



c-mail



AGENDA

Ciclo de Seminarios de Análisis Económico

Mayo

7 – **Alejandro Saporiti** (Universidad Nacional del Sur): *Decisiones colectivas, control de agenda y teoría de los juegos.*

21 – **Ernesto Shargrodsky y Federico Sturzenegger** (UTDT): *Concentración y competencia en el sector financiero.*

28 – **Marcelo Sánchez** (University of Berkeley): *Inflación y crecimiento: el rol de la incertidumbre y la información asimétrica.*

Junio

4 – **Andrew Powell** (BCRA): *Cómo adecuarse a los flujos de capitales globales*

11 – **Marcelo Dabós** (UdeSA) y **Walter Sosa** (UNLP): *Predicción y explicación del momento de caída de bancos en Argentina, usando modelos de duración..*

18 – **Roberto Cortés Conde** (UdeSA): *Crisis fiscal e inflación en la Argentina del siglo XIX*

25 – **Tamara Burdisso y Laura D'Amato** (BCRA): *Regulaciones, rentabilidad y competencia en la banca privada minorista.*

Los seminarios son siempre en en la Sede Central de la Universidad a las 10.00 hs.



Ya salió el n° 4 de **Análisis**, la publicación del Centro de Análisis Aplicado de la U. del CEMA. Para suscribirse debe llamar al 4314-2269 y pedir con la Sra. Gladys Maddalena.

CONCURSO

ECOLOGÍA & DESARROLLO SUSTENTABLE

La U. del CEMA invita a los alumnos de los colegios secundarios a participar de este concurso, donde se premian la iniciativa, imaginación y creatividad.

El concurso consiste en la elaboración de una monografía sobre los siguientes temas:

- “Cambio Climático”

- “Contaminación del Agua o del aire”
- “Residuos y reciclado”



FECHA LIMITE DE ENTREGA: 16 de Julio de 1999

Los interesados pueden comunicarse con la Universidad al 4314-2269.

Nuevos graduados

Para algunas personas, el 7 de mayo de 1999 será el día más importante de sus vidas. Para otras será, por lo menos, una fecha para recordar siempre. Ambos grupos suman 413, y se trata de los nuevos graduados de la U. del CEMA, quienes junto con sus esposas/os, mamás, tías -y hasta abuelas- asistirán a la ceremonia que en esa fecha se celebrará en **Museum** (Perú 535) a las 18.45.

Este año, la distribución es como sigue: MADE 216 graduados (174 hombres (H) y 42 mujeres (M)); MAE 15 (2 M y 13 H); MAF Finanzas Corporativas 79 (15 M y 64 H) y MAF Mercado de Capitales 42 (7 M y 35 H); MAG 15 (4 M y 11 H); Magister en Economía 4 (todos H); MEG 11 (5 M y 6 H); MDB 31 (4 M y 27 H). Del total de 413 nuevos graduados, 79 son damas y 334 caballeros. La participación femenina sigue en aumento.

¿Hace falta decir que felicitamos calurosamente a todos ellos (incluyendo a sus respectivos grupos familiares, que se bancaron las histerias que acompañan a todo curso de postgrado)?



Eugenio Giolito (Secretario académico del MADE) obtuvo una beca completa de la Univ. de Maryland y para allí va a hacer su doctorado en economía. Como ya se había anticipado (*c-mail* n° 16) será reemplazado por **José Dapena** (Master en economía y finanzas, London School of Economics). Sin embargo, la mudanza de Giolito a Maryland no terminó de convencer a algunos creyentes de la versión que indica que, en realidad, se trata de una salida elegante para cubrir la vergonzosa expulsión de su equipo de fútbol, debida a la reiteración de desplantes al estilo *Martin Palermo*. Pero Giolito aún conserva amigos que lo acompañarán al exilio. Es el caso de **Diego Saravia** (MAE '97) que aprovechará el tiempo libre que le deje el *baby-sitting* para hacer su doctorado en la misma universidad.

AGLOMERACION HUMANA Y ESPECIALIZACION PRODUCTIVA

Por Marcos Gallacher (*)



El concepto de que *la división del trabajo está limitada por el tamaño del mercado* constituye uno de los pilares sobre los que se asienta la organización económica. El proceso de desarrollo económico está asociado a mayor especialización: entre empresas, por un lado, pero entre hogares y empresas por otro. En sociedades poco desarrolladas, una importante proporción del producto es generado en hogares, mientras que en economías más avanzadas aumenta la relevancia de las empresas. Estas cuentan con ventajas debidas a especialización y economías de escala.

La especialización, sin embargo, requiere intercambio. Las ciudades facilitan este intercambio pues reúnen a individuos en un espacio geográfico limitado. La cercanía entre individuos disminuye costos de traslado y genera *economías de aglomeración*; es decir, incrementos en la producción a partir de un conjunto dado de recursos. Pero la aglomeración genera costos: entre otros, aumento de precios de los inmuebles, mayores dificultades para mantener el orden público y mayor incidencia de problemas ambientales.

Capital humano

El gráfico adjunto muestra la relación existente entre aglomeración (población) y un índice de capital humano, para partidos/departamentos de las provincias de Buenos Aires, Córdoba y Santa Fe. El stock de capital humano aumenta con incrementos en la población, aunque en forma menos que proporcional a ésta. Es decir, existe un "mínimo" de población por debajo del cual el índice de capital humano desciende en forma marcada, y por encima del cual varía sólo moderadamente. Más capital humano permite una mayor especialización, y ésta tiene retornos sólo en situaciones donde la magnitud del mercado es razonablemente grande. Donde no hay aglomeración humana, los retornos no resultan suficientes para retener a los más capacitados, produciéndose entonces un éxodo hacia las aglomeraciones. Como resultado se profundizan las diferencias de oportunidades entre regiones geográficas. En definitiva, la distribución de capital humano dentro de un territorio dista de ser uniforme, observándose en cambio "imanes" que atraen este recurso con la resultante concentración del mismo en un ámbito muy reducido.

Agglomeración "virtual"

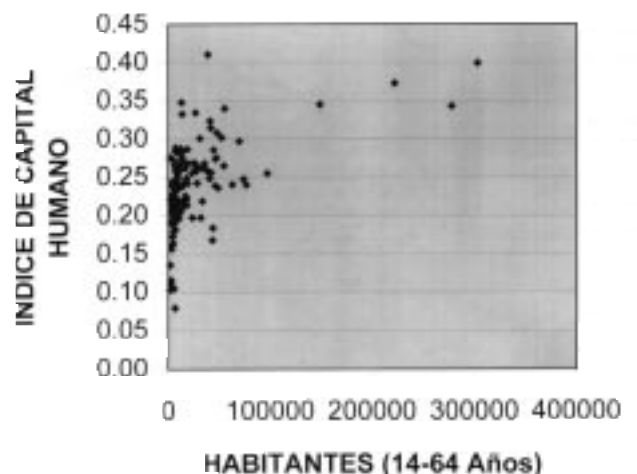
La tecnología informática ofrece la oportunidad de romper (o al menos debilitar) el vínculo entre aglomeración, capital humano y productividad. Los individuos con alto nivel de especialización no necesitan estar físicamente en contacto con sus clientes o proveedores. La transmisión de imagen, datos y voz constituyen sustitutos de importancia. Lo anterior puede tener consecuencias para localidades del interior de nuestro país, donde hasta hace pocos años las posibilidades económicas eran sumamente limitadas. Es posible imaginar centros de excelencia académica y científica, o em-

prendimientos comerciales en pequeñas ciudades que, antes, al estar "aisladas" dependían de los altibajos de la producción local.

En el pasado, se intentó crear "polos de desarrollo" mediante facilidades impositivas y apoyo oficial. Estos esfuerzos en general fracasaron. En la próxima década puede volver a surgir interés en estos temas, debido a nuevas alternativas de organización de la actividad humana que están disponibles.

(*) *Profesor MADE/MAG.*

POBLACION Y CAPITAL HUMANO
(Buenos Aires, Santa Fe, Córdoba)



Fútbol



El autodenominado *Equipo del CEMA* (ex *Spice Boys*) sigue aguardando un milagro. Las bajas sufridas durante el '98 han sido cubiertas y el nuevo equipo hizo pretemporada durante el verano, con un resultado que todavía no convence, teniendo en cuenta que la revelación fue Jimmy Venegoni (aguatero suplente). El equipo lo forman Federico García, Sebastián Chomicz, Rubén Souza, Emilio Poisa, Daniel Ojeda, Alejandro Rodríguez y Félix Lombardi (además del ya mencionado Venegoni). Escuchan ofertas. (N. de la R. (al resto de los equipos): agarren que son fáciles).

10 semanas que cambiarán su vida

Más exactamente del 18 de mayo al 27 de julio. En ese lapso se dictarán las clases del **Programa ejecutivo en dirección de empresas - "Elementos del management estratégico"**, en la U. del CEMA, dos veces por semana de 18.30 a 21.00. El curso está diseñado para profesionales que no disponen de tiempo para realizar estudios formales, pero que desean tener una comprensión profunda y rigurosa de los distintos tópicos relevantes a los fines de delinear la estrategia competitiva de la empresa. El cuerpo de profesores del Programa lo componen Pablo Raies, Horacio Roura, Sergio Pernice, Agustín Monteverde, Rodolfo Apreda, Gustavo Santini, Enrique Yacuzzi, Germán Coloma, Alejandra Falco y Ernesto Barugel.

Mayor información en:

- T. 4314-2269, 4314-1654 (Fax)
- Internet: <http://www.cema.edu.ar>
- e-mail: info@cema.edu.ar

Error



Por un error absolutamente voluntario, en el n° 16 de *c-mail* (cf. la interesante nota *Pasantías*) se consignó (o sea se escribió, se dijo, se afirmó) que Santiago Dellepiane fue pasante en Vesubio (Grupo Exxel) el verano pasado. En realidad el que trabajó en Vesubio fue **Joaquín Galarreta**. Santiago hizo su pasantía en Law & Economics Consulting Group y allí se quedó como efectivo. Sorry che.

¿Dónde están ahora?

Graduados

Roberto Angeleri (MAF'98)
de Banco Río de La Plata a
Price Waterhouse
Flavio Asch (MADE'97)
de General Motors
Company a Monsanto
SAIC.
Guillermo Brizuela
(MADE'95)
de Eds a Telecom Italia
Adrián Calaza (MADE'97)
de Edesur a Telecom Italia
María L. Capriati (MAF'97)
de Banco Supervielle Societé Générale a
Transportadora de Gas del Norte
Eleonora Córdoba (MADE'93)
de Molinos Río de La Plata a Peñaflo
Santiago Cuarterola (MAF'98)
de Walt Disney Studios a American Express
Argentina
Mariana Diehl (MAF'98)
de Citibank NA a Cardif Cia. de Seguros de Vida



Alumnos

Guillermo Berretta (MADE)
de Mc Key Argentina S.A. a The Capital Corporation de
Argentina S.A.
Fernanda Cravero (MADE)
de Carrier Arg. S.A. a MEOySP
Leonardo Della Valle (MAG)
de MEOySP a Banco Tornquist
Pablo Fonollá (MADE)
de Directel a Nec Argentina
Mariana Lorenzi (MAG)
de Univ. Nac. de Quilmes a Monsanto Argentina SAIC
Gonzalo Villafañe (MADE)
de Banco Río de La Plata S.A. a Cargill Saic.



CENTRO DE GRADUADOS DE LA U. DEL CEMA

A partir de los primeros días de mayo se puede acceder a todos los nuevos servicios del Centro leyendo e interactuando en nuestra página web (ver pág. Web del CEMA, Centro de Graduados)

Por ese medio el Centro recibe las ideas e inquietudes de los graduados, fichas de inscripción, encuesta con opiniones y otros comentarios. Nuestra vía de comunicación es: graduados@cema.edu.ar



Vos siempre decís que la bolsa es para los pobres. ¿Cómo es eso?

Hablar de acciones no es algo muy popular en Argentina porque las variaciones de los precios han sido muy grandes; como para asustar a cualquiera.

Por ejemplo: desde la convertibilidad hemos tenido tequila, arroz, vodka y caipirinha. Hay gente que ganó mucha plata pero también hay gente que perdió mucho. Pero el punto es el siguiente: una persona de ingresos medios que tiene que juntar plata para retirarse mañana, invirtiendo a tasa de interés no tiene ni para llegar al cinco de cada mes. Los bonos del Tesoro americano son para los ricos. La seguridad es un lujo que puede darse quien tiene mucha plata. Si tenés diez millones de dólares invertidos al 4% anual... bueno, te va a alcanzar. Pero el común de la gente no se puede dar ese lujo, y si quiere llegar al 30 -o por lo menos al 15- tiene que asumir un riesgo de inversión mayor.

Pero dependiendo del punto en que te encuentres en tu curva de utilidad, ganar un peso más no te cambia la vida pero perderlo puede ser una catástrofe...

Por supuesto: un peso menos vale más que un peso más. Pero el mercado de capitales es al revés que en el casino (donde

Un poco de

Ricardo "Dick" Schefer enseña fin a alumnos del MAF, MADE, MAG y define como "economista financiero relativamente nueva que los macroeconomistas insisten en calificar como "un clon que salió mal". Invertir en todo, diversificar y mirar las cosas a largo plazo, son algunos de sus consejos. También que los políticos repriman su creatividad regulatoria respecto al mercado de capitales.

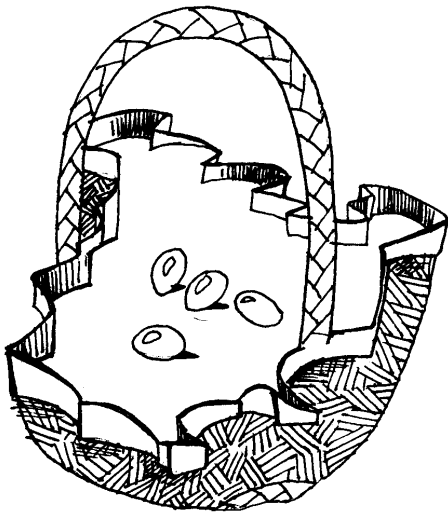
valor de los activos financieros está dado por la expectativa de generación de valor por parte de las empresas. En una economía que crece, en la que las empresas generan valor, los activos financieros también, porque son la contracara de la economía real.

Y como en el casino, ¿la suerte tiene algo que ver?

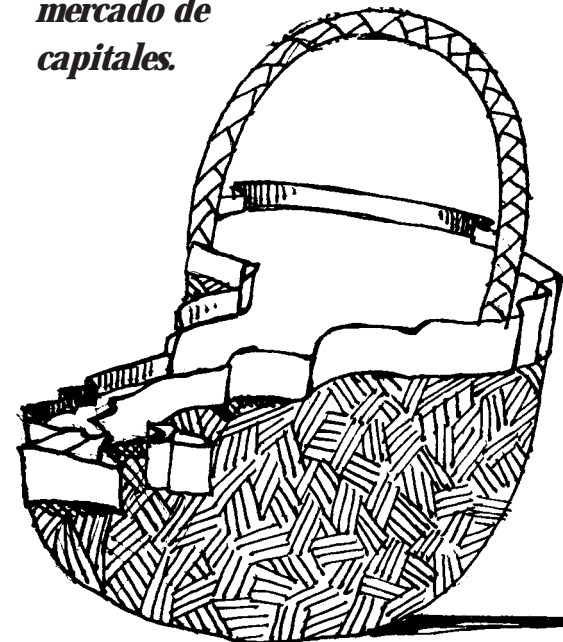
Desgraciadamente sí. Por ejemplo: si vos invertiste en la bolsa japonesa en 1989, en diez años perdiste la mitad de tu dinero; pero si habías invertido en 1969, para el '89 habías hecho una fortuna. **En total** ganaste. Pero siempre depende de cuándo entraste y cuándo saliste. Es por eso que todos los números que yo te doy son **promedios** de períodos largos, para que no estén dibujados el arranque y el final. Esos números se repiten en casi todos los mercados del mundo, excepto en los casos de catástrofes. Existe lo que yo llamo la **historia oficial** de los mercados de capitales. Te dicen: *invirta en acciones porque, a la larga, es con lo que más se gana, luego los bonos, etc.; es muy difícil que pierda y, si no lo cree, mire estos números...* y te muestran las cifras de EEUU, Canadá, Suiza, Argentina... Pero no te cuentan la historia de otros mercados, porque si vos invertiste en el mercado alemán de preguerra, tardaste más de 40 años en recuperarte. Esa historia oficial de que a largo plazo las acciones no tienen riesgo es cierta si invertiste en economías de relativo éxito y que no sufrieron catástrofes. Parece que la gente se olvida de eso y dice *a largo plazo las acciones dan seguro...* No. Nada es seguro.

Vos tenés algunas críticas al sistema de AFJPs...

No sé si críticas... Yo lo que digo es por qué no tener un sistema por el cual yo llamo por teléfono a mi AFJP y le digo en qué quiero que invierta mi plata; por ejemplo, en cualquiera de los fondos de inversión del mercado argentino. Así sería dueño -y responsable- de dirigir mis ahorros donde más me gusta, y libero a la AFJP de una gran responsabilidad. Ahora, ¿por qué esto no es así? Bueno, porque la legislación fue copiada de otros países donde no la diseñaron ni financistas ni economistas, sino abogados. Y yo creo que se hizo así para evitar conflictos de intereses. Porque a un gerente de una administradora no le interesa tanto que los fondos crezcan, sino que no crezcan menos que los del vecino. Es decir, si a todos nos va mal no es tan malo. En la industria de fon-



tenés un cero que hace que, a la larga, pierdas) porque la prima de riesgo está a favor del inversor, aún computando todos los efectos adversos. Por ejemplo, desde la convertibilidad hasta marzo '99 las acciones dieron 13.6% anual. En cambio, los bonos, para el mismo período te dieron el 10%, pero con otro riesgo y menos altibajos. En promedio, se gana en países que crecen, que generan valor. Por eso te digo que es al revés de la ruleta donde, **en promedio**, perdés, porque existe el cero. El

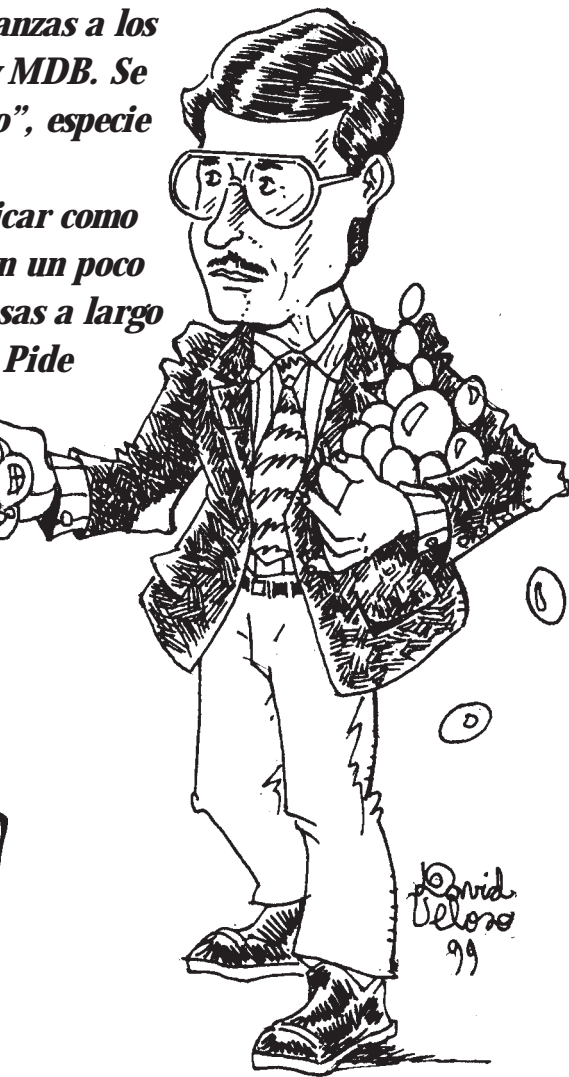


dos de inversión de EEUU a eso lo llaman **performance relativa**: yo invertí en un fondo que perdió 10% mientras el mercado perdió un 12. Entonces, en relación al mercado gané, y debería estar contento. Pero con una buena performance relativa yo no como ni pago el alquiler... A propósito: ninguno de los fondos comunes de inversión de Argentina le gana al índice de la bolsa. Lo cual significa que si yo compro

Una típica respuesta de Dick Schefer al cotidiano "Hola, cómo estás" es: *En promedio, bien.*

e todo

anzas a los
MDB. Se
o", especie
car como
n un poco
sas a largo
Pide



acciones en la misma proporción del índice gana por lo menos lo mismo que en un fondo, pero sin pagar comisiones. Lo mismo pasa con los fondos de bonos. Eso no significa necesariamente que los que administran sean malos; tal vez las comisiones que se pagan sean muy altas. Por eso el consejo que damos siempre es que no necesitéis pagar altas comisiones para que te inviertan el dinero. Compráte un poco de todo y mucho peor que ellos no te puede ir.

Cuando empezó la convertibilidad, ¿vos esperabas que el mercado de acciones argentino fuera hoy más grande de lo que es?

La capitalización bursátil argentina es de las más bajas del mundo. Yo nunca esperé

que fuera grande con el subsidio que siempre ha tenido la deuda en Argentina. Vos pagás impuestos sobre tu flujo de caja menos los intereses que pagaste en el ejercicio, con lo que siempre vas a tener un sesgo a financiarte con deuda y no con emisión de acciones. Con ese subsidio, no me ha sorprendido para nada que se hayan emitido 20.000 millones de obligaciones negociables y alrededor de 200 millones de acciones. Aparte de las ONs, ha habido un crecimiento enorme del saldo de préstamos. O sea que la deuda ha crecido muchísimo. La capitalización bursátil en materia de emisión de nuevas acciones fue cero. YPF y las telefónicas ya existían y eso fue nada más que una transferencia; no son empresas creadas a través de la oferta pública de acciones. Ahora, también puede ser cierto que muchas empresas que no cotizan se hayan financiado con capital propio y no tanto con deuda; pero como eso no lo vemos la única muestra disponible es la de las empresas que cotizan.

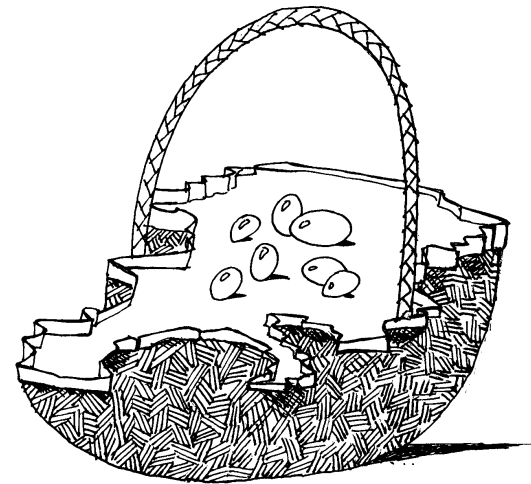
¿Esas asimetrías impositivas o de subsidios también existen en otros mercados más desarrollados, como el americano, por ejemplo?

El mercado americano es más neutro que el argentino, pero también tiene sus lindas galletas. Acá las empresas deducen los intereses pero ahora les cobran un impuesto. Lo ideal ahubiese sido no dejarles deducir, pero como hay distintas tasas según te preste un argentino o un extranjero que esté en un paraíso fiscal, entonces tuvo que hacerse un ensamble que salió de esta manera. Ahora: mucha gente te dice -como si fuera el gran ejemplo- en EEUU las empresas también deducen los intereses pagados, pero falta decir que el que gana los intereses paga impuestos. Es decir, se puede deducir pero por otro lado hay alguien que paga. Acá, en cambio, se ganan intereses con un plazo fijo en un banco por los que no se pagan impuestos, y el que toma la plata, además, los deduce. Entonces es obvio que lo que se tiene es un incentivo a la financiación con deuda. Eso se corrigió en parte con el impuesto. Hay que decir que esta corrección tuvo un marketing horrible, porque se dijo simplemente *le ponemos un impuesto a los intereses*, sin aclarar debidamente que las ganancias están todas gravadas en caso de financiarse con capital propio, mientras que si se lo hace con deuda, parte de esas ganancias -las dedicadas a pagar intereses, que son las ganancias de quienes prestan el dinero- no se gravan. A un mismo nivel agregado de ganancias hay una imposición distinta en un caso y en otro. En fin, es un tema muy específico. También hay desincentivos al endeudamiento...

¿Cuál sería la ventaja de que esa asimetría no existiera?

En primer lugar, recaudarías más. Por otro lado, ¿cuál es el interés nacional en subsidiar la deuda? ¿Por qué no subsidiamos

también a las enfermeras y a los hospitales, a los economistas que se dedican a finanzas...? Es decir: lo más fácil es no subsidiar la deuda no permitiendo la deducción, porque corregir el sesgo cobrándole impuestos al que cobra intereses... Imaginate



al gobierno diciéndole al tipo que pone un plazo fijo en un banco que sobre el 8% que le pagan le van a cobrar un impuesto. Eso en Argentina es políticamente inviable. Ahora, subsidiar la financiación de los negocios a través de la deuda en lugar de las acciones no parece demasiado relevante. No es una prioridad nacional.

¿Entonces por qué se hace?

Es un lobby, por supuesto. Los motivos esgrimidos son varios. Uno es aquél de que *los intereses son un gasto necesario*, porque tenés que tomar crédito para financiar un negocio. Lo cual es mentira. Podés buscar socios y hacer una vaca. El otro cuento más actualizado es que estás matando al sector productivo al no permitirle endeudarse, dado que *el crédito es el motor del capitalismo y del crecimiento*. Y eso es poner el carro delante de los caballos, porque los negocios se financian cuando son buenos. Para un buen negocio siempre aparece la gente que pone la plata, como socio, accionista o prestamista. La existencia de un instrumento no va a provocar la existencia de buenos negocios. Aunque en una época tuvimos en algunas provincias negocios que eran buenos por las desgravaciones que tenían, que no es precisamente una forma eficiente de asignar recursos.

Y desde el punto de vista del inversor, ¿es indiferente comprar acciones que ONs de una empresa?

Es lo mismo. Ya sea como individuo que cobra intereses o como accionista que percibe dividendos, vos te estás llevando el cash-flow de la empresa a tu casa (descontando lo que se lleva Silvani). Incluso es lo mismo desde el punto de vista de la información que brinda la empresa sobre el giro de sus negocios. Hoy cualquier compa-

ña que quiera financiarse emitiendo acciones o colocando un bono necesita de un aceitadísimo departamento que haga el marketing de la colocación. Necesita por ejemplo tener su información en Internet y ser capaz de responder a todos los interrogantes de los potenciales inversores. Fijáte que hoy a los mercados emergentes los inversores los juzgan, también, por la calidad y velocidad de acceso a información sobre ellos en Internet.

La pregunta más escuchada por un economista financiero debe ser la de en qué hay que invertir..

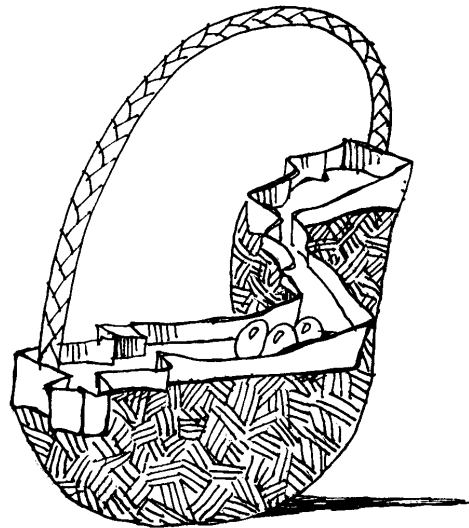
A ésa yo la llamo **la pregunta del cóctel**. Porque si sos un economista financiero y estás en un cóctel siempre alguien se te arrima y te dice *vos que te la sabés, ¿en qué hay que invertir ahora?* Y en general está mal formulada la pregunta. Porque no es que yo voy a invertir en esto sí y en aquello no. Uno invierte en todo, generalmente; porque lo que se quiere capturar a través de las inversiones es todo el valor que se va generando en la economía. Ahora, si tuvieras la bola de cristal de modo de saber qué papel va a subir más, podrías dar una respuesta más simpática. Eso, obviamente, no existe; ni en el mercado de capitales, ni en el hipódromo, ni en el casino.

¿Y entonces para qué necesito yo un economista financiero?

Para que te responda preguntas tales como qué riesgo estás corriendo, que riesgo podés correr, cuál debés sacarte de encima y cómo. Un economista financiero te ayuda a identificar la clase de riesgo que estás corriendo. Hay agentes económicos que creen estar corriendo un riesgo que, sin saberlo, lo tienen compensado de alguna manera. Y otras veces creen que no tienen ningún riesgo y están padeciendo alguno. Nosotros somos, más que nada, *evaluadores de riesgo*.

Y la globalización de los mercados, ¿no te complica la tarea a la hora de elegir en qué invertir?

De la misma manera que no comprás solamente Telefónica, ¿por qué vas a comprar sólo papeles argentinos? Yo, en ese senti-



do, creo que a los fondos de jubilación y pensión se les debería permitir diversificar internacionalmente. La riqueza individual es no sólo lo que tenés sino todo lo que vas a generar en el futuro. Si ese valor lo estás obteniendo sólo del mercado argentino, ya estás padeciendo un riesgo absolutamente concentrado. Además, suponéte que sos un argentino propietario de la casa en que vivís. Si a la Argentina le va bien, vas a ganar un buen sueldo y tu casa eventualmente se va a poder alquilar en un buen valor. Es decir, ya tenés *bastante riesgo argentino* (porque tanto tu capital humano como físico están sometidos al riesgo argentino). Si, encima, solamente comprás acciones y bonos emitidos por empresas argentinas (es decir, más riesgo argentino), te diría que vayas a la iglesia a rezar para que a la Argentina le vaya fantástico. Lo mismo corre para un americano, canadiense o chileno. La ventaja de la inversión internacional es que reducís el riesgo, porque *tenés que tener mucha mala suerte para que todo vaya mal al mismo tiempo*. Eso a las AFJPs no se lo permiten, y no es más que una protección aduanera a los emisores locales (tienen prohibido "importar" acciones y bonos extranjeros). Es un arancel infinito.

¿Y cuál es el argumento para ese arancel?

Supongo que el mismo que el de los aranceles para los autos: que el fabricante –el emisor– obtenga un mejor precio. Pero eso con el tiempo va a ir desapareciendo. Se trata, en realidad, de algo nuevo. La diversificación internacional es bastante reciente, de los últimos diez años. Los fondos americanos apenas invierten en el exterior el 6 o 7% de sus carteras. Ahora, los fondos de países como Holanda o Inglaterra –conocedores del mundo y viejos imperios los dos– siempre diversificaron. No le tienen miedo al mundo. Pero siempre ha existido lo que se llama *home-bias*. El tipo que vive en San Luis va a tender a prestarle plata a empresas de San Luis. Y eso se repite a nivel regional, nacional e internacional.

Ahora, pese a que los mercados tienden a moverse en conjunto, aún así, la reducción del riesgo que se obtiene de invertir internacionalmente, está llevando a que esa diversificación se esté dando en forma creciente. Por eso los mercados se están correlacionando más. Están comunicados.

Pero entonces, como te podría decir algún político, "el dinero de los argentinos estaría en manos de los extranjeros"...

Lo mismo que el dinero de los chilenos o australianos. Porque todo el mundo está crecientemente diversificando riesgos internacionalmente.

Ocurrencias peligrosas

¿Qué desaguisados se te ocurre que podrían hacer algunos políticos en el mercado de capitales?

Lo más peligroso es que se pongan "creativos", y se les ocurra incentivar cosas, contrariando las señales de los mercados, dirigiendo el crédito por ejemplo, basándose en que *los mercados no funcionan del todo bien...* A mí lo que me gustaría es que se preocuparan por que se cumplan los contratos; por que sean más seguros y previsibles. Bonos, acciones... todos los instrumentos financieros son contratos.

Pero es más que seguro que algo van a querer "crear" para que las PyMEs tengan financiamiento...

Si alguien tiene un buen negocio que no se pone en práctica por falta de financiamiento, ésa es la peor de las pérdidas; el buen negocio que no se hizo. Si eso está pasando realmente es una pena, pero se debe en todo caso a que no hay información sobre lo que esa empresa está haciendo –o pretende hacer–, o bien porque no hay formas seguras de suscribir contratos para asociarse en el emprendimiento. Entonces, en lugar de meter incentivos artificiales u otras distorsiones en el mercado, sería bueno que se dedicaran a legislar formas societarias en las que se puedan incorporar accionistas minoritarios cuyos derechos no puedan ser fácilmente vulnerados. Y para eso deberían preguntarle al sector privado qué es lo que se necesita. Porque por ejemplo, si yo entro como accionista minoritario en una empresa que no cotiza y la mayoría vota por no darme dividendos, yo jamás voy a ver un mango, con lo que mis acciones valen cero. Con eso se desincentiva que los inversores aporten capital a las empresas pequeñas. El campo tiene una variedad fantástica de contrataciones que hacen que siempre aparezca capital para hacerlo producir. Yo creo que sería bueno que eso se formalizara y que se pudiera hacer lo mismo en todos los sectores de la economía.



Los docentes acostumbran decir "Me conformo con que al final del curso los alumnos sepan... tal cosa..." ¿Con qué te conformás vos como docente de finanzas?

Me conformo con que el alumno se vaya sabiendo cómo plantear un problema, cómo reconocerlo, con lo cual tienen la mitad resuelta. Después, que aprendan a arreglárselas solos.

Inteligencia emocional y racionalidad económica

por Jorge M. Streb(*)



Las mediciones tradicionales de inteligencia -al estilo de *cociente intelectual (IQ)*-, miden las capacidades lógico-matemáticas de los individuos. Autores recientes señalan que existen inteligencias múltiples, y que sólo parte de estas capacidades está captada por el cociente intelectual tradicional. Más allá de estas diferentes capacidades, Goleman(1) hace una distinción entre inteligencia analítica e inteligencia emocional, contraponiendo la razón a la emoción. Goleman enfatiza que para funcionar de manera "inteligente" en el mundo actual, no alcanza con las habilidades que tienen que ver con la inteligencia analítica -que son las que el sistema educativo mide-, sino que también importa desarrollar la parte emocional, indispensable para tomar decisiones. Un ejemplo extremo de la importancia de la parte emocional es el caso del paciente del Dr. Damasio(2). Este individuo era un abogado muy exitoso que había tenido una operación cerebral. La operación no le había afectado en absoluto el cociente intelectual. Sin embargo, cuando el médico le preguntaba, por ejemplo, si quería volver para su próxima cita un martes o un jueves a las 10, se pasaba un rato largo sin poder tomar ninguna decisión, revisando los pros y contras de cada alternativa en forma minuciosa. Finalmente, después de 15 minutos, cuando el

médico le proponía hacer la reunión el jueves a las 10, aceptaba inmediatamente.

Sin necesidad de ir hasta el caso extremo de un paciente con daño cerebral, es claro que si a una persona le cuesta mucho tomar decisiones triviales, no va a poder funcionar bien en el mundo real, ya sea en su vida personal o profesional. Es el caso de alguien que no puede decidir qué película ver, o qué zapatos comprar, o de qué manera hacer un envío. No tiene sentido que se dedique una cantidad desmedida de tiempo a tomar una decisión trivial. Esto no quiere decir que lo inteligente sea que todas las decisiones sean tomadas inmediatamente. Para las decisiones importantes, puede convenir postergar la decisión final hasta juntar más información.

¿Tiene esto alguna relación con la discusión de racionalidad que se hace en economía? El enfoque del decisor racional pregunta cómo se optimiza una función objetivo, dado un conjunto de posibilidades de elección. En el caso de un consumidor, se plantea cómo un individuo maximiza utilidad, dada su restricción presupuestaria. Para poder hacerlo, el individuo debe tener habilidades analíticas, para resolver el problema de optimización. Y aquí es crucial que conozca lo suficiente de sí mismo, de sus preferencias, para tener un criterio definido de toma de decisiones.

Esto implica que la racionalidad económica contiene los dos componentes mencionados en Goleman, inteligencia analítica e inteligencia emocional. Es decir, la economía considera decisores que son "despiertos" y emocionalmente maduros. La racionalidad económica presupone tanto la inteligencia emocional como la inteligencia analítica.

Las fallas de racionalidad económica se pueden relacionar con fallas en estos dos componentes. Las fallas en inteligencia analítica son lo que Simon llama *racionalidad limitada*, que tiene que ver con las limitaciones computacionales que tenemos para resolver problemas complicados. Las fallas en la madurez emocional se tratan menos en economía. Un ejemplo es la discusión de Akerlof sobre "procrastination", de cómo los individuos pueden postergar en forma ineficiente una decisión en lugar de resolver algo de inmediato.

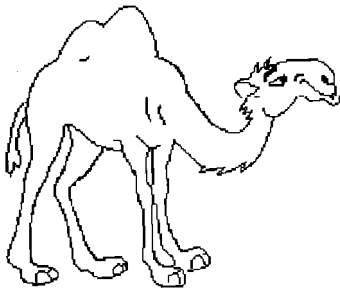
Otro ejemplo de insuficiencia en el conocimiento de las preferencias es el tema de *conflicto de objetivos*. Si sabemos perfectamente cuánto estamos dispuestos a sacrificar de un objetivo para realizar otro, no hay problema en este sentido. La economía consiste en estos *trade-offs*. Pero si no estamos seguros de cuánto estamos dispuestos a sacrificar de algo para obtener otra cosa, esto puede traer grandes dolores de cabeza y angustia. Este no saber bien qué es lo que queremos nos puede sumir en la parálisis.

La discusión de la madurez emocional toca el tema de las emociones en cuanto se traducen en preferencias estables, gustos y disgustos por diferentes cosas, y permiten encontrar un camino de salida. Pero no toca el tema de las emociones en sí, que pueden influir en los estados de ánimo y afectar la correcta toma de decisiones. Esto ya es materia diferente: cuando uno está enojado, o deprimido, las emociones "nublan" el entendimiento, tanto de nuestro contexto como de nuestros objetivos; entonces, es mejor esperar a tomar una decisión apresurada.

(1) Daniel Goleman. *Emotional Intelligence* (1995).

(2) Antonio Damasio. *Descartes's Error*. Grosset/Putnam. New York, 1994.

(*) Profesor de economía U. del CEMA.



La economía en Medio Oriente BBB = Burchasing Bower Barity

Definiciones

- Un pesimista es aquél que cuenta el dinero que le entrega el cajero automático para saber si le dio de menos. Un optimista hace lo mismo para saber si le dio de más.
- *Mercado detergente*: mercado emergente en el que se lava dinero.



Curiosidades

- Sigue sin aparecer el sujeto tácito.
- Más peligroso que automedicarse es motomedicarse.

English in one lesson (lesson 8) Room-bath (ñooba)

Inseguridad

Ante la influencia de la TV en la ola de



inseguridad y violencia el Min. del Interior propondría:



Tienes un je!-mail

En el 2000 *Je!-mail* tendrá 20 páginas y el Merval estará en 2500.

- a Adrián Suar y Carlos Calvo para la jefatura de la Policía Federal.
- allanar todos los videoclubes.
- meter presos a Marlon Brando, Al Pacino y Robert De Niro.
- que la gente haga zapping si están por afanarla.



Invento

Siguiendo una vocación que ya estaba en sus genes, Alejandro Rodríguez (MAE) ha desarrollado plantas artificiales que verdaderamente parecen reales. Incluso, luego de un tiempo se marchitan.

Frases

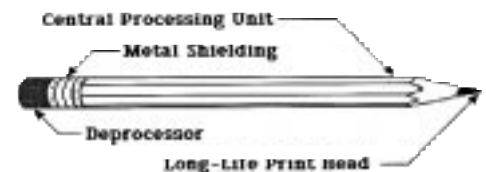


- *Yo creo que todos los seres vivos piensan, incluso los vegetales. La única planta que no piensa es el nabo.* Javier Bolzico (MAE'91).
- *No tengo nada. Debo mucho. El resto se lo dejo a los pobres.* J. Rabelais.
- *Conocí a la mujer de mis sueños mientras estaba dormido.* Néstor Avalor (MAE'85).
- *La televisión abierta es tan mala que deberían cerrarla.* Eduardo Ibarra (MAE'92).
- *Continuamente simulo distintas situaciones en el mercado de capitales. Cuando vino la crisis asiática simulé un suicidio.* Dick Schefer (Profesor MAE, MADE, MAG y MDB).



- *Pronosticar no es fácil, especialmente el futuro.* J. Lamoreux.
- *¡Cuidado con los etcéteras! En general no son un indicador de que el que escribe sepa que existen otros factores, sino que -agotada su imaginación- descansa en la del lector.* Pedro Pou.

\$ 5.00 Wordprocessor



Anselmo L. Morvillo S.A.



QUAD/GRAPHICS

printers