

INFORME ECONÓMICO

OPINIÓN

EDITORIAL

Tipo de Cambio, Desarrollo Económico y Teoría del Capital (II)

Un proceso de desarrollo acelerado, producto de la mejor utilización del stock de recursos existentes, se refleja directamente en el tipo de cambio, precio que de alguna manera indica la productividad relativa de un país.

1

COMENTARIO MACROECONÓMICO

1995: El Año Que Podría Ser

Dadas las condiciones en que se encuentra la economía chilena, este año podría ser uno de los mejores en la historia de Chile. Sin embargo, una serie de errores de política económica han logrado empañar estas condiciones.

2

MERCADO DE CAPITALES

Si una mayor competencia en la generación de electricidad provoca algún efecto en el valor económico de la mayoría de las empresas que se transan en bolsa, éste debiera ser positivo.

3

ANÁLISIS SECTORIAL

REPORTE ESPECIAL

Gas Natural, Generación Eléctrica y Competencia

La posibilidad de contar con gas natural como insumo en el proceso de generación eléctrica produce un cambio fundamental en la estructura competitiva en esta industria. El efecto más significativo será la eliminación de barreras de entrada a este negocio.

4

PERÚ: SECTOR CEMENTOS

El sector cementos de Perú debiera experimentar un sostenido desarrollo producto de la necesidad de cubrir el déficit existente en vivienda e infraestructura así como del abaratamiento de las fuentes de financiamiento.

6

Empresas del Sector

Resumen de Cementos Lima y Cementos Norte Pacasmayo

8

CHILE: SECTOR FORESTAL

Se espera para los próximos 10 años una disminución de 11% en la cosecha anual de madera en los países desarrollados. En este escenario, Chile ha incrementado su oferta de productos forestales, mejorando a su vez la calidad y grado de procesamiento de estos productos.

9

Empresas del Sector

Resumen de Copec, CMPC e Inforsa.

11

CIFRAS Y TENDENCIAS

INDICADORES FINANCIEROS

A partir de este número, presentamos la evolución experimentada durante los últimos cinco trimestres por las principales cifras económicas y financieras de Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

13

TIPO DE CAMBIO, DESARROLLO ECONOMICO Y TEORÍA DEL CAPITAL (II)

En el largo plazo, el desarrollo económico se explica básicamente por el aumento en la cantidad y calidad de los recursos productivos. Sin embargo, desde el fin de la Segunda Guerra Mundial (1945) y, particularmente, desde la caída del Muro de Berlín (1989), pasa a tener especial relevancia como predictor del desarrollo económico la mejor utilización -producto de mejores políticas- del stock existente de recursos, principalmente el capital humano. Además, en muchos países encontramos otro hecho importante: a pesar de que la asignación de recursos de ahorro se hizo en forma muy inadecuada en el pasado, la inversión en capital humano fue, a Dios gracias, relativamente más eficiente, por lo que el potencial de desarrollo existente del principal recurso productivo es muy significativo. Un ejemplo típico de esto son los países comunistas- Rusia, China, Cuba, Alemania Oriental, Vietnam- y otros bien cercanos- Argentina, Chile y Uruguay, entre otros.

Si un país que ha estado sujeto a malas políticas- cuyo caso extremo es una guerra- pasa a ser regido por buenas políticas, los recursos disponibles se tornan más productivos que antes. Este es el caso de los "milagros" económicos que, como se puede apreciar, en sí no tienen nada de "milagroso", salvo que se aprecian tasas de crecimiento económico que no se explican a simple vista por el aumento de recursos. Casos clásicos son Alemania, Japón y Europa después de la Segunda Guerra y los tigres asiáticos más recientemente. Cada día se incorporan a este grupo un mayor número de países, entre los cuales - y en forma destacada- se encuentra Chile.¹

¿Qué tiene que ver todo esto con el tipo de cambio? Este es nuestro "nexo" con el resto de los países y, por lo tanto, sería insólito -e incluso sospechoso- que un proceso de desarrollo acelerado -o "milagroso" no se reflejara en justamente el precio que de alguna manera indica nuestra productividad relativa. Esto que suena tan obvio, es más evidente aún al ver las cifras. Basta sólo señalar que la relación real dólar/yen era en 1994 un 20% de la de 1960 y en el caso del dólar/marco de un 45%.

¿Cuáles son las monedas que deberían revaluarse más? Las de aquellos países cuyas políticas anteriores a los cambios fueron peores. Algunos candidatos interesantes: Rusia, Vietnam, Ucrania, China e India. En todo caso, no nos olvidemos de Chile, ya que nuestro proceso económico de reasignación de recursos -si bien no es de la magnitud de otros países- es de una naturaleza similar, es decir, es también "milagroso".^{2 y 3}

Ahora bien, queda flotando una pregunta válida: si los participantes del mercado creen que una moneda se revalorará en consideración a tasas de crecimiento relativo diferentes ¿por qué no se revalúa íntegramente de inmediato? La respuesta tiene que ver con la teoría del capital. Junto con las implicancias de este análisis, se tratará en el futuro.

Manuel Cruzat Infante

¹ La parte trágica es que a mayor "milagro" económico, mayor el "antimilagro" histórico de las malas políticas.

² De hecho, la problemática actual del desarrollo económico es la velocidad del ajuste, cada día más rápida por el avance técnico y la movilidad de capitales. ¿Ha pensado Ud. cuánto demorarían Cuba o Vietnam en desarrollarse ante políticas óptimas? Posiblemente, muy pocos años. Si no lo cree, mire Alemania Oriental.

³ El ajuste total tiene dos etapas. La primera, posiblemente más rápida, es la de llevar los recursos existentes, principalmente el capital humano, a su potencial. La segunda es invertir en capital humano hasta llegar a un nivel equivalente al de los países desarrollados, a través de educación y salud.

1995: El Año Que Podría Ser

Este año podría ser uno de los mejores en la historia de Chile. Los países desarrollados crecen sin mayores contratiempos, los términos de intercambio se acercan a sus valores de equilibrio y el país es reconocido en el mundo a través de una mejor clasificación de riesgo.

Como si lo anterior fuera poco, cambios tecnológicos hacen que el precio de la energía eléctrica baje sustancialmente con los consiguientes beneficios para la población y la actividad productiva. Sin embargo, una serie de errores de política han logrado empañar estas condiciones.

Los países se parecen en muchos aspectos a una empresa. En el caso de Chile, imaginamos una empresa con un excelente nivel de capital humano y con un potencial inexplorado durante décadas de administración ineficiente. Esto se traduce en una enorme cantidad de proyectos rentables junto con una escasez de capital para realizarlos.

La política de los ejecutivos de esta empresa ha consistido en aumentar el ahorro y bajar el endeudamiento para invertir los recursos en EE.UU. (es decir, mantener una cuenta corriente positiva) acumulando más de US\$ 15.000 millones en depósitos a plazo (reservas internacionales).

Celosos de sus objetivos, prohíben la entrada de recursos que van a financiar proyectos y se esfuerzan porque el valor relativo de su empresa sea lo más bajo posible (tipo de cambio real alto).

Existe una serie de variables -tasa de interés, tipo de cambio, cantidad de dinero, inflación y salarios reales- que en equilibrio producen los resultados deseados. No existe razón para pensar que el mercado se equivoca en su determinación produciendo desequilibrios que habría que corregir. Al contrario, frecuentemente es la propia autoridad la que introduce distorsiones que necesitan corrección, generando así una cadena de malas políticas.

La política de tipo de cambio real alto produce un superávit en cuenta corriente y un aumento indeseado en la cantidad de dinero (24% anual). Al ser esta política consistente con una tasa de interés superior a la de equilibrio, se produce un "exceso" de entrada de dólares. Nada mejor, entonces, que cerrar aún más la cuenta de capitales.

En este ambiente no escasean las recomendaciones. Se insiste en que el gobierno debe ahorrar, como si el gasto fuera un instrumento de política o como si subir los impuestos para que el fisco los guarde fuera bueno.

Otros sostienen que el gasto sube más que el producto (10,3% comparado con 6,6% en el primer trimestre). Se olvidan que la cuenta corriente, que por definición es la diferencia entre ingreso y gasto, pasó de un déficit a un superávit de más de US\$ 600 millones en el mismo período. Lo cual obviamente refleja las imperfecciones en la medición del producto que, entre otras cosas, no incorpora correctamente la variación en los términos de intercambio.

Demás está decir que la incertidumbre que provocan las políticas erradas es tal vez la principal explicación de la pobre rentabilidad de las acciones en lo que va corrido del año. La recomendación es clara: se debe liberar el tipo de cambio y abrir completamente la cuenta de capitales. La tasa de interés va a bajar produciéndose un aumento del gasto y una disminución en la inflación.

Al final este escenario se dará de todas maneras. La diferencia es que con la política actual se retrasa el desarrollo de los proyectos con el consiguiente costo social.

Juan Braun Llona

Visión del Mercado Accionario Chileno y Peruano

El transporte de gas natural a nuestro país provocará un cambio tecnológico importante en la industria de generación eléctrica en Chile. La disponibilidad de gas permite que se incorporen a muy bajo costo nuevos y más eficientes generadores al sistema eléctrico, disminuyendo considerablemente las barreras de entrada de esta industria.

En un escenario de mayor competencia como el descrito, ya sea con uno o más gaseoductos, con tres o siete centrales a gas, existirán incentivos para que nuevos operadores entren a competir a esta industria mientras los precios de venta de energía eléctrica no disminuyan lo suficiente como para hacer poco rentable dicha decisión. En este sentido, encontramos poco relevante la actual discusión sobre cual será el número de gasoductos o centrales generadoras a gas que finalmente se construirán en el sistema eléctrico chileno.

El nivel que alcance la disminución de precios de la energía eléctrica dependerá fundamentalmente de la rentabilidad que están dispuestos a recibir por su inversión los potenciales nuevos operadores. Nuestras estimaciones indican que de exigir estos operadores una rentabilidad en torno al 8% de su inversión, los precios de venta de energía debieran caer en torno al 35%.

Una disminución substancial y permanente de precios como la descrita no necesariamente debiera afectar de igual forma a todas las empresas que actualmente participan en el negocio eléctrico. Aquellas empresas cuyo crecimiento futuro se ve limitado a su actual capacidad de generación serán las más afectadas por esta competencia.

La economía como un todo será la principal beneficiada de este proceso producto de substanciales disminuciones en el valor que deberá pagar por este insumo. Por esta razón, resulta extraño el comportamiento seguido por el conjunto de acciones de sociedades no asociadas al negocio eléctrico frente al problema puntual de dicho sector. Si producto de una mayor competencia en la generación de electricidad se produce algún efecto en el valor económico del patrimonio de estas empresas, éste debiera ser positivo. Para las empresas no eléctricas, que constituyen la mayor parte de nuestro mercado accionario, las menores tarifas repercutirán directamente en menores costos de explotación, con el consiguiente efecto positivo en los resultados financieros futuros.

En este número de Informe Económico hemos incluido un análisis sobre el sector cementos de Perú. La economía peruana muestra un fuerte desarrollo, el cual permite proyectar para este año una tasa de crecimiento del producto en torno al 8%. Esta economía se ha visto beneficiada por buenas políticas económicas, consistentes en un ordenamiento de las cuentas fiscales, una clara apertura de la cuenta de capitales y la libre fluctuación del tipo de cambio. El tipo de cambio real ha mostrado una fuerte baja en los últimos años, consistente con la aplicación de políticas cuerdas.

El mantenimiento del actual manejo económico, permitirá en el corto plazo mejorar la percepción de riesgo-país de Perú, lo que debiera traducirse en un abaratamiento del crédito externo y una disminución en la tasa de descuento aplicable a las acciones que transan en la bolsa local, con el consiguiente incremento en el valor de dichos instrumentos.

Todavía existe un fuerte desequilibrio en el mercado de capitales peruano el que se manifiesta en tasas reales de interés desproporcionadamente altas. Las decisiones que ha venido tomando la autoridad económica en Perú tendientes a frenar, a través de la imposición de encajes, el flujo de créditos externos, no ayuda en nada a reducir dicho desequilibrio.

Henry Rudnick V. de W.

Gas Natural, Generación Eléctrica y Competencia

*Rodrigo de Diego C.
Henry Rudnick V. de W.*

Introducción:

La posibilidad de contar con gas natural como insumo en el proceso de generación eléctrica produce un cambio fundamental en la estructura competitiva de esta industria. La disponibilidad de este insumo eliminará barreras de entrada a este negocio, posibilitando el acceso de operadores con capacidad de generar energía eléctrica a bajo costo.

Como resultado de este proceso, se desplazará del sistema a los generadores menos eficientes, produciéndose una disminución importante en las tarifas eléctricas. De acuerdo a nuestras estimaciones, en equilibrio las rebajas de tarifas debieran superar el 30%, pudiendo esta rebaja llegar incluso al 45%, dependiendo de los supuestos considerados en el análisis.

Limitantes del actual sistema de generación de electricidad:

El crecimiento de la oferta eléctrica en la zona centro sur del país ha estado determinado hasta hoy por la entrada en operación de nuevas centrales hidro y termoeléctricas. Pese a que la energía hidroeléctrica es la más eficiente en términos de costos de operación, factores legales y técnicos restringen el crecimiento que esta fuente de energía puede tener dentro del sistema.

Entre estos factores se cuenta la disponibilidad de derechos de agua, el tamaño mínimo que deben tener las centrales, el que muchas veces supera el requerido por el crecimiento de la demanda, y la disponibilidad de recursos hidrológicos en años secos.

El resto de la energía entregada por el sistema es generada por centrales térmicas, que usan como insumos principalmente carbón, fuel o diesel. Teniendo a su favor una mayor flexibilidad para crecer, la energía termoeléctrica acusa un alto costo de operación. Estos costos muestran una gran disparidad entre distintas centrales, dependiendo de la antigüedad de las instalaciones y del insumo utilizado.

Centrales de ciclo combinado: cambio tecnológico

La incorporación del gas natural al proceso de generación de energía eléctrica permitirá un cambio tecnológico importante dentro del sector. Gracias a la disponibilidad de este insumo, podrán entrar en operación centrales con características que las hacen más competitivas que cualquier central termoeléctrica actualmente en funcionamiento.

Estas centrales generadoras, denominadas de ciclo combinado, demandan niveles de inversión sustancialmente menores que las centrales hidro o termoeléctricas tradicionales. A modo de ejemplo, el costo de inversión de una central de ciclo combinado como la que ha anunciado construir Chilgener asciende a los US\$588 por KW. Una central termoeléctrica como GUACOLDA II, en construcción por la misma empresa, requiere de una inversión de US\$1.366 por KW.

A su vez, los costos de operación de estas centrales resultan bastante menores que los de centrales térmicas a carbón, fuel o diesel. Hoy en día las centrales térmicas más eficientes tienen un costo variable de operación en torno a los 2 centavos de dólar por KWh producido. Para las centrales de ciclo combinado, este costo de operación no supera los 1.5 centavos de dólar por KWh.

Bajas Barreras de Entrada:

Por las características propias de las centrales de ciclo combinado, no hay mayores limitantes técnicas al número de centrales que puedan entrar a operar en el sistema eléctrico. Estas centrales requieren de mínimo espacio físico, generan bajos niveles de contaminación, lo que les permite ubicarse en la cercanía de los principales centros consumidores, y tienen tamaño de operación variable.

La disponibilidad de gas tampoco representa una barrera significativa. Incluso en el escenario en que sólo se construya un gasoducto, éste contaría con suficiente disponibilidad de gas para permitir el ingreso al sistema de algunas centrales adicionales a las ya programadas.

En lo que se refiere a costo del insumo, éste no debiera sufrir modificaciones sustanciales a futuro, los precios de los combustibles se encuentran en general en niveles de equilibrio de largo plazo y el precio actual de venta del gas natural en el mercado transandino está a valores comparables con los observados en mercados más desarrollados.

Lo que hará más competitiva la industria de generación eléctrica:

Quizás el efecto más significativo de la introducción de centrales de ciclo combinado al sistema será el abrir la posibilidad para que múltiples operadores puedan entrar al negocio de generación eléctrica en Chile, gracias a las menores barreras de entrada a este negocio.

El resultado neto del ingreso de estos nuevos operadores será una disminución en el precio de venta de energía.

El sistema de tarificación eléctrica que fija el precio de nudo, que es el precio que las generadoras cobran a las empresas distribuidoras por la energía vendida, se basa en el principio de que los precios de venta deben reflejar el costo marginal de producir la energía que demanda el sistema. Este costo marginal está determinado por el costo de operación de las centrales más ineficientes que deben funcionar durante el proceso de generación de electricidad. Hoy dicho valor viene dado principalmente por las distintas funciones de costos de operación de las centrales termoeléctricas de carbón o petróleo.

El ingreso de centrales de ciclo combinado al sistema eléctrico vendrá a reemplazar en gran parte la generación de origen termoeléctrico. Al disminuir la participación de estas últimas en el proceso de generación de energía eléctrica, dejarán de determinar el costo marginal del sistema, honor que se transferirá a las centrales de ciclo combinado, produciéndose una disminución significativa en el precio de nudo.

Rentabilidad exigida a centrales de ciclo combinado y precio de la energía eléctrica:

Mientras mayor sea el número de centrales de ciclo combinado que entren al sistema, menor será el uso que tengan las centrales termoeléctricas tradicionales y por ende mayor la disminución de los precios de venta de energía.

El ingreso de nuevas centrales de ciclo combinado debiera producirse mientras resulte atractivo para un operador entrar a participar en el sistema. Existiendo bajas barreras de entrada al negocio, esta decisión vendrá determinada básicamente por la rentabilidad mínima que dicho generador exija a su inversión.

En un escenario donde los operadores exigen una rentabilidad mínima de 10% real anual en dólares, el acceso de nuevas centrales se producirá hasta el punto en que se produzca una disminución de 35% en el precio de venta de energía.

Esta disminución se incrementará al 40% si la rentabilidad mínima exigida llega al 8% y al 45% en caso que dicha rentabilidad mínima alcance el 5%. Rentabilidades como las descritas no son en absoluto bajas, considerando que gran parte del riesgo del negocio eléctrico chileno es totalmente diversificable.

Extensión de la competencia al sector distribución eléctrica:

En la medida que se materialice un mayor grado de competencia en la industria de generación, ésta debiera extenderse al poco tiempo hacia el mercado de distribución eléctrica.

La necesidad de los nuevos generadores de vender la energía producida los incentivará a establecer relaciones directa con clientes finales, a través de la negociación de tarifas libres.

En este sentido, debiéramos observar una tendencia hacia una mayor desintermediación del proceso de distribución de energía eléctrica.

Efecto sobre las empresas del sector

Un mayor grado de competencia dentro del sector eléctrico tendrá efectos distintos en cada empresa que participa en este negocio. Los más perjudicados con esta mayor competencia, serán aquellas empresas generadoras cuya capacidad de crecimiento se limita a sus actuales instalaciones. Son estas empresas las que debieran experimentar a futuro caídas sustanciales en sus niveles de ingresos.

Introducción:

El crecimiento de la economía peruana en los dos últimos años ha inducido un acelerado crecimiento en el sector construcción. Entre 1992 y 1994 el rubro creció 58.7%, porcentaje substancialmente superior al crecimiento del PBI (16.8%). Se estima que este acelerado crecimiento se mantendrá en los próximos años. Al primer semestre de este año el sector mostraba un crecimiento de 31.4%, proyectándose una tasa anual en torno al 20% para 1995.

El consumo de cemento per cápita en el Perú aún permanece bajo, siendo el nivel actual de 145 kgs / año, bastante inferior al consumo promedio de 170 kgs / año observado en Sudamérica.

Necesidades de inversiones en infraestructura:

Luego de la notable disminución de las inversiones en infraestructura de los años ochenta, el nivel deseado de obras de infraestructura es considerablemente superior al existente.

El gobierno peruano ha programado invertir en obras de ingeniería (carreteras, puentes, puertos, otros) y edificaciones no habitacionales (colegios, hospitales, etc.) US\$ 13,000 millones entre 1995 y el año 2005 (correspondiendo US\$ 1,100 millones al año 1995). En Perú, debiera pronto comenzar a operar el sistema de concesiones privadas de obras de ingeniería, lo cual permitirá incrementar substancialmente las inversiones en este sector.

Déficit que se repite a nivel de viviendas:

Se estima que existe en Perú un déficit de viviendas de 1.3 millones, el cual se incrementaría en al menos 100 mil unidades cada año, debido al incremento poblacional (2% anual) y por reemplazo de viviendas en mal estado. Si se eliminara este déficit de viviendas en 30 años se necesitaría invertir US\$ 1,800 millones anuales.

Desarrollo de un Mercado de Capitales de largo plazo:

La demanda de materiales de construcción en el país proviene principalmente de la autoconstrucción (58%), esto es, personas que en la medida de sus posibilidades de ingreso van construyendo y/o ampliando sus viviendas con recursos propios. El fenómeno de la autoconstrucción se explica por la falta de un adecuado y accesible financiamiento de largo plazo a tasas moderadas y ha sido la principal limitante del desarrollo de la industria de la construcción habitacional peruana. En la actualidad las oportunidades de financiamiento dan plazos máximos de 7 años y exigen tasas de interés en torno al 15% real anual.

El desarrollo que está experimentando el Mercado de Capitales peruano, sumado al mejoramiento del riesgo país, permitirá incorporar instrumentos de financiamiento de largo plazo a tasas substancialmente inferiores a las actuales. Este año ya se introdujo en Perú el sistema de letras hipotecarias para el financiamiento de bienes raíces. De repetirse la experiencia del mercado chileno con este tipo de instrumentos, el sistema debería provocar un cambio revolucionario en el mercado peruano de la vivienda.

Incremento de la rentabilidad del sector:

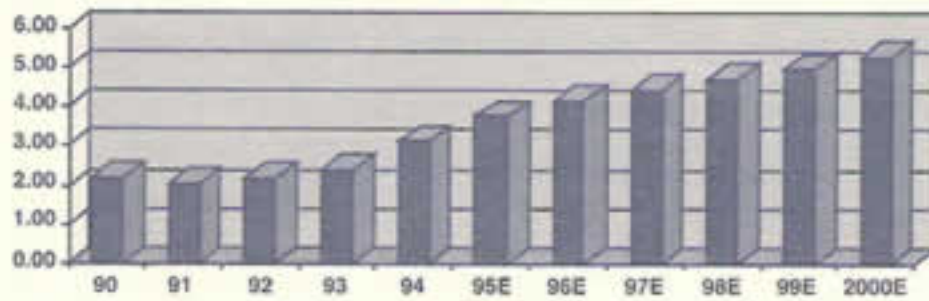
En los últimos años el sector inmobiliario ha venido mostrando un incremento sostenido en su rentabilidad. Por ejemplo, el índice real de precios de alquiler de viviendas se ha incrementado en 54.8% en el período 1991-1994, 5.1% durante 1994 y 5.4% en los primeros cinco meses de este año. A este efecto ha contribuido la liberalización de los alquileres (permitiendo que los mismos reflejen la escasez existente de vivienda), y las perspectivas de una paulatina reducción en las tasas de interés (incluido el riesgo-país).

Mercado segmentado regionalmente:

Las barreras de entrada (altos costos de transporte y reducidas posibilidades de importación) han permitido a las empresas cementeras regionales mantener mercados cautivos. El riesgo de competencia por importación de cemento es mínimo si se considera la competitividad de los precios nacionales (15% por debajo del precio de importación), los altos costos de transporte (comercializar cemento en un radio mayor a 400 kms. del centro de producción incrementa el precio en más del 10%) y la poca infraestructura portuaria y de almacenamiento.



Ventas de Cemento (Millones de TM)



Cinco empresas se distribuyen el mercado nacional:

La ubicación geográfica de las cementeras les permite atender casi en forma exclusiva a determinadas regiones del país. Cementos Lima, la empresa más importante, cubre el 41.9% de la demanda nacional atendiendo en un 82% las necesidades del departamento de Lima y ciudades cercanas (el mercado regional más grande del país y el de mayor crecimiento ya que concentra la mitad de la población y el 65% del PBI). La segunda en volumen de ventas es Cementos Norte Pacasmayo que atiende toda la costa norte del país (22.7% de la demanda nacional). Las tres restantes compañías se reparten la zona sur y oriental del país.

Producción cercana a la capacidad instalada del sector:

Las cementeras están operando al 79.4% de la capacidad máxima de producción nacional (4.6 millones de TM anuales), muchas de ellas superan incluso la capacidad de producción de insumos intermedios. Para poder suplir el incremento proyectado de la demanda, la industria se ve en la necesidad de realizar fuertes inversiones para incrementar la producción. Por lo pronto, Cementos Lima triplicaría su capacidad de planta con inversiones de US\$ 170 millones durante los próximos dos años y Cementos Norte Pacasmayo la duplicaría a un costo de US\$ 80 millones en similar período. Producto de estas inversiones la capacidad de producción total de cemento se elevaría a 8.9 millones de TM anuales, sin considerar los potenciales proyectos de las restantes cementeras del país.

Proyectado incremento en las utilidades de las empresas del sector:

Una vez finalizados los proyectos de ampliación de planta, Cementos Lima y Norte Pacasmayo incrementarían notablemente su rentabilidad, debido al mayor potencial de crecimiento de sus mercados. Cementos Lima elevaría sus ventas en un 91% para el año 2000 con respecto a 1994, incrementándose las utilidades en un 125% en el mismo período (utilidades de US\$ 23.1 millones durante 1994 y ventas de 112 millones).

Cabe considerar que para 1995 y 1996 el incremento de las utilidades sería menor debido a incrementos temporales en los costos de producción.

Por otro lado, Cementos Norte Pacasmayo elevaría sus ventas en 43% originando un incremento de las utilidades en un 117% para el año 2000 comparado con el año 1994. Para esta empresa se espera que las utilidades de 1995 sean 17% mayores a las del año anterior (US\$ 16.1 millones).

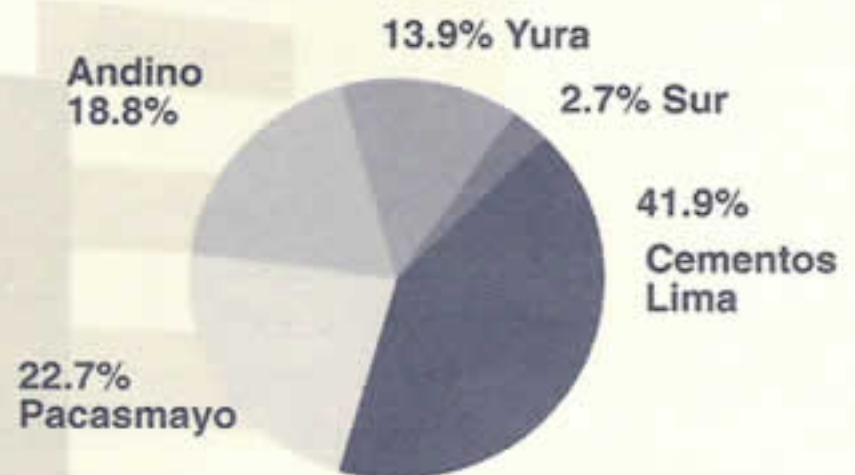
Perspectivas

de incrementos de costos de producción:

Debido a que algunas empresas estarían importando una parte significativa de los insumos necesarios para la producción de cemento (cuellos de botella que se solucionarían una vez finalizados los proyectos mencionados) los costos de producción se incrementarían en 15% transitoriamente hasta el año 1998.

Otro factor de producción que influiría en un aumento en los costos sería el de la energía eléctrica (12.3%), ya que en los próximos meses se espera un alza en las tarifas debido al exceso de demanda energética; para solucionar este factor las principales cementeras estarían proyectando realizar inversiones que les den autonomía en el suministro de energía eléctrica.

Distribución de Mercado 1995



CEMENTOS LIMA S.A.

Patrimonio Bursátil: US\$ 405 millones.

Relación precio utilidad proyectada: 1995: 16.7 **1996:** 14,22

Producción de Cemento: 760,001 TM. (toneladas métricas, período enero-junio de 1995).

La mayor empresa cementera del país, abastece al mercado regional más atractivo en cuanto a potencial de crecimiento: la costa central, mercado donde habita cerca de la mitad de la población y concentra alrededor del 65% del ingreso nacional.

Gracias a su privilegiada ubicación, a 28 Kms. al Sur de Lima, Cementos Lima es capaz de suplir en un 82% la demanda regional, representando el 42% de la producción total nacional.

Producto del acelerado crecimiento en las ventas, la empresa se ha visto en la necesidad de realizar importaciones de su principal insumo (clínker) con el fin de incrementar su capacidad de producción. En la actualidad la empresa opera a un 90% de su capacidad máxima de producción de cemento y ha visto reducir su margen bruto de 56.3% a 50% por el mayor costo de insumos importados.

Durante 1995, las utilidades de la empresa debieran crecer un 15% respecto a los niveles alcanzados durante 1994, para 1996 se proyecta que éstas crezcan un 13% adicional, llegando a US\$ 30 millones anuales. Se espera que para esa fecha las ventas alcancen los US\$ 150 millones.

Los problemas para satisfacer el crecimiento de la demanda debieran solucionarse a partir de 1997, una vez que esté finalizado el programa de ampliación de sus instalaciones. Este plan, con un costo estimado de US\$ 170 millones, le permitirá triplicar la capacidad de producción, pasando de 3,500 TM/día en la actualidad a 10,500 TM/día.

Cementos Lima mantiene un bajo endeudamiento financiero (relación contable deuda/patrimonio de 0,10) por lo que se encuentra en excelente posición para obtener financiamiento de sus inversiones.

CEMENTOS NORTE PACASMAYO S.A.

Patrimonio Bursátil: US\$ 232 millones.

Relación precio utilidad proyectada: 1995: 11.8 **1996:** 8.3

Producción de Cemento: 416,857 TM.

(toneladas métricas, período enero-junio de 1995).

Cementos Norte Pacasmayo es el único productor en la región nor-occidental del país (la cementera más cercana es Cementos Lima a más de 600 Kms. al Sur) lo que le permite obtener un 8% adicional en el precio final de venta sobre un mercado que representa el 22% de la demanda nacional. Esta situación explica la alta rentabilidad de las operaciones de la empresa, alcanzando un margen de utilidades sobre ventas de 25%, la más alta de latinoamerica.

La empresa cuenta con capacidad ociosa de producción de 29%, por ello podrá aumentar la producción en 20% durante 1995 y 10% en 1996, sin incurrir en mayores costos de proceso. Para mediados de 1998, la empresa tiene programado ampliar su actual capacidad de producción al doble, llegando a contar con capacidad para 5,500 TM/día. Esta ampliación tiene un costo estimado de US\$ 80 millones.

Durante el tercer trimestre de 1995, está programada la paralización de parte del proceso productivo, por lo que la empresa se vería en la necesidad, por esta única vez, de importar insumos para mantener la producción.

Por lo anterior los costos de producción se incrementarían un 15% durante 1995 respecto a 1994, lo que sumado al crecimiento de 20% estimado de las ventas, proyectaría un crecimiento de las utilidades para 1995 en torno al 17%.

Para 1996, las utilidades de la empresa se verían incrementadas en un 42% adicional, llegando a US\$ 27 millones anuales. Se espera que para esa fecha las ventas alcancen los US\$ 90 millones.

Disminución neta en la cosecha anual de madera en la Cuenca del Pacífico:

Desde inicios de 1990, la tala de bosques en los principales países abastecedores de madera del mundo ha venido disminuyendo, producto del proceso de deforestación experimentado por los bosques de especies naturales, que entregan el 90% de los metros cúbicos de madera que se consume en el mundo; y del establecimiento de fuertes restricciones ambientales que han limitado la cosecha en importantes regiones de América del Norte y Asia. Para el año 2005, se estima que la cosecha anual de madera en estos países sea 11% inferior a la obtenida a fines de 1989, porcentaje que representa una reducción neta de 36 millones de m³ anuales.

Producto de estas restricciones, en el período 1987-1994 el precio de la madera en trozas (rollizos aserrables) y la madera aserrada (tablones) se ha incrementado a una tasa promedio de 6% anual, llegando la primera a US\$61,4 el mt³ el primer trimestre de este año y la segunda a US\$172,2 el mt³ a igual fecha.

Chile incrementará en forma sostenida su cosecha anual de madera con fuerte crecimiento de la industria de derivados de ésta:

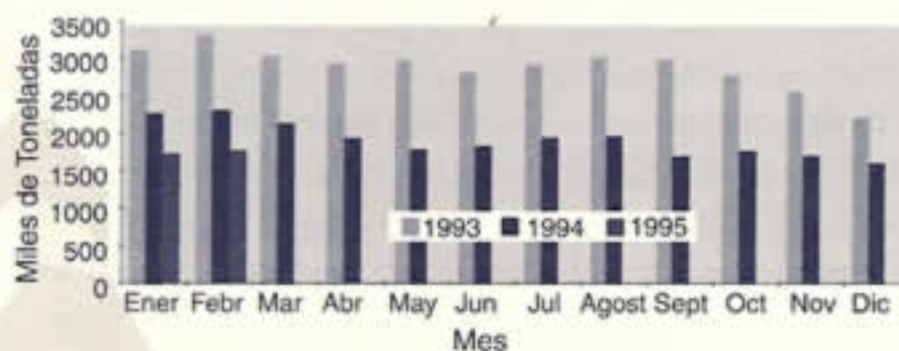
De acuerdo a la última estimación realizada (INFOR 1991), en Chile el saldo positivo entre crecimiento de bosques y madera cosechada alcanzó a los 9,55 millones de m³ en 1991. Chile ha mantenido en el pasado una relación de forestación a cosecha de 4 a 1, situación que ha permitido incrementar sostenidamente el volumen anual cosechado. Se espera que durante los próximos 10 años la madera disponible de pino radiata aumente a una tasa promedio de 3% por año; esta especie constituye más del 80% del bosque nacional que se genera a partir de plantaciones. Actualmente se cosechan entre 17 y 20 millones de m³ anuales de pino radiata, estimándose que en el año 2020 la cosecha de esta especie llegue a los 37 millones de m³ anuales.

En los últimos 20 años, la producción del sector forestal (industria de madera y sus derivados) ha crecido en promedio un 5% anual, mostrando alta volatilidad de un año a otro. Para los próximos 5 años se proyectan inversiones por US\$3.500 millones, destacando proyectos en celulosa que incrementarán la capacidad de producción en más de un 50% y en madera aserrada que incrementarán la producción en más de un 30%. Estas inversiones permitirán aumentar el valor del sector forestal privado (Patrimonio Forestal e Industria) en 25% en igual lapso.

Favoreciendo una mayor participación de Chile en el comercio mundial de productos forestales:

Actualmente Chile participa con un 2,5% en promedio en el comercio mundial de productos forestales, siendo hace tres años sólo un 1% del total exportado en el mundo. De acuerdo a estimaciones de la Corporación Nacional Forestal, este porcentaje debiera llegar durante los próximos 10 años a un promedio entre 5% y 6% del total mundial de exportaciones forestales.

Niveles de Inventario Mundial de Pulpa Blanqueada



Fuente: Revista "PaperTree Letter", abril 1995

Cambios estructurales en la industria forestal chilena para la próxima década:

En el país se producirían tres cambios estructurales durante la próxima década. El primero es una mayor oferta de materia prima, producto de la alta tasa de plantación realizada en los últimos 20 años. El segundo es una creciente sustitución de madera nudosa por madera libre de nudos, a través de manejo de plantaciones y podas. Actualmente un 40% de la masa forestal de pino radiata se encuentra con régimen de manejo intensivo para producir madera libre de nudos.

La cosecha de esta madera libre de nudos incrementará significativamente los márgenes obtenidos por la industria al tener ésta un valor hasta 4 veces superior al de una troza sin manejo (para pulpa). El tercer cambio corresponderá al crecimiento de la industria secundaria; esta industria está constituida por productos como muebles y partes, molduras, puertas y marcos.

Durante los últimos 10 años, los productos secundarios (10% del total de ingresos por exportaciones durante 1994) han mostrado una tasa de crecimiento anual en torno al 55%, la que se compara con tasas de crecimiento en torno al 14% para los productos primarios (celulosa, astillas, trozas, papel periódico, madera aserrada).

Atractivos márgenes en productos secundarios:

Los productos secundarios exportados se caracterizan por la mayor estabilidad mostrada en sus precios, en comparación a los productos primarios; y por los altos márgenes de comercialización obtenidos, pudiendo llegar éstos a valores entre 60% y 70% en las empresas más eficientes. El desarrollo de esta industria requiere contar con plantas de secado de madera y aserraderos de alta tecnología. Se estima que las inversiones en la industria de aserraderos y plantas de tableros sumarán los US\$1.000 en los próximos 5 años.

Alta sensibilidad del precio de la celulosa respecto del comportamiento de las economías desarrolladas:

La celulosa, producto que concentra el 45% de los embarques de derivados de la madera, muestra mundialmente inflexibilidad de oferta en el corto plazo, con el consiguiente efecto en la volatilidad del precio. En los últimos tres años éste ha variado desde los 304 dólares por tonelada, vigente en diciembre de 1993 para la celulosa blanqueada, a los 925 dólares observados en la actualidad. El comportamiento del precio de la celulosa muestra ciclos que varían fuertemente en duración y amplitud a través del tiempo y está muy relacionado al comportamiento de las economías desarrolladas como Estados Unidos Japón y en forma particular a la de China. Un aumento de un 1% en el Índice de Producción Industrial promedio para estos países, genera una variación positiva de 4,4% en el precio de la celulosa. El nivel de correlación entre ambas variables alcanza el 60%.

Alza en el precio de la celulosa a partir de 1994 se mantendría hasta 1996:

La recuperación de las principales economías del mundo y los problemas de abastecimiento de madera para la producción de celulosa hicieron que los niveles de inventario de este producto mostraran una disminución de más de 25% entre 1993 y 1994. Estos niveles aún no se han recuperado a pesar de que la mayoría de los productores se encuentran operando al 100% de capacidad. Dado el desempeño que están mostrando las economías desarrolladas, se espera que la tendencia al alza en precios de la celulosa continúe hasta fines de 1995. A partir de 1996 entrarán en operación nuevas plantas productoras, las que tendrían capacidad para eliminar el exceso de demanda sólo si ésta se mantiene en los niveles actuales. Entre los proyectos más importantes destacan dos en Estados Unidos con capacidad combinada de 640.000 toneladas y uno en Indonesia con capacidad de

Grandes inversiones en la industria de pulpa:

Ante el ciclo de aumento en precios, las empresas del rubro han respondido con un mayor número de toneladas enviadas al exterior. La industria nacional proyecta realizar inversiones por US\$2.500 millones en los próximos 5 años, destacándose la nueva Planta Valdivia de COPEC con un 60% de incremento de su capacidad actual y la nueva planta de CMPC con un 70% más de capacidad con respecto a lo que produce al año actualmente. Chile tiene en la actualidad una capacidad de producción de 1,8 millones de toneladas al año aproximadamente, estimándose que ésta aumente a más de 2,8 millones de toneladas al poner en marcha estos proyectos.

Prórroga al Decreto Ley 701, base discutida para el desarrollo del sector:

El Decreto Ley 701, que fomenta la forestación de terrenos aptos para la producción silvícola se prorrogó hasta mayo de 1996. Este decreto subsidia el 75% del costo de forestación y manejo de bosques, además de garantizar la propiedad de los terrenos, aspectos que fueron claves en el momento en que se promulgó este decreto y que sirvió para convertir a este sector en una alternativa de inversión atractiva. El impacto que tiene este subsidio en los costos de producción depende del producto que se considere; en el caso de la madera en trozas para aserrar, el costo de la materia prima (bosque en pie) representa un 31% del costo de la mercadería puesta en su mercado de destino, cifra que baja al 12% para el caso de la producción de celulosa. Actualmente no se justificaría la aplicación de este decreto por un nuevo período. La existencia de un mercado de capitales que permite diversificar el plazo y el riesgo involucrado en una inversión forestal y los incentivos que hoy entrega el mercado de la madera para invertir en forestación de nuevos terrenos, son en si factores que generan los suficientes atractivos para el desarrollo del sector.

Sector Sensible al Tipo de Cambio:

Una caída en el tipo de cambio se traduce en menos ingresos para el sector, considerando que en general el precio de sus productos se fija en dólares y que el sector exporta en promedio un 55% de su producción. Los costos del sector en su mayoría no están indexados al dólar. Proyectando para este año ingresos totales del sector por US\$ 3.700 millones y una revaluación real en torno al 15%, se puede esperar menores ingresos a nivel operacional del orden de US\$600 millones. Algunos

medidas. Cabe destacar que hasta 1994 existía un exceso de demanda de 800.000 toneladas de celulosa.

podido neutralizar en parte esta pérdida asumiendo compromisos en dólares o usando instrumentos derivados de cobertura.

300.000 toneladas de exceso de d

COMPañIA DE PETROLEOS DE CHILE S.A.

Patrimonio Bursátil: US\$ 7.800 millones.

Relación precio utilidad proyectada: 1995: 14.2 **1996:** 15.2

Patrimonio Forestal: 414.000 has. plantadas de Pino Radiata y Eucaliptos.

COPEC desarrolla actividades en los sectores combustibles, forestal, eléctrico, minero, pesquero y servicios, siendo los dos primeros los más relevantes en términos de generación de utilidades y concentración de activos. En conjunto, combustibles y forestal generaron en 1994 el 75% de las utilidades y concentraron el 84% de los activos.

Se espera que los ingresos del área forestal de COPEC se incrementen a una tasa promedio anual en torno al 7% los próximos 10 años. La empresa tiene considerado aumentar la capacidad de aserrío en un 100%, con lo cual las ventas de madera aserrada pasarán a explicar el 40% de los ingresos de este sector, versus el 25% que explican en la actualidad.

El negocio de madera aserrada tiene una rentabilidad en torno al 20% y muestra mayor estabilidad en los precios en relación a negocios como la celulosa.

La producción de celulosa de COPEC se realiza a través de Celulosa Arauco. Esta empresa tiene niveles de eficiencia superiores al de las principales productoras del mundo lo que le permite obtener resultados positivos incluso durante los ciclos de baja del precio de este producto.

Para Celulosa Arauco, un precio de US\$1.100 por tonelada, como se proyecta para fines de este año, le permite obtener márgenes sobre el precio de venta superiores al 75%. Arauco invierte anualmente en incrementar sus hectáreas plantadas y así asegurarse un nivel creciente de cosecha.

Para el año 2000, se pretende duplicar la cosecha actual de madera pasando de 4,7 millones de m³ a 9,5 millones de m³ lo que le permitiría autoabastecerse en aproximadamente un 70%. La producción de celulosa se elevará en un 60% en 5 años más gracias a la puesta en marcha de una nueva planta en Valdivia.

El sector combustibles ha crecido históricamente 1,5 veces la tasa de crecimiento del PGB, esperándose que en el largo plazo este crecimiento baje a la tasa de crecimiento del PGB, producto de la entrada al mercado del gas natural, sustituto de petróleos combustibles y gas licuado.

COPEC participa con un 22,5% en el proyecto de distribución de gas natural a través del consorcio Gas Andes. COPEC participa además en el negocio de extracción de petróleo en Ecuador en conjunto con ENAP.

Las tasas de crecimiento esperadas de los ingresos de los diferentes sectores donde está presente COPEC indican que el precio de esta acción aún no refleja su valor económico.

EMPRESAS CMPC S.A.

Patrimonio Bursátil: US\$ 3.267 millones.

Relación precio utilidad proyectada: 1995 : 16,0 **1996 :** 21,0

Patrimonio Forestal: 292.975 ha plantadas de Pino Radiata y Eucaliptos.

CMPC mantiene una estructura en que se distinguen cinco áreas de negocios. Estas son celulosa, forestal, productos tissue (productos higiénicos), papeles y productos de papel. Las más importantes en términos de aporte a los ingresos son celulosa y productos tissue, con 33,4% de las ventas consolidadas de la compañía durante 1994.

La empresa es líder en participación de mercado en la mayoría de sus negocios, destacando una participación en tissue y pañales superior al 65% en Chile. Cabe señalar que cuenta además con inversiones en Uruguay, Argentina y Paraguay a través de su filial en el mercado transandino.

En los mercados en que esta empresa participa existe una gran competencia en la mayoría de los rubros, siendo especialmente fuerte en cajas de cartón corrugado (6% de las ventas de CMPC durante 1994), donde existen otras cuatro grandes fábricas y se anuncia la construcción de una más con una capacidad de producción similar a la que tiene CMPC.

En pañales (21,7% de las ventas de CMPC durante 1994), la entrada de la multinacional Kimberly Clark, líder en participación de mercado en Estados Unidos, ha hecho que este negocio sea extremadamente competitivo. Se estima que el precio de este producto ha bajado más de un 15% con la entrada al mercado de este nuevo competidor.

La empresa está desarrollando un amplio plan de inversión que incluye una nueva planta de cartulinas por US\$ 200 millones y una nueva planta de celulosa por US\$1.000 millones. Estas inversiones y las tendientes a incrementar la capacidad actual de sus plantas harían crecer las utilidades de CMPC a una tasa promedio anual aproximada de 9% los próximos 10 años.

Pensamos que el precio actual de la acción ya tiene descontado las perspectivas de desarrollo futuro de CMPC, tanto en lo que se refiere a sus actuales negocios como de los que surgen de su plan de inversiones.

INDUSTRIAS FORESTALES S.A.

Patrimonio Bursátil: US\$757 millones.

Relación precio utilidad proyectada 1995: 26.6; **1996:** 23.9

Patrimonio Forestal: 95.033 has. plantadas principalmente de Pino Radiata y Eucaliptos.

A pesar de los mejores precios registrados por el papel periódico durante este año, el valor económico obtenido de Inforsa no justifica el precio que actualmente tiene la acción en el mercado.

Inforsa basa su negocio comercial en la producción de papel periódico, sin embargo el valor de la compañía se encuentra explicado fundamentalmente por su patrimonio forestal. Este, calculado en US\$391 millones a diciembre de 1994, no debiera experimentar grandes crecimientos a futuro por corresponder a bosques en su mayoría maduros (15 años promedio).

En el negocio del papel periódico, existe en Chile un exceso de oferta, produciéndose 250.000 tons. al año y demandándose tan sólo 60.000 tons. En este mercado participan tres empresas productoras (Inforsa, Papeles Bío-Bío, Papeles Carrascal) las cuales compiten con el papel periódico de mejor calidad que se trae del exterior, el cual cubre el 28% del consumo interno.

Inforsa no ha definido inversiones significativas para mejorar la calidad del papel producido, la cual continúa siendo baja en relación a las exigencias que tendrían en el mediano plazo los mercados externos. La empresa tiene en etapa de estudio un proyecto de inversión que cumpliría con el objetivo de mejorar la calidad del papel e incrementar los niveles de producción.

Cabe destacar que esta empresa exporta a Latinoamérica el 60% de su producción, siendo los más importantes sus envíos a Argentina, Brasil y Perú. Las perspectivas de períodos de menor crecimiento para países de destino como Argentina y Brasil, debieran afectar las ventas de la empresa a la región.

Indicadores Económicos y Financieros Trimestrales de Latinoamérica

	ARGENTINA					BRASIL				
	jun-94	sep-94	dic-94	mar-95	jun-95	jun-94	sep-94	dic-94	mar-95	jun-95
PRODUCCION INDUSTRIAL (VARIACION EN 12 MESES)	1.4%	4.7%	2.3%	1.2%	-5.0%	4.8%	12.1%	17.3%	4.1%	9.6%
RESERVAS MONETARIAS INTERNACIONALES (US\$ MM)	16,645	16,634	17,563	12,632	16,050	41,461	41,857	38,806	33,742	n.d.
INDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR (VARIACION EN 12 MESES)	3.0%	3.7%	3.9%	4.4%	3.7%	5167.3%	2362.1%	941.3%	292.1%	31.4%
M1 (VARIACION EN 12 MESES)	22.0%	11.3%	8.6%	-7.5%	-8.9%	3885.7%	5342.6%	2362.2%	1046.7%	n.d.
SALDO BALANZA COMERCIAL (acu. desde enero de cada año) (US\$ MM)	-2,879	-4,308	-5,843	-656	605	6,967	11,151	10,606	-2,333	-3,798
VARIACION BURSATIL EN US\$ (acumulada en el año)	-10.8%	3.9%	-20.8%	-16.9%	-11.9%	12.6%	99.6%	59.8%	-35.2%	-23.9%
TIPO DE CAMBIO NOMINAL (Moneda local por US\$)	1	1	1	1	1	2,750	0,854	0,847	0,895	0,921
TIPO DE CAMBIO REAL (base junio 1994 = 100)	100	99,1	98,8	98,8	99,3	100	78,4	72,6	74,6	72,2
TASA DE INTERES REAL (en moneda local, base anual)	3.1%	6.1%	7.5%	12.9%	4.7%	9220.4%	16.7%	35.7%	25.6%	n.d.

El 01-07-94 se adoptó el plan Real
(Cr Real 2.750: Real 1)
El índice bursátil es el BOVESPA

	COLOMBIA					MEXICO				
	jun-94	sep-94	dic-94	mar-95	jun-95	jun-94	sep-94	dic-94	mar-95	jun-95
PRODUCCION INDUSTRIAL (VARIACION EN 12 MESES)	2.2%	3.3%	3.4%	4.2%	n.d.	4.9%	6.7%	0.1%	-4.1%	n.d.
RESERVAS MONETARIAS INTERNACIONALES (US\$ MM)	7,851	7,775	8,002	8,314	8,554	n.d.	16,000	6,148	6,850	10,082
INDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR (VARIACION EN 12 MESES)	23.1%	22.3%	22.6%	21.2%	21.6%	6.9%	6.7%	7.1%	20.4%	37.7%
M1 (VARIACION EN 12 MESES)	31.1%	0.0%	26.6%	20.7%	14.9%	10.6%	10.2%	3.8%	-13.8%	-10.9%
SALDO BALANZA COMERCIAL (acu. desde enero de cada año) (US\$ MM)	-1,339	-2,950	-3,445	-1,154	-1,771	-8,851	-13,642	-18,464	540	3,069
VARIACION BURSATIL EN US\$ (acumulada en el año)	32.1%	27.8%	16.0%	-10.9%	-9.2%	-20.5%	-3.5%	-43.4%	-43.5%	-25.5%
TIPO DE CAMBIO NOMINAL (Moneda local por US\$)	820	841	831	880	881	3.39	3.39	5.00	6.83	6.20
TIPO DE CAMBIO REAL (base junio 1994 = 100)	100	100,4	96,1	94,8	91,0	100	99,3	144,3	173,4	136,7
TASA DE INTERES REAL (en moneda local, base anual)	26.3%	30.9%	37.9%	35.5%	n.d.	9.4%	5.6%	-30.1%	-5.6%	11.0%

	CHILE					PERU				
	jun-94	sep-94	dic-94	mar-95	jun-95	jun-94	sep-94	dic-94	mar-95	jun-95
PRODUCCION INDUSTRIAL (VARIACION EN 12 MESES)	1.8%	1.5%	-0.9%	4.0%	5.4%	14.9%	12.0%	10.9%	6.3%	5.6%
RESERVAS MONETARIAS INTERNACIONALES (US\$ MM)	11,004	11,527	13,467	14,175	15,297	4,851	5,655	6,043	5,761	6,382
INDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR (VARIACION EN 12 MESES)	12.7%	10.4%	8.9%	8.2%	7.6%	24.2%	19.5%	15.4%	11.9%	11.1%
M1 (VARIACION EN 12 MESES)	15.6%	19.2%	22.4%	22.5%	27.2%	61.2%	69.5%	58.6%	60.8%	45.4%
SALDO BALANZA COMERCIAL (acu. desde enero de cada año) (US\$ MM)	-345	-341	660	835	1,304	-448	-622	-1,107	-524	-1,091
VARIACION BURSATIL EN US\$ (acumulada en el año)	19.5%	43.0%	49.8	-10.2%	15.3%	15.1%	44.8%	50.7%	-27.9%	0.0%
TIPO DE CAMBIO NOMINAL (Moneda local por US\$)	421	415	404	405	374	2.19	2.24	2.18	2.26	2.23
TIPO DE CAMBIO REAL (base junio 1994 = 100)	100	97.3	93.8	93.1	85.0	100	100.2	96.0	97.5	94.4
TASA DE INTERES REAL (en moneda local, base anual)	6.1%	6.1%	5.9%	6.2%	5.9%	36.9%	30.7%	24.1%	24.0%	28.2%

La producción industrial es la calculada por el INE
El índice bursátil es el IPSA

Se presenta el PIB en lugar de la producción industrial. El índice bursátil es el IGBVL

Tasas de interés presentadas:

Argentina: BONEX 89

Brasil: tasa mensual anualizada de los Títulos Federales Over/Sele

Chile: PRC 8 años

Colombia: tasa de interés promedio a 90 días efectiva anual publicada por el Banco de la República

México: CETES a 91 días

Perú: tasa activa de los préstamos hasta 360 días

Tasas de interés nominales deflactadas por la inflación trimestral esperada en base anual.