

OPINIÓN

EDITORIAL

Tipo de Cambio, Desarrollo Económico y Teoría del Capital (III)
El tipo de cambio de equilibrio en el largo plazo está dado por el valor presente relativo de los recursos productivos entre países. Las políticas que los países adopten determina el punto de equilibrio de largo plazo y su trayectoria hacia dicho equilibrio. 1

COMENTARIO MACROECONÓMICO

Política Fiscal
El gasto fiscal no es una herramienta eficiente para perseguir objetivos macroeconómicos, su rol está en la solución de las externalidades, los bienes públicos y las políticas redistributivas. El aumento del gasto fiscal no genera inflación y no tiene efecto sobre la balanza de pagos o la tasa de interés. 3

MERCADO DE CAPITALES

Fluctuaciones de la Bolsa Chilena
El ambiente de incertidumbre que existe hoy en la bolsa con respecto a los verdaderos valores de las acciones ha sido fomentado por la actitud asumida por el regulador y el inversionista institucional. 4

ANÁLISIS SECTORIAL

CHILE: SECTOR BEBIDAS Y CERVECERO

Chile ocupa el sexto lugar en el mundo en consumo per capita de bebidas gaseosas. El sector cervecero presenta en cambio, un bajo consumo per capita (28 litros al año), debido principalmente por el bajo precio del vino corriente, su más directo competidor. 5

Empresas del Sector

Resumen de Andina, Polar y Cervezas. 8

PERÚ: SECTOR CERVECERO

El mercado cervecero peruano presenta un consumo per capita bastante inferior al promedio latinoamericano, producto del bajo ingreso disponible y de la fuerte competencia de bebidas informales. Un mejoramiento en los niveles de ingreso de la población incrementaría significativamente la demanda por cerveza. 10

Empresas del Sector

Resumen de Cervecería del Sur, Backus & Johnston S.A., Cía. Nacional de Cerveza. 12

CIFRAS Y TENDENCIAS

INDICES ACCIONARIOS

El rendimiento negativo que percibimos para la bolsa se explicaría más por problemas en los indicadores que utilizamos para medirlo que por un efectivo mal desempeño de las acciones. 13

TIPO DE CAMBIO, DESARROLLO ECONOMICO Y TEORIA DEL CAPITAL (III)

El producto nacional bruto (PNB) de un país puede ser definido como el producto per capita multiplicado por el número de habitantes; o, alternativamente, como el total de lo producido en un período por la suma de los factores productivos, organizados de una determinada manera. Ambas definiciones son correctas; pero, ciertamente la segunda es mejor para predecir el comportamiento futuro del PNB.

Algunos autores han propuesto definir el tipo de cambio como la relación del precio entre transables y no transables -no muy útil como teoría predictiva- como el precio que determina el valor (presente) relativo de los recursos productivos entre países.

Este último concepto es mejor predictor, ya que permite visualizar, ante políticas concretas y evaluaciones indirectas del stock de recursos, cuál puede ser el punto de equilibrio de largo plazo del tipo de cambio y su trayectoria hacia dicho equilibrio.

Cuál es este equilibrio y cómo se puede estimar el valor de los recursos productivos?. Estos últimos se pueden agrupar en tres grandes categorías:¹ capital humano, recursos naturales y otros recursos de capital (carreteras, casas, máquinas, etc.). Para la mayoría de los países, el capital humano es lejos el recurso más importante (2/3 del total aproximadamente) y el factor de ajuste - si se descarta la inmigración como económicamente relevante- será el movimiento de capitales.

Para estimar el capital humano se pueden utilizar múltiples indicadores, pero creemos que un experimento imaginario puede ser ilustrativo: supongamos que los 14 millones de chilenos, sin ninguna desventaja idiomática en contra, emigran a los EE.UU. Después de 10 años evaluamos el sueldo promedio de este grupo en relación al sueldo promedio norteamericano. El porcentaje resultante nos da una estimación precisa del capital humano relativo entre los dos grupos.²

Supongamos que también se tienen estimaciones del valor de los otros recursos productivos. En este caso, a igualdad de políticas, el punto de llegada del tipo de cambio entre dos países debe corresponder exactamente al valor relativo per capita de los recursos.

Por ejemplo, si nuestro capital humano fuera 75% del de EE. UU. y los otros recursos de un 50%, ante las mismas políticas y una vez que el ajuste se haya producido, el tipo de cambio en relación con el dólar debería ser de una magnitud tal que, en términos de transables, nuestro ingreso per capita sería aproximadamente 66% del de EE.UU. Si suponemos que nuestro actual producto per capita es 1/6 del norteamericano, el ajuste se produce con una revaluación, respecto al dólar, de 75%.³

En general, en relación con los países desarrollados, deberíamos experimentar una revaluación; con aquellos países que parten más atrás que nosotros en el camino hacia buenas políticas -Cuba y Vietnam, por ejemplo-

¹ El Banco Mundial acaba de publicar un estudio que procura medir la riqueza de los países. Si bien deberá ser sometido a múltiples correcciones y perfeccionamientos, este tipo de análisis representa un gran avance hacia mediciones adicionales a la imperfecta aproximación sobre performance y bienestar que refleja el PNB.

² Todo chileno que haya vivido en el extranjero posee experiencias personales interesantes en este sentido, producto de la simple observación del rendimiento concreto -incluyendo la desventaja idiomática- de grupos de compatriotas en los respectivos países.

³ Estas cifras corresponden a la corrección inicial, producto del cambio de las políticas. La posición final descansará básicamente en las limitaciones del ajuste del capital humano.

deberíamos tener una clara devaluación. Lo que ocurra en promedio dependerá de lo que pase en Chile y en el resto del mundo.⁴

dor de la ecuación del valor presente; su estabilidad y una razonable explicación de ellas, disminuyen el denominador, maximizando así su valor.

La trayectoria del ajuste en el tiempo del tipo de cambio real y el tipo de cambio real

Política Fiscal

Hace algún tiempo que existe una controversia acerca de la política fiscal. La discusión ha vuelto a la primera plana con el anuncio de la nueva Ley de Presupuesto que contiene un aumento real del gasto fiscal de aproximadamente 6,5%. Es útil pensar más a fondo sobre el rol del gasto de gobierno.

Para entender el objetivo del gasto fiscal se debe examinar el rol del Estado en una economía moderna que intenta maximizar el valor de su riqueza. Este rol consiste en solucionar los problemas de externalidades y bienes públicos y en diseñar una política redistributiva lo menos distorsionadora posible. La política fiscal es la herramienta principal para conseguir estos objetivos.

Se pueden extraer algunas conclusiones útiles de lo anterior:

- Es muy probable que el tamaño óptimo del Estado esté más cerca del 10% de la economía que del actual 30%, dado el objetivo de la política fiscal.
- Lo importante es la política global del gobierno que incluye el gasto, los tributos y las regulaciones. No se saca nada con subsidiar a un sector de la población a través del gasto, si al mismo tiempo lo estamos perjudicando vía impuestos. Por ello es que hay que conocer el impacto global del Estado en cada sector de la población, de la economía y del territorio.
- La política fiscal no es una herramienta eficiente para la política macroeconómica. Si el gasto del gobierno fuera lo suficientemente flexible, al perseguir objetivos macroeconómicos se dejaría de lado la solución de las externalidades, los bienes públicos y las políticas redistributivas. Pero en la práctica, cualquier administrador de recursos conoce lo difícil que resulta modificar un presupuesto bruscamente de un año para otro.

Si bien el gasto no es el instrumento adecuado para la política macroeconómica, el gasto de gobierno tiene clarísimos efectos macro. El grado de confusión en esta materia es bastante elevado. Se cree, por ejemplo, que un aumento del gasto es inflacionario en circunstancias que la inflación es siempre un fenómeno monetario. De hecho, la correlación entre aumentos porcentuales en la cantidad de dinero y la inflación es prácticamente 1 para una gran cantidad de países y períodos.

También se argumenta que el gasto total de la economía sería muy elevado y que un menor gasto fiscal disminuiría el total. Se olvida que una economía como la chilena, que se caracteriza por tener un nivel adecuado de capital humano junto con un capital físico insuficiente, debe tener, por definición, un exceso de gasto sobre lo que produce. Por lo demás, un aumento permanente en el gasto fiscal debe ser financiado ahora o en el futuro vía mayores impuestos. Esto hace que los mayores recursos que tiene el fisco para gastar, resulten en una disminución del mismo monto en el ingreso permanente del sector privado y por lo tanto en su gasto.

Así, una disminución en el gasto de gobierno genera un aumento en el gasto privado, quedando el gasto total igual que antes y por lo tanto no hay efectos sobre la balanza de pagos o la tasa de interés. Nótese que esto es independiente de si los impuestos suben ahora o si el gasto se financia con déficit; en cuyo caso los impuestos suben en el futuro.

Se ha insistido hasta el cansancio que un aumento del gasto disminuiría el tipo de cambio real. El sólo hecho de hablar de gasto sin precisar qué tipo, es sospechoso. El tipo de cambio real mide el valor relativo, en términos de bienes transables, del capital humano de un país. En este sentido el gasto fiscal en sí no tiene una relación directa con el tipo de cambio. Cuando el gasto es productivo, la riqueza del país aumenta y por lo tanto el tipo de cambio real baja. Pero si el gasto no es productivo, la riqueza disminuye y por tanto el tipo de cambio real sube. Así, una disminución del gasto fiscal ineficiente produce una disminución en el tipo de cambio real.

Por último, siempre es útil abordar las discusiones examinando las cifras. Entre 1974 y 1989, el gasto fiscal representó en promedio un 27,5% del producto. Este cae fuertemente a partir de 1989, representando sólo un 22,8% del producto desde 1990 en adelante. Interesante, por decir lo menos.

Juan Braun LI.

Fluctuaciones de la Bolsa Chilena

El mercado accionario chileno se ha distinguido este año por las fluctuaciones de precios que han experimentado los papeles que en éste se transan. Los orígenes de estas fluctuaciones han estado en factores exógenos como la crisis de las bolsas mexicana y argentina a principios de año o como la discusión sobre el tema de los gasoductos que se está dando en la actualidad, por mencionar los eventos más publicitados.

Las fluctuaciones de precios descritas han traído consigo un fuerte grado de incertidumbre en el mercado sobre cuál es el verdadero valor de las principales acciones que se transan en bolsa. Esta sensación de incertidumbre, acompañada por una actitud de inmovilismo por parte de los agentes, se contraponen con la imagen de mercado desarrollado que al menos buscamos proyectar. A fomentar este ambiente de incertidumbre ha colaborado la actitud asumida por los dos principales agentes que participan en este mercado: el regulador y el inversionista institucional.

Quizás la definición más simple de mercado desarrollado, o mercado "eficiente" en términos financieros, es aquel en que el verdadero valor de los activos puede verse reflejado, en forma completa e instantánea, en los precios de dichos activos. En términos generales se pueden distinguir dos elementos que contribuyen a este objetivo: el grado de estabilidad y libertad que perciben los agentes para actuar dentro de este mercado, y la actitud de dichos agentes para hacer saber, a través de la compra o venta de títulos, su opinión sobre el verdadero valor que asignan a esos activos.

En el último tiempo, la autoridad ha estado dando señales de estar dispuesta a limitar el libre funcionamiento de los mercados financieros como instancia formadora de precios, si así lo requiere el cumplimiento de determinados objetivos monetarios o fiscales.

Decisiones como la tomada hace cuatro meses al establecer un encaje a la transformación de acciones chilenas en ADR, no sólo quitó profundidad al mercado sino que restó confianza al sistema, alejando de éste a actuales y potenciales inversionistas.

El costo explícito de este encaje fue una disminución promedio de 2,5% de los precios de las acciones en Chile con respecto a sus contrapartes en Nueva York. El costo implícito, ha sido

una fuerte reducción en la liquidez de los papeles, reflejado en una caída en los niveles de transacción de nuestros ADR en la bolsa de Nueva York cercana al 42%, con la consiguiente disminución del rol de dicho mercado como ente formador de precios de nuestras acciones.

Quizás la principal característica que diferencia nuestra bolsa de valores con las restantes bolsas latinoamericanas es la existencia de inversionistas institucionales relevantes. En un mercado con fluctuaciones de precios tan pronunciadas como las que hemos observado en los últimos meses, se esperaría que estos inversionistas dieran señales claras, a través de compra y venta de acciones, de su opinión sobre el verdadero valor económico de los activos a los que pueden acceder. Son ellos los que cuentan con las mejores herramientas para saber cuál es dicho valor y con los recursos para hacerlo saber al mercado.

La actitud de los inversionistas institucionales chilenos en este escenario, se ha caracterizado en cambio por ser absolutamente pasiva. Basta analizar los niveles de compra y venta de acciones hechas por las AFP los últimos meses para comprobar esta realidad.

Henry Rudnick V. de W.

Bebidas Gaseosas

Introducción:

Chile ocupa el sexto lugar en el mundo en términos de consumo per cápita de bebidas gaseosas (77,5 litros al año). La alta aceptación de estos productos en el país se ha reflejado en que actualmente el 29% del consumo de líquidos en Chile (sin incluir el agua) corresponda a bebidas gaseosas. El mercado de bebidas gaseosas tiene en la actualidad un tamaño aproximado de 1.074 millones de litros al año y ha crecido a una tasa anual promedio de 4,56% durante los últimos cuatro años. Dicho crecimiento ha estado apoyado por la favorable evolución de la situación económica del país, al depender el consumo de estos productos fundamentalmente del ingreso disponible de las personas. El crecimiento de la industria a futuro se orienta principalmente hacia las regiones del país, donde se presentan niveles de consumo inferiores a los de la zona central. Las empresas del sector están por su parte expandiéndose hacia otros países de América Latina, donde existe la oportunidad de aprovechar las ventajas competitivas desarrolladas en el mercado nacional.

Crecimiento esperado para las bebidas durante 1995:

Para este año se estima un crecimiento para el sector en torno al 4%, menor al crecimiento histórico, producto de la etapa de madurez en que se encontraría el mercado nacional. Factores que apoyaron el crecimiento del sector, como la introducción de envases de mayor tamaño, no debieran volverse a repetir en la magnitud mostrada en el pasado.

Oportunidades en mercados de regiones:

Las mayores perspectivas de crecimiento de la industria están en las regiones del país donde no se ha introducido completamente el cambio de envases de mayor volumen o tienen problemas en la red de abastecimiento. Las regiones del país muestran un nivel de consumo per cápita aproximadamente 13% inferior al de la Región Metropolitana y V región. Estas plazas regionales, sin embargo, constituyen mercados más pequeños y con menor poder adquisitivo que el de la zona central, la cual por sí sola representa el 53% del consumo de bebidas gaseosas en el país.

Introducción del envase de lata:

Parte importante del crecimiento que tenga a futuro el sector vendrá dado por la próxima introducción en forma masiva del envase de lata. Este segmento representa en la actualidad menos del 0,5% del total nacional de ventas de bebidas, lo cual abre interesantes perspectivas de crecimiento en un mercado cuyo promedio mundial de consumo en estos productos llega al 24%.

Sin embargo, hay que tener presente que el mercado nacional se caracteriza por una fuerte preferencia por el consumo de envases retornables de tamaño grande (79,5% del mercado), principalmente debido a su menor precio, por lo que se esperaría que a largo plazo, el segmento de envases de lata represente no más del 10% de las ventas de bebidas en el país.

Reinicio de fuerte competencia en el mercado de gaseosas:

La asociación entre CCU y Baesa - embotelladora de Pepsi más grande fuera de EE.UU.- marca el inicio de una nueva etapa competitiva de la industria. En la actualidad, el mercado nacional se divide entre las embotelladoras de Coca Cola (66% del mercado nacional) y Ecusa, embotelladora de Pepsi (34%). Las embotelladoras de Coca Cola son: Andina, la cual comprende la Región Metropolitana, parte de la V y VI región; Embotelladora Polar, la cual abastece a la II, III, IV, XI y XII; Embotelladoras Williamson Balfour, que está presente en parte de la V y VI región, además de la VII, VIII, IX y X región; y Embotelladora Arica en la primera región.

Los problemas de distribución que ha tenido hasta la fecha Pepsi, sumado a la extensa cobertura de las embotelladoras de Coca Cola, estabilizaron la participación de mercado de Pepsi Cola en torno al 11% durante los últimos 4 años. Tal situación podría cambiar a futuro, dependiendo de la consolidación de la alianza CCU y Baesa y su capacidad de llevar adelante esta fusión. Como Pepsi ya compite directamente en el territorio de Embotelladora Andina, se esperaría que el impacto negativo de esta asociación resulte mayor para las embotelladoras de Coca Cola en regiones, las cuales debieran ver afectadas sus participaciones de mercado producto del ingreso de este nuevo competidor.

Oportunidad en los mercados externos:

Con el conocimiento desarrollado en Chile, ha surgido para las embotelladoras nacionales la oportunidad de ingresar a mercados externos, principalmente del Cono Sur, mercados que presentan un potencial de crecimiento mayor que el mercado nacional. Los conocimientos en administración, desarrollo de sistemas de información, distribución, etc., son elementos que constituyen una ventaja competitiva que puede ser aplicada en empresas que operan en mercados con consumo per capita inferiores al nacional o que presentan un manejo ineficiente de recursos. Comparativamente, el margen operacional de Andina es de 21,35%, frente al 8,87% de Baesa y 10% (en promedio) de las dos principales embotelladoras mexicanas. A la vez, la

penetración en otros mercados constituye una forma de diversi-

Distribución de la producción de bebidas y cervecero en Chile

1991, le quitó el monopolio de mercado que CCU tenía hasta esa fecha. CCU, a través de sus 6 marcas de cerveza, concentra en la actualidad el 87% de las ventas de cerveza en el mercado nacional. La estrategia de menores precios seguida por la competencia se ha traducido en que Cristal, el principal producto de CCU, no haya podido aumentar su precio en términos reales entre octubre de 1993 y enero de 1995.

El ingreso de Cervecería Chile al mercado chileno explica parte importante del crecimiento del sector en los últimos años. La estrategia seguida por esta empresa se ha caracterizado por importantes campañas de venta, las cuales ayudadas por el paulatino crecimiento en la cobertura de su red de distribución, le permitieron alcanzar en un plazo de cuatro años el 11% de participación en el mercado nacional. Los planes de mayor consolidación de la red de distribución de Cervecería Chile permiten anticipar una mayor competencia en este mercado. No obstante, la estrategia de menores precios seguida por Cervecería Chile en el pasado no se estaría repitiendo durante 1995, incluso esta empresa estaría equiparando paulatinamente los precios de CCU.

Menores márgenes en Chile relativo a otras empresas cerveceras:

La alta competencia del mercado chileno se ha reflejado en la estabilización de los precios reales de la cerveza. Un litro de cerveza se vende a US\$0,56 en Argentina, US\$0,61 en Uruguay y US\$0,51 en Chile. Esto origina, entre otras cosas, un menor margen operacional, el margen operacional de CCU a junio de 1995 llegó a un 14,66%, el que resulta bajo en relación al de Quilmes Argentina 32,4%, Antártica 16,37%, Backus 31,8% y Brahma 18,41%.

Segmentar el mercado para la expansión:

Las dos principales compañías de cerveza del país, en su búsqueda por expandir el mercado, han orientado su estrategia hacia el desarrollo de nuevos productos destinados a segmentos más específicos (cervezas light, dry, etc.). Sin embargo, no se esperan cambios sustanciales en los niveles de consumo como resultado de la introducción de estos nuevos productos. En términos de volumen, estos segmentos tienen un tamaño relativamente pequeño (aproximadamente 2% del mercado).

Las nuevas estrategias del rubro cervecero, asociarse con empresas locales:

Las principales compañías del ramo en el mundo (Anheuser-

Busch, Labatt, Heineken, Guinness) están buscando nuevas perspectivas de crecimiento en mercados emergentes fuera de sus fronteras. Lo anterior sería producto de que en los países desarrollados el consumo per capita ha disminuido durante los últimos años, lo que ha limitado fuertemente las oportunidades de crecimiento de estas empresas. Esto explica que Anheuser-Busch -la principal cervecera del mundo- tome el control de Cía. Antártica Paulista, la segunda cervecera más grande de Brasil; que el principal productor de cerveza de Brasil -Brahma- ingrese al mercado venezolano (uno de los más importantes de América Latina) y que Quinsa, perteneciente al grupo Bemberg, ingrese al mercado boliviano y muestre interés por ingresar en México. Esta tendencia constituiría una amenaza para las empresas locales (principalmente CCU), debido al potencial ingreso a sus mercados de competidores con grandes recursos.

Las Embotelladoras en América Latina
Cifras al 30 de junio de 1995

Bebidas Gaseosas:

Empresa	Franquicia	Activos (MUSS)	Utilidad (MUSS)	P/UPA	Mg.Bruto (%)	Mg. Operac (%)
Andina	Chile, Bras. Argentina	430.932	28.533	26,22	42,12	21,35
Baesa	Argentina Uruguay	950.435	-	11,39	31,81	8,87
Coca Cola Femsa	México Argentina Chile, Bras.	647.594	34.813	19,41	45,01	10,0
Emb. Mex Grupo	México	634.089	9.131	-	52,54	8,82
Emb. Lima	Perú	117.961	-	26,49	46,41	7,19
Emb. Polar	Chile	229.602	3.592	18,34	48,06	13,01

Cervezas:

Empresa	Activos (MUSS)	Utilidad (MUSS)	P/UPA	Mg.Bruto (%)	Mg. Operac (%)
Antártica	1.681.000	150.992	11,3	44,15	16,37
Backus	484.333	58.993	15,0	56,23	31,80
Brahma	1.960.000	204.135	13,2	52,43	18,41
CCU	556.074	76.557	14,6	37,98	14,66

EMBOTELLADORA ANDINA

Patrimonio Bursátil: US\$ 1900 millones

Relación precio utilidad proyectada: 1995:23 1996: 19

Capacidad de Producción: 1.700 mm. de litros / año

Embotelladora Andina tiene en Chile la licencia para la producción, embotellado y distribución de los productos Coca Cola en la Región Metropolitana y parte de la V y VI región. Además participa en el negocio de los jugos y aguas minerales; elaboración de productos agroindustriales y elaboración de envases (plásticos y latas). Las bebidas gaseosas constituyen su principal negocio, explicando el 73% de las ventas de la empresa en el mercado nacional.

A partir de junio de 1994, Andina controla la propiedad de la segunda embotelladora de Coca Cola en Brasil, Río de Janeiro Refrescos. Actualmente Brasil explica el 36% de las ventas de Andina. La fase expansiva de la empresa continuó en julio de 1995 con la adquisición de las embotelladoras argentinas Rosario y Mendoza Refrescos. De esta forma, la empresa abastece a un mercado de más de 19 millones de habitantes, con ventas estimadas a junio de 1995 de 412 mm. de litros en Chile, 391 mm. en Brasil y 172,5 mm. en Argentina.

Los nuevos negocios realizados determinan una nueva estructura para la empresa, cuya principal característica es disminuir el porcentaje de los ingresos que aporta el mercado nacional de 73,4% en 1994 a 57,4% durante 1995.

La empresa es líder en participación de mercado en todas las regiones que abastece, destacando principalmente Chile, donde cuenta con el 54% del volumen vendido de Coca Cola en el país. Además, las zonas donde cuenta con concesión tienen un nivel de consumo per capita superior al promedio de los respectivos países: 35% en Chile, 207% en Brasil y 22% en Argentina.

Se espera que los ingresos de la compañía crezcan a una tasa anual promedio de 5,9% durante los próximos 10 años, explicado principalmente por el mayor potencial de crecimiento de los mercados brasileño y argentino, países cuyo consumo per capita es menor que el chileno (39, 45,6 y 77,5 litros por persona al año, respectivamente). Los resultados de las embotelladoras en el exterior están experimentando un crecimiento importante producto de mayores niveles de eficiencia de operación. Los estándares de eficiencia alcanzados por la empresa en Chile son

muy superiores a los de las embotelladoras de Argentina y Brasil: el margen operacional de Andina es de 22%; el de Río de Janeiro Refrescos es de 8,7% y el promedio de las embotelladoras argentinas es de 7,5%.

El tema de la licencia para la distribución de los productos Coca Cola resulta clave para Embotelladora Andina. En el caso de Chile, su licencia expira en noviembre de 1997, extendible hasta noviembre del año 2003. La de Río de Janeiro Refrescos expira en 1998, extendible hasta abril del mismo año.

Si bien la empresa ha manifestado que las relaciones con la matriz son inmejorables, existe el riesgo de estar sujeto a las condiciones que ésta imponga para la renovación de las licencias en los respectivos países.

Una de las principales amenazas que enfrenta la empresa es la fuerte competencia en todos sus mercados. Baesa de Argentina es la embotelladora de Pepsi más grande fuera de EE.UU., por lo que su presencia en ese mercado es muy fuerte. Adicionalmente, la alianza Pepsi-Baesa ha realizado fuertes inversiones para ingresar a Brasil y se ha asociado con CCU para participar en el mercado chileno.

EMBOTELLADORA POLAR

Patrimonio Bursátil: US\$ 110 millones

Relación precio utilidad proyectada: 1995:18.5 1996: 15.5

Capacidad de Producción: 157 mm. de litros / año

Polar tiene la licencia para la distribución de los productos Coca Cola en la II, III, IV, XI y XII región del país. Su principal negocio lo constituye la venta de estos productos (89% de sus ingresos), dedicándose además a la elaboración de bebidas y cervezas propias, las cuales distribuye en la zona austral del país.

La empresa presenta interesantes perspectivas de crecimiento durante los próximos años, debido a que sus zonas de concesión tienen un consumo per capita inferior al promedio nacional (61,8 lts. versus 77,7 lts. por persona). El incremento en el consumo ya se comienza a observar durante 1994, año en el cual dos de sus tres embotelladoras registraron las mayores tasas de crecimiento del sistema Coca Cola en el país (10% en promedio).

EMPRESAS DEL SECTOR

Su principal amenaza es el ingreso de Ecusa (asociación CCU-Baesa), la cual podría entrar a competir en forma agresiva en su zona de concesión. Ecusa competirá utilizando las plantas de producción y canal de distribución de CCU y la marca de los productos Pepsi.

Dado que aún Ecusa no ha actuado según lo que se tenía previsto, las acciones realizadas por Polar durante 1994 y 1995 (inversiones en infraestructura, apertura de una nueva planta, aumento del gasto de marketing) se han traducido en que ésta ha reforzado su posición competitiva y ha aumentado su participación de mercado.

Las inversiones realizadas por la empresa durante los últimos años le permitirán estar en condiciones de satisfacer la mayor demanda esperada por sus productos hasta el año 2000. La mejor tecnología de producción le ha permitido obtener importantes mejoras en sus principales indicadores financieros (aumento del margen operacional de 5% en relación a junio de 1994). Sin embargo, existe espacio para seguir mejorando estas cifras; comparado con Andina los márgenes de Polar son sustancialmente bajos (14% de Polar versus 19,39% de Andina).

COMPañIA CERVECERIAS UNIDAS (CCU)

Patrimonio Bursátil: US\$ 1160 millones

Relación precio utilidad proyectada: 1995:19 1996: 18

Capacidad de Producción: 770 mm. de litros/año (cerveza)

Compañía Cervecerías Unidas es el principal productor de cerveza del país, con una participación del 87% del volumen vendido en todo Chile. El negocio de la cerveza constituye su principal fuente de ingresos, explicando actualmente el 60% de las ventas totales de la compañía.

En noviembre de 1994, se asocia con Baesa y se crea Ecusa, empresa que incorpora Pepsi al portafolio de bebidas gaseosas de CCU, conservando CCU el 55% de la sociedad. La nueva asociación ingresa al mercado de gaseosas con una participación de mercado de 34% del volumen vendido. Además, CCU adquiere el 50,1% de Viña San Pedro, tercera viña en producción y ventas de vino en el mercado nacional.

Durante 1994, la empresa inicia una fase expansiva orientada a los mercados externos, primero con la adquisición del 33% de

una cervecería en Croacia. Posteriormente, ingresa al mercado argentino con la adquisición de las cervecerías Cicsa y Santa Fe. Esto determina una nueva estructura para la empresa, donde el mercado nacional (cerveza, bebidas y vino) explicaría el 94% de sus ingresos; el argentino el 5% y el croata el 1% restante.

Los últimos dos años han sido poco favorables para CCU. El bajo precio del vino corriente y la estrategia de menores precios seguida por la competencia, han afectado directamente los ingresos de la compañía. Es así como estos ingresos han caído en un 32% en relación a junio de 1994, con una disminución del margen operacional de 5% durante el mismo período.

Las pocas perspectivas de aumento del precio del vino corriente, al menos durante el próximo año, moderan las perspectivas de crecimiento de la empresa en el mediano plazo.

La inversión de CCU en Argentina le permitió acceder a una participación del 10% del volumen total de cerveza vendida en dicho mercado. Este mercado se caracteriza por ser altamente competitivo, donde el líder concentra el 68% de participación. La contracción de la economía argentina se ha traducido en una disminución de la producción de la industria de cerveza de 3,6% durante el primer semestre de este año.

Introducción:

El nivel de consumo de cerveza en Perú se encuentra entre los más bajos de América Latina. En dicho mercado se consumen aproximadamente 30 litros de cerveza por persona al año, cifra sustancialmente inferior a los 42 litros consumidos en promedio por los países de la región. El limitado desarrollo que muestra en la actualidad esta industria se justifica tanto por la baja capacidad adquisitiva de un porcentaje importante de la población, como por la propia estructura del mercado de bebidas alcohólicas en Perú. En Perú, las bebidas informales de baja calidad tienen una alta incidencia en el consumo total de alcohol por parte de la población, compitiendo directamente con la cerveza.

Las favorables perspectivas de crecimiento para la economía peruana y el consecuente efecto que este crecimiento tendrá sobre el ingreso disponible de las personas, nos permiten proyectar a futuro un crecimiento sustancial de las ventas de cerveza para dicho mercado. Este crecimiento debiera llegar a un 12% en 1995 y a un 6,8% promedio anual durante los próximos cinco años.

Fuerte competencia de bebidas alcohólicas de menor precio:

El mercado peruano de bebidas alcohólicas presenta una estruc-

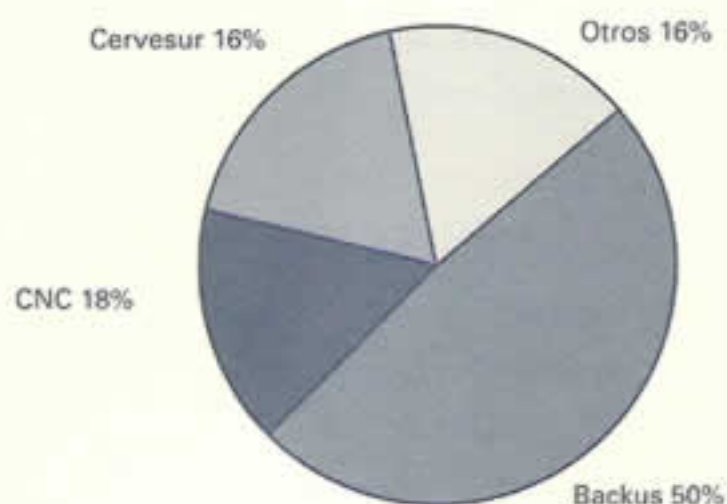
hacia la cerveza. En el pasado, la demanda por cerveza en este mercado ha mostrado una elasticidad ingreso de 1,6 veces. Con proyecciones de crecimiento de la economía peruana en torno al 6% anual en promedio para el período 1996-2000, podemos proyectar para igual período un crecimiento de 6,8% anual en el consumo de cerveza. En lo que va corrido de 1995, el volumen vendido de cerveza ha aumentado un 8% en relación a diciembre de 1994, esperándose que hacia diciembre de este año, el volumen promedio mensual vendido llegue a ser un 12% superior al observado durante 1994.

Se proyectan incrementos significativos en las utilidades del sector para fin de año:

La industria muestra un alto grado de leverage operacional, producto de los altos costos fijos (43% de los costos totales en 1994) asociados a una industria intensiva en capital, por lo que se puede esperar que un crecimiento sostenido en las ventas se traduzca en incrementos importantes en las utilidades. Por lo pronto, el margen operacional de la industria ha aumentado considerablemente, de 17,9% de las ventas netas en 1994 a 26% durante los primeros 9 meses del año.

Dicho margen se compara con el 14,6% obtenido por la cervecera CCU (Chile) y el 32,4% obtenido por Quilmes (Argentina).

Distribución de la Oferta de Cerveza en 1995



Disminución impositiva afectaría positivamente el consumo de cerveza:

Si bien se espera una estabilidad tributaria en el mediano plazo, es importante tener en cuenta la sensibilidad del sector a este factor. En septiembre de 1993 reformas tributarias elevaron el precio real de la cerveza en 6,9% entre esa fecha y junio de 1994, lo que hizo caer el volumen vendido en 10,1% durante el mismo período. Este año se aplicará un cambio impositivo que disminuiría el impacto real del Impuesto Selectivo al Consumo sobre el precio de venta final de la cerveza, lo que permitiría reducir este último en un 4%, produciendo un incremento estimado en las ventas por este solo hecho de un 6%.

Dos grandes grupos se distribuyen el mercado:

El mercado cervecero peruano se distribuye entre los grupos Backus y Cervesur. El grupo Backus, con cinco cervecerías y un patrimonio consolidado cercano a los US\$ 550 millones, concentra el 83% de las ventas totales del país, siendo sus principales mercados Lima y la región norte de Perú. Por otro lado, el grupo Cervesur capta el 16% del mercado de Cerveza, atendiendo principalmente la zona sur del país. Las exportaciones e importaciones constituyen un segmento pequeño, menor al uno por ciento. El tamaño estimado de este mercado llega a los 764 millones de litros anuales.

Fuerte competitividad en todas las regiones del país:

En el último año se ha producido un cambio profundo en el nivel de competencia entre los grupos cerveceros Backus y Cervesur. Esta competencia ha pasado de una situación en que cada grupo controlaba un mercado regional a otra donde se da una competencia global. El cambio de estrategia de competencia se inició

con el ingreso de Cervesur al mercado de Lima, aumentando su participación en este mercado de un 1% en 1994 al 12% a septiembre de 1995. Lima constituye la plaza de ventas más importante de Perú, ya que sus 7 millones de habitantes (30% de la población del país) cuentan con el PIB per capita más alto del país (US\$3.200 para Lima, en comparación con US\$1.700 en el sur y US\$2.200 en el norte). La estrategia seguida por Cervesur le ha permitido aumentar su participación de mercado a nivel nacional desde 13% en 1994 al 16% hacia mediados de 1995. Por su parte, el grupo Backus ha aumentado su participación en la zona sur del país pasando de controlar el 15% de dicho mercado en 1994 a dominar el 30% a junio pasado.

Mayor competencia redundará en menores márgenes:

Salvo la incursión del grupo Backus en el sur, todavía no existe una respuesta explícita a la agresiva penetración de Cervesur en el mercado limeño. Se espera que a corto plazo, ambos grupos cerveceros busquen consolidar su participación en el mercado de Lima a través de mayores gastos publicitarios y/o a través de una reducción en los precios de venta, lo que ocasionaría disminuciones en los márgenes de la industria.

Ventajas del grupo Backus en distribución:

En lo que respecta a la posición competitiva de cada grupo, el grupo Backus cuenta con 6 plantas de cerveza distribuidas regionalmente (excepto en el sur) y por lo tanto posee una cadena de distribución a nivel nacional que alcanza a más de 400 mil puntos de venta, bastante más amplia que la que posee Cervesur, quien actualmente sólo tiene cadena de distribución en el sur y en la zona de Lima, contando con alrededor de 60 mil puntos de venta. Esta situación hace difícil para Cervesur poder seguir aumentando su participación al ritmo que lo ha venido haciendo. La ventaja competitiva en canales de distribución podría permitirle al grupo Backus recuperar parte del mercado perdido.

Consumo Anual de Cerveza en Latinoamérica

Consumo per Capita	Litros	Precio de venta	US\$/Litro
Venezuela	77,8	Uruguay	0,61
México	45,8	Perú	0,60
Brasil	39,2	Paraguay	0,59
Argentina	34,5	Argentina	0,56
Perú	29,6	Chile	0,51
Chile	29,0		

COMPañIA CERVECERA DEL SUR S.A.

Patrimonio Bursátil: US\$ 180 millones

Relación precio utilidad proyectada:

1995: 14,1 1996: 10,5 (Trabajo)

Producción de Cerveza: 90,6 mm. de litros (1994)

Cervesur se encuentra en proceso de agresivo crecimiento, presentando enormes perspectivas gracias a su reciente incursión en Lima (el mercado de mayor potencial de crecimiento y mayor poder adquisitivo). El ingreso al mercado limeño no está exento de riesgos ya que se enfrenta a las cerveceras Backus y CNC, que pertenecen al mismo grupo económico y tienen una participación en dicho mercado cercana al 88%. La participación de Cervesur en el mercado en Lima ha aumentado de 1% en diciembre de 1994 a 12% a septiembre de 1995, lo que le ha permitido incrementar su participación a nivel nacional de 13,6% a 16% en igual período.

Para 1995 se espera un crecimiento en las ventas físicas de un 29%, lo que incrementará sus utilidades en 68% (utilidades de US\$ 8,1 millones durante 1994). Su planta de producción emplea la tecnología más moderna del sector y acaba de ampliar la capacidad de 1,7 a 2,2 millones de hectolitros anuales, con un nivel de utilización actual de 55%, no requiriendo mayores ampliaciones hasta el año 2004.

CERVECERIA BACKUS & JOHNSTON S.A.

Patrimonio Bursátil: US\$ 867,8 millones

Relación precio utilidad proyectada:

1995: 14,4 1996: 13,0 (Trabajo)

Producción de Cerveza: 343,9 mm. de litros (1994)

Backus atiende el 66% del mercado de Lima y ciudades cercanas, cubriendo un 50% de la demanda nacional. Su principal ventaja competitiva es su cadena de distribución a nivel nacional. Cervecería Backus tiene participación mayoritaria en el resto de las cerveceras del país (excepto Cervesur). Junto a CNC, pertenece al grupo Backus, el cual posee un patrimonio consolidado de US\$ 550 millones. Gracias al crecimiento de las ventas, ha aumentado el margen operacional de 24,5% en 1994 a 31% a septiembre de 1995, ligeramente mayor al margen de Quilmes Argentina (32,4%).

Las mayores utilidades han disminuido el endeudamiento financiero de 73% a 60% en igual período. Su capacidad instalada (6 millones de hectolitros) viene siendo utilizada en un 65%, no requiriendo mayores ampliaciones, dado que recién llegaría al pleno uso de capacidad en el año 2002.

COMPañIA NACIONAL DE CERVEZA S.A.

Patrimonio Bursátil: US\$ 138,7 millones

Relación precio utilidad proyectada:

1995: 12,9 1996: 10,3 (Trabajo)

Producción de Cerveza: 145,8 mm. de litros (1994)

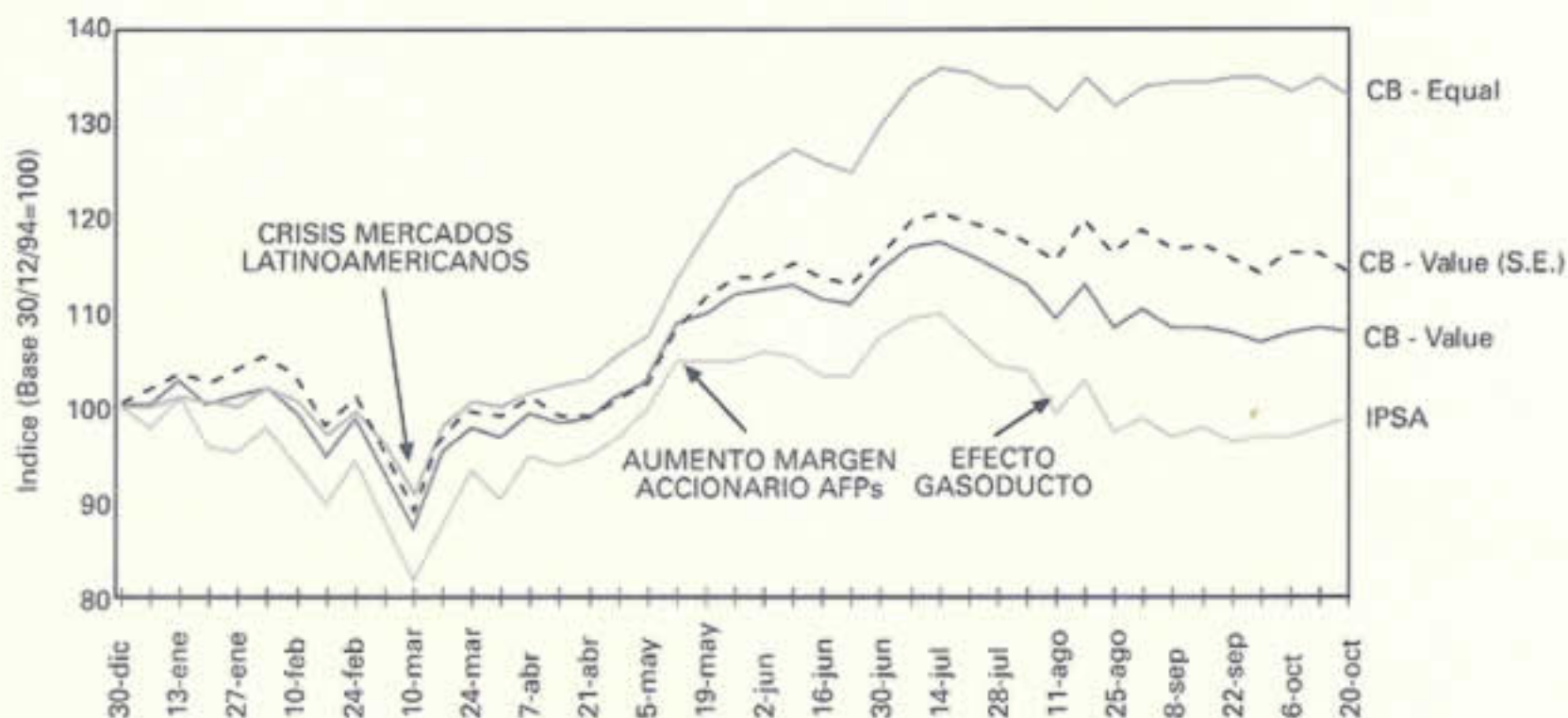
Desde su adquisición por el grupo Backus en mayo de 1994, CNC se encuentra en un proceso de reestructuración total, habiendo logrado pasar de un nivel de pérdidas de US\$ 14,4 millones en 1994 a utilidades de US\$ 7,7 millones a septiembre de 1995. CNC atiende el 22% del mercado de Lima y otras ciudades del país, cubriendo en conjunto el 18% de la demanda nacional.

El margen operacional de CNC ha aumentado de 1,6% en 1994 a 12,1% a septiembre de 1995, nivel cercano al margen de CCU-Chile (14,6%) aunque todavía se mantiene debajo del promedio del sector en Perú (26%). A futuro se esperan mayores incrementos en los niveles de productividad.

Este año CNC elevaría sus ventas físicas en un 1%, mostrando utilidades por US\$ 10,7 millones. Su capacidad instalada (1,97 millones de hectolitros) es utilizada en un 74% y llegaría al pleno uso hacia el año 2000.

Indices Accionarios

Comportamiento Semanal de Indices Accionarios
enero - octubre 1995



Hasta la fecha, 1995 habría sido un año de malos rendimientos para la inversión en acciones en Chile. Esta es la percepción que comparten prácticamente todos los agentes que siguen la evolución de la bolsa local. Fundamental para avalar esta percepción ha sido el comportamiento seguido por indicadores como el IPSA, el cual no ha logrado recuperar el nivel que mostraba a principios de año.

Curiosamente, si se analiza el comportamiento seguido por cada acción en forma individual, nos daremos cuenta que menos del 30% de los títulos con cierta presencia en bolsa muestra un rendimiento negativo en lo que va corrido del año. Cabe preguntarse entonces: ¿ha sido 1995 realmente un mal año para la inversión en acciones?

El gráfico muestra la evolución de tres índices accionarios desarrollado en *CB Capitales* para medir el comportamiento de la bolsa local. A modo de comparación, hemos incluido en este gráfico la evolución del IPSA, por ser este indicador el que más se utiliza para dicho efecto.

El primer índice, **CB-Equal**, mide el rendimiento de un portfolío compuesto por las 115 acciones más transadas en bolsa. En este portfolío se ha invertido el mismo monto en cada acción, con el fin de garantizar que cada acción tenga igual importancia dentro del índice. El segundo indicador, **CB-Value**, corresponde a un portfolío accionario compuesto por las mismas

115 acciones, pero en el cual se ha invertido en cada acción en función de su patrimonio bursátil. Específicamente, la ponderación de las acciones de una empresa en este indicador está dada por el patrimonio bursátil de dicha empresa, dividido por el patrimonio bursátil de todas las empresas representadas en el índice. El tercer índice, **CB-Value(S.E.)**, mide la rentabilidad de un portfolío con idénticas características que **CB-Value**, pero en el cual se han excluido aquellas acciones pertenecientes al sector eléctrico (i.e., incluye 92 títulos).

La conclusión que se desprende a simple vista del comportamiento de estos indicadores es que, a diferencia de lo que se suele pensar, el rendimiento de la bolsa ha sido este año positivo, tanto en términos nominales como reales. El rendimiento negativo que percibimos para la bolsa en su conjunto se explicaría más por problemas en la construcción del indicador que utilizamos para medir dicho rendimiento, que a un problema efectivo de mal desempeño de la bolsa.

CB-Equal ha tenido en el año una rentabilidad nominal cercana al 33%. La rentabilidad de **CB-Value(S.E.)** ha sido en torno a 14%. Sólo **CB-Value** tendría una rentabilidad levemente sobre el 7%, influenciado fuertemente por las acciones de empresas eléctricas. Mientras más diversificada haya sido nuestra inversión en acciones, mejor habrá sido el rendimiento obtenido en este año.