

OPINIÓN

- EDITORIAL** *Ideas para una calidad de vida mejor*
Innovaciones en términos de la neutralidad fiscal, la administración de la infraestructura y de la corrección de externalidades urbanas pueden lograr que cada agente de la sociedad perciba los costos y beneficios reales de sus decisiones, mejorando la calidad de vida en nuestras ciudades. 3

ANÁLISIS SECTORIAL

- SECTOR PESQUERO: CHILE** *Desafíos que se aproximan*
La industria pesquera tanto del norte como del sur de Chile están enfrentadas a los desafíos que generan la competencia externa e interna, la necesidad de aumento de la calidad para mejorar los márgenes y las inversiones a las que obliga la incorporación de nuevas y más modernas tecnologías. 5

- Empresas del Sector** *Pesquera Itata, Pesquera Coloso y Pesquera Eperva.* 9

- SECTOR TELECOMUNICACIONES: PERÚ** *Los cambios tras la apertura*
A partir de la privatización del sector en 1994, las telecomunicaciones peruanas han experimentado un enorme crecimiento. Los programas de inversión anunciados por las compañías involucradas permiten proyectar excelentes perspectivas en el largo plazo. 11

- Empresas del Sector** *Telefónica del Perú y Tele 2000.* 13

CIFRAS Y TENDENCIAS

- CB YIELD: EL PRIMER INDICADOR DE RENTA FIJA DE CHILE** *Recién estrenado por CB Capitales, este índice de renta fija, único en nuestro país, permite incrementar la información acerca de un instrumento de enorme utilización en el mercado financiero chileno.* 14

Ideas para una calidad de vida mejor

Con reformas en el ámbito fiscal, en la administración de la infraestructura y en la superación de algunas externalidades urbanas, puede conquistarse algo que a estas alturas es un anhelo de buena parte de los habitantes de nuestras ciudades: una calidad de vida un poco mejor.

El desarrollo de los países está siempre condicionado por la aplicación de las políticas correctas por parte del Estado. En el número anterior hicimos ver un problema que en Chile es cada día más notorio: la ausencia de una política Regional y Urbana, que consiste, esencialmente, en lograr que todos los agentes perciban los costos y beneficios reales de sus acciones sobre el territorio.

Tres son los ámbitos en los cuales se requieren señales correctas por parte del Estado. El primero es la neutralidad fiscal, es decir, que el fisco no favorezca artificialmente una localidad o región en desmedro de otras. El segundo es la administración de la infraestructura, y el tercero es el manejo de las externalidades surgidas de la gestión urbana.

Neutralidad fiscal

Para asegurar la completa neutralidad fiscal, proponemos una modernización real del aparato público. Si se pretende lograr una efectiva descentralización, las decisiones tributarias y de gasto deben quedar radicadas en los gobiernos locales, y cada nivel de gobierno debe confeccionar su presupuesto en función de las tareas que le son propias.

En ese contexto, los gobiernos comunales financian los servicios prestados por el gobierno regional y el gobierno central sobre la base de la participación de cada comuna en el PIB nacional, a partir de la estimación de los servicios efectivamente prestados. Todos los tributos son fijados por las comunas, aunque con algunas restricciones:

- El IVA y los aranceles son fijados por ley y asignados a cada comuna en función de su participación en el PIB total.
- Los impuestos a la renta y territoriales son determinados por cada comuna sujetos a tasas máximas fijadas por ley. Para estos efectos, el impuesto a la renta se devengará donde se encuentre situado el bien gravado o donde se haya dado comienzo a la actividad gravada.

- La Ley de Presupuesto Nacional contemplará un ítem destinado a subsidios, que sólo tendrán como objetivo subvencionar servicios de salud, educación, vivienda u otros servicios públicos en atención a un Índice de Pobreza de la respectiva región o comuna.

Infraestructura

El segundo elemento central en esta reforma es la administración de la infraestructura, la que incluye a la red vial, a los puertos y a los servicios sanitarios, entre muchos otros. Con excepción de la infraestructura estructurante -que es aquella que sirve a más de una comuna y cuya administración debiera quedar radicada en los gobiernos regionales- la infraestructura debiera ser administrada por el gobierno comunal donde se encuentra. Como su ejecución es licitada de acuerdo a la ley de concesiones, para el caso de la infraestructura no estructurante la compensación del concesionario podrá ser definida por cada municipalidad, y no necesariamente consistiría en peajes, porque podría, por ejemplo, entregársele un porcentaje de los permisos de circulación de la comuna.

La administración de los establecimientos de salud y educación, a su vez, debiera ser traspasada a los gobiernos regionales y comunales donde se ubican. Algunos de ellos, por su cobertura o situación monopólica, quedarían en manos de los gobiernos regionales, mientras que el resto dependería de cada comuna y podría ser traspasado al sector privado a discreción de los gobiernos locales. Estos establecimientos serían autónomos y competitivos, y su patrimonio provendría del cobro a los usuarios y de los subsidios que, sobre la base de los índices de pobreza, se le otorgue a cada familia. Existiría, además, prohibición para el traspaso de recursos extraordinarios desde el gobierno central.

Externalidades urbanas

Finalmente, se encuentra el problema de las externalidades propiamente urbanas, como la edificación en altura y la ubicación de las industrias, entre muchas otras. Como mecanismos

para corregir esas externalidades se han utilizado corrientemente los planos reguladores. Pero estos instrumentos poseen innumerables deficiencias: sus disposiciones son rígidas y adolecen de claros problemas de información -porque es muy difícil para una autoridad conocer qué es lo que resulta más eficiente en cada predio-. En la práctica, además, sus exigencias son cambiantes, lo que produce grandes redistribuciones del ingreso y los convierte en campo propicio para la corrupción.

Para eliminar estos problemas, el plano regulador debiera contener sólo las normas mínimas de lo que se puede hacer en cada predio. Sobre cada paño territorial nacerían derechos cuyos propietarios serían los vecinos colindantes, los cuales impedirán toda intervención que intente ir más allá de las normas mínimas. Si algún propietario quisiera cambiar esas normas tendría que comprar estos derechos a sus vecinos. Para no entorpecer el proceso, se requeriría contar con el 51% de los derechos para cambiar la norma. Aprobado el cambio, el propietario cancelararía el 100% de los derechos a los afectados. Lo que este mecanismo hace es efectivamente definir derechos de propiedad de unas propiedades sobre otras.

Todas estas propuestas buscan hacer de los gobiernos locales entidades verdaderamente autónomas, convirtiéndolos en centros de costos, en los cuales cada agente enfrenta los costos reales de sus decisiones y puede medir la eficiencia de su comuna -lo que, unido a la movilidad de los factores entre comunas, obliga a su

Desafíos que se aproximan

Aparte de presentar un importante crecimiento en el mercado de la harina de pescado, con un saludable énfasis en las de mejor calidad, en los últimos años la industria pesquera chilena ha incrementado su participación en productos de mayor valor agregado, como los congelados y fresco-refrigerados. Ahora se le antepone interesantes desafíos, entre los que destaca la necesidad de aumentar la inversión.

Chile y Perú tienen una posición privilegiada en la costa del Pacífico Sur: esta área geográfica no sólo cuenta con uno de los ecosistemas marinos más productivos del mundo, sino que, además, ese ecosistema se mantiene adyacente a la costa continental, lo que implica menores costos fijos en tamaño y desplazamiento de la flota pesquera. A esto se agrega la presencia del jurel, especie que forma un cordón desde las costas de Nueva Zelandia hasta las de Chile.

Durante 1994, en las costas chilenas y peruanas se capturó más del 50% de la pesca mundial, obteniéndose un nivel de producción de harina de pescado representativa de más del 40% de lo que se produce en el mundo. Cabe recordar que a nivel mundial las actividades más importantes en el sector son la producción de harina de pescado para la alimentación de animales y los productos para el consumo humano directo (congelados y fresco-refrigerados). En la actualidad se utiliza aproximadamente un 28% de las capturas mundiales para la producción de harina y un 47% se destina a la producción de congelados o fresco-refrigerados.

Vecinos en competencia

Chile se ha consolidado como el segundo productor de harina de pescado a nivel mundial, con una producción de 1,4 millones de toneladas al año, cifra equivalente a un 23% de la harina producida en el planeta. Exportando en promedio el 80% de lo que produce, Chile representa un 34% de las exportaciones mundiales.

Perú, a su vez, cuenta con una producción de 1,9 millones de toneladas al año, y sus envíos al exterior representan el 37% de las exportaciones mundiales. En los últimos tres años, Perú ha triplicado su producción respecto de los niveles mostrados hace una década, gracias a una mayor abundancia de la principal especie en que se sustenta la industria, la anchoveta, y a una explotación más irracional del recurso. Es importante destacar que seis países son considerados como los principales exportadores (Perú, Chile, Noruega, Islandia, Dinamarca y Sudáfrica), con el 86% del volumen transado en 1994.

A nivel nacional, se observa en esta industria que el número de empresas es bastante amplio, pero el mayor porcentaje del monto que se exporta se mantiene muy concentrado. Se distinguen, así, más de 35 empresas pesqueras que exportan, pero ocho de ellas explican el 61% del monto total que se exportó entre enero y noviembre de 1995.

Un sector en etapa de cambio

Chile ha incrementado el valor real de sus exportaciones en un 60% en relación a lo observado hace nueve años. En este período se observa una disminución en la participación del producto que tradicionalmente representaba el mayor porcentaje de las exportaciones, la harina de pescado, y un gran crecimiento en productos de mayor valor agregado, como congelados y fresco-refrigerados. Estos últimos representaban a septiembre de 1995 el 50% de las exportaciones pesqueras, siendo su participación en 1987 de tan sólo un 26%.

El desarrollo de la industria hacia productos de mayor valor agregado se debe principalmente al fuerte incremento en la demanda de los países asiáticos por productos congelados, especialmente salmones, y a la mayor rentabilidad que las empresas obtienen a través de estos productos: en promedio, su valor por tonelada de captura es más de tres veces superior

Evolución valor exportaciones pesqueras (MUS\$ FOB)



Fuente: Sonapesca.

al que se obtiene en la harina de pescado. El resto de los productos exportados por el sector (aceite de pescado, conservas y algas) ha disminuido su participación conjunta desde un 24% hace siete años hasta un 13% en la actualidad.

Valores en aumento

En la industria de la harina de pescado existen tres calidades de harina clasificadas convencionalmente de acuerdo a su contenido de proteína, histamina y nivel de frescura. Se distingue así la harina *prime*, con los mayores niveles tanto de proteína (68%) como histamina; la harina *standard*, con un menor nivel de proteína (67%) y sin histamina, y la harina corriente con un nivel aún menor de proteína (65%-66%) y sin contenido de histamina.

Las proyecciones coinciden en que en los próximos años habrá fuertes incrementos en la demanda por harinas de mayor calidad (*prime*) tanto para la alimentación de especies marinas que se cultivan artificialmente (acuicultura) como para la alimentación de animales. Según estimaciones de la FAO (Food and Agriculture Organization), la demanda en acuicultura debería duplicarse en los próximos 15 años para que la disponibilidad media/habitante/año de productos pesqueros comestibles no disminuya. Por su parte, la IAFM (International Association of Fishmeal Manufacturers) y FEO, que reúne a los seis mayores exportadores a nivel mundial, estiman que la demanda por harinas especiales pasará de 516 mil toneladas en 1990 a 1,5 millones en el año 2000.

La producción de este tipo de harinas está limitada principalmente por el mayor o menor tiempo transcurrido entre captura y descarga en planta, variable que determina las condiciones y frescura de la pesca. Este requisito, que puede ser controlado parcialmente a través de sistemas de conservación de la captura a bordo de los barcos, debe complementarse con métodos de producción adecuados que no dañen los niveles de proteínas. Se espera, por lo tanto, que el sector siga invirtiendo para producir más harina *prime*, situación que se fundamenta en el hecho de que el margen bruto puede ser hasta más de un 20% superior que el generado por harinas corrientes. Es importante destacar que las harinas *prime* son cada vez menos consideradas como un *commodity* y no compiten, por ejemplo, con la harina de soya, principal sustituto de las harinas corrientes.

El desafío de la calidad

En términos de valor por tonelada exportada, Chile ha ocupado el cuarto lugar entre los seis principales países exportadores de harina de pescado durante los últimos siete años, con un valor hasta un 35% inferior al que se obtiene en países como Dinamarca y Noruega. Esta situación estaría reflejando la menor calidad que en promedio tienen las harinas chilenas en relación a las de los países del hemisferio norte, a raíz de su mayor capacidad de procesamiento en planta en relación con su nivel de captura, y a la presencia de una especie que reúne mejores condiciones para la producción de harina *prime*. A pesar de esto, si se observan las estadísticas acumuladas hasta 1993, se puede concluir que las diferencias de precio han tendido a disminuir, mostrando una diferencia de 35% en 1989 y de sólo 20% en 1993. Actualmente, entre un 50% y un 60% de la producción total de la zona sur chilena corresponde a harinas *prime* y alrededor de un 30% de la producción en la zona norte del país. Esta mayor calidad en la harina de pescado se consigue dependiendo del nivel de frescura de la materia prima, del tipo de pescado y de la distancia de la zona de pesca respecto de la planta procesadora, entre otros elementos.

Invertir para modernizarse

En el sector se distinguen principalmente dos tipos de pesca, la pesca pelágica y la pesca demersal. La pesca pelágica está constituida por especies que viven más cerca de la superficie (anchoveta, sardina, jurel, caballa), esencialmente migratorios y muy sensibles a cambios ambientales. Esta es la pesca en que se basan las industrias de la harina y del aceite. La pesquería demersal, en cambio, está constituida por especies que viven en las profundidades (merluza, bacalao, congrio, langostino, centollas), destinándose mayoritariamente a la producción de congelados, fresco-refrigerados y conservas.

De acuerdo a la ley vigente, la pesca de las principales especies pelágicas en el norte (I y II regiones) y la zona centro-sur (V a la IX regiones) se declaró en plena explotación a partir de 1991, con lo que ya no es posible acceder a nuevos permisos de pesca que amplíen la actual capacidad potencial de bodega de la flota. Así, la capacidad total de los barcos debería mantenerse en los actuales 171.351 m³, pudiendo incrementarse sólo por inversiones en la III y IV regiones, zonas donde aún es factible la obtención

de nuevos permisos de pesca que amplíen la capacidad de bodega de los barcos existentes. Con esto, en el futuro la inversión en la zona norte (I y II regiones) y centro-sur se canalizaría hacia la modernización de la flota. En el caso particular de la zona sur, dado que la pesca es oceánica y no costera como en la zona norte, las inversiones tenderán a reemplazar barcos de menor tamaño por barcos equivalentes de mayor tamaño que permitan ampliar el área de capturas hacia la pesca en altamar, fuera de la zona económica exclusiva.

Mejores márgenes para las principales pesqueras en la zona sur

La pesca pelágica tiene diferentes características dependiendo de la zona que se considere. En la caso de la pesca en el sur, varios factores influyen en que las principales pesqueras tengan, por lo general, mejores resultados que las pesqueras de la zona norte. El primero es la especie predominante en cada zona. En el sur, la industria reductora se basa en la captura del jurel, especie más grande y fácil de conservar, reuniendo mejores condiciones para la producción de harinas *prime*. En el norte, en cambio, la especie predominante, la anchoveta, se destina mayoritariamente a la producción de harinas *standard*.

Todo esto ha implicado que exista una mayor producción de harinas *prime* en la zona centro-sur, con importantes diferencias en el margen: a septiembre de 1995, por ejemplo, asumiendo un costo promedio de US\$ 400 por tonelada, empresas como Eperva e Iquique obtuvieron márgenes aproximados de 8% y 12%, respectivamente, mientras Pesquera Itata y Pesquera Bio-Bío registraron márgenes operacionales positivos de 20% y 30%, aproximadamente. Por otro lado, la pesca en el sur tiende a ser más estable que la pesca en el norte, debido a que la especie predominante es la menos sensible de las especies pelágicas a cambios en las condiciones ambientales. Así, la varianza que se obtiene en el nivel de capturas de la zona norte los últimos quince años es un 15% más alta que la varianza en el nivel de capturas obtenido en la zona centro-sur.

Menores capturas pero mejores precios para 1995

En 1995, Perú hizo intentos por regular las capturas, de manera de racionalizarlas, lo que implicó una disminución de 18,2% en el nivel de sus exportaciones. A esto se unió una caída de 8%, aproximadamente, en las capturas chilenas, a raíz de una menor disponibilidad de la anchoveta. Ambos factores hicieron que el precio promedio de la harina durante 1995 fuera poco más de un 20% superior al promedio de 1994.

Gráfico comparativo empresas pesqueras



Fuente : Banco Central

Para 1996, la veda aplicada en Perú a partir del 5 de febrero de este año debería mantener firmes los precios al menos los próximos dos meses. Es importante señalar que el precio promedio (incluyendo las tres calidades de harina) que se registraría este año aún no recupera los niveles de precio en términos reales alcanzados en 1988, año en que el promedio de la industria fue de US\$ 631 por tonelada. El precio de la harina de pescado está muy relacionado con el volumen exportado por Chile y Perú, mostrando una correlación negativa de -0,73 entre ambas variables. Un aumento de un 1% en el volumen exportado por estos países genera una variación negativa equivalente en el precio de la harina de pescado.

Las variables de riesgo

Las empresas pesqueras presentan una alta sensibilidad ante variaciones en el tipo de cambio, con ingresos fijados de acuerdo al precio internacional de la harina de pescado y una estructura de costos en la que sólo el 50% está indexado al dólar. Por otro lado, si se considera que un 74% de los costos de producción son fijos, las variaciones en el nivel de capturas y su mayor o menor cercanía de la planta reductora (variables incontrolables) afectan el nivel de eficiencia y la calidad que pueden obtener en la harina las diferentes pesqueras que componen la industria. Por último, el precio internacional de este producto mantiene una alta volatilidad a través del tiempo, observándose un rango de precios promedio de la industria durante los últimos diez años que va desde un mínimo de US\$ 357 por tonelada en 1985 hasta un máximo de US\$ 631 por tonelada en 1988, en términos reales en moneda de diciembre de 1995. Esto se traduce en que si se asume un costo promedio de la industria de US\$ 400 por tonelada, los márgenes obtenidos fluctúan entre -12% y 37%.

Un explosivo desarrollo en la salmonicultura

Las características del medio ambiente de la X, XI y XII regiones permiten que el salmón alcance su tamaño productivo en menor tiempo que en los países del hemisferio norte, lo que se traduce en que el tamaño óptimo de cosecha se produce entre uno y tres meses antes, implicando menores costos para el cultivo de esta especie en Chile.

La salmonicultura ha crecido a una tasa promedio anual de 50% en los últimos siete años. Este explosivo crecimiento ha significado que el mercado mundial del salmón esté mostrando signos de saturación tanto en Japón como en Estados Unidos, países que concentran respectivamente el 60% y 30% del volumen exportado por Chile. Es por esto que para 1996 se espera un crecimiento de 8%, cifra sustancialmente inferior al promedio histórico.

Actualmente, Chile abastece el 15% del consumo de salmón cultivado y silvestre en Japón (65% si se considera sólo el consumo de salmón cultivado). Por esto, las proyecciones apuntan a que las oportunidades de crecimiento deberían seguir desarrollándose en el mercado asiático y no en el mercado europeo o norteamericano. En EE.UU. se enfrenta una fuerte competencia con Canadá, país que presenta claras ventajas por costo de transporte más barato. Lo mismo ocurre con el mercado Europeo, donde los salmónes chilenos compiten con productores noruegos y escoceses, países que ejercen un claro dominio. Cabe destacar que el mercado latinoamericano (3% del volumen exportado) presenta interesantes perspectivas, habiendo experimentado durante 1995 un crecimiento de 98% respecto de 1994.

Producto de las ventajas competitivas del país, Chile se consolidaría a partir de este año como segundo productor de salmón a nivel mundial, con embarques superiores a 90.000 toneladas durante 1995 (18% de la producción mundial), siendo precedido sólo por Noruega, que tiene una producción cercana a las 250.000 toneladas (44% de la producción mundial).

PESQUERA ITATA S.A.

Patrimonio bursátil: US\$ 148 millones

Relación precio/utilidad proyectada 1996: 7 veces

Capacidad de captura de la flota: 8.085 m³

Pesquera Itata, empresa localizada en la VIII Región, produce harina y aceite de pescado, representando la primera el 90% de sus ventas y el segundo el 10%. Por su ubicación geográfica, esta pesquera tiene una ventaja natural, debido a que en la zona centro-sur la especie predominante (jurel) se mantiene con mayor estabilidad y tiene características más adecuadas para la producción de harinas de mejor calidad (*prime*).

Itata produce un 50% de harina *prime*, cuyo precio se ubica actualmente en torno a los US\$ 650 por tonelada; un 40% de harinas *standard*, con un precio de venta de US\$ 600, y tan sólo un 10% de harinas corrientes, cuyo precio es de US\$ 550. Así, la compañía ha incrementado sostenidamente su diferencia respecto del precio promedio que obtiene la industria, pasando de una diferencia positiva de 2% hace cinco años a una diferencia positiva de 10% que mantiene en la actualidad, obteniendo el mayor valor por tonelada exportada de Chile durante 1995. Esta cualidad le permite obtener márgenes tres veces superiores al de pesqueras del norte como Eperva, Iquique y Coloso.

Durante 1995, la compañía realizó un aumento de capital para adquirir Pesquera Atacama, empresa ubicada en el área de Caldera (III Región), única zona, junto a Coquimbo (IV Región), no declarada en plena explotación y donde aún es factible incrementar la capacidad de la flota. Con esta unión, Itata amplía la zona de captura y espera mejorar su nivel de eficiencia en al menos un 10% al reorganizar la flota de acuerdo a los requerimientos de tamaño que se consideran óptimos en cada zona. Además, la empresa diversifica el riesgo de variabilidad en las capturas, uno de los factores que más afectan al sector. Observando el comportamiento histórico de las capturas, se encontró que el nivel de correlación entre estas zonas es sólo 0,14.

Las buenas perspectivas para 1996 proyectan un incremento aproximado de 100% en la utilidad por acción, estimándose una baja relación precio/utilidad (7 veces), que mantendría su precio en alza en el corto plazo. Esta es una relación precio/utilidad proyectada sustancialmente más baja que lo que se estima para el resto de las principales empresas pesqueras que se transan en bolsa. A largo plazo, un nivel de capturas superior a 4 millones de toneladas, como el obtenido en los últimos dos años, no se mantendría a futuro. Esto claramente afectaría la eficiencia y, por ende, la rentabilidad de las pesqueras, cuya particularidad es tener un elevado nivel de costos fijos.

PESQUERA COLOSO S.A.

Patrimonio bursátil: US\$ 131 millones

Relación precio utilidad proyectada 1996: 10 veces

Capacidad de captura de la flota: 15.500 m³

Pesquera Coloso basa su negocio en la venta de harina (66% de las ventas), conservas de pescado (27%) y aceite de pescado (7%). La pesca de la empresa en el norte (I y II región) la deja más expuesta a las principales variables de riesgo que afectan al sector, debido a que esta zona tiene una mayor variabilidad en el nivel de capturas respecto de la zona sur (varianza un 15% más alta) y una disponibilidad decreciente de especies pelágicas en los últimos quince años.

Esa desventaja natural se ve compensada por la ubicación de Pesquera San José, empresa que opera en Coquimbo y Talcahuano. Esta ubicación geográfica le otorga mayor estabilidad al nivel de capturas total de la compañía y le permite producir, en el caso de San José, un 70% de harina *prime*, gracias a la presencia del jurel. En el norte, en cambio, la producción de harina *prime* alcanza sólo a 30%, con lo que la

producción total actual de esta clase de harina es de 50%. A futuro se espera que este porcentaje se incremente a un 65%, producto de inversiones en la planta de procesamiento.

El negocio de conservas permite, además, que la compañía diversifique sus productos y mantenga mayor estabilidad en sus ingresos, ya que, a diferencia de la harina de pescado, este producto tiene una menor variabilidad en los precios. San José produce conservas de pescado, básicamente de jurel (85% de las ventas de conservas), con una pequeña producción de atún (15%). A nivel nacional, es líder en la venta de conservas de jurel, con una participación de mercado de 55%.

Contrariamente a lo que se podría esperar en esta empresa, dadas sus ventajas de diversificación por área geográfica y tipo de productos, Coloso muestra márgenes inferiores a compañías que, como Pesquera Itata, operan tanto en el norte como en el sur. Durante 1995, Coloso obtuvo un margen operacional de 7,5%, mientras que el de Itata fue de 23,6%.

El escenario futuro para la pesca en el norte muestra una tendencia decreciente en cuanto a la abundancia de especies pelágicas, proyectándose capturas con un máximo sustentable en el largo plazo de 2 millones de toneladas al año. Por lo tanto, las expectativas apuntan a que un nivel de extracción promedio de 2,7 millones de toneladas como el registrado en la década pasada no se volverá a repetir en los próximos años.

PESQUERA EPERVA S.A.

Patrimonio bursátil: US\$ 137 millones

Relación precio utilidad proyectada 1996: 23 veces

Capacidad de captura de la flota: 14.545 m³

Pesquera Eperva tiene la desventaja de enfrentar una mayor variabilidad en las capturas respecto de las pesqueras ubicadas en el sur, siendo ellas, además, decrecientes en los últimos diez años. La zona norte presenta un promedio de capturas en el período 1990-1995 un 30% menor al nivel promedio del quinquenio anterior. Considerando la estructura de costos que poseen las pesqueras (donde un 60% son fijos), la disminución en las capturas en la zona donde opera Eperva la convierten en una empresa altamente vulnerable ante cambios de escenario.

La compañía produce harina de pescado mayoritariamente corriente a partir de la pesca que obtiene en la I y II regiones. Este tipo de harina tiene prácticamente el mismo costo de producción que las harinas de mejor calidad (*prime*), pero precios de venta hasta un 25% inferiores. Esto se debe a que la especie predominante en el norte (anchoveta) no reúne tantas condiciones como el jurel del sur para la producción de harinas *prime*, implicando que el margen por tonelada sea hasta tres veces inferior al obtenido por las harinas de mejor calidad.

Las harinas corrientes son consideradas como *commodity* y, a diferencia de las harinas *prime*, compiten con un sustituto cercano, la harina de soya. En Eperva, un 64% de los ingresos son generados por la venta de harina corriente y tan sólo un 27% por la venta de harina *prime*. El porcentaje restante de los ingresos se explica por la producción y venta de un subproducto de la harina, el aceite de pescado, que representa el 9% de los ingresos.

Dado que se proyecta un menor promedio de capturas en la zona norte (I y II regiones) en los próximos años, esta pesquera, que concentra sus inversiones sólo en esta área geográfica y que se presenta como la compañía de mayor tamaño en la zona, debería quedar extremadamente expuesta ante ciclos negativos de precio de la harina y presentar una sobreinversión en flota pesquera y plantas reductoras producto del elevado nivel de costos fijos involucrados, que iban más acorde con un nivel mayor de capturas.

Los cambios tras la apertura

En un mercado que presenta un bajo nivel de desarrollo, la privatización de las telecomunicaciones ha significado la incorporación de importantes recursos para acelerar su evolución. Desde ahora y hasta el comienzo del próximo siglo, las inversiones no cesarán, trayendo grandes beneficios para los usuarios.

A partir de la privatización del sector en el año 94, la industria de telecomunicaciones ha registrado un fuerte crecimiento, llegando a incrementar sus ventas totales en aproximadamente un 60% durante 1995. Si bien este porcentaje se ve magnificado por el bajo nivel de desarrollo inicial, los ambiciosos programas de inversión que vienen ejecutando las empresas involucradas asegurarían la mantención del dinamismo en el mediano plazo.

Bajo nivel de desarrollo de la industria

Considerando la densidad telefónica de diversos países en relación a su PBI per cápita, se calcula que en el Perú deberían existir 6,6 líneas por cada 100 habitantes, lo que representaría un 40% más de lo existente a fines de 1995. Al año 2000, la densidad telefónica debiera llegar a 8,6 líneas por cada 100 habitantes, considerando un crecimiento real de 4,4% en el PBI per cápita y una elasticidad ingreso mayor a uno. Para alcanzar este nivel, el sector debería ampliar su capacidad instalada en un 70% respecto a 1995.

Telefónica del Perú, el líder

Del total de ventas registradas, el 97% corresponde a Telefónica del Perú y el 3% restante a su principal competidor, Tele 2000. Esto se debe a que Telefónica es el único operador de los servicios de telefonía básica, que incluye telefonía local y de larga distancia nacional e internacional, los cuales representan el 74% de los ingresos del sector. Los servicios que le siguen en importancia, pero bastante menos relevantes dentro de la estructura total de ingresos, son la telefonía pública, con 12%, y luego la telefonía celular, con 6%. Estos servicios son ofreci-

dos por ambas empresas, siendo la línea de celulares donde existe una mayor competencia, ya que Telefónica y Tele 2000 se reparten el mercado de Lima en porcentajes similares.

Monopolio en telefonía básica hasta 1999

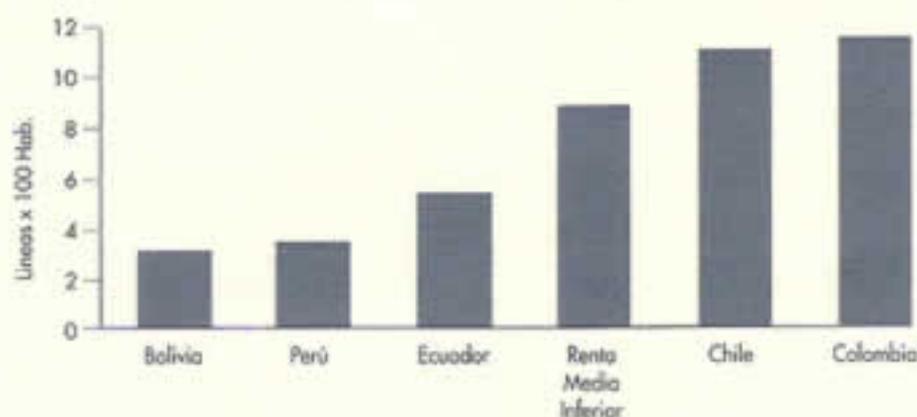
Al privatizarse Telefónica del Perú en 1994, se le garantizó el monopolio de los servicios de telefonía básica por cinco años con un sistema de regulación tarifaria en condiciones que no podrán ser excedidas por la empresa. Dentro de este marco general, Telefónica ha mostrado un desempeño muy positivo durante su primer año de operaciones como empresa privada: las ventas se incrementaron en aproximadamente un 60% en 1995 y se estima que las utilidades superarían en más de 900% a las de 1994, cifra que representa un monto mayor a los US\$ 300 millones. Este importante incremento se justifica por el aumento en las ventas producto del plan de inversiones que viene desarrollando Telefónica del Perú y por la mejora en la eficiencia operativa de la empresa.

Ambicioso plan de expansión

Telefónica del Perú asumió el compromiso de cumplir determinadas metas de expansión y calidad en el servicio hacia fines de 1999, para lo cual ha programado invertir un monto total de US\$ 1.983 millones hasta 1998. Para esa fecha se tiene previsto que el número de líneas se incremente en 120%, llegando a una densidad de 7,7 teléfonos por cada 100 habitantes. Además, se anuncia que el tiempo de espera se reducirá desde los más de 3 años existentes en 1993 a apenas 15 días; que las redes se encontrarán digitalizadas en un 96% y que el número de teléfonos públicos se incrementará en 300%.

Telefónica está realizando las mayores inversiones en ampliación de líneas principalmente en los dos primeros años, en previsión a que los costos de conexión para el usuario se irán reduciendo paulatinamente hasta 1998 producto de la regulación tarifaria, llegando a ser en esa fecha hasta un 77% menores. Este plan de inversiones permitiría reducir el déficit de líneas telefónicas a sólo un 6,5% hacia el año 2000, considerando la relación densidad telefónica-PBI per cápita del Perú proyectado para ese año.

**Densidad telefónica
(diciembre 1994)**



Por su parte, Tele 2000 tiene programado ejecutar inversiones por US\$180 millones, principalmente en el área de telefonía celular y telefonía pública.

Amplio margen para incrementar eficiencia

Un indicador que nos puede mostrar el amplio margen existente para incrementar la eficiencia operacional de la empresa que participa en esta industria es el número de líneas por empleado, indicador que a fines de 1993 llegaba a tan sólo 48. Telefónica ha realizado esfuerzos por mejorar estos valores a través del incremento de líneas y la racionalización de personal, calculándose que para 1996 se superen las 183. Considerando que actualmente la Compañía de Teléfonos de Chile tiene 216 líneas por empleado, y que las empresas de telecomunicaciones en EE.UU., 267, el margen para mejorar la eficiencia es todavía amplio.

Probabilidades de competencia en telefonía local

Una vez concluido el monopolio de telefonía básica en junio de 1999, el número de líneas sería superior a los 2 millones, con lo cual la densidad telefónica llegaría a unas 7,8 líneas por cada 100 habitantes. Si bien aún existiría un déficit, las probabilidades de que entren nuevos competidores directos son bajas, debido a que los costos para las inversiones iniciales son elevados.

A mediano plazo, un cambio tecnológico importante en la industria (menores costos en servicios de telefonía inalámbrica, por ejemplo), podría incrementar significativamente el nivel de competencia en el sector. Actualmente, Telefónica del Perú se está preocupando por ampliar líneas en las ciudades con mayor población aparte de Lima, como son Arequipa, Trujillo y Chiclayo, cubriendo así los mercados más atractivos y reduciendo los espacios existentes que pudieran ser cubiertos por nuevos operadores.

Servicio de larga distancia nacional e internacional: posible ingreso de nuevos operadores

El monopolio en los servicios de larga distancia concluye en junio de 1999, por lo que se espera la entrada de nuevos competidores, tal como aconteció en Chile. Los servicios de larga distancia nacional e internacional representan actualmente el 37% del total de ingresos de Telefónica, porcentaje inferior al registrado en 1994, cuando correspondían a más del 50%. La disminución en la importancia relativa en los ingresos

por estos servicios se debe a la reducción en las tarifas estipulada por la regulación existente. Una vez concluido el monopolio, se puede esperar la entrada de nuevos competidores, lo que significaría una intensa competencia, tal como aconteció en Chile con el *multicarrier*, por lo que se proyecta que los ingresos por estos servicios disminuyan significativamente.

Reducción de tarifas en servicios de telefonía básica

Con el fin de nivelar las tarifas a estándares internacionales, la regulación vigente establece la reducción de las tarifas de los servicios de telefonía básica. Hacia 1998, estas tarifas estarán en niveles equivalentes a las que actualmente se encuentran vigentes en Chile para CTC. La reducción de tarifas sería más significativa en el servicio de larga distancia, ya que antes de la privatización los ingresos generados por este servicio subsidiaban el servicio de telefonía local. Para 1998, las tarifas de larga distancia internacional llegarán a ser un 50% menores a las de 1994, llegando a niveles similares a los que presentan las empresas chilenas en la actualidad.

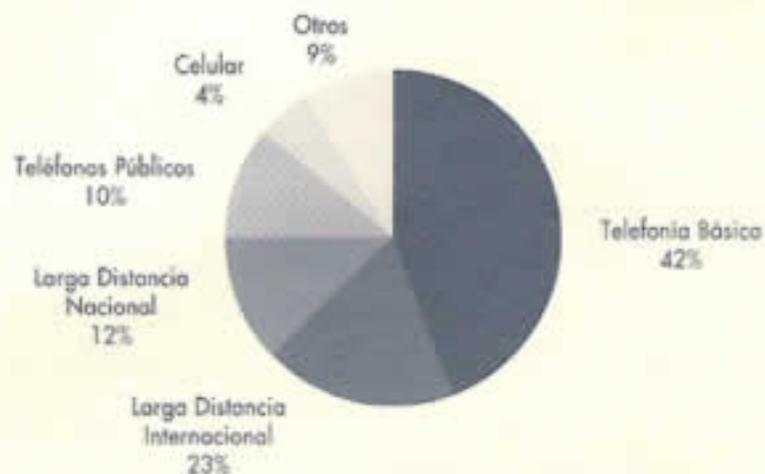
Gran dinamismo en servicios no tradicionales

Si bien el incremento de los ingresos del sector se debería principalmente a las inversiones en telefonía básica, hay un gran potencial de crecimiento en otros servicios, tales como telefonía celular, televisión por cable y transmisión de datos, entre otros. Ello se sustenta en el bajo índice de penetración de estos servicios, el que, a diciembre de 1994, correspondía a un 0,8% en la televisión por cable y de sólo 0,2% en la telefonía celular. En conjunto, estos servicios registraron un incremento del 92% durante 1995. Este campo tan poco desarrollado, que actualmente aporta el 12% de los ingresos totales, permitiría mantener el dinamismo en el crecimiento de las ventas y utilidades más allá de 1999, pudiendo llegar a ser un 25% del total de ingresos del sector en el mediano plazo.

Buenas perspectivas en el largo plazo

Debido a que los programas de inversión que vienen ejecutando Telefónica del Perú y Tele 2000 aplican la mayor parte de los recursos antes de 1999, los próximos cuatro años serán los de mayor crecimiento en los ingresos del sector, lo cual se traduciría en un continuo incremento de las utilidades en el mediano plazo. Se calcula que en 1996 las utilidades generadas por el sector serán un 20% mayores a las de 1995.

Estructura de ingresos, Telefónica del Perú



TELEFONICA DEL PERU

Patrimonio bursátil: US\$ 4.776 millones

Relación precio/utilidad proyectada 1995: 16,97
1996: 14,00

Total ventas: US\$ 1.129 millones anuales

Telefónica del Perú es la empresa líder del sector telecomunicaciones, con el 97% de los ingresos totales del mercado, debido a que tiene el monopolio en los servicios de telefonía básica, que incluyen telefonía local y larga distancia nacional e internacional hasta junio de 1999.

La estrategia de inversión está orientada a reducir el déficit de líneas existente, esfuerzo que se daría mayormente en los primeros años, a fin de minimizar el riesgo de entrada de nuevos competidores en el servicio de telefonía local y reducir el impacto de la mayor competencia en los servicios de larga distancia. En 1995, con una inversión de US\$ 698 millones, la capacidad instalada aumentó en 58%, permitiendo un incremento de 57% en los ingresos. Este crecimiento, unido a una mayor eficiencia operativa de la empresa -que se refleja en una mejora en el margen operativo de 20% a 52%-, generó un aumento de más de 900% en la utilidad durante 1995 (más de US\$ 300 millones), proyectándose un 21% adicional en 1996.

La elevada capacidad generadora de flujos de Telefónica, calculada en un 21% sobre los activos operacionales, aunada al bajo nivel de endeudamiento actual (la relación D/P es de 0,37, con sólo US\$ 19 millones de deuda contratada a largo plazo), permitiría a la empresa financiar sin mayores problemas su programa de inversión en los próximos años. Si bien la mayor parte de sus ingresos es en moneda nacional, el efecto neto de una devaluación se vería minimizado debido al bajo monto relativo de la deuda.

Otro aspecto a considerar en el análisis de la compañía es el hecho que el Estado peruano va a realizar una oferta pública de lo que resta de su participación en Telefónica, correspondiente al 28,6% del total de las acciones, las cuales se colocarían en su mayoría en el mercado internacional por medio de ADR y la parte restante a través de un programa de participación ciudadana, proceso cuyo inicio está estimado para el segundo trimestre del presente año.

TELE 2000 S.A.

Patrimonio bursátil: US\$ 217 millones

Relación precio/utilidad proyectada 1995: 43.81
1996: 27.81

Total ventas: US\$ 34 millones anuales

Tele 2000 compite con Telefónica del Perú en los servicios de telefonía pública y celular. Estos servicios representan el 18% de las ventas del sector, de las cuales el 14% corresponde a Tele 2000, lo que se ve reflejado en una participación de sólo el 3% en los ingresos totales en telecomunicaciones.

La inversión de US\$ 22 millones realizada el año pasado y el bajo desarrollo que presentan estos servicios, permitieron un incremento en las ventas de 54% durante el período. Sin embargo, el margen neto sobre ventas se mantuvo constante en un 7%, debido principalmente a un incremento superior al 200% de los costos financieros, por lo que las utilidades aumentaron en un 51%. El mayor grado de apalancamiento financiero (deuda sobre patrimonio de 1,3 veces) repercutiría en un mayor crecimiento de las utilidades en los próximos años, ante los incrementos proyectados en las ventas de 70% en 1996.

Para enfrentar la competencia de Telefónica, Tele 2000 tiene programado ejecutar inversiones por un monto de US\$ 180 millones en los próximos cinco años, las cuales están destinadas a ampliar los servicios que brinda actualmente. Sin embargo, dado el nivel de endeudamiento actual, el vencimiento de los bonos convertibles el próximo año, por un monto de US\$ 40 millones, y la baja capacidad generadora de flujos, calculada en 5% sobre los activos operacionales, harían que la posibilidad de conseguir recursos para financiar dicho programa esté ligada a la asociación con una empresa extranjera. Tele 2000 está en conversaciones desde el año pasado con tres operadores internacionales; sin embargo, hasta el momento no se ha concretado ningún acuerdo.

CB Yield: El primer índice de renta fija de Chile

A pesar de su enorme participación en los mercados financieros, los instrumentos de renta fija no contaban hasta ahora con un indicador que pudiera reflejar periódicamente su evolución. Por eso CB Capitaless desarrolló CB Yield, un índice con múltiples potencialidades.

Una rentabilidad real positiva de 2,5% ha tenido en el año la inversión en papeles de renta fija de largo plazo. Esta conclusión se desprende al analizar el comportamiento seguido en el período enero-abril del nuevo índice de papeles de renta fija CB Yield.

El índice CB Yield, único en su clase en Chile, fue estrenado el mes pasado por CB Capitaless, y tiene como objetivo medir el desempeño de una cartera formada exclusivamente por papeles de renta fija de largo plazo. Los instrumentos incluidos en el índice tienen la característica de ser emitidos por el Banco Central o por el INP y poseen un plazo de vencimiento superior a los dos años.

Gran presencia en el mercado

En mercados desarrollados, los índices de renta fija tienen gran relevancia, ya que constituyen un estándar de desempeño para evaluar la inversión en este tipo de papeles. Hoy en día, en el mercado chileno existen múltiples indicadores que miden el comportamiento del mercado accionario, pero no existía uno que mostrara lo que sucede con el precio de los instrumentos de renta fija.

La relevancia de contar con un indicador que mida lo que sucede con los papeles de renta fija está dada por la importancia que hoy tienen estos papeles en la cartera de inversionistas institucionales, empresas y personas, pues superan sustancialmente la inversión en acciones. A modo de ejemplo, los fondos de pensiones tenían invertido a febrero pasado el 59% de sus recursos en este tipo de papeles, lo que corresponde a más del doble de lo que tienen en acciones. Los montos invertidos tanto por empresas como personas naturales en fondos mutuos de renta fija de largo plazo alcanzan los 620 millones de dólares, un 25% más de lo invertido en fondos mutuos accionarios. En bolsa, el nivel de transacción diario de estos instrumentos equivale a más de 7 veces lo que se transa en acciones.

Un indicador de múltiples usos

Los potenciales usos que tendrá este nuevo indicador son múltiples. CB Yield permitirá contar con una herramienta directa para cuantificar los efectos de las fluctuaciones de la tasa de interés sobre el valor de las carteras de instrumentos de renta fija. De igual forma, el índice establecerá un valor de referencia para estos instrumentos, lo cual permitirá, entre otras cosas, comparar el desempeño de estos papeles con la inversión en acciones. Lo lógico es que CB Yield se convierta en poco tiempo en una medida de desempeño y comparación para evaluar carteras de renta fija, de la misma forma en que índices como el IGPA, IPSA y Global miden el desempeño de la inversión en acciones.

Dada la complejidad que presenta el mercado de renta fija en términos de variedad de instrumentos transados, liquidez y representatividad de los mismos, el desarrollo de CB Yield demoró varios meses. Previo a su diseño hubo que analizar cada uno de los papeles actualmente en circulación, de manera de determinar cuáles cumplían con los criterios definidos para la composición de la cartera del índice.

Como resultado de este análisis se pudo construir un índice que cumple con varios criterios básicos, como la inclusión de un universo amplio de papeles, representativos de la cartera de papeles estatales de renta fija de la economía y con riesgo y características de reajustabilidad uniformes. Además, la cartera de papeles considerada tiene un volumen significativo de transacciones, lo que permite contar con tasas diarias para la valoración de la cartera.

Los 210 instrumentos considerados en el índice incluyen PRC de 4 a 20 años de duración al momento de la emisión, así como bonos de reconocimiento de hasta 12 años de duración. El plazo promedio de pago de la cartera o *duration* es de 6 años. La valoración de la cartera se hace en forma diaria de acuerdo a las tasas de mercado de los remates de las distintas bolsas. La representatividad de cada papel en el índice está dada por el

monto licitado del mismo al momento de emisión por parte del Banco Central.

La cartera de papeles del índice es ajustada cada tres meses, de manera de incorporar las nuevas licitaciones hechas por el Banco Central y eliminar aquellos papeles que no cumplan con el plazo mínimo de vencimiento de dos años.

**Índice de papeles de renta fija
CB Yield y tasas largas**

