

INFORME ECONÓMICO

OPINIÓN

EDITORIAL *Ciudad y calidad de vida*

Inevitablemente, el desarrollo económico genera graves trastornos en las ciudades, fenómeno que es evidente en Santiago y se ha comenzado a manifestar en distintas regiones del país. Cualquier solución a los problemas de contaminación, congestión y falta de infraestructura requiere que todos los agentes económicos enfrenten de verdad los costos y beneficios de sus decisiones.

3

MERCADO DE CAPITALES *Fondos de pensiones, acciones, riesgo y transparencia*

La rentabilidad negativa obtenida por los fondos de pensiones en 1995 puede atribuirse en buena parte al sistema de clasificación de riesgo aplicado por la autoridad. Aunque las últimas modificaciones a la norma tienen una dirección positiva, aún no se logra asumir por completo la lógica económica que nos debiera guiar.

5

ANÁLISIS SECTORIAL

SECTOR COMERCIO *El crecimiento continúa*

Con una participación cada vez más importante en la economía nacional, el sector comercio ha experimentado un intenso desarrollo en los últimos años, debido tanto a variables económicas como a un mayor acceso al crédito y al auge de los centros comerciales, las zonas francas y los supermercados.

7

Empresas del Sector *Supermercados Santa Isabel y Zona Franca de Iquique S.A.*

9

SECTOR CONSTRUCCIÓN *Oportunidades para los privados*

Positivas perspectivas presenta el sector de la construcción, especialmente en el área de infraestructura de uso público, gracias a la participación que en ella ha comenzado a tener (y seguirá teniendo) el sector privado.

10

Empresas del Sector *Cementos Bío-Bío, Cemento Melón y Besalco.*

13

CIFRAS Y TENDENCIAS

INDICADORES FINANCIEROS *Principales indicadores económicos y financieros de Argentina, Brasil, Colombia, Chile, México y Perú.*

15

Ciudad y calidad de vida

Aplicar buenas políticas en países con un capital humano de calidad produce resultados económicos milagrosos. El acercamiento del ingreso al nivel de los países desarrollados se produce a través de mayores tasas de crecimiento del producto medido y de una revaluación real. Como hemos dicho otras veces, el potencial de la economía chilena es más alto y el plazo de ajuste más corto de lo que comúnmente se cree.

En Chile se han aplicado políticas correctas en los aspectos más evidentes: la estabilidad macroeconómica, la configuración de mercados competitivos y la apertura exterior, entre otros. Sin embargo, existe un asunto menos obvio que finalmente hace la diferencia entre unos países y otros -y que afecta dramáticamente el plazo de ajuste. Nos referimos a la operación de las ciudades y las regiones.

Cuando no se toman las medidas adecuadas, el desarrollo sostenido produce graves trastornos en las ciudades, fenómeno que ya es evidente en Santiago y empieza a aparecer en otras metrópolis del país. Los problemas básicos se encuentran en la concentración desmedida de la población -40% del total nacional- en la Región Metropolitana, en el crecimiento inorgánico y desordenado de la ciudad, en un déficit notorio de infraestructura -lo que provoca problemas graves de congestión- y en una crisis importante de contaminación.

Para tener una idea de las magnitudes envueltas, el costo de transporte en Santiago alcanzó en 1991 a US\$ 2.100 millones, lo que implica la pérdida de 1.870 millones de horas anuales. El costo de la contaminación ambiental se estima en alrededor de US\$ 1.000 millones al año. Y lo que estamos viviendo hoy no es más que un pálido reflejo de lo que podría suceder en el futuro de continuar las tendencias actuales. Un sólo dato lo grafica: el parque automotriz ha estado creciendo en cerca de 20% anual, con lo cual el costo de transporte para el año 2010, cuando Santiago tenga alrededor de 6 millones de habitantes, será de unos US\$ 7.800 millones. Todo esto producirá un deterioro importante en la calidad de vida de las personas, al mismo tiempo que la exigencia por mejorarla va a ir en aumento.

Las decisiones económicas de las personas y de las empresas, incluyendo el ámbito urbano, se realizan basadas en el cálculo de costos y beneficios, lo que genera una determinada asignación

de los recursos. El problema es que en lo urbano y lo regional, las personas no enfrentan los costos y los beneficios reales o sociales de sus acciones y, por lo tanto, sus decisiones no corresponden al óptimo social. Hay tres elementos que explican lo anterior. En primer lugar, existen actividades en que el costo no recae enteramente en la persona que toma la decisión, lo que se conoce como externalidad. El ejemplo clásico de este fenómeno es la contaminación atmosférica: las emisiones de una industria afectan a la totalidad de los habitantes de la ciudad en que ella se encuentra. En segundo lugar está la ausencia de cobro por el uso de bienes públicos, lo que unido al déficit evidente de infraestructura provoca una severa congestión. Por último, a través de su distribución de gastos y recaudación de impuestos, el Estado puede favorecer a una ciudad o a una región en desmedro de las otras.

La solución a todos estos problemas comienza con la definición de una Política Urbana y Regional que consiga asegurar que los costos y beneficios que enfrentan los agentes económicos sean los verdaderos. Cuando esto se logra, los mercados operan eficientemente, resolviendo los inconvenientes anteriormente señalados. Pero es imperioso que la señal de la autoridad sea clara y se entregue cuanto antes.

En el ejercicio de esta política no deben perderse de vista algunos conceptos básicos:

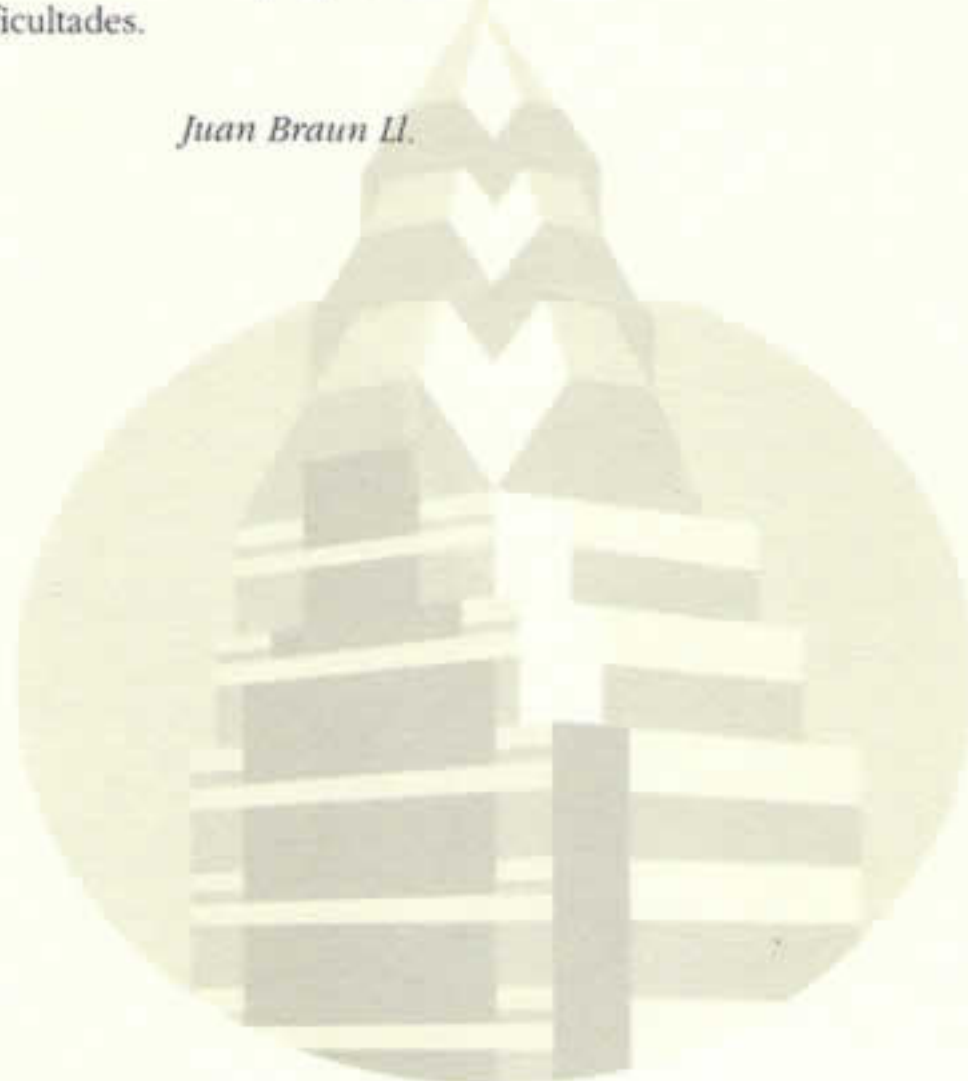
- Debe existir neutralidad fiscal: el Estado no puede favorecer a una ciudad o región en desmedro de otras -financiando el Metro, por ejemplo, que favorece sólo a Santiago, con recursos generales de la Nación.
- Los programas sociales no deben perjudicar a las personas más pobres en función de su localización geográfica.
- La política global de transporte no debe discriminar entre los distintos medios o entre concesiones tarifadas e infraestructura pública no tarifada. La tarificación por congestión soluciona varios problemas: tiende a generar la densidad y tamaño óptimos de las ciudades, privilegia automáticamente al transporte público y contribuye a solucionar la contaminación.

- La política habitacional debe considerar el costo total de las viviendas (congestión, contaminación, etc.) y no sólo los costos directos. Al mismo tiempo, tiene que tomar en cuenta la obsolescencia económica: a medida que el ingreso aumenta, son menos las personas que quieren ocupar viviendas básicas, provocando de paso el deterioro de barrios completos.

Gran parte de estos problemas se soluciona a través de una real descentralización financiera y funcional de los gobiernos locales: la movilidad de las personas y la competencia entre distintas localidades los obliga a ser eficientes.

En los próximos números daremos a conocer una propuesta detallada para solucionar estas dificultades.

Juan Braun Ll.



Fondos de pensiones, acciones, riesgo y transparencia

La rentabilidad negativa obtenida por los fondos de pensiones durante el año 1995 vino a recordarnos la importancia que guarda la lógica económica dentro del proceso de regulación de los mercados. La historia de Chile está repleta de ejemplos donde la instauración de complejas regulaciones formales ha impedido la aplicación directa de la lógica económica, obstaculizando el logro del ansiado bien común. Quizás sean los mercados de capitales una de las áreas donde más abundan -incluso en nuestros días- dichos intentos.

Hace ya una década fueron establecidas las primeras normas que regularon la inversión de los fondos de pensiones en títulos accionarios. Esas normas definieron sofisticados sistemas de clasificación de riesgo que, desafiando los principios más simples de la teoría financiera, se fundamentan en la idea de que el nivel de riesgo de un instrumento de inversión se puede medir sobre la base de las características individuales de dicho instrumento -olvidándose que ese riesgo individual se puede eliminar simplemente a través de la diversificación. Estas normas no consideraron que para los fondos de pensiones el riesgo relevante venía dado por la composición del portfolio accionario en su conjunto. Como resultado de la aplicación de estos sistemas de clasificación de riesgo se aceptó un limitado número de acciones, las que en forma individual cumplían impecablemente los parámetros establecidos, pero que por pertenecer la mayoría de ellas al sector eléctrico, han dejado expuestos a dichos fondos -hasta hoy, incluso- al riesgo propio de este sector.

En la actualidad se ha puesto especial énfasis en definir riesgo como el nivel de transparencia de la información contable de la empresa emisora del título, a través del concepto de activo contable depurado. La norma limita, entre otras cosas, la inversión de los fondos de pensiones en compañías que han decidido llevar a cabo sus operaciones a través de sociedades cerradas o han optado por una estructura de financiamiento de proyectos con recursos propios, en busca de una mayor flexibilidad de movimiento de esos recursos al interior de la empresa. Curiosamente, esta normativa, celosa de cómo se estructuran los recursos propios para el financiamiento de las operaciones empresariales, no premia ni castiga el mayor o menor uso de deuda para su financiamiento, pese al mayor riesgo que con ella se introduce en los resultados de la empresa, sino que sólo establece requisitos mínimos de cobertura de intereses.

A primera vista, el esquema definido crea incentivos para que las empresas incrementen el nivel de transparencia de la información contable que entregan al mercado. Pero es útil recordar que la transparencia no es un bien absoluto, y si los costos de aumentarla superan los beneficios, hacerlo no es lo óptimo.

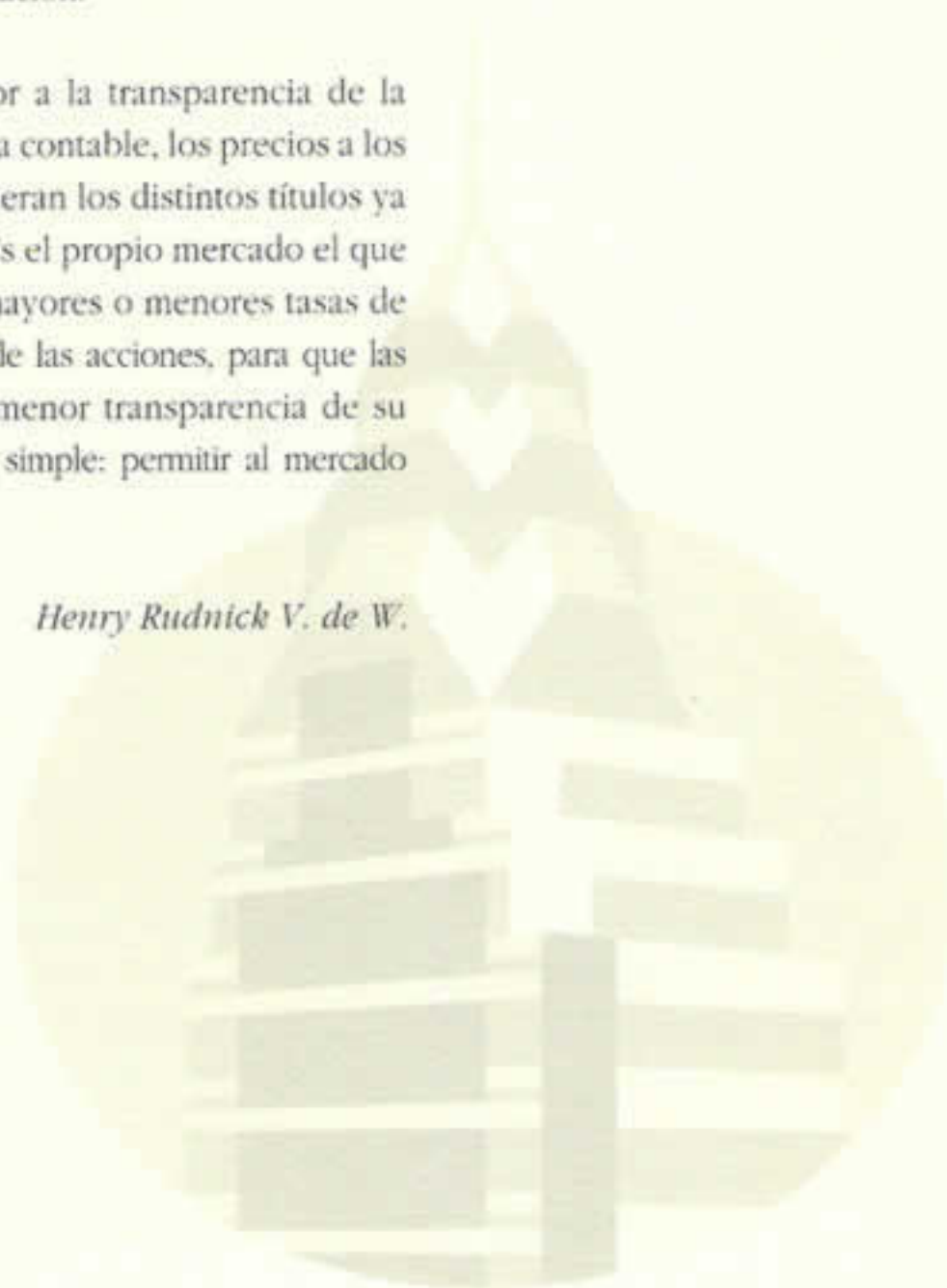
Los supuestos beneficios de aumentar esta transparencia se originarían en un mayor conocimiento por parte de los agentes del mercado de las operaciones al interior de la compañía. Quienes nos dedicamos en forma habitual a analizar y valorar empresas sabemos bien que esta mayor transparencia contable en ningún caso es condición necesaria, ni menos suficiente, para

MERCADO DE CAPITALES

Lo más paradójal es que la existencia de mayor transparencia contable en nada ayuda a disminuir el riesgo de los fondos de pensiones. Tal como explicamos, el riesgo de estos fondos viene dado por la composición del portfolio accionario, no por las características individuales de las acciones involucradas -incluyendo sus niveles de transparencia contable. Normas que establecen restricciones a la inversión de estos fondos en función de la transparencia contable de los instrumentos a invertir, sólo logran limitar su grado de diversificación.

Si el mercado da un especial valor a la transparencia de la información, ya sea contable o extra contable, los precios a los que los fondos de pensiones adquieran los distintos títulos ya tendrán incorporado dicho valor. Es el propio mercado el que entregará incentivos, a través de mayores o menores tasas de descuento implícitas en los precios de las acciones, para que las empresas muestren una mayor o menor transparencia de su información. Lograr este objetivo es simple: permitir al mercado actuar.

Henry Rudnick V. de W.



El crecimiento continúa

Las ventas del comercio minorista han experimentado una evolución muy positiva en estos últimos años, reflejando no sólo el crecimiento general de la economía chilena, sino que yendo bastante más allá, gracias al desarrollo propio del sector, lo que se ha traducido en un crecimiento importante de su participación en el producto interno. Mientras en 1986 las ventas del comercio minorista representaban el 30% del PIB, en 1994 llegaron al 35,6% (más de US\$ 19.000 millones), cifra que nos ubica en niveles similares a los observados en Estados Unidos.

Variables económicas

Un factor importante en el crecimiento del comercio lo constituye la evolución del tipo de cambio real. Una revaluación del peso incide directamente en la riqueza de las personas y, por ende, en su poder de compra, al abaratar los costos de los bienes de consumo importados. Desde 1990 a la fecha, el tipo de cambio real ha caído en un 25%, proyectándose para 1996 una caída adicional de 10%.

La tasa de interés es otra variable económica que incide directamente en el nivel de ventas de este sector. Aunque en el último tiempo las tasas han experimentado un alza considerable, su tendencia a largo plazo es hacia la baja. Hoy en día, el *spread* existente entre las tasas nacionales e internacionales supera los tres puntos porcentuales, cifra que no se justifica con el bajo nivel de riesgo-país que presenta Chile.

Mayor acceso al crédito

El acceso a financiamiento es una variable que resulta bastante decisiva en la evolución que presenta el comercio. En los últimos años se ha producido una reorientación del sistema financiero hacia la banca de personas, uno de los segmentos más rentables del sistema. Ello ha significado que a las tradicionales financieras se sumaran las divisiones de crédito de consumo de los bancos, las que ya controlan el 58% del mercado. A octubre del año pasado, los créditos de consumo otorgados por bancos y financieras ascendían a más de US\$ 2.950 millones -representando un 8,11% del total de las colocaciones de la industria. A esta cifra se debe sumar el creciente otorgamiento de tarjetas de crédito

medio-bajos del país, el que hasta hace poco estaba desatendido por la banca tradicional.

El auge de los centros comerciales

Desde que a principios de los '80 se inaugurara el primer *mall* en Santiago, estos establecimientos han experimentado un crecimiento impresionante, particularmente en los últimos cuatro años, con un aumento en las ventas de 200% y la aparición de cuatro nuevos *malls*, sumándose a los cuatro ya existentes. La comodidad, seguridad, variedad de productos, amplitud de horarios y los servicios anexos que ofrecen, los han hecho desplazar en buena medida a los lugares de compra tradicionales. En la actualidad, los 8 *malls* santiaguinos concentran cerca del 11% de las ventas minoristas, cifra que aún puede incrementarse en forma importante, considerando que en Europa y Brasil llegan al 25% y en Estados Unidos al 65%.

En la capital, los centros comerciales ya han hecho a un lado a la pequeña tienda tradicional, fenómeno que no ha sido tan notorio en otras ciudades del país, tales como Rancagua, Concepción y Temuco, donde aún el centro es el principal lugar de compras. Aunque en provincias será más lento lograr un cambio en las costumbres de los consumidores, se espera que las ventajas que presentan los centros comerciales frente al comercio tradicional los harán los preferidos en el mediano plazo.

Por otro lado -y como un factor adicional que los favorece-, los centros comerciales han logrado reemplazar a los antiguos lugares de entretenimiento, convirtiéndose en el paseo familiar predilecto, al contar con *food courts*, entretenimientos infantiles, espectáculos y una enorme variedad de eventos. La afluencia de público a estos centros fue de 70 millones de personas en 1994, lo que implica un aumento de 67% con respecto a 1992.

Se estima que en 1995 las ventas de los *malls* superaron los US\$ 1.700 millones. Para el futuro, dado el crecimiento en el ingreso per capita de los chilenos, la mayor aceptación de este canal de distribución y los planes anunciados por el sector (11 centros comerciales en los próximos 12 años, con una inversión

El comercio en zonas francas

En Chile existen dos zonas francas, una en Punta Arenas y otra en Iquique. La de Iquique, que es la más importante, alcanzó durante 1994 un nivel de ventas cercano a los US\$ 1.800 millones, lo que equivale al 15% del total de importaciones del país. De ese monto, el 45% (US\$ 813,7 millones) tuvo como destino el mercado chileno, siendo Bolivia (con US\$ 411,4 millones), Perú (con US\$ 249,8 millones) y Argentina (con US\$ 137,8 millones) sus otros grandes destinos. La zona franca de Punta Arenas, que es bastante más pequeña que la de Iquique, realizó ventas por US\$ 155 millones durante 1994, las que casi en su totalidad tuvieron como destino final a la XII Región.

El desarrollo de las ventas en las zonas francas depende en gran medida del nivel de comercio entre Chile y sus países vecinos. En este sentido, durante 1995, las importaciones chilenas crecieron en un 35% (US\$14.635 millones), las de Perú crecieron en más de 30% (US\$ 7.500) y las bolivianas en cerca de un 100% (US\$ 1.100). A futuro, la mayor apertura externa que se está dando en los países de la región, reflejada en menores aranceles, provocará aumentos considerables en el nivel de comercio de estos centros.

Los supermercados

Pese a estar bastante más avanzado que el de las economías vecinas, el sector de supermercados chileno se encuentra aún en etapa de desarrollo. Su penetración a nivel nacional (porcentaje de los chilenos que se abastece en un supermercado) es de 60%, con lo que queda, entonces, una importante porción sin explotar. El mayor potencial está en regiones, ya que en Santiago la penetración llega a 89% y se acerca al 100% en los sectores de mayores ingresos de la capital, donde el mercado está ya saturado.

Pese al alto grado de penetración alcanzado, en Chile sólo un 51,9% de los productos alimenticios se vende en supermercados, nivel que es notablemente inferior en los productos perecibles. En el siguiente cuadro se presenta el porcentaje de venta en supermercados por tipo de producto:

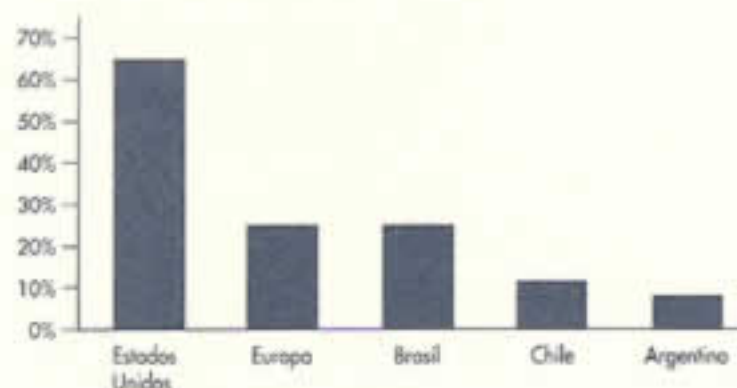
Tipo de Producto	Penetración por Producto
Abarrotes	74,8 %
Aseo Hogar	63,5%
Frutas Verduras	23,62%
Panadería	25,06%
Carnes	42,02%
Cecinas	58,08%
Pescado	30,23%

La industria de supermercados se caracteriza, además, por un agudo nivel de competencia, el que ha llevado a disminuciones sustanciales en los márgenes de comercialización, los cuales hoy en día se ubican en niveles no superiores al 3%. Aunque el precio se ha transformado en la variable competitiva clave, la ubicación del local es fundamental para el éxito, a lo que se suma la necesidad de tener espacio para estacionamientos, buenas vías de acceso y, sobre todo, estar rodeado de una alta densidad poblacional.

Las tendencias mundiales muestran que las grandes superficies comerciales reemplazarán a las pequeñas tiendas, de las cuales sobrevivirán las especializadas en servicios rutinarios que no requieren demasiada inversión. También se visualiza como tendencia el uso de sistemas automatizados para la reposición de inventario de productos. Estos sistemas permiten la operación de grandes centros de distribución que surten en forma continua a los locales de venta final, lo que permite obtener costos operacionales sustancialmente menores.

A futuro, una de las principales áreas de desarrollo de los supermercados debiera centrarse en los productos perecibles y en productos no alimenticios, los que actualmente presentan una baja penetración en estos establecimientos y que, dados los mayores márgenes que dejan, permitirán mejorar su rentabilidad. La gran competitividad que existe en el sector de supermercados chileno ha provocado que las principales cadenas nacionales estén entrando a otros mercados latinoamericanos menos desarrollados y competitivos, donde es posible obtener mayores rentabilidades. En el pasado, las ventas de supermercados han mostrado un crecimiento superior al del PIB (elasticidad de 1,4 con respecto a éste). Durante 1995, las ventas del sector llegaron a los US\$ 2.750 millones, experimentando un crecimiento real de 9,8% en relación con 1994. Para este año se espera un crecimiento en ventas del orden del 6,5%.

Proporción de ventas en centros comerciales respecto a la venta total del comercio



SANTA ISABEL

Patrimonio bursátil: MMUS\$ 511,7

Ventas 1995 (estimación): MMS 165.434

Relación precio utilidad proyectada: 1995: 16 1996: 26

Santa Isabel es la segunda cadena de supermercados más grande tanto de Chile como de Perú. En nuestro país cuenta con 58 supermercados, distribuidos en las regiones IV, V, VII, VIII, IX, X y Metropolitana. La empresa alcanza una participación de mercado de 12% a nivel nacional y sus ventas están apuntadas a los segmentos medio y medio-bajo de la población. En Perú tiene 11 supermercados, ubicados en distritos de la clase media-alta y alta de Lima. La empresa abrirá próximamente dos locales en Asunción, Paraguay.

La agresiva política de expansión de Santa Isabel, que la ha llevado a experimentar crecimientos muy superiores a los de la industria (más de 30% promedio anual en los últimos 5 años), consiste en explotar mercados con escaso desarrollo, absorbiendo, de esta manera, todas sus potencialidades de crecimiento. Es así como se transformó en líder en la V Región y, con sólo dos años de actividad, en la segunda cadena más importante de Perú.

La empresa espera mantener a futuro el acelerado ritmo de crecimiento que ha experimentado en los últimos años. Para ello planea abrir en Chile al menos 8 locales más de aquí a 1998, mientras que en Perú abrirá 8 y en Paraguay otros 6 más. De concretarse estas inversiones, duplicará hacia el año 2000 su actual nivel de ventas.

Durante 1995, Santa Isabel logró ventas cercanas a los US\$ 400 millones, de las cuales un 25% correspondió a las realizadas en Perú. Ese resultado representa un crecimiento de 20% con respecto a 1994. La apertura de nuevos locales y la reciente absorción de los supermercados de la cadena Multimarket provocarán en 1996 un aumento explosivo en las ventas, el que estimamos en más de 76%. Sin embargo, producto de la compra de supermercados más ineficientes, se espera que las utilidades crezcan este año a una tasa de 60%.

Las principales amenazas que se ciernen sobre Santa Isabel radican en la creciente competencia que enfrenta en sus actuales mercados y en el tamaño reducido de sus locales, el que le impide desarrollar líneas de productos con mayores márgenes.

ZOFRI

Patrimonio bursátil: MMUS\$ 146,8

Ventas 1995 (estimación): MMS 8.255

Relación precio utilidad proyectada: 1995: 16,2 1996: 21,6

La sociedad Zona Franca S.A. tiene como objetivo la administración y explotación de la zona franca de Iquique en virtud de un contrato con el Estado de Chile, a quien debe pagar, por concepto de concesión, el 15% de sus ingresos brutos. La empresa obtiene ingresos por el arriendo de terrenos (30% del total), locales comerciales (46%), bodegas (10%), otros servicios (4%) y, adicionalmente, por la visación de los documentos que respaldan las operaciones que se realizan en la zona franca (4%). Zofri cobra, además, por concepto de gastos de administración, un porcentaje de las ventas totales del sistema, ítem que representa alrededor del 6% de sus ingresos generales.

Sus grandes ventajas son su ubicación geográfica -puerta de entrada del Asia Pacífico hacia los mercados latinoamericanos- y el enorme volumen de operaciones que en ella se realizan (transacciones por US\$ 3.500 millones al año), las que permiten generar economías de escala importantes tanto para compradores como para vendedores. Este último factor, sumado a la mejor infraestructura vial y portuaria que tiene nuestro país, ponen en ventaja a Zofri frente al puerto peruano de Ilo, su principal competidor.

El elemento negativo más agudo de la compañía radica en el hecho de ser una empresa pública. Ello le imposibilita el acceso expedito a financiamiento externo destinado a materializar inversiones necesarias para el desarrollo de la empresa: ampliaciones de bodegas, modernización del *mall* y de las instalaciones portuarias y el incremento de la promoción comercial, entre otras. Además, la empresa sufre de serios problemas de control interno.

Para 1996 esperamos un crecimiento de 13% en el resultado operacional de Zona Franca S.A., pero utilidades finales mayores en un 30% a las obtenidas en 1995, al crecer los ingresos extraordinarios generados por la venta de terrenos. Las ampliaciones en la capacidad de almacenaje y en el *mall* que realizará durante 1996 y el explosivo crecimiento en el nivel de comercio exterior de sus principales clientes (Chile, Perú y Bolivia), hacen prever para la sociedad crecimientos anuales promedio de al menos 7% hasta el año 2000.

Oportunidades para los privados

Magdalena Fernández M.

Históricamente, el sector construcción ha sido muy sensible a los ciclos económicos, presentando alzas más intensas que las del producto agregado en períodos de expansión y contracciones más agudas durante las recesiones. A futuro, esta alta volatilidad se verá considerablemente reducida gracias a la puesta en práctica del sistema de concesiones de obras de uso público. Las obras que se liciten, que representarán un porcentaje significativo del total de inversión del sector (sólo los proyectos viales corresponden a más del 10% del total en los años 1997, 1998 y 1999), debieran mostrar un comportamiento más independiente frente a lo que suceda con la economía en comparación con otras áreas de la construcción, especialmente la de viviendas privadas. Se estima que en 1996, año en que gracias al sistema de concesiones al sector privado y al aumento de 12% del presupuesto del Ministerio de Obras Públicas se invertirán cerca de US\$ 1.500 millones en infraestructura de uso público, el crecimiento de la construcción se aproximará al 11%.

Disminución de las tasas de interés

La inversión en construcción, la que representa alrededor del 30% de la inversión total del país, posee una relación inversa con el nivel de las tasas de interés. Aunque en este último tiempo las tasas locales han presentado alzas considerables, su tendencia de largo plazo debiera ser a la baja, producto de la continua disminución del riesgo-país de nuestra economía y de una mayor apertura en la cuenta de capitales. En los últimos años, gracias a la disminución del riesgo-país, la diferencia entre las tasas de interés de Chile y de Estados Unidos se ha reducido significativamente. Durante 1992, esta diferencia llegaba en promedio a 4,56 puntos porcentuales, cifra que se redujo a un valor promedio de 2,7 puntos durante 1995.

Stock deseado versus stock existente

La inversión en construcción depende en gran medida de la diferencia que exista entre el stock existente y el deseado de viviendas e infraestructura. A medida que la población y el país crecen, aumenta la demanda por viviendas e infraestructura, haciéndose cada vez más escaso el stock existente. Otro factor que afecta el stock deseado es el cambio en la riqueza de las personas, la que en los últimos años ha mostrado aumentos considerables por el solo motivo de la apreciación del tipo de

presionando el tipo de cambio, seguirán incrementando el stock deseado de construcción. Se estima que el déficit habitacional en Chile alcanza hoy a las 650.000 viviendas, y de mantenerse las actuales tasas de crecimiento del sector se reduciría en 50% recién en diez años más. En cuanto a la infraestructura -sector clave para el crecimiento del país-, existen déficits importantes en vialidad, instalaciones portuarias, agua potable y aguas servidas, los que, según se estima, suman más de US\$ 11.000 millones.

Auge de los créditos hipotecarios

La gran competitividad y agresividad que actualmente se observa entre las instituciones financieras ha provocado un notorio descenso en los *spreads* que ellas cobran a sus clientes, disminución que se atribuye principalmente a las menores comisiones que están ganando estas entidades. En los últimos años, las comisiones han acumulado una disminución de un 40% con respecto a las vigentes en 1990. Además de ofrecer menores tasas de interés, las instituciones financieras compiten con créditos flexibles ajustables a las necesidades de cada cliente (mayores plazos, menores pies y estructuras de pago flexibles son los principales cambios introducidos). Todo lo anterior ha provocado aumentos importantes en los créditos hipotecarios, los que a julio de 1995 llevaban acumulado un crecimiento de 40% con respecto a las colocaciones que se registraban al 31 de diciembre de 1994. El Leasing Habitacional, que comenzará a operar durante 1996, incrementará aún más la demanda por viviendas, especialmente en los sectores de menores recursos que acceden a viviendas sociales a través del subsidio estatal. Dados los altos cánones de arriendo pagados en las viviendas de menor valor, la conveniencia del nuevo sistema radicarán en los menores montos que pueden alcanzar las cuotas de leasing. A modo de ejemplo, el arriendo de una vivienda de menos de 1.000 UF renta al propietario cerca de un 14% por sobre el valor del bien. La cuota de leasing para estas viviendas corresponderá, aproximadamente, al 10% del valor de la propiedad, 4 puntos porcentuales menos que el arriendo tradicional. Según el censo de 1992, de las 3,1 millones de viviendas que hay en el país, más del 18% son arrendadas.

Concesiones: oportunidad para el sector privado

Para superar el actual déficit de infraestructura pública del país se requieren más de US\$ 11.000 millones en los próximos cinco años,

millones anuales para el mejoramiento y mantención de la infraestructura existente. Las áreas donde se requiere mayor inversión corresponden a infraestructura vial urbana e interurbana (US\$ 6.250 millones), tratamiento de aguas servidas (US\$ 1.480) y edificios públicos (US\$ 810). Aunque en los últimos años los niveles de inversión en infraestructura del Ministerio de Obras Públicas han aumentado considerablemente, presupuestándose para 1996 una inversión cercana a los US\$ 680 millones, los recursos resultan insuficientes para superar los déficits existentes en el país. Por esta razón, será el sector privado, a través del sistema de concesiones, quien se encargará de las inversiones necesarias para suplirlos. Desde 1996 hasta el año 2000 se espera adjudicar unos US\$ 2.000 millones, cifra que puede aumentar significativamente con nuevos proyectos que surjan de los propios privados. El flujo proyectado de las inversiones muestra que los gastos más fuertes se realizarían en 1997, 1998 y 1999, con montos estimados de US\$ 674 millones, US\$ 830 millones y US\$ 756 millones, respectivamente.

Nuevos recursos

Recientemente se promulgó la ley que faculta a las AFP, a las Compañías de Seguros, a los Fondos de Inversión y a los Fondos de Inversión Extranjera de Riesgo para destinar parte de sus recursos al financiamiento de obras de infraestructura de uso público. Se estima que dichas entidades podrán aportar recursos por cerca de US\$ 4.000 millones, cifra bastante importante si se considera que en 1995 la inversión total en el sector construcción fue de US\$ 5.600 millones.

Proyecciones para el sector público

El comportamiento de la inversión pública, tanto en vivienda

Proyecciones para el sector privado

La inversión privada puede presentar una enorme variabilidad, pues depende en forma importante de la inversión en infraestructura. El cumplimiento de los plazos de adjudicación para las grandes obras viales, además de una serie de leyes que están en trámite de aprobación (Ley de Puertos, Ley de Sanitarias y Tarificación Vial Urbana), pueden hacer variar en forma muy considerable los montos previstos para el futuro, los que estimamos en US\$ 16.500 millones (incluyendo sólo la inversión productiva privada) hasta el año 2000, lo que representa el 55% del total de inversión del sector privado. Cabe destacar que aunque los períodos pueden ser distintos a los previstos, las inversiones a realizarse vía concesiones pueden considerarse no sujetas a la coyuntura económica del país.

La construcción de viviendas del sector privado, en cambio, es muy sensible a los ciclos económicos. Durante 1995, este subsector experimentó un crecimiento superior al 8%, y para 1996 se espera uno superior al 9%. Desde 1996 hasta el año 2000, estimamos un crecimiento promedio de 7,2% en la inversión en viviendas, lo que implicaría un monto acumulado de US\$ 13.700 millones.

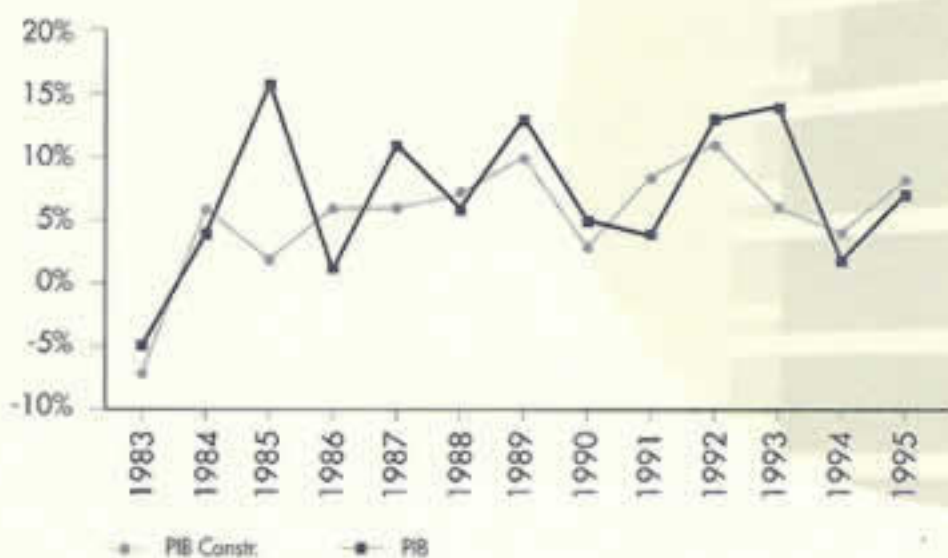
En el siguiente cuadro aparecen los crecimientos estimados para cada uno de los subsectores hasta el año 2000:

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	Total 95-00
Vivienda Privada	1.733	1.873	2.051	2.199	2.357	2.527	2.709	13.717
Crecimiento		8,10%	9,50%	7,20%	7,20%	7,20%	7,20%	

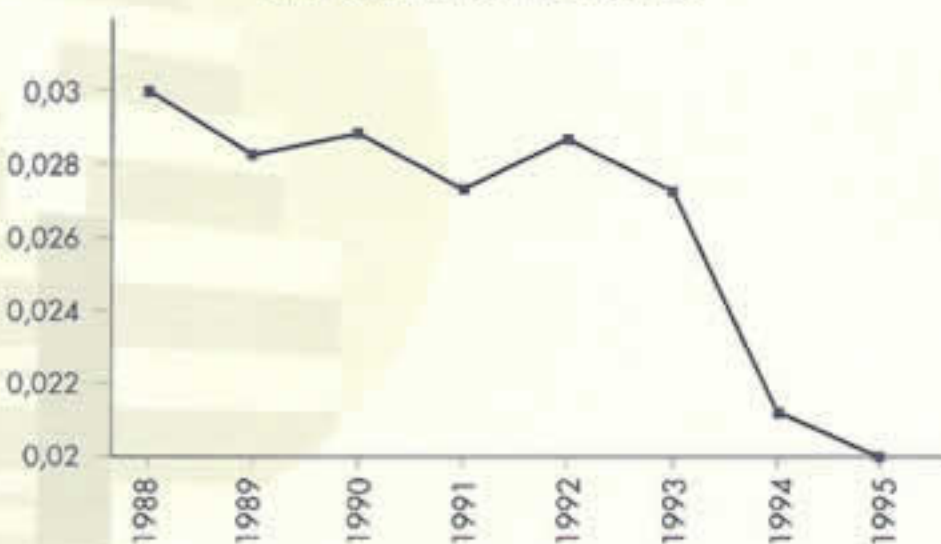
Comparación con estándares internacionales

Nuestro país ha mostrado un crecimiento sostenido en el tiempo, registrándose una expansión promedio de 7% anual durante los 10 últimos años. Sin embargo, la participación del sector construcción en el PIB ha mostrado una tendencia descendente a partir de 1963. Actualmente, la proporción que representa el PIB de la construcción en el PIB total es de 9% aproximadamente, inferior a la que presentan otros países en desarrollo (como Singapur, con 14%; Malasia, con 12%, y Corea, con 13%). Si además consideramos como indicador de actividad el consumo de cemento per capita, Chile, con un consumo de 216 kg/hab, aunque supera al de países como Argentina (184 kg/hab), Brasil (163 kg/hab) y Perú (136 kg/hab), está muy por debajo de países desarrollados tales como Estados Unidos, Alemania, España y Japón, los que en promedio consumen más de 500 kg/hab.

**Crecimiento PIB y
crecimiento sector construcción**



**Porcentaje de comisión promedio
para los créditos hipotecarios**



CEMENTOS BÍO-BÍO

Patrimonio bursátil: MMUS\$ 624,3

Ventas consolidadas 1995 (estimación): MM\$ 70.000

Relación precio utilidad proyectada: 1995: 28,09 1996: 25,65

Las principales actividades de Cementos Bío-Bío son la producción y venta de cemento y hormigón (este último producto a través de su filial Ready Mix), las que representan más del 83% de sus ventas. El restante 17% corresponde a sus ingresos por ventas forestales, especialmente en el extranjero, que efectúa por medio de sus dos aserraderos y de las plantaciones que posee en las cercanías de Concepción.

A través de las cementeras Inacesa y Bío-Bío S.A.C.I., Cementos Bío-Bío abastece a las regiones del norte y del sur del país, alcanzando una participación de mercado cercana al 22%. Su capacidad productiva actual es de 850.000 toneladas anuales de cemento, la que será expandida a 1.100.000 toneladas hacia fines de este año.

La empresa comenzará durante 1996 la construcción de una nueva planta cementera en la zona cordillerana de Curicó, donde posee yacimientos de caliza y yeso. La nueva planta tendrá una capacidad de 750.000 toneladas anuales y comenzará a operar en 1998. Gracias a esta inversión, la compañía entrará a competir en la zona central, convirtiéndose así en la única cementera con cobertura nacional.

En 1995, las ventas físicas de cemento aumentaron de manera importante (casi 30% en relación con 1994), llegando a las 700.000 toneladas. Pero a raíz de los menores precios y de un incremento de los costos, se espera que las utilidades excedan sólo en un 2% a las obtenidas en 1994. Para 1996 se anticipa un crecimiento en las utilidades cercano al 10%. Gracias a las inversiones anunciadas, a partir de 1998, año en que comenzaría a producir la planta de Curicó, Bío-Bío podría alcanzar una participación de mercado de 30%.

CEMENTO MELÓN

Patrimonio bursátil: MMUS\$ 1.553,2

Ventas consolidadas 1995 (estimación): MM\$ 92.232

Relación precio utilidad proyectada: 1995: 26,37 1996: 25

Cemento Melón se dedica principalmente a la producción y venta de cemento y hormigón (este último a través de su filial Prémix), negocios que actualmente explican más del 90% de sus ventas. Participa, además, en el sector maderero, a través de su filial Emasil, la que se dedica a la elaboración de productos de madera obtenida de la explotación de sus propios bosques.

Actualmente, Melón lidera el mercado chileno del cemento, con una participación superior al 39% y una capacidad productiva de 1.500.000 toneladas anuales, de la cual ocupa actualmente cerca del 80%.

Durante 1996, la empresa espera utilizar al máximo su capacidad productiva. Para ello, ha iniciado la construcción de instalaciones en el puerto de Ventanas -consistentes en una cinta transportadora y una bodega-, a través de las cuales importará clinker, materia prima básica para la producción de cemento. En 1997, planea instalar un nuevo molino de cemento, con el que su capacidad productiva aumentaría a 2.700.000 toneladas anuales.

Para el presente año se proyecta un incremento en la utilidad cercano al 17%. A futuro, estimamos que la empresa tenderá a perder participación de mercado, a raíz de la entrada de Cementos Bío-Bío a la zona central.

EMPRESAS DEL SECTOR CONSTRUCCIÓN

BESALCO

Patrimonio bursátil: MMUS\$ 118

Ventas consolidadas 1995 (estimación): MM\$ 30.357

Relación precio utilidad proyectada: 1995: 17,3 1996: 12,53

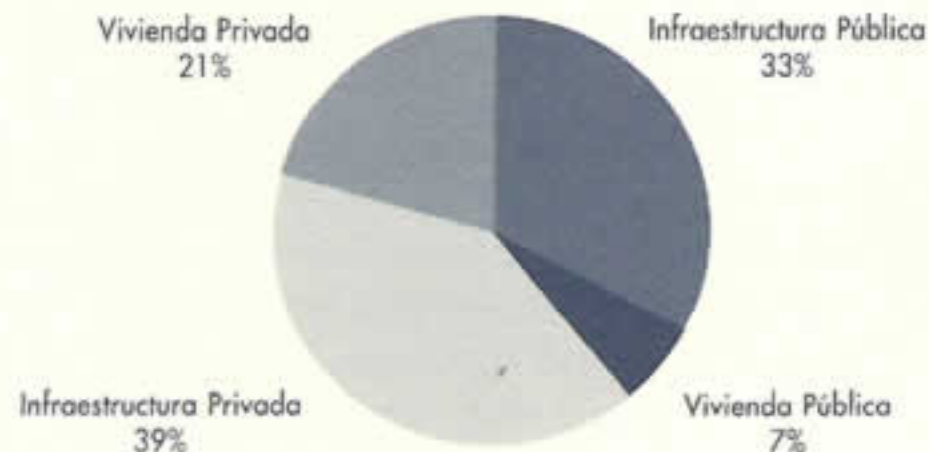
Besalco participa en la construcción de viviendas económicas, de obras civiles y de ingeniería, edificaciones, urbanizaciones y movimientos de tierra y, últimamente, en el negocio inmobiliario. Además de percibir ingresos por la construcción de las obras, los cuales representan el 75% de sus entradas totales, la empresa lo hace por el arriendo de maquinaria, área de negocio que aporta el 25% restante.

A través de Infraestructura 2000, sociedad constituida especialmente para abordar el plan de concesiones del Ministerio de Obras Públicas, Besalco participa no sólo en la construcción de las obras, sino que también de la rentabilidad de los proyectos que la sociedad se adjudica.

Históricamente, la empresa ha puesto su foco en el área de la infraestructura, la que le reporta más del 60% de sus ingresos. Besalco tiene vasta experiencia en la construcción de este tipo de obras, especialmente en infraestructura vial, habiendo construido ya más de 800 kilómetros de caminos.

En 1996, en virtud del auge que se proyecta para el sector -gracias al crecimiento esperado en la inversión tanto estatal como privada en infraestructura de uso público y al aumento anunciado en la construcción de viviendas económicas-, estimamos que Besalco incrementará sus ingresos en 39% y sus utilidades en más de 37%.

Participación de cada subsector en la inversión en construcción estimada para 1996



Indicadores económicos y financieros de Latinoamérica

PRODUCCION INDUSTRIAL (variación en 12 meses)
RESERVAS MONETARIAS INTERNACIONALES (US\$ MM)
INDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR (variación en 12 meses)
M1 (variación en 12 meses)
SALDO BALANZA COMERCIAL (acum. desde enero de cada año) (US\$ MM)
VARIACION BURSATIL EN US\$ (acumulada en el año)
TIPO DE CAMBIO NOMINAL (moneda local por US\$)
TIPO DE CAMBIO REAL (base diciembre 1994 = 100)
TASA DE INTERES REAL (en moneda local, base anual)

ARGENTINA				
Dic-94	Mar-95	Jun-95	Sep-95	Dic-95
3,9%	2,6%	-5,8%	-11,1%	-11,8% *
17.563	12.632	16.050	16.040	19.888
3,9%	4,4%	3,7%	2,2%	1,6%
8,0%	-8,3%	-9,7%	-4,8%	-7,8%
-5.843	-692	858	1.172	1.020
-20,8%	-16,9%	-11,9%	-6,2%	12,7%
1	1	1	1	1
100	100,7	101,8	101,4	101,5
7,9%	12,9%	8,9%	9,4%	7,8%

El índice bursátil es el Merval

BRASIL				
Dic-94	Mar-95	Jun-95	Sep-95	Dic-95
-1,8%	9,2%	4,4%	-1,2%	-2,3% **
38.806	33.742	33.512	47.660	52.000
941,3%	292,1%	31,4%	26,7%	22,3%
2362,2%	1046,7%	256,1%	30,8%	25,8% **
10.606	-2.333	-4.265	-3.456	-3.107 *
59,8%	-35,2%	-25,9%	-4,7%	-13,9%
0,847	0,895	0,921	0,953	0,972
100	105,5	100,7	98,2	96,7
35,7%	25,6%	26,9%	34,2%	n.d.

El índice bursátil es el BOVESPA

PRODUCCION INDUSTRIAL (variación en 12 meses)
RESERVAS MONETARIAS INTERNACIONALES (US\$ MM)
INDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR (variación en 12 meses)
M1 (variación en 12 meses)
SALDO BALANZA COMERCIAL (acum. desde enero de cada año) (US\$ MM)
VARIACION BURSATIL EN US\$ (acumulada en el año)
TIPO DE CAMBIO NOMINAL (moneda local por US\$)
TIPO DE CAMBIO REAL (base diciembre 1994 = 100)
TASA DE INTERES REAL (en moneda local, base anual)

COLOMBIA				
Dic-94	Mar-95	Jun-95	Sep-95	Dic-95
4,9%	9,6%	3,5%	0,2%	n.d.
8.002	8.314	8.554	8.325	8.475
22,6%	21,2%	21,6%	20,6%	19,5%
26,6%	20,7%	14,9%	9,8%	n.d.
-3.445	-1.154	-1.771	-2.396	-2.363
16,0%	-10,9%	-9,2%	-27,4%	-28,5%
831	880	881	973	988
100	99,5	95,9	103,5	102,8
1,0%	9,9%	22,7%	23,1%	16,5% *

El índice bursátil es el IBB

MEXICO				
Dic-94	Mar-95	Jun-95	Sep-95	Dic-95
0,1%	-4,1%	-11,8%	-11,2%	n.d.
6.148	6.850	10.082	14.099	15.741
7,1%	20,4%	57,7%	43,5%	54,1%
3,8%	-13,8%	-10,9%	-9,1%	-2,1% *
-18.542	647	3.089	5.289	7.491
-43,4%	-43,5%	-25,5%	-20,9%	-24,0%
5,0	6,8	6,2	6,4	7,7
100	119,4	94,6	91,7	103,0
-30,1%	-5,0%	17,2%	2,7%	7,4%

PRODUCCION INDUSTRIAL (variación en 12 meses)
RESERVAS MONETARIAS INTERNACIONALES (US\$ MM)
INDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR (variación en 12 meses)
M1 (variación en 12 meses)
SALDO BALANZA COMERCIAL (acum. desde enero de cada año) (US\$ MM)
VARIACION BURSATIL EN US\$ (acumulada en el año)
TIPO DE CAMBIO NOMINAL (moneda local por US\$)
TIPO DE CAMBIO REAL (base diciembre 1994 = 100)
TASA DE INTERES REAL (en moneda local, base anual)

CHILE				
Dic-94	Mar-95	Jun-95	Sep-95	Dic-95
0,1%	4,4%	8,0%	-3,1%	7,5%
13.467	14.176	15.297	14.857	14.805
8,9%	8,2%	7,6%	8,6%	8,2%
22,5%	22,1%	26,8%	24,2%	19,7%
725	929	1.463	1.370	1.385
43,0%	-3,7%	22,7%	8,2%	1,0%
404	405	374	397	407
100	100,0	91,8	94,4	96,0
5,9%	6,2%	6,0%	6,1%	6,9%

La producción industrial es la calculada por el INE
Se presenta la variación del M1A
El índice bursátil es el CB Value

PERU				
Dic-94	Mar-95	Jun-95	Sep-95	Dic-95
10,9%	6,0%	6,3%	3,9%	0,3% *
3.718	5.674	6.050	6.137	6.641
15,4%	11,9%	11,1%	10,0%	10,2%
59,6%	63,5%	47,5%	34,0%	34,8% *
-1.107	-516	-1.099	-1.628	-2.030
50,0%	-27,6%	0,5%	-6,2%	-14,0%
2,18	2,26	2,23	2,24	2,305
100	102,3	99,6	98,0	98,9
10,1%	14,0%	17,3%	14,3%	14,8%

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/Selic
Chile: PRC 8 años
Colombia: tasa de interés promedio a 90 días efectiva anual de los certificados o depósitos publicada por DANE
México: CETES a 91 días
Perú: tasa de interés promedio hasta 360 días en nuevos soles
NOTA: Las tasas de interés nominales están deflactadas por la inflación trimestral esperada en base anual.

(*) Cifras a noviembre 1995

(**) Cifras a octubre 1995