolíticas

El tercer trimestre, Europa y Japón se contrajeron, mientras USA creció 5,2% anualizado. Para el cuarto trimestre se anticipan contracciones en la zona euro y en Japón, y un menor crecimiento en Estados Unidos. La OECD proyecta un crecimiento de 2,7% para el mundo en 2024 (0,6% para la zona euro, 1,5% EE.UU. y 4,7% China)

La convergencia hacia la inflación meta podría tomar más tiempo, lo que mantendría las tasas de interés altas por más tiempo, dificultando el crecimiento.



En tanto, China enfrenta todavía el desafío de insolvencia del sector inmobiliario y podría crecer menos de lo esperado, afectando el precio de las materias primas; los riesgos de las guerras en Rusia/Ucrania e Israel/Hamas podrían ampliarse y las dificultades comerciales entre EE.UU./China potencialmente impactar las cadenas de suministro y el precio de las materias primas. La corriente proteccionista en EE.UU., a su vez, puede intensificarse, llevando a un aumento generalizado de tarifas y menor comercio.

## Mejores perspectivas locales cruzadas por problemas financieros emergentes

Las perspectivas indican que Chile crecerá el 2024 (1,6% Fondo Monetario Internacional, octubre 2023 ) y la economía se normalizará en su totalidad. Ello es consistente con rebajas esperadas en la tasa de política monetaria, lo que usualmente estimula el consumo y la inversión. Sin embargo, la inversión depende de otras variables, como el optimismo o pesimismo de los empresarios, el tiempo que toma el obtener los permisos para ciertas inversiones, y la incerteza jurídica derivada de la posible revocación de permisos una vez aprobados, además de la incertidumbre tributaria y política, entre otros. Para impulsar el crecimiento es clave contar con reglas estables sobre permisos, impuestos, y marco legal en general.

Consecuentemente, la mejor perspectiva macroeconómica no solo depende de cerrar los desequilibrios que han ido dejando el COVID-19 y la guerra ruso/ucraniana, sino también de mitigar los efectos permanentes de dichas variables de una forma eficaz. Esto es especialmente relevante al considerar que ya hay sectores del retail y la construcción que han comenzado a levantar alarmas por problemas de liquidez-deuda y la caída de las ventas en el sector inmobiliario.

### Deuda y el stress financiero

La deuda en riesgo ha aumentado en el último semestre por el mayor default efectivo producido por la caída en las ventas y las altas tasa de interés.

En el siguiente cuadro se reporta la deuda en riesgo como porcentaje del PIB y por sector económico. Se observa que la deuda estresada suma 3,08% del PIB. Por otro lado, las provisiones más el ejercicio de stress bancario llega a un 2,75% del PIB. Aunque existe una diferencia menor de 0,33% del PIB, es importante notar que sigue siendo un riesgo de cobertura de riesgo de crédito que debe mitigarse tanto por el sector económico como por la banca nacional.

Esta deuda en riesgo se explica por el ejercicio de stress que considera un shock de tasa de interés y un shock de caída en las ventas. Igualmente, es probable que, dado el esperado retroceso de la tasa de interés y las mejores perspectivas de consumo, este escenario mejore en los próximos meses reduciendo la deuda en riesgo y llegando al mismo nivel, o menor, a la cobertura de las provisiones bancarias.

Figura: Índice de precio al consumidor EEUU (%)

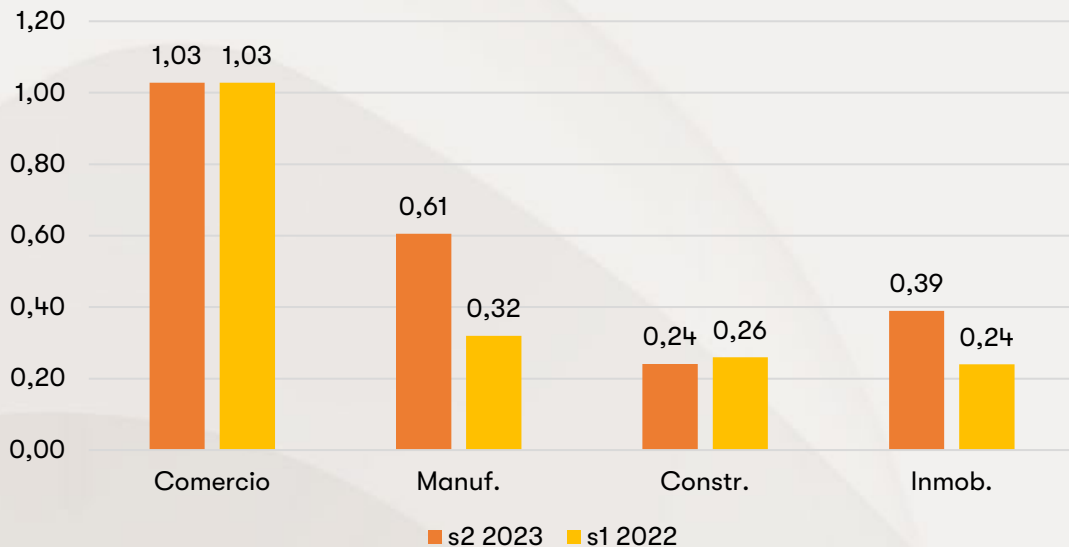
Sector Eco.	Deuda en riesgo (%PIB)	Prov.Banca (%PIB)
Comercio	1,03	
Manuf.	0,61	
Constr.	0,24	
Inmob.	0,39	
SSFF	0,29	
Agricultura	0,23	
Ttes y Telecom	0,17	
SC	0,01	
Otros	0,11	
Específicas		1,26
Adicionales		0,59
Gasto prov. Stress Test		0,89
<b>Total</b>	<b>3,08</b>	<b>2,75</b>

Fuente: Elaboración Propia en base a metodología y datos del Banco Central de Chile.

## Sector inmobiliario

La alta tasa de interés y la caída en la venta de viviendas podría gatillar presiones de liquidez y solvencia en el sector inmobiliario. Particularmente, la deuda impaga de este sector entre 2022 y 2023 ha aumentado (ver figura 1), pasando de tener una deuda en riesgo estimada del 0,24% en 2022, a un 0,39% en el segundo semestre de 2023 (como porcentaje del PIB).

Deuda en riesgo principales sectores, comparativa  
2022-S1 vs 2023-S2



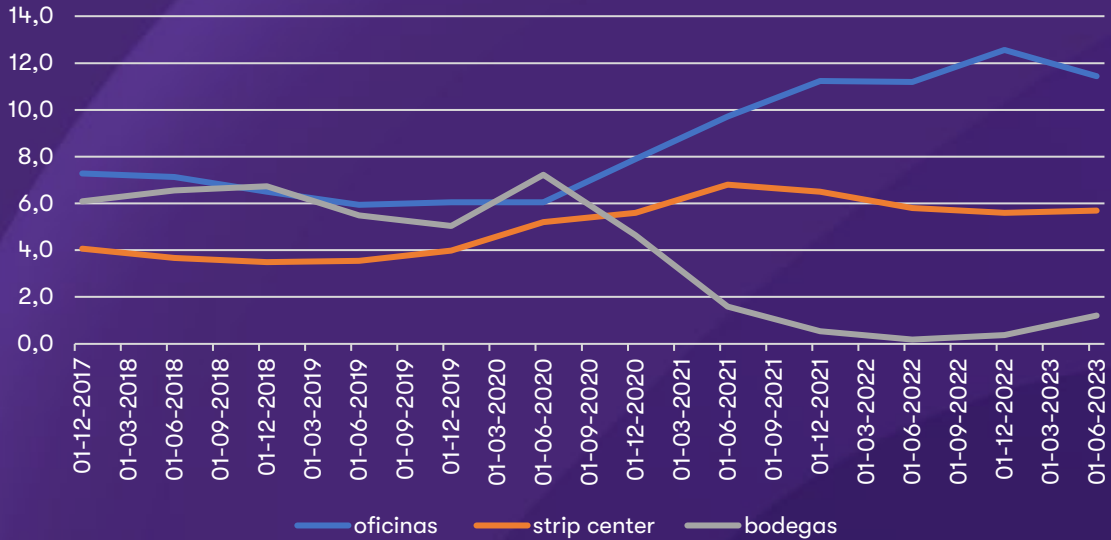
Fuente: Elaboración Propia en base a metodología y datos del Banco Central de Chile.

Este ejercicio muestra que el sector inmobiliario es uno de los principales afectados, lo que podría tener impactos permanentes considerando el aumento de las tasas de largo plazo. En igual dirección, la siguiente figura presenta la evolución de la vacancia en arriendos del sector inmobiliario. Se observa que el crecimiento de la vacancia iniciado con la pandemia COVID-19 no ha vuelto a los niveles previos, lo que habla de un bajo dinamismo en las ventas y en el segmento de oficinas.

En su conjunto, el sector inmobiliario muestra una demanda debilitada, alza de costos y condiciones de financiamiento restrictivas.



### Vacancia arriendos 2017-2020

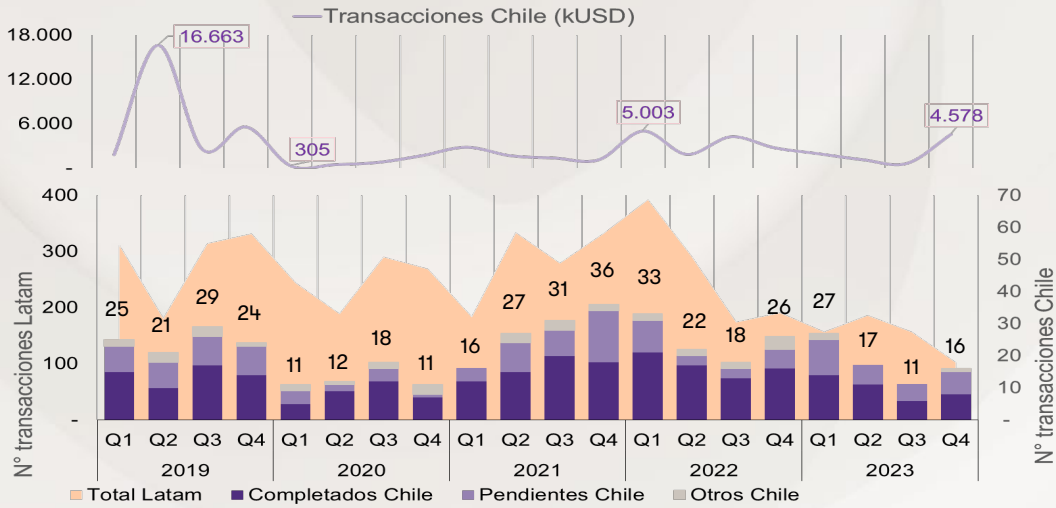


Fuente: Elaboración Propia en base a metodología y datos del Banco Central de Chile.

### Recomendaciones de stress en sector bancario e industrias con presiones de liquidez

El equipo de Financial Advisory de Grant Thornton Chile recomienda considerar un ajuste de las variables macroeconómicas, establecer escenarios base que consideren tasas de interés altas por más tiempo, vacancias más altas y crecimiento moderado, considerando que no se ha retornado -con la velocidad esperada- a los niveles previos a la pandemia y que, probablemente, la economía converja a puntos de equilibrio diferentes a los vistos antes de 2020.

Figura: Dinámica de transacciones M&A en Chile y Latam



Fuente: Bloomberg Terminal.

Nota: Valor USD transacciones Chile solo para fines ilustrativos, dado que no todas las transacciones registradas informan su valor en USD.

### Dinámica M&A 11 meses 2022 vs 2023

Entre enero y noviembre de 2023 la cantidad de fusiones y adquisiciones (M&A) ha disminuido un 23% en comparación al mismo período del año anterior. Distintas fuentes especializadas explican que esto se debe principalmente a la creciente incertidumbre económica mundial, que ha aumentado la volatilidad y reducido el dinamismo de las transacciones. Este impacto se ha sentido especialmente en los mercados emergentes, destacando en tal sentido la región latinoamericana y, por ende, Chile.

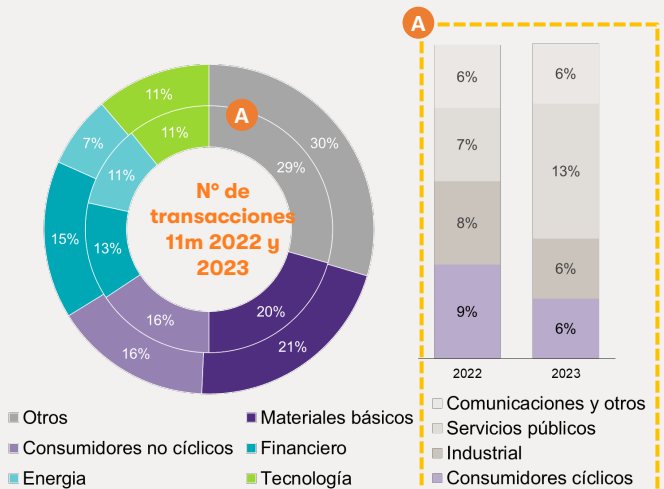
A nivel local, aunque eventos internos, como un proceso constituyente inconcluso, han afectado la confianza del inversionista, la disminución de transacciones de M&A se atribuye más a factores globales, entre ellos, el temor a una recesión mundial, el aumento de tasas de interés para contrarrestar la inflación, impactos económicos e incertidumbre política por conflictos como la guerra en Ucrania y la situación en Israel, así como desafíos en la cadena de suministro. Como resultado, las transacciones se contrajeron un 39% en Latinoamérica.

Respecto de los principales compradores de los targets chilenos, en 2023 han sobresalido Países Bajos (24%), Estados Unidos (15%), Canadá (17%) y Australia (4%), alcanzando en conjunto un 61% del total hasta la fecha (-3 p.p vs 11 meses 2022).

En tanto, los compradores locales representan el 14% de las transacciones (+8 p.p vs 11 meses 2022).

Los sectores con más transacciones fueron Materiales básicos y Consumidores no cíclicos, mientras que el sector de energía fue el que mostró una mayor disminución porcentual, con un 4 p.p.

Figura: Transacciones en Chile por sector industrial:



Fuente: Bloomberg terminal

## Los efectos de la tasa de descuento en valoraciones y su relación con el panorama económico actual

### Panorama actual

En el complejo contexto financiero actual, la tasa de descuento emerge como un factor crucial en la valoración de los activos. Esta nota explora la relevancia de la tasa de descuento, particularmente en un entorno económico fluctuante, y subraya su impacto en la evaluación precisa del valor de los activos.

### La tasa de descuento

La tasa de descuento es un componente esencial en el cálculo del valor presente de los flujos de efectivo futuros. Representa el costo de capital y el riesgo asociado a una inversión, siendo fundamental en la valoración de los activos y en la toma de decisiones de inversión. Una tasa de descuento adecuada refleja tanto el valor temporal del dinero como el riesgo específico del activo.

### Impacto de la tasa de descuento

La elección de la tasa de descuento adecuada es un ejercicio de equilibrio entre precisión y pragmatismo. Un cambio de solo un 1% en la tasa puede tener un impacto significativo en la valoración de activos, especialmente para aquellos con flujos de efectivo a largo plazo. Por ejemplo, para un activo que genere una renta perpetua de 100 dólares, un aumento de la tasa de descuento del 5% al 6% reduce su valor presente de US\$ 2.000 a aproximadamente US\$ 1.667, demostrando la alta sensibilidad de la valoración de activos a la tasa de descuento.

### Influencia del contexto macroeconómico en la tasa de descuento

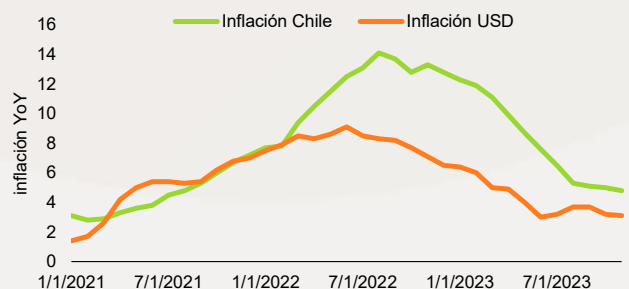
El entorno macroeconómico actual, caracterizado por la incertidumbre en materia de inflación y de tipos de cambio, así como por la volatilidad de los mercados, influye directamente en la determinación de la tasa de descuento. Factores como la política monetaria, las expectativas inflacionarias y los riesgos geopolíticos, deben ser considerados cuidadosamente al evaluar la tasa de descuento adecuada para la valoración de activos.

#### 1. Diferencial de inflación

El diferencial promedio de inflación entre Chile y Estados Unidos es del 2,38%, teniendo Chile una tasa de inflación más alta. Este diferencial es un indicativo claro del Efecto Fisher, que establece que las tasas de interés reales son aproximadamente iguales en todos los países, con las diferencias en las tasas de interés nominales reflejando diferencias en las tasas de inflación esperadas. Esto puede observarse en la diferencia entre las inflaciones de ambos países durante el año en curso.

#### Implicaciones:

- Para inversiones en Chile, una tasa de descuento más alta es necesaria para compensar la mayor inflación. Lo que se traduce en un mayor costo de capital y, por ende, una menor valoración de los activos.
- Al comparar inversiones entre países, es crucial ajustar las tasas de descuento para reflejar diferencias en la inflación, asegurando así comparaciones más precisas y justas.



Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg

## 2. Tipo de Cambio USD/CLP

El tipo de cambio USD/CLP tiene un promedio de 821,57, con una desviación estándar de 66,41, indicando una volatilidad significativa que puede tener un gran impacto en la valoración de activos con flujos de caja en diferentes monedas, especialmente si son en dólares, lo que puede generar volatilidad en los cierres de cada estado financiero. Dicho efecto puede apreciarse en el siguiente gráfico del año en curso.

### Implicaciones:

- **Valoración de activos multi moneda:** Para activos con flujos en diferentes monedas, una tasa de descuento ajustada es necesaria para reflejar el riesgo cambiario.
- **Estrategias de cobertura:** Las empresas pueden necesitar considerar estrategias de cobertura para mitigar el riesgo cambiario.



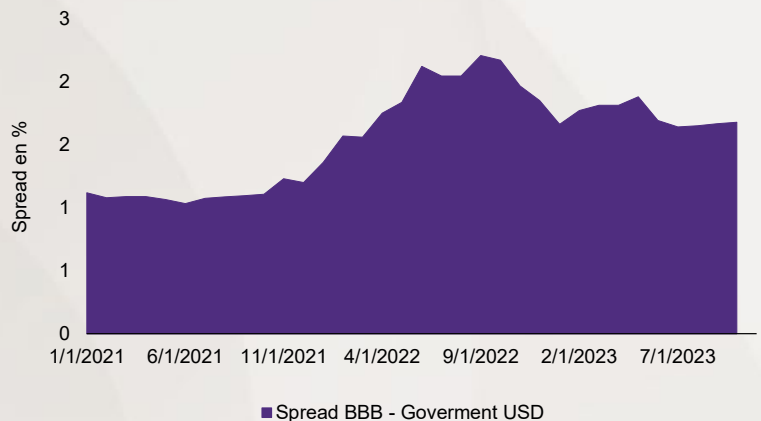
Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg.

## 3. Diferencial en rendimientos de bonos

El diferencial promedio en rendimientos entre bonos corporativos con una clasificación de riesgo BBB y bonos del gobierno de EE.UU. es de 1,56%, reflejando un mayor riesgo y un mayor costo de capital para empresas con calificaciones BBB.

### Implicaciones:

- **Costo de capital para empresas con calificaciones BBB:** Estas compañías enfrentan un costo de capital más alto, lo que debe reflejarse en una tasa de descuento mayor.
- **Influencia en la WACC:** Este diferencial afecta directamente la WACC, influenciando la valoración de activos de las empresas.

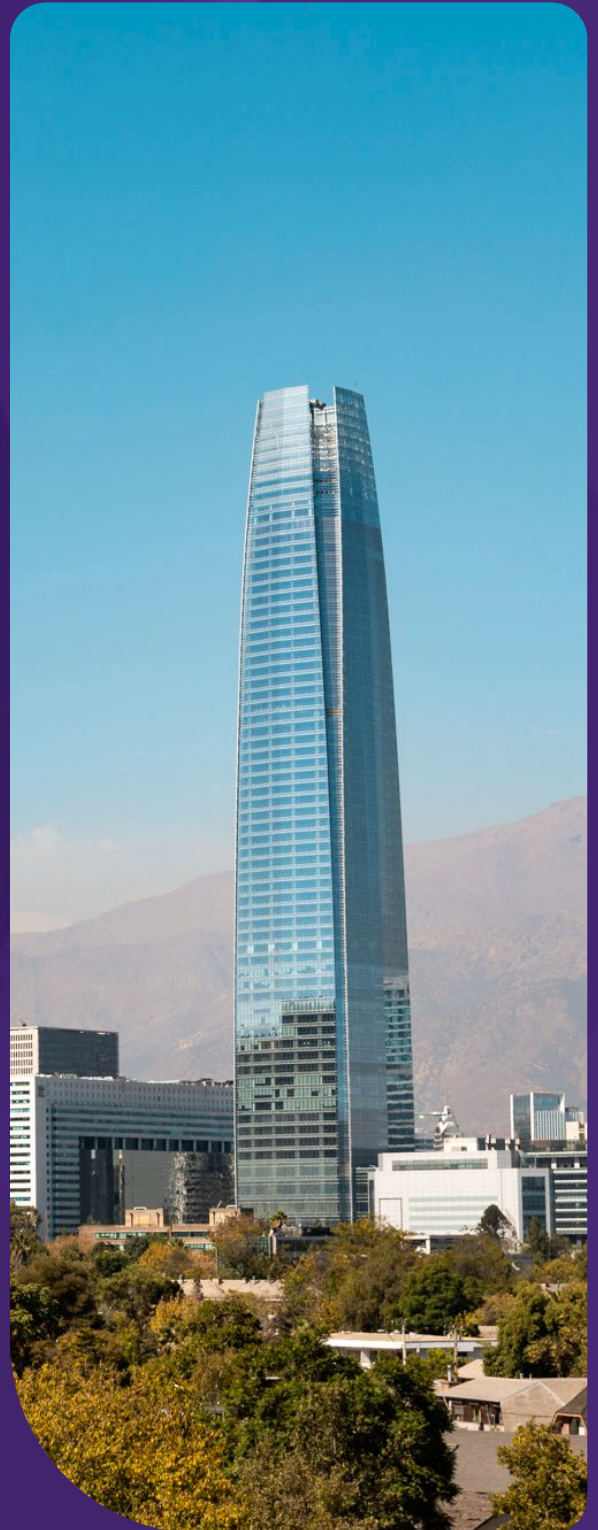


Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg.



## Conclusiones finales

La tasa de descuento no es un simple número en una ecuación financiera, sino una representación compleja de múltiples factores económicos y de riesgo. Su correcta determinación es vital para una valoración precisa de activos, lo que a su vez es fundamental para la toma de decisiones de inversión informadas y eficaces. En un mundo financiero cada vez más interconectado y dinámico, la comprensión y aplicación adecuada de la tasa de descuento sigue siendo un desafío clave para los analistas y los inversores.



## Contáctanos



**Rafael Malla**

Socio Líder Servicios de  
Asesoría Financiera  
[rafael.malla@cl.gt.com](mailto:rafael.malla@cl.gt.com)



**Salvador Zurita**

Socio de Consultoría en  
Finanzas Corporativas  
[salvador.zurita@cl.gt.com](mailto:salvador.zurita@cl.gt.com)



**Eugenio Poblete**

Socio de Consultoría en  
Transacciones  
[eugenio.poblete@cl.gt.com](mailto:eugenio.poblete@cl.gt.com)



**Edgardo Durán**

Socio de Risk Compliance  
& Forensic  
[edgardo.duran@cl.gt.com](mailto:edgardo.duran@cl.gt.com)



**Luis Méndez**

Manager Financial Advisory  
[luis.mendez@cl.gt.com](mailto:luis.mendez@cl.gt.com)



**Nicolás Neira Sotomayor**

Director Advisory  
[nicolas.neira@cl.gt.com](mailto:nicolas.neira@cl.gt.com)

Av. Presidente Riesco 5335, Of.603/402,  
Las Condes, Santiago, Chile.  
+56 2 33234460

[www.grantthornton.cl](http://www.grantthornton.cl)