

# COMENTARIO MACROECONÓMICO



**Informe Económico N° 10**

**Abril 1999**

Departamento de Estudios de CB Capitales ©

## Indice

<b>LO QUE EL VIENTO SE LLEVÓ</b>	<b>3</b>
<b>EL COMPETIDOR QUE VIENE... (INTERNET)</b>	<b>5</b>
EL EFECTO INTERNET EN EL VALOR DE LOS NEGOCIOS	5
LA LLEGADA DE INTERNET A CHILE	5

## Lo que el viento se llevó

¿Sabía usted ...

... que compañías nacientes en el mundo de la Internet como [Amazon.com](http://Amazon.com) alcanzan valores de US\$ 20 a US\$ 30 mil millones, o entre 40% y 60% del valor del patrimonio bursátil chileno, invirtiendo sólo US\$ 300 millones, y siguen avanzando sin contrapeso?

... que nuestro sistema financiero no consideraría invertir en ellas o financiarlas por no tener éstas activos reales y mostrar fuertes pérdidas contables, a pesar de que es evidente que la contabilidad está sobrepasada por los hechos y que sus verdaderos valores están en una muy eficiente y permanente capacidad de maniobra con servicios en casi todos los ámbitos a muy bajos costos de transacción?

... que en buena medida por regulaciones ineficientes, la rentabilidad neta del cotizante promedio que comenzó a imponer en 1990 y años posteriores hasta el día de hoy es mínima, y que no debería existir razón económica alguna para que los legalmente obligados cotizantes no tuviesen la alternativa de destinar su 10% del ingreso a una simple cuenta de ahorro en el Banco del Estado de Chile, o invertir en bonos del Tesoro Americano, por sólo dar algunos ejemplos, así como no hay razones para que las AFP's no tengan otras líneas de negocios?

... que el 30% de las transacciones de acciones en Estados Unidos ya se realiza vía internet, a un décimo del costo tradicional, y que este sólo hecho ha llevado a que una distribuidora de productos financieros como [Charles Schwab](http://CharlesSchwab.com) (US\$ 35 mil millones) valga más que la histórica, pero esta vez lenta, [Merrill Lynch](http://MerrillLynch.com) (US\$ 32 mil millones)?

... que la diferencia de tasas de bonos del tesoro entre los países miembros de la unión monetaria europea alcanza hoy a sólo 20 puntos básicos, y que hace menos de una década esta diferencia llegó a estar en 600, generando un impacto fuertemente positivo en el nivel de ingreso per capita de los países que se ajustan a las condiciones de los más desarrollados en breves plazos? ¿Se acuerda de Irlanda? -

... que las bases de datos de las personas son de su propiedad, y que son éstas las que deben velar y cobrar por su uso, permitiendo su difusión óptima entre los innumerables oferentes de bienes y servicios que al saber de su existencia y necesidades pueden competitivamente participar en los diferentes mercados, logrando que los consumidores maximicen efectivamente su utilidad, y no queden a merced de industrias cartelizadas - pero fácilmente replicables en este dinámico nuevo mundo - que obviamente no hacen disponible esta información?

... que en Estados Unidos se demora 12 años en ser dueño de una misma casa que en Chile necesita de 20 años de pagos hipotecarios, y que no existe ninguna complejidad tecnológica o financiera para que el crédito hipotecario se gire, por ejemplo, en Chicago, Illinois?

... que las transformaciones revolucionarias que se van a dar por fuerza en este país y que responden, en el fondo, a las ineficiencias patentes en los ejemplos anteriores, pueden perfectamente ser parte del próximo programa de gobierno?

Y es que la humanidad y su organización está cambiando a pasos agigantados, particularmente en los últimos veinte años. Toda institución, empresa o nación está en la actualidad sujeta a una redefinición, que por cierto puede involucrar su necesaria -desde un punto de vista social- extinción como estructura organizadora de recursos. El común denominador de este proceso acelerado de cambios y generador de riqueza está definido por la debida obtención a nivel masivo de un mejor standard de vida y la aceptación - o exigencia - del modelo competitivo y su eficiencia implícita en todos los ámbitos. Es cuando esta fuerza generalizada e imparable se empieza a imponer, que se hace notoria y quizás triste la irrelevancia de actores u organizaciones que basan su autoridad económica y política en el pasado y sus prácticas. Aún más, lo que les ha costado comprender es que el proceso actual casi por definición tiende a hacer irrelevantes a cada uno de sus participantes y que sólo imperfecciones en el modelo competitivo

perpetúan posiciones de mayor fuerza. Y son justamente estas imperfecciones las que en el mundo de hoy no perduran, por los evidentes mayores costos que a nivel agregado ellas ocasionan y la creciente capacidad de respuesta de las alternativas.

En este contexto, en que el set de reglas se impone por su natural ventaja, cabe preguntarse qué importancia, si alguna, tienen arbitrarias definiciones geográficas y sus estructuras sui generis de gobierno. Si se coincide con el diagnóstico anterior, la convergencia necesaria de políticas y resultados en el mundo es obvia. Democracia, sistema legal y judicial sólo se les puede entender en una concepción más universal. El tamaño de la unidad económica y del estado así como las políticas redistributivas y de solución de externalidades se definen necesariamente con precios socialmente óptimos. En este nuevo mundo, tal convergencia global destruye simultáneamente carteles económicos estructurados en el tiempo por grupos de interés en cada una de estas regiones geográficas, que en la práctica han terminado afectando negativamente el bienestar agregado de la población.

Así, y si se va más lejos, en el mundo que viene Bill Clinton no sólo compite con Bob Dole, sino también con Bill Gates, Richard Branson y Sebastián Piñera. En algún sentido, las fronteras legales y económicas, si no responden a patrones de eficiencia, no son estables. Y por definición, los agentes que intervienen en este más competitivo proceso por el bienestar están sujetos a estas mismas reglas de estabilidad.

Visto así, la discusión de verdad no está hacia donde vamos como país, sino cómo entramos antes en la trayectoria óptima de desarrollo. Y aquí todo parece indicar que un avance hacia una fuerte alineación de la provincia económica hoy administrada por nosotros con Estados Unidos es lo que corresponde hacer, incluyendo la unión monetaria con el Federal Reserve y su institucionalidad financiera como elementos esenciales. No es irrelevante constatar que Chile ha demostrado ser incapaz de administrarse bien en toda su vida independiente: de tener un ingreso per cápita entre la mitad y la igualdad del que había en Estados Unidos a mediados del siglo pasado pasamos a tener un sexto de aquel. No es irrelevante que el motor del mundo durante el presente siglo ha estado en Estados Unidos y en menor medida en el mundo anglosajón - y no en Europa -, y que haya sido su manera competitiva (también perfeccionable) de operar y crecer la que finalmente se ha impuesto en el resto del mundo. No es irrelevante que la existencia de imperfecciones todavía en el mundo obligan al Chile de hoy a estar en el grupo que antes le garantice paz y estructuras competitivas, en el grupo que antes se adapta a las nuevas condiciones estructurales del mundo.

Si así son las reglas con que ahora opera el mundo, ¿No debería preocupar más a todos los involucrados en el desarrollo de este rincón del mundo el State of the Union Address y el juicio antitrust contra Microsoft que si el Niño cambió de sexo? ¿No es lamentable la falta de visión de nuestra clase dirigente por no haber comenzado este segundo gran salto que venía insinuándose ya en nuestra regresiva década chilena de los 80's?

Claro está que el fast track legal del Nuevo Mundo puede cambiar positivamente este país en un par de años, y por primera vez en su vida independiente se podrá decir con autoridad que Chile es la Nueva Inglaterra de Latinoamérica.

## El competidor que viene... (Internet)

### El efecto Internet en el valor de los negocios

El desarrollo de Internet en el mundo ha traído consigo un cambio significativo de los elementos que determinan el valor de los negocios. Pocos se hubieran atrevido a pronosticar sólo un par de años atrás que el líder en venta de libros a nivel mundial sería una librería que no cuenta con lugares físicos de venta, que el desarrollo de los servicios financieros, en especial el de corretaje de acciones, sería guiado por un grupo de pequeñas empresas que sin mayores inversiones en activo fijo, logran una estructura de costos que les permite cobrar valores que llegan a una décima parte de los cargos de los proveedores tradicionales, o que algún día el mismo director general del servicio postal de EE.UU. hubiera admitido que el ocaso final del correo tradicional lo provocaría la proliferación de servicios que ofrecen en forma gratuita casillas electrónicas.

Consideremos la estructura contable de aquellas empresas que prestan servicios a través de Internet y que constituyen hoy el sinónimo de éxito en los mercados desarrollados. Estas empresas se caracterizan por no haber mostrado en su historia utilidades contables, no esperándose que lo hagan por muchos años. La misma estructura de activos de estas empresas, compuesta casi exclusivamente por computadoras y software de muy rápida obsolescencia, dejaría más que molesto a un analista tradicional, o a un auditor preocupado de la subsistencia futura de la compañía. Estas mismas empresas, que en los últimos doce meses han visto en su mayoría multiplicar por cuatro su patrimonio bursátil, están en camino de convertirse en forma rápida en los nuevos Blue Chips de la economía americana. De alguna forma, los métodos tradicionales de determinar el valor de una empresa, basados fundamentalmente en los estados financieros contables, han dejado de tener toda relevancia.

De alguna forma el desarrollo de Internet está trastocando en forma significativa aquellos elementos que tradicionalmente considerábamos determinantes del valor dentro de una industria. Ya dejan de ser relevantes aquellas variables físicas que limitan el nivel de competencia, y que en gran parte han determinado tradicionalmente el nivel de rentas del proveedor del bien o servicio, como son la cercanía de la sucursal o el tamaño del local de ventas. En una economía que crece por Internet, como bien puede reflejar hoy la economía americana, ya no es más el número de sucursales o de ejecutivos de cuenta los que determinan la fortaleza de un competidor, sino la velocidad con que éste pueda proveer el servicio.

En este nuevo escenario el valor de una empresa dejará de estar determinado por el tamaño de sus activos físicos, ya que esta variable pierde todo valor cuando éste no es un indicador de la situación estratégica futura de la compañía y más bien se definirá por cuan rápido pueda satisfacer las necesidades del consumidor y cuán liviana sea su estructura de costos. No resulta por ello sorprendente que en este escenario sean precisamente las nuevas empresas las con mayor capacidad para triunfar. No es por nada que nuevas empresas como [etrade.com](http://etrade.com) comiencen hoy a competir mano a mano con el legendario [Merrill Lynch](http://Merrill Lynch).

### La llegada de Internet a Chile

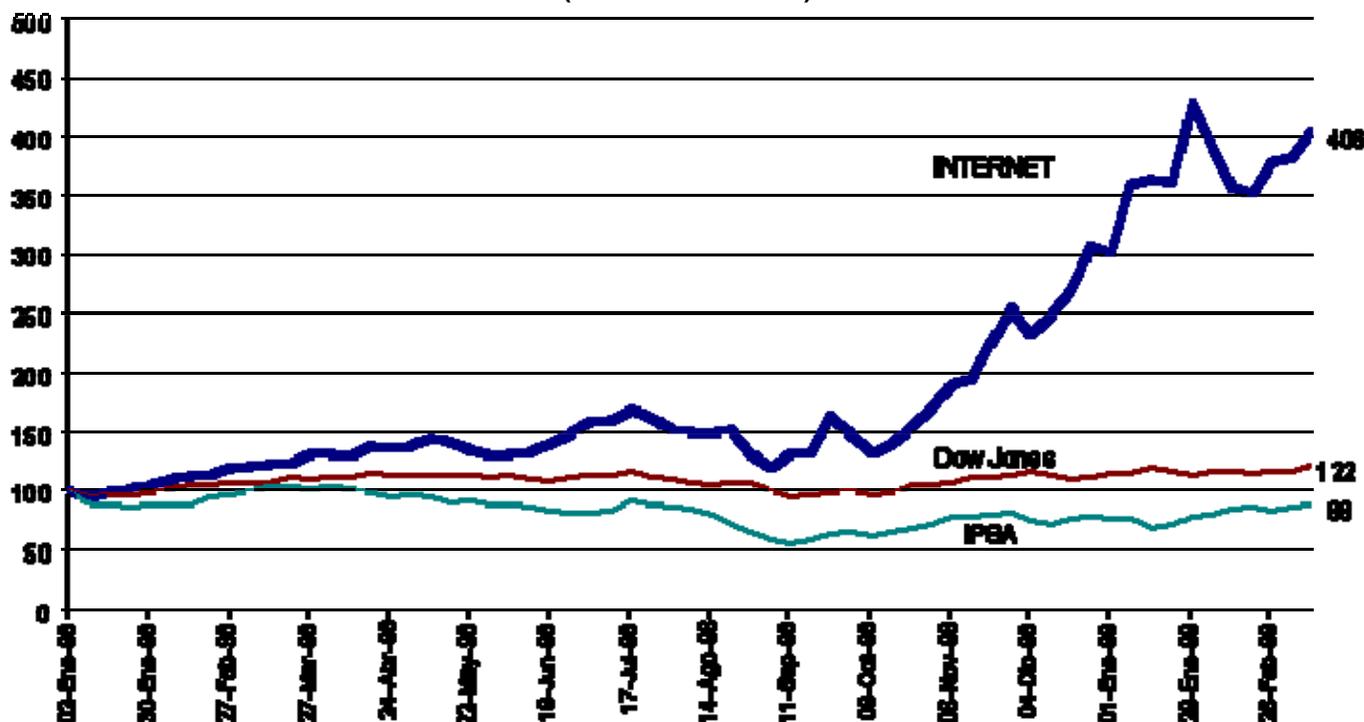
La masificación de Internet en Chile debiera provocar de igual forma un cambio sustancial en el valor relativo de los activos. Nuestra economía, por tamaño, erradas políticas de proteccionismo de determinadas industrias y lejanía geográfica de los mercados desarrollados, ha permitido la generación de rentas económicas basadas en el desarrollo de grandes estructuras, virtuales elefantes blancos, que han mantenido efectivamente cautivo al consumidor final a un alto costo. Buenos ejemplos de estas estructuras son los distintos sistemas de ahorro vigentes.

La proliferación del uso de Internet en Chile entregará, por primera vez, el poder de elección al consumidor final. De partida, Internet liberará a cada persona de la limitante física de acceder a un determinado servicio; la proximidad de una sucursal o el tamaño del local comercial pierde importancia en el proceso de selección, un proveedor ubicado en Arica, Santiago o Chicago se encuentran a similar nivel de acceso. De igual forma, la información sobre las características de la persona en términos de sus necesidades y gustos, deja de ser de propiedad exclusiva del proveedor tradicional (llámese éste banco,

AFP o tienda de departamentos) y pasa a ser un bien que dicho consumidor puede transar, eligiendo cómo y a quienes transmitirla, expandiendo en forma considerable el número de oferentes que le permitan satisfacer sus particulares necesidades.<sup>1</sup> Más importante aún, las limitaciones que la regulación establece para el desarrollo del mercado local pierden relevancia, las personas enfrentarán la posibilidad de elegir aquellos mercados que se encuentren regulados en forma más eficientes y donde vean sus derechos mejor protegidos.<sup>2</sup> Con esta herramienta tanto el consumidor como los potenciales proveedores del bien o servicio enfrentan una fuerte reducción de los costos de transacción (incluyendo los costos de búsqueda y negociación), con lo cual se debiera producir aquí en Chile también una caída significativa en el nivel de rentas del proveedor tradicional.

Curiosamente en Chile, donde el beneficio de un acceso universal a Internet resulta más evidente, cuenta con limitantes impuestas por la propia estructura tarifaria del servicio telefónico, que ha mantenido la equivalencia entre transmisión de voz y datos, logrando mantener un nivel de tarifas de acceso a la red que está lejos de reflejar el mínimo costo de proveer dicho servicio.

**Desempeño Bursátil Empresas de Internet versus Empresas Tradicionales  
(Período 1998-1999)**



Henry Rudnick V. de W.  
Gerente de Estudios  
CB CAPITALES S.A.

<sup>1</sup> Podemos bien pensar en el día en que una familia chilena pueda acceder a un crédito hipotecario a través de la red de internet, donde el eventual proveedor puede estar ubicado en Chile, EE.UU. o Japón.

<sup>2</sup> En gran medida este fenómeno está ocurriendo en el mercado accionario, donde a través de internet muchos inversionistas locales acceden a la seguridad que entrega el mercado financiero norteamericano.