

REVISTA

ucema

noviembre 2008

notas de análisis

Modigliani & Miller

La civilización iberoamericana

Límites verticales de la empresa

Debate a partir de una crisis

especial creatividad

Creatividad, dinero y arte

Creatividad en marketing

Crisis financiera

Entrevista a Sergio Pernice

UNIVERSIDAD DEL CEMA

INGENIERÍA EN INFORMÁTICA
LIC. EN CIENCIAS POLÍTICAS
LIC. EN RELACIONES INTERNACIONALES
CONTADOR PÚBLICO
LIC. EN DIRECCIÓN DE EMPRESAS
LIC. EN MARKETING
LIC. EN ECONOMÍA

UNIVERSIDAD DEL CEMA



podés elegir

CALIDAD ACADÉMICA

Te formarás con profesores de excelente nivel académico. Más del 60% de las materias está dictado por profesores de dedicación full-time.

SALIDA LABORAL Y PASANTÍAS

Podrás insertarte laboralmente a través de pasantías, búsquedas laborales y talleres con empresas, ONGs, organismos internacionales y consultoras con las que tendrás contacto.

PROGRAMA DE INTERCAMBIO

Tendrás la posibilidad de cursar un semestre en prestigiosas universidades de América Latina, Estados Unidos, Canadá y Europa.

BIBLIOTECA

Completamente informatizada, con todos los recursos que necesitás para estudiar, y con calidad certificada por la norma ISO 9001:2000.

DOBLE TITULACIÓN

Podrás especializarte en una disciplina o recibirte en una carrera con alta concentración de estudios en otra carrera afín. Además, al cabo de cinco o seis años podés obtener dos títulos habilitantes de grado, ambos con reconocimiento oficial y validez nacional.

www.ucema.edu.ar

Informes: (011) 6314-3000 • grado@ucema.edu.ar
Sede Central: Av. Córdoba 374, Ciudad de Buenos Aires.



UCEMA



02 especial creatividad

Creatividad, dinero y arte.

Creatividad en marketing: diez secretos no tan obvios,
por D. Sanna.

06 arte

Entre sueños y sombras, de Lucas Cheja.

08 eventos

II Olimpíadas Contables.

Iº Congreso Argentino sobre Mercado de Capitales:
Aspectos Jurídicos y Contables.

11 académicas

Nueva publicación de Mariana Conte Grand.

El MBA ofrecerá materias en inglés.

Nuevo libro de Rodolfo Aprea.

Análisis costo/beneficio de organizaciones públicas.

12 desarrollo profesional

Un gran desafío profesional: la inserción laboral exitosa,
por A. Vinitzky.

Nueva Directora del Departamento de Desarrollo Profesional.
Experiencias de intercambio.

16 entrevista

La crisis financiera, entrevista a Sergio Pernice.

21 análisis

Modigliani y Miller, por José P. Dapena.

La civilización iberoamericana, por Carlos Escudé.

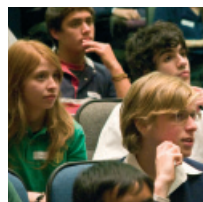
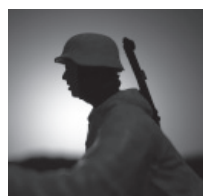
Límites verticales de la empresa, por Marcos Gallacher.

Debate a partir de una crisis, por Martín Lagos.

31 centro de graduados

31 dónde están ahora

32 posdata



Revista UCEMA - Año II - Número 8

Editor: Carlos A. Rodríguez • Jefa de redacción: Valeria Maruffo • Notas de análisis: Mariano Fernández (editor) y Fabiola Mandolesi (asistente editorial) • Desarrollo Profesional: Ariela Vinitzky • Diseño y fotografía: Brenda Lamothe Coulomme y Alejandro Aranda.

Agradecemos a las siguientes empresas que contribuyen con su apoyo al programa de Becas Análisis para alumnos de las Licenciaturas en Economía y en Dirección de Empresas. ACE Seguros S.A. / Galaxy Entertainment Argentina S.A. / Organización TECHINT / PCFG Advisory S.A.- Perez Companc Family Group.

Las opiniones de las notas firmadas corresponden a los autores y no necesariamente reflejan las opiniones de la Universidad del CEMA.

La revista de UCEMA es una publicación bimestral de la Universidad del CEMA. Se autoriza su reproducción citando la fuente. Av. Córdoba 374 (C1054AAP) Ciudad de Buenos Aires, Argentina. Tel: (541)6314-3000 E-mail: revista@ucema.edu.ar www.ucema.edu.ar

Creatividad, dinero y arte

Hay economistas cuyo trabajo de investigación no se parece a lo que convencionalmente entendemos por economía: tal es el caso de David Galenson, profesor de la Universidad de Chicago que utiliza herramientas de la teoría económica para entender el desarrollo de la creatividad en la pintura, el cine, la literatura y otras disciplinas. Galenson disertó en un seminario junto a Ignacio Gutiérrez Zaldívar, coleccionista de arte y director de Zurbarán, y a Ricky Sarkany, empresario del mundo de la moda.

El auditorio de la Universidad del CEMA estaba completo: estudiantes, artistas y coleccionistas asistieron al seminario que concluyó con un jugoso debate. Moderado por Juan Carlos de Pablo, el seminario trató sobre el proceso creativo en las personas: ¿la creatividad y la genialidad son propiedad exclusiva de la juventud? ¿existen patrones de creatividad definidos de acuerdo al área de trabajo de las personas? ¿podemos medir la creatividad?

David Galenson es profesor de Economía en la Universidad de Chicago, y se especializó durante los últimos diez años en el estudio de los artistas, convencido de que desde el enfoque económico se puede estudiar el fenómeno de la creatividad. Es autor, entre otros libros, de "Old Masters and Young Geniuses: The Two Life Cycles of Artistic Creativity" (Princeton University Press, 2006), "Artistic Capital" (Routledge, 2006) y "Painting Outside The Lines: Patterns of Creativity in Modern Art" (Harvard University Press, 2001).

En su conferencia, Galenson expuso la idea central de su último libro, en el que contradice la idea de que la innovación y la genialidad son propiedad exclusiva de la juventud. Según él, existen dos enfoques distintos para la innovación: los innovadores experimentales trabajan con prueba y error, y generan sus mayores contribuciones a una edad avanzada, mientras que los innovadores conceptuales generan cambios mediante la formulación de nuevas ideas, normalmente a una edad temprana. Como ejemplo de artistas experimentales, habló de Paul Cezanne, Camille Pissarro, Edgar Degas, Pierre-Auguste Renoir, Wassily Kandinsky, Joan Miró, Mark Rothko y Jackson Pollock; mientras que para ilustrar la idea de artista conceptual habló de Pablo Picasso y dio como ejemplos también a Edouard Manet, Henri Matisse, Marcel Duchamp, Andy Warhol y Jeff Koons.

Galenson genera datos numéricos sobre la importancia de los artistas y sus obras utilizando libros de historia del arte, precios de subastas y otras fuentes. Este procedimiento, que permite la cuantificación del arte, ayuda a descubrir nuevos aspectos de la creatividad humana. Galenson se aproxima al mundo del arte con un enfoque completamente novedoso: desde las estadísticas, y sus estudios se basan en parte en la frecuencia con la que una obra ha sido reproducida. "La cuantificación estuvo casi totalmente ausente en la historia del arte" dijo el economista.

Para Galenson, el mercado es lo que hace al Siglo XX una era radicalmente distinta a las anteriores en cuanto al arte. En periodos anteriores, los artistas trabajaban para ricos empleadores generalmente relacionados con la iglesia o la corte, y que funcionaban como monopolios. En cambio en el Siglo 20, el arte entró al mercado, y quebrar las reglas se convirtió en el atributo máspreciado, ya que las mayores recompensas fueron para innovadores conceptualistas que inventaron estilos y géneros. Por primera vez, la idea detrás de la obra de arte fue más importante que la obra en sí misma.

El mismo método lo ha aplicado a la literatura, "Cuanto más estudiaba a los pintores, más me daba cuenta de que los ciclos de creatividad se podían aplicar a todas las artes". Puso como ejemplos a dos grandes novelistas de la literatura norteamericana: ubicó a Mark Twain dentro de la categoría experimental, porque sus novelas dan preponderancia a la descripción de personajes y escenas, como si el novelista hubiera estado buscando crear esos personajes y escenas más allá de la trama de la novela. En esta categoría también ubicó a Charles Dickens, Joseph Conrad y Virginia Wolf, quienes además crearon sus trabajos más renombrados después de los 40 años. Por el otro lado, entre los novelistas



En pleno debate: Ricky Sarkany, David Galenson, Juan Carlos de Pablo e Ignacio Gutiérrez Zaldívar.

conceptuales, habló de Ernest Hemingway, ya que sus novelas no se detienen en las descripciones o el desarrollo de la trama, sino que se dirigen puntualmente hacia la exposición de la idea que hay detrás de ellas. “Este tipo de novelistas generalmente se devela a una edad temprana”, dijo Galenson.

El economista continuó su exposición aplicando el mismo método y ejemplos para el mundo del cine, y una de sus conclusiones finales fueron que “son las personas, y no las disciplinas, las que determinan la naturaleza de la creatividad”. “Antes de mis investigaciones, existía la creencia de que, por ejemplo, los poetas se develan temprano en sus vidas y los novelistas lo hacen en forma tardía”.

Otra conclusión importante de su trabajo es que sabiduría y creatividad no son conceptos opuestos, como se cree muchas veces: “la creatividad no siempre favorece a los jóvenes”. “Tendemos a asumir que, en el arte y en otras actividades intelectuales, las innovaciones radicales son el resultado de saltos dramáticos. Mi trabajo demuestra que también pueden ser la suma de muchos pasos pequeños”, concluyó.

A continuación fue el momento de Ignacio Gutiérrez Zaldívar, responsable de Zurbarán, el arte de los argentinos. Abogado y coleccionista de arte por vocación, lleva publicados más de treinta libros sobre arte argentino y es uno de los marchands más reconocidos del mercado. “Me da una inmensa alegría que al fin los economistas se estén ocupando de las cosas importantes de la vida, como el arte”, dijo al comenzar su exposición.

Gutiérrez Zaldívar no estuvo de acuerdo con las ideas de Galenson. “Galenson tiene una ventaja para analizar este mundo del arte, y es que lo estudia de afuera. Yo tengo el privilegio de convivir con los artistas, y poder ver por qué algunos son más cotizados

¿La creatividad y la genialidad son propiedad exclusiva de la juventud?

¿Existen patrones de creatividad definidos de acuerdo al área de trabajo de las personas?

¿Podemos medir la creatividad?

cuando son jóvenes y otros lo son cuando son más grandes”, dijo. Se refirió a los artistas como “los elegidos” y afirmó que la cualidad de artista es un don definido genéticamente, y afirmó las opiniones acerca de las obras de arte son siempre subjetivas. Por otra parte, el orador habló de cómo se posiciona a un artista en el mercado y dio muchos ejemplos de cómo el éxito de un artista o de una obra se construye con estrategias de marketing. “No existe ningún gran artista que no haya tenido detrás un gran marchand”.

Para concluir el seminario, habló Ricky Sarkany, Licenciado en Administración de Empresas con posgrados en marketing y administración estratégica, a cargo de la empresa familiar de ropa y zapatos que lleva su nombre. Sarkany habló de la historia de la empresa, que fabricaba zapatos para otras marcas desde la radicación de su padre húngaro en el país en 1950. Y contó de qué forma a través de la creatividad pudo posicionarse como una de las marcas más reconocidas del país. Contó que su primera gran innovación fue comenzar a vender al público bajo una marca propia y sus diseños de vanguardia captaron inmediatamente la atención de personajes de alto perfil público y de los que buscaban la originalidad. Dueño de un estilo propio y personalísimo, Sarkany ha sido un creador que se ha atrevido a ser libre, más allá de los diseños de la moda.



[especial creatividad]

Creatividad en marketing: diez secretos no tan obvios

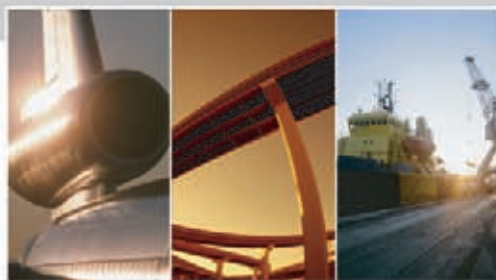
por **Domingo Sanna**, Director de la Carrera de Marketing, UCEMA.

La definición tradicional de creatividad nos lleva a asociarla con la capacidad de crear que tienen las personas. Sin embargo, en marketing lo que importa es la creatividad en acción o sea, más que la idea en sí, su ejecución exitosa. Suelo pensar acerca de las ideas como una fuente inagotable de alternativas que deberán pasar por un tamiz representando nuestras posibilidades,

cultura empresarial, presupuesto, energía, recursos humanos y sentido de urgencia. Lo que obtendrá serán entonces aquellas ideas que tienen chances de ejecutarse.

Estas son las diez consideraciones principales que aprendí de mi experiencia profesional, y que espero ayuden a desarrollar la creatividad del lector:

- 1- La creatividad se amplifica trabajando en equipo: cada campaña exitosa inicia con una buena idea que se hace crecer a partir de las visiones de los que participan en el proceso creativo: esto incluye creativos, ejecutivos de cuenta, clientes y empleados.
- 2- La creatividad es mucho más que una buena idea: es la pieza, el aviso, el encabezado, el texto, la simultaneidad de medios utilizados al comunicar, la oportunidad, la claridad de la comunicación, etc. Pero, por sobre todo, es poder cumplir con la promesa que se le hace al cliente.
- 3- El proceso creativo inicia con una buena idea: la mejor manera de tener buenas ideas es tener muchas ideas. Nada mata a la creatividad tanto como enamorarse de una "idea increíble".
- 4- La creatividad explota con el conocimiento: cuando mayor conocimiento se logre sobre un negocio, mayor calidad tendrá el proceso creativo. Aprenda de clientes y prospectos, mercados, competencia, tendencias, acciones de marketing de los competidores, sobre su misma empresa: fortalezas y debilidades, etc.
- 5- La creatividad no es mágica: una gran creatividad no resuelve una audiencia mal elegida o una oferta que es irrelevante a los ojos de los clientes.
- 6- Creatividad sin ganar dinero o vender más rentablemente es malgastar su presupuesto: la creatividad en los negocios no busca ganar premios para las agencias. Tampoco sorprender a clientes y prospectos. La creatividad debe buscar resultados medibles y relevantes para el negocio.
- 7- Creatividad y eficiencia van de la mano: cuando más cercano esté de sus clientes la creatividad influirá de menor manera. Cuando más alejado, la creatividad puede ser la diferencia entre ganar o no la atención de éstos.
- 8- Que la creatividad no sea el vampiro de su comunicación: si la idea creativa supera en interés al producto o servicio que intenta promover, entonces el mejor consejo es que cambie de idea.
- 9- La creatividad basada en el humor es un arma de doble filo: el mejor humor pierde su efecto si se repite muchas veces. Si la comunicación se realiza por única vez el humor, y la curiosidad podrán serle de ayuda. Caso contrario el efecto de su campaña se esfumará al poco tiempo.
- 10- La creatividad debe reforzar los valores de la empresa y no dañarlos: la publicidad asocia a la marca y también a sus valores. Recuerde que la marca se desarrolla en base a la experiencia del cliente y, la publicidad, el sitio web, el marketing directo y las presentaciones de venta son también parte de esa experiencia.



CHUBB

LÍDER MUNDIAL EN

SEGUROS DE CAUCIÓN



EXIJA LA MEJOR GARANTÍA. EXIJA CHUBB



La máxima calificación otorgada a una Compañía de Seguros.
 Cupo automático en Aduana de \$ 300.000.000 por cliente.
 125 años de trayectoria.



[arte]

Entre sueños y sombras

El Ciclo de Arte UCEMA inauguró en octubre “Entre sueños y sombras”, fotos de Lucas Cheja. La muestra, como todo el ciclo, está auspiciada por Bodegas Escorihuela Gascón, y se puede visitar en Reconquista 775 hasta el 28 de noviembre.



Resulta que un día cualquiera uno abre la puerta de calle y aparece un estudiante de fotografía que quiere una opinión sobre sus fotos. Un día cualquiera, digo. Hasta ese mismo día uno sabía que la guerra y su horror podían ser observados de varias maneras: desde un escritorio sopesando intereses, desde un comando desplegando estrategias o desde el mismo campo de batalla.

Uno también sabía, hasta ese día claro está, que cada una de esas miradas acarrearía un riesgo diferente: en el primer caso el protagonista podía perder poder o dinero, en el segundo su grado, y en el tercero las piernas. Robert Capa y Eugene Smith también sabían esto y ofrendaron su trabajo como fotógrafos, y hasta sus propias vidas, para contar en primera persona el espanto en los campos de batalla.

Lo que yo no sabía hasta que vi las fotografías de Lucas Cheja, es que había otra manera de mostrar ese horror. Una manera que lo proyecta a una dimensión más amplia y que es capaz de tender un puente directo entre lo inanimado y los miedos más profundos del hombre. Porque en este trabajo de Lucas Cheja, la guerra de juguete es solo una excusa para hablar de la violencia, de la soledad y del miedo en el mundo real. Los protagonistas de estas batallas arriesgan su sangre en un territorio de cartón, humo y plástico, privando, a primera vista, de todo tipo de humanidad a la narración. Aunque, contrariamente a lo esperado, de la mano de las fotografías de Lucas, estos protagonistas inertes se vuelven tremendamente humanos.

Aquí no hay balas reales pero nadie duda de que algunos de los personajes de estas historias morirán. Nadie duda tampoco, por sus gestos, que muchos de estos soldaditos de plástico desearían no estar allí y de que, en el fondo, es muy poco probable que alguno de ellos salga indemne. En fin, a pesar de que Lucas no esconde la esencia irreal de sus personajes, los protagonistas de estas historias son capaces de producir ternura y espanto en quienes observamos sus fotografías.

Al fin y al cabo, ¿qué es el arte sino la capacidad de crear mundos invisibles detrás de los mundos visibles? En esta extrapolación se encuentra la efectividad del ojo de Lucas. Una manera propia y única de mirar, que es capaz de entrelazar, de una manera casi natural, lo inerte con lo humano. Que es capaz de convertir un juego de niños en una historia agobiante. Y que, un día cualquiera, puede llamar a tu puerta y proponer imágenes como estas: inocentes, libres, misteriosas, soñadas, urgentes. Claro, tal como sucede con la guerra, el riesgo que conlleva observarlas va por cuenta de cada uno.

Marcos Zimmermann,
fotógrafo.



II Olimpíadas Contables

La Carrera de Contador Público de la Universidad del CEMA organizó las II Olimpíadas Contables, en las que participaron más de 1300 estudiantes de los últimos años del secundario pertenecientes a 80 colegios de Buenos Aires y del interior del país.

El objetivo de la competencia fue motivar el aprendizaje y el interés de los jóvenes en el área contable, fomentando el acercamiento del sector de enseñanza secundaria y la universidad.

El primer puesto fue para María Macarena Basit Paz del Instituto Santa Cruz; el segundo puesto fue para Melani Lagarde del Instituto Nuestra Señora del Carmen, y el tercer puesto para Gonzalo Abilliera Picalio del Colegio Euskal Echea. Todos ellos recibieron becas para la carrera de Contador Público en UCEMA.

La primera instancia de preselección se realizó en los colegios, y la segunda instancia y la final se llevaron a cabo en la Universidad del CEMA. Participaron de la segunda instancia 260 jóvenes que compitieron en la resolución de casos prácticos y el análisis de situaciones relacionadas con el mundo de la contabilidad y los negocios. Después de la primera corrección a cargo de profesores de

la UCEMA, se disputó la final de la competencia entre 51 jóvenes.

Los ganadores de los primeros diez puestos recibieron como premio una computadora Compaq Presario con monitor LCD, y los ganadores del decimoprimer al vigésimo puesto, un IPOD Nano.

Los colegios también fueron premiados con libros y con programas ejecutivos de la UCEMA para el docente que impulsó la participación de los chicos. Los tres colegios ganadores fueron: Escuela Técnica ORT, en primer lugar; el Instituto San Francisco de Sales, en segundo lugar; y el Instituto Santa Cruz, en tercer lugar. También se realizaron sorteos entre todos los participantes y docentes que acompañaron el evento.

Las II Olimpíadas Contables contaron con el auspicio de Deloitte, Mc Graw Hill, Cengage Learning, Hewlett Packard, Novadata, Adecco, Puma y Junior Achievement.



María Macarena Basit Paz (Instituto Santa Cruz) primer premio. Entrega Valeria Silvestroni (Deloitte) y Alejandra Bozic (Presidente del jurado).



COLEGIOS GANADORES

PUESTO	ESTABLECIMIENTO
1	Escuelas Técnicas O.R.T.
2	San Francisco de Sales
3	Instituto Santa Cruz

PREMIADOS

PUESTO	NOMBRE Y APELLIDO	COLEGIO
1	María Macarena Basit Paz	Instituto Santa Cruz
2	Melani Lagarde	Nuestra Señora del Cármen
3	Gonzalo Abilliera Picalio	Euskal Echea
4	Valeria Murias	Instituto Don Orione
5	Antonio Gabriel	San Francisco de Sales
6	Danilo Tomás Ponieinan	Escuelas Técnicas O.R.T.
7	Ayelén Romina Dopiralski	Instituto Santa Inés
8	Natalia Balaban	Escuelas Técnicas O.R.T.
9	Federico Weistberg	Escuelas Técnicas O.R.T.
10	Luciano Sabena	Santa Teresita del Niño Jesús
11	Ana Laura Muller	E.T.A.M.
12	Cristian Sambaglione	Colegio Guadalupe
13	María Sol Daki	Instituto Monseñor Dillon
14	Weber Florencia	Santa Teresita del Niño Jesús
15	Santaguida Julián	San Francisco de Sales
16	Laura Bonoldi	Instituto Leonardo Murialdo
17	Macarena Calderón	San José Hnos. Maristas
18	Anabel López	Colegio Guadalupe
19	Roberto Fassio	San Francisco de Sales
20	Yanello César Andrés	Instituto Parroquial San Alfonso



Jurado: Alejandra Bozic, Carlos Antreassian, Patricia Zeisel y Raúl Duarte, profesores de la Carrera de Contador Público UCEMA.



En pleno desarrollo de las Olimpiadas.



I° Congreso Argentino sobre Mercado de Capitales:

aspectos jurídicos y contables

Organizado por el Departamento de Finanzas, se llevó a cabo en el auditorio UCEMA el Primer Congreso Argentino de Mercado de Capitales. Participaron más de 220 abogados y contadores de todo el país.

El evento fue muy fructífero, además del interés académico de las presentaciones de los 56 trabajos de ponencias con diversos temas de actualidad plasmadas en el libro del congreso las cuales sin duda dieron esencia a las jornadas; despertó un profundo interés los posteriores debates a que se diera lugar, junto con los paneles en donde se tuvo la oportunidad de compartir puntos de vista y experiencias con las autoridades más reconocidas en la materia.

Fue muy grato como espacio de encuentro - más que interesante y una vez hecho el cierre académico- el cocktail ofrecido en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, en donde hubo intercambio ideas y experiencias.

Al finalizar el evento, se entregaron placas recordatorias por sus trabajos de ponencia a: Rodolfo Apreada, Martín Paolantonio, Tomás Araya, José A. Martínez de Hoz(n), Jorge H. Martínez, Sebastián Luegmayer, a la trayectoria Julio C. Otaegui, la Comisión Nacional de Valores; Fundación Bolsa de Comercio de Buenos Aires, y a las editoriales jurídicas La Ley y Osmar Buyatti por el apoyo recibido.

El evento se realizó con el auspicio de: Comisión Nacional de Valores, Fundación Bolsa de Comercio de Buenos Aires, Bolsa de Comercio de Buenos Aires, Mercado Abierto Electrónico, Mercado de Valores de Buenos Aires, Consejo Profesional de Ciencias Económicas de la Ciudad de Buenos Aires, Asociación de Bancos de la Argentina, ABAPPRA, Asociación de Banca Especializada, Instituto Argentino de Mercado de Capitales, CAFIDAP, Academia de Mercado de Capitales Argentina, Provincia Bursátil S.A., Editorial La Ley, Librería Editorial Osmar Buyatti, Latin Counsel, Inversor Global, ArtículoUno.com, Societario.com, Cabanellas, Etchebarne, Kelly & Dell Oro Maini, Estudio Caselli, Fortunati & Asociados, Hop, Duggan & Silva Abogados, Marval, O´Farrel & Mairal, Estudio Casas Ocampo, Aguirre Gomez Corta, Caballero, Molina Sandoval Abogados, Estudio Barrionuevo Schwartz Abogados, Tiphaine, Cano, Cevasco & Camerini Abogados y Bodega El Rosal.

» Nueva publicación de Mariana Conte Grand



Conte Grand Mariana y Vanesa D'Elia, "La política ambiental en América Latina y el Caribe: ¿de qué depende?", Problemas del Desarrollo, volumen 154, julio-septiembre 2008. Es una revista con referato, editada por la Universidad Nacional Autónoma de México. El trabajo intenta evaluar los determinantes para que países de la región adopten políticas ambientales activas. Se toma como referencia

dos indicadores de política ambiental internacional: el número de tratados internacionales ratificados referidos al medioambiente, y el cumplimiento con los programas sugeridos por la Agenda 21. Los únicos factores importantes para evaluar si los países de la región van a tener políticas más activas a favor de la conservación del medio ambiente, parecen ser el grado de desarrollo humano (que mide el desarrollo en tres dimensiones: educación, esperanza de vida e ingresos) y la presión demográfica. Los sistemas políticos y el status ambiental de los países no parecen influir en políticas ambientales más activas. Los resultados son robustos a distintas especificaciones.

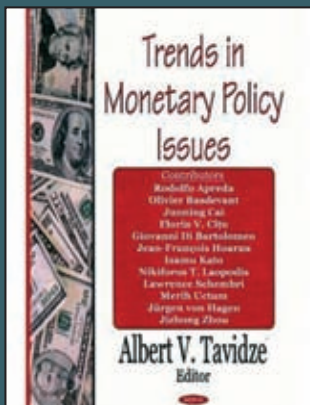
» EL MBA ofrecerá materias electivas en inglés

La Universidad del CEMA anuncia que su Maestría en Dirección de Empresas (MBA) comenzará a dictar en 2009 materias electivas en idioma inglés. Los cursos que se ofrecerán en ese idioma son "Comunicación Empresarial", "Estrategia Competitiva y Regulación de Mercados" y "Decisiones de Negocios".

"La decisión de ofrecer estas materias responde al objetivo de fortalecer y consolidar el inglés de negocios de nuestros alumnos, herramienta fundamental para su desarrollo profesional. Por otra parte, buscamos también facilitar la participación de los alumnos extranjeros que vienen a cursar nuestro MBA, que cada vez son más" dijo María Alegre, Directora del MBA de la UCEMA.

El programa completo del MBA incluye once materias obligatorias, dos a cinco materias electivas, un seminario de tesis electivo, y actividades complementarias. Los contenidos electivos están diseñados para que el participante pueda profundizar en un área puntual de necesidad o interés, con contenidos conceptuales, técnicos o de desarrollo de habilidades.

» Nuevo libro de Rodolfo Apreda



La Editorial Nova Science Inc. New York, acaba de publicar el libro "Trends in Monetary Policy Issues", editado por el Profesor Albert Tavidze, que incluye 9 trabajos de investigadores de diferentes universidades del mundo. Entre ellos, fué seleccionado el paper del Dr. Rodolfo Apreda (Universidad del CEMA), "Arbitrage in Foreign Exchange Markets Within the Context of a Transactional Algebra" (pp. 121-

143). También fueron elegidos trabajos de los profesores Giovanni Di Bartolomeo, University of Rome, La Sapienza; y Oliver Basdevant, The World Bank.

Para 2009, la misma editorial norteamericana anuncia la publicación del libro "Codes of Good Governance Around the World", editado por el Profesor Félix López Iturriaga, Universidad de Valladolid.

Alrededor de cincuenta expertos en gobernanza de diferentes países fueron invitados a contribuir con un paper que diera cuenta del estado del tema en sus respectivos países. El Dr. Apreda fué el elegido para Argentina y su trabajo se ocupa de la evolución del Corporate Governance y las buenas prácticas del Gobierno Corporativo hasta el año 2008.

» Análisis costo/beneficio de organizaciones públicas

Proyecto de Marcos Gallacher financiado por el Banco Mundial

Marcos Gallacher (Profesor de Organización Empresarial - UCEMA) coordina un proyecto de análisis Costo/Beneficio de organizaciones públicas. El objetivo es estimar retornos económicos a la inversión destinada a mejorar la sanidad ganadera y la seguridad alimentaria en países de América Latina. Entre los países a analizar se encuentran Argentina, Uruguay, Brasil, Chile, Bolivia y Paraguay. El programa forma parte de las actividades de la OIE (Organización Mundial para la Sanidad Animal).

Un gran desafío profesional: la inserción laboral exitosa

por **Ariela Vinitzky**, Directora del Departamento de Desarrollo Profesional, UCEMA.

Todo cambio en la vida de las personas como en la de las organizaciones conlleva oportunidades latentes que están a disposición de quienes sepan captarlas.

En el campo laboral el logro de una buena inserción en el ámbito adecuado y en el momento oportuno habilita un salto cualitativo para la futura proyección profesional. Resulta fundamental que desde el inicio del proceso, en la etapa de la selección, se alcance un posicionamiento de alta capacidad competitiva para afrontar el desafío.

Lo que antecede plantea la necesidad de planificar cuidadosamente los que se han de constituir en predictores decisivos para la toma de decisión acerca del profesional que va a ser seleccionado.

En dicha inteligencia amerita programar cada una de las etapas conducentes a dar validez y fiabilidad a los antecedentes curriculares a ofrecer, al enfoque actitudinal en la presentación personal, al desempeño en las entrevistas en las que se ha de participar (de conocimiento personal, test psicotécnicos, y pruebas profesionales), y la capacidad de incidir con las mayores fortalezas que se detente.

En función de lo que antecede resulta pertinente tomar en debida consideración un check list con algunos consejos a partir de la valoración que se le suele asignar en las empresas/consultoras de RRHH, y asimismo, de los resultados exitosos de los que da cuenta la experiencia acumulada en estos procesos con los profesionales que han transitado por esta Dirección de Desarrollo Profesional.

En el campo laboral el logro de una buena inserción en el ámbito adecuado y en el momento oportuno habilita un salto cualitativo para la futura proyección profesional.

EN LO REFERENTE A LA PRESENTACIÓN DE LOS ASPECTOS CURRICULARES:

- Ser cuidadoso en la redacción de la carta de presentación y en la fundamentación de las motivaciones que generaron la postulación para la búsqueda.
- Mantener un ordenamiento lógico y secuencial de los aspectos contenidos en el currículum vitae y verificar las cuestiones formales del mismo.
- No dar por obvio que ciertas siglas o denominaciones de proyectos en los que se ha estado trabajando -y que para el postulante son familiares- lo sean también para el lector.
- No olvidar ubicar temporalmente al lector, poniendo las fechas en que se ha estado trabajando en determinadas empresas y/o proyectos, y asimismo, cuándo se ha obtenido el diploma de alguna carrera o si está cursando actualmente.
- No omitir revisar posibles errores de tipeo, puntuación y/o de ortografía, utilizando para este último aspecto algún corrector ortográfico.
- Tener presente que el currículum vitae es el primer paso que propiciará un acercamiento entre las partes y podrá generar interés o no en el lector para establecer el primer contacto y llevar a cabo la entrevista.
- Releer y pulir los antecedentes académicos y profesionales hasta que quede como un espejo que refleje al postulante sin necesidad de hablar ni agregar nada a lo que se necesita para una primera "presentación".
- Ser preciso con la descripción que se realiza de las tareas y responsabilidades a cargo.
- No dar por sentado que determinado cargo y/o actividad implica que se tenga gente a cargo.
- No asignarle mayor importancia ni brindarle más espacio a los datos personales y de contacto que a los relativos a la formación y experiencia.



CON RELACION AL ENFOQUE ACTITUDINAL EN LA PRESENTACIÓN PERSONAL:

- Llegar unos minutos antes de la hora pactada.
- Presentarse vestido de manera formal y con aspecto prolijo.
- Saludar estrechando la mano con firmeza.
- Sentarse de manera adecuada apoyándose sobre el respaldo de la silla.
- Mirar al entrevistador a los ojos.
- Saber escuchar.
- Responder a lo que se esté preguntando de forma concreta y resumida.
- Ser sincero.
- No expresarse apelando al tuteo.

RESPECTO A LAS ENTREVISTAS EN LAS QUE SE HA DE PARTICIPAR:

- Hacer una búsqueda previa en internet para ubicarse en relación al sector al que pertenece la empresa y a las características generales de la misma.
- Identificar datos actuales y relevantes respecto de la empresa y su contexto.
- Demostrar interés en la búsqueda exteriorizándolo con preguntas oportunas y pertinentes.
- Manifestarse con seguridad.
- No incurrir en expresiones que no se ajusten estrictamente a la realidad en ninguna de las instancias del proceso.

EN CUANTO A LAS MAYORES FORTALEZAS QUE SE DETENTE:

- Dar muestra de las mismas en cuestiones relativas a la formación.
- Idem respecto de las capacidades, habilidades y destrezas que se tenga desarrolladas.
- Idem en relación a una demostración de los puntos que anteceden mediante experiencias comprobables por las que se haya transitado.

Eugenia Napolitano

Nueva Directora del Departamento de Desarrollo Profesional



El Departamento de Desarrollo Profesional cambia de directora a partir de 2009. Ariela Vinitzky se despide de la Universidad luego de una exitosa gestión de cuatro años y medio, y asume Eugenia Napolitano como Directora del Departamento de Desarrollo Profesional.

Eugenia Napolitano es Licenciada en Dirección de Empresas de la Universidad del CEMA y realizó el Posgrado en Marketing de la Universidad de San Andrés. Su experiencia laboral la desarrolló en empresas como IBOPE Argentina, Stora Enso Argentina y Lloyds Bank.

Además de ser graduada de UCEMA, Eugenia dictó clases como ayudante en las cátedras de Elementos de Administración de Empresas y Finanzas de Empresas.

El Departamento de Desarrollo Profesional ofrece a los graduados asesoramiento para la búsqueda laboral, difunde búsquedas laborales y pasantías entre los graduados, organiza presentaciones de empresas, publica el Libro de los CVs, y organiza el Día de la Empresa. Además tiene bajo su cargo el Programa de Intercambio de la Universidad.

Experiencias de intercambio

Pasantía en Frankfurt

por **Eric Arias**, Alumno de 4º de la Licenciatura en Ciencias Políticas. Realizó su pasantía en el 2º semestre de 2007.

Tuve la gran oportunidad de realizar una pasantía en la Oficina de Proyectos del Mercosur. La misma es el front-office de la Alianza de Cámaras Alemanas en Argentina, Brasil, Paraguay y Uruguay. Alemania, geográficamente similar a la Provincia de Buenos Aires, pero con más de 82 millones de habitantes, es el motor económico europeo siendo el segundo mayor exportador e importador mundial. En cuanto a Frankfurt am Main, es literalmente el foco financiero. Bancos y consultoras construyen un paisaje que combina cultura, historia y tecnología; homenajes a Goethe, la firma del tratado que dio nacimiento al II Reich luego de la guerra franco-prusiana, y el edificio del Commerzbank son algunos ejemplos. De hecho, la oficina está ubicada en la histórica Bolsa de comercio, un ambiente laboral extraordinario.

En cuanto a lo laboral, fue una experiencia más enriquecedora de lo esperado. No solo era el único argentino, sino también el único hispanoparlante, lo que me permitió estar a cargo de los proyectos hispano-mercotur. Por otro lado, como sabemos, el país lusitano es un proyecto en marcha en la economía mundial (la tesis del BRIC) y no hay duda de su atractivo futuro. En pocas palabras, el contexto convergió a que me involucre con tareas relacionadas con Brasil, algo que no tenía en mente. A esto, le agrego la gran experiencia que fue compartir el "lunes a viernes" con un carioca y un paulista que había conocido en la Cámara Alemana de San Pablo; estudiantes en la misma posición que yo, de quienes aprendí mucho, así como también de nuestros superiores. Fue algo realmente interesante formar parte de proyectos como Ecogerma 2009 (feria de medio ambiente y sustentabilidad), Medizintechnik (ronda de negocios que nos visitará en noviembre), y también fue genial haber tenido la posibilidad de asistir a eventos como el Encuentro económico Brasil-Alemania, o el Workshop "Germany-Argentina: alliances between companies of the automobile industry", en el marco de la feria Automechanika, con la presencia del Embajador Guillermo Nielsen, Marcelo Elizondo (ExportAr) y Fernando Fraguá (Secretaría de Industria).

Si lo laboral superó mis expectativas, aún más lo hizo la experiencia personal. Tuve la suerte de quedarme en una wg (wohngemeinschaft), que son los departamentos compartidos, donde mis "mitwohners", cinco alemanes de aproximadamente mi edad, algunos estudiantes, otros profesionales, se encargaron de romper todo estereotipo que tenía de los germanos.

Si debo destacar algo que fue una suerte de "choque cultural", y es el extremo respeto con que se manejan sobre todo en el ámbito empresarial. Siempre se refieren como "Herr Doctor" o "Frau



Professor". Sin embargo, esto de ninguna manera impide que se caractericen por una mente liberal y emprendedora, aunque sí planificadora a largo plazo. Un ejemplo son las empresas que hoy, saben que participarán en un predio ferial en mayo del 2010. Opino que este respeto también se traslada a la política, ya que muchos hablan de Alemania como un "Estado de coalición". Con dos partidos fuertes, CDU y SPD, desde los 90's están en necesidad de trabajar con otros dos partidos pequeños, aun así, muy influyentes que son el liberal (FDP) y los verdes (Grüne). Este último es el mejor ejemplo de la extrema conciencia hacia el medioambiente que tienen.

Una ventaja más de estar en Frankfurt es su posición neurálgica en Europa. Sin duda el transporte es algo admirable, desde uno de los más grandes aeropuertos, pasando por los trenes de alta velocidad (ICE) hasta los trenes urbanos (U-Bahn y S-Bahn). Inclusive en automóvil, aprovechando las autobahn (autopistas sin límites de velocidad), se puede llegar a París, Praga o Ámsterdam en 5 horas o menos. También podemos hablar de cultura de viaje, ya que muchas carreras universitarias poseen como requisito la realización de un semestre o una práctica laboral en el exterior para presentar la tesis.

No creo trivial decir que ha sido un punto de inflexión en mi vida, algo que jamás olvidaré.

Estudiar en México

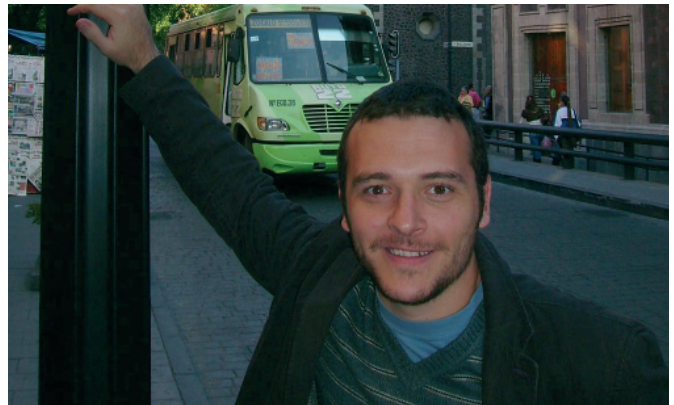
por **Juan Esteban Díaz Belich**, Alumno de 4º de Ingeniería en Informática. Realizó su programa de intercambio el 2º semestre de 2007.

ITAM es sinónimo de excelencia académica. Brinda al alumno todas las herramientas necesarias para insertarse de manera competitiva en un ambiente complejo, cambiante como lo es el panorama internacional en la actualidad.

Los profesores fomentan en los alumnos el pensamiento crítico y llevan a cabo continuas investigaciones en los terrenos de las materias que dictan que son presentados a los alumnos como una fuente actualizada de información.

El ritmo del ITAM hace que uno viva realmente todo el día pensando en la universidad. Se siente en la atmósfera "itamita" un espíritu de superación constante, y de ganas de emprender en la mayoría de sus alumnos. El mundo ITAM es la combinación ideal entre exigencia y enseñanza. Se exige mucho pero también se brinda mucho, por lo que no se sufre para nada el aprender sino todo lo contrario, se disfruta.

La experiencia fue más que satisfactoria. Me llevo amigos, una red de contactos y la experiencia de haber estado en una de las universidades consideradas entre las primeras de Latinoamérica. Te abre la cabeza y te sirve para darte cuenta que vivimos en una aldea global. Te enriquece como persona y te ayuda como futuro profesional a adquirir una concepción diferente del mundo.



Estudiar en México II

por **Rebeca González Estéves** - Alumna de 4º de la Licenciatura en Ciencias Políticas. Realizó su programa de intercambio el 2º semestre de 2007.

Mi experiencia académica en el exterior resultó muy interesante ya que me permitió medir mis conocimientos según los parámetros de una universidad totalmente diferente a la que estoy acostumbrada. El Tec de Monterrey tiene fama de ser una de las mejores universidades de Latinoamérica y por eso tenía dudas acerca de si mis conocimientos estarían a la altura de las circunstancias, pero durante mis meses allá me di cuenta de la excelente formación que estoy recibiendo en la UCEMA. En ningún momento tuve problemas con las materias cursadas en México.

En el Tec de Monterrey tienen un sistema de enseñanza basado principalmente en trabajos prácticos semanales, muchas actividades en equipo e investigaciones de campo, algo a lo que no estaba acostumbrada y que realmente me gustó mucho no solo porque me permitió conocer más del país en el que estaba viviendo y su sociedad, sino también porque facilita la interacción social entre los alumnos. El campus de Monterrey es realmente grande e imponente y es importante para la universidad que sus estudiantes aprovechen esas instalaciones.



A líneas generales estoy más que satisfecha con mi experiencia en el plano académico, y tranquila de haber comprobado que, gracias a la educación recibida en la facultad, cuento con las herramientas necesarias para adaptarme no solo a un sistema educativo nuevo, sino también a la necesidad de analizar un entorno social y cultural sumamente diferente al que estoy acostumbrada a ver en la Argentina.

[entrevista]

Entrevista a Sergio Pernice

La crisis financiera

El especialista en Finanzas explica al detalle las causas de la reciente crisis, y aporta una mirada novedosa sobre sus causas.

Sergio Pernice es uno de los directores del MBA de la Universidad del CEMA, profesor titular de Organización Empresarial en el MBA, y de Ingeniería Financiera en la Maestría en Finanzas. Es PhD en Física de la Universidad de Pittsburgh, y MBA de la Simon School de la Universidad de Rochester. Está asesorando a la Superintendencia de Valores y Seguros de Chile, en un proyecto financiado por el Banco Mundial para implementar una nueva regulación para la industria de seguros de dicho país. Su análisis de la crisis financiera refleja una peculiar combinación de todo esto.

¿Es esta la crisis financiera más grande desde los años 30?
Sin dudas.

Explicanos cómo empezó esta crisis. ¿Dónde está el origen de este descalabro?

Todo empezó con problemas de valuación de riesgos en el mercado inmobiliario. Durante muchos años prevaleció un contexto de alta liquidez, con tasas de interés bajas y decrecientes. Simultáneamente, los precios de las casas fueron subiendo. Cuando



es más fácil obtener préstamos a bajo interés, más gente puede adquirir propiedades, aumenta la demanda por casas y los precios suben. Si el precio de las casas aumenta, la gente que ya tiene casa tiene más capital que puede usar como colateral para pedir más préstamos, y se endeuda más. Por otro lado, si las casas aumentan de precio, los bancos pueden prestar más, ya que el valor del colateral de los préstamos que ya habían hecho aumenta y se les reduce el riesgo. Esto genera una espiral positiva en donde más préstamos implican casas más caras que a su vez implican más préstamos, etc.

Cuando uno saca un préstamo hipotecario con la casa como colateral, en el fondo no firma la "obligación" de pagar las cuotas sino que firma la "opción" de pagarlas. La opcionalidad es que si pagás retenés la casa y si no pagas la perdés, te la saca el banco. Frente a esa opción, si te prestan 80 para comprar una casa que cuesta 100 y esperás que dentro de un año va a valer 120, los incentivos a seguir pagando son mucho más grandes que si esperás que vaya a valer 100. Ni que hablar si esperás que va a valer 70, donde en principio te convendría llamar al banquero y dejarle las llaves.

Las tasas de *default* en hipotecas bajaron sistemáticamente durante los años de crecimiento de precios, llegando en 2007 a ratios extraordinariamente bajos para estándares históricos. Esta caída de la tasa de *default*, más el hecho de que desde los años '30 los precios de los inmuebles muy raramente bajaron en EEUU, llevó a subestimar los riesgos de las hipotecas. Consecuentemente se le empezó a prestar a gente que normalmente no calificaba para hipotecas -los conocidos como sub-prime-.

¿Qué otros factores contribuyeron? Porque hubo una burbuja de precios, pero también influyó el uso de algunos instrumentos financieros. ¿O no?

Claro, por ejemplo, una proporción mucho mayor de hipotecas se fideicomizaba: se juntaban hipotecas en paquetes que se dividían en tramos de distinto riesgo y se vendían partes de cada tramo. Esta es una práctica habitual desde hace mucho tiempo, pero en el *boom* de hipotecas, las que se otorgaban para eventualmente fideicomizarlas tuvieron aproximadamente un 20% más de frecuencia de *default* que las que iban a los balances de quien las otorgaba.

¿Cómo se combinaron todos estos factores que mencionaste para gestar esta crisis de proporciones históricas?

El círculo virtuoso -o burbuja- de aumento de precios de casas y mayor acceso al crédito eventualmente se puede pinchar. Resulta ser que los precios de las casas, en contra de la historia, bajaron en todo EEUU, y entonces mucha gente dejó de pagar sus hipotecas. Justo cuando todos los modelos de riesgo basados en datos históricos daban riesgos mínimos por las hipotecas y por los productos estructurados basados en ellas, sobreviene lo peor. Algo así como la calma antes del huracán.

Hasta aquí describo un fenómeno que ha ocurrido muchas veces en la historia. ¿Por qué esta vez asumió esta escala inusitada?

Se combinaron dos cosas: por un lado problemas de regulación de los mercados financieros y por el otro la existencia de un mercado de capitales de escala planetaria y regulaciones y capacidad de respuesta de los gobiernos frente a la crisis a escala de países.

Tiene que ver con la combinación de dos cosas: por un lado problemas de regulación de los mercados financieros -regulación existente distorsiva y además escasa regulación para algunos derivados- y por el otro la existencia de un mercado de capitales de escala planetaria y regulaciones y capacidad de respuesta de los gobiernos frente a la crisis a escala de países.

¿Cuáles fueron los problemas regulatorios que permitieron que la crisis escalara de esta manera?

En primer lugar, la regulación ponía demasiado peso en el rol de las calificadoras de riesgo, que calificaron algunos tramos de los fideicomisos que resultaron problemáticos como súper seguros. En segundo lugar, en el 2004 la SEC permitió a los bancos de inversión un mayor apalancamiento, lo que les permitió hacer jugadas que implicaron riesgo sistémico. Finalmente, el mercado de derivados de crédito se mantuvo totalmente desregulado y esto también implicó una exposición sistémica a la caída de algunos jugadores clave.

Bueno, explicanos estos factores en mayor detalle. Volvamos a los fideicomisos.

Por primera vez surgió una demanda de fideicomisos basados en hipotecas sub-prime. Y una proporción muy grande de esos fideicomisos quedó en los balances de los bancos a pesar de que se inventaron para distribuir eficientemente los riesgos. Y los bancos, por su estructura de capital, no son las instituciones financieras ideales para absorber esos riesgos.

Las nuevas regulaciones financieras -Basilea II, Solvency II, etc.- no son indiferentes al tipo de inversiones que las instituciones deciden hacer, como tampoco a sus pasivos. La exigencia de capital propio depende del riesgo de sus inversiones: si quieren hacer inversiones más riesgosas, entonces tienen que poner a riesgo más de su propia plata. Esto en sí está bien, el problema es que en la grandísima mayoría de los países la medida de riesgo de las inversiones que los reguladores usan -y esto va a cambiar- son las calificaciones de riesgo otorgadas por las calificadoras. Esto es malo por varias razones. Una es que genera incentivos a invertir en las inversiones más riesgosas -de mayor retorno esperado- que mantengan un dado rango de calificación. Los tramos más seguros

El mercado no creía del todo las calificaciones, estimaba al fideicomiso como más riesgoso que el bono a pesar de que los dos estaban igualmente calificados.

de los fideicomisos basados en hipotecas sub-prime fueron esas inversiones.

¿Qué es lo que hacía que estos fideicomisos fueran inversiones tan atractivas?

El mercado no creía del todo las calificaciones, ya que el tramo AAA de un fideicomiso cotizaba por debajo de un bono corporativo AAA. Es decir, el mercado estimaba al fideicomiso como más riesgoso que el bono a pesar que los dos estaban igualmente calificados. Como esos tramos eran las inversiones AAA que más retorno generaban, se generó una enorme demanda global por estos papeles. Si vos eras una institución financiera AAA, de cualquier lugar del mundo, tenías incentivos a emitir deuda y con el dinero comprar estos tramos. El riesgo aparente de tu institución no cambiaba, el capital demandado por los reguladores no cambiaba, pero ganabas la diferencia de tasas entre lo que pagabas por tu deuda y lo que recibías por el fideicomiso. Esto explica por un lado la enorme demanda global que se generó por estos papeles. Con esa demanda, la presión para generar fideicomisos era tal que bajaban aún más los estándares de otorgamiento de hipotecas en la medida que se mantuviera la calificación. Por el otro lado también explica que estos fideicomisos terminaran en los balances de los bancos cuando no debieron haber terminado allí.

¿Pero qué hicieron mal concretamente las calificadoras?

Hay tres temas por lo menos en esto. En primer lugar, los datos históricos que usualmente se usan para estimar riesgos implicaban riesgos realmente bajos. Esto además tiene una complicación: como te dije, la práctica de fideicomización creció enormemente en el último tiempo, por lo que a la hora de poner parámetros a los modelos estás usando períodos históricos en los que la proporción de fideicomisos era mucho menor. Esto implica que si hubiera algún efecto de los fideicomisos en la caída de estándares a la hora de otorgar préstamos (como de hecho vimos que hubo), los datos históricos de épocas con menos fideicomisos no lo iban a capturar. En segundo lugar, francamente creo que algunos aspectos del componente sistémico del riesgo de *default* simplemente no se entendían -ni las calificadoras ni el resto del mercado- y recién ahora se están empezando a entender. Por ejemplo, ¿qué es, exactamente, la calificación de riesgo? La respuesta estándar es que es una estimación de la probabilidad de *default*, pero no distingue

entre la probabilidad de *default* en distintos posibles estados de la economía, es una especie de promedio.

Las calificaciones de riesgo no debieron ocupar el lugar que ocuparon, ni para los reguladores ni para el mercado. Una pieza fundamental del cuerpo de conocimiento de finanzas, el CAPM, dice que lo relevante para el *pricing* no son probabilidades incondicionales sino, precisamente, cómo covarían esas probabilidades con el estado de la economía. Hay varios *papers* nuevos, por ejemplo de Coval, Jurek y Stafford que muestran que cuando uno incluye información de las probabilidades condicionales en el *pricing* de muchos de los instrumentos que las calificadoras estimaban como AAA o AA, estos resultan mucho más riesgosos y debieron haber valido menos de lo que valían. Como dije antes, el mercado no los valuaba como AAA sino un poco menos, pero según estos *papers* debió haberlos valuado más bajo aún. El mercado no es otra cosa que gente queriendo hacer dinero, y el conocimiento de esa gente es limitado y va creciendo.

¿Cuál es la tercera razón que mencionaste?

Creo que una regulación que pone tanto peso sobre unos pocos jugadores, porque al final las calificadoras de renombre son pocas, está simplemente mal pensada. Históricamente el negocio de las calificadoras estaba muy bien diversificado, no había clientes ni productos que representaran una proporción muy grande de su negocio. En la última época había clientes que representaban una proporción muy grande del negocio de las calificadoras, y los fideicomisos de hipotecas representaban aproximadamente el 80% de sus ventas. En general, la credibilidad de una auditoría de mercado es inversamente proporcional a cuánto de ese ingreso depende del cliente o producto específico que está auditando. No estoy hablando de la posibilidad de compra de calificación, sino de algo mucho más sutil. En la medida que pasa el tiempo y el mercado va cambiando, algunos riesgos van apareciendo como más importantes que otros, se van descubriendo nuevas metodologías de análisis, etc. Frente a esos cambios tiene que haber un criterio para ir modificando las metodologías.

Imaginemos una discusión interna entre un modelador de riesgos que intuye que los fideicomisos son más riesgosos y propone una modificación de criterios que les bajaría la calificación, y otro modelador que observa los datos históricos y está convencido de que cada vez son más seguras dichas inversiones. Hasta ese momento, en la empresa, lo único concreto son las ganancias por calificar fideicomisos, porque el riesgo aún no se manifestó. Va a haber una disputa genuina acerca de cuál es la distribución de probabilidades subyacente a dicho riesgo. Pero sin datos no hay argumento lo suficientemente fuerte como para determinar racionalmente quién tiene razón. Se necesitarían muchas más "tiradas de dados" en condiciones similares como para determinar la probabilidad real de determinado riesgo.

El concepto de probabilidad fue inventado en otras ciencias para lidiar con situaciones de incertidumbre pero en las que un experi-

mento puede repetirse tantas veces como se quiera. En finanzas, economía, y otras ciencias sociales ello es imposible. Pero se tiene que tomar decisiones, entonces, ¿qué se hace? Frente a una realidad así, habrá un comité de expertos interno que tiene que decidir, y ¿a quién van a tender a darle la razón? La psicología cognitiva y *behavioural economics* sugieren que la decisión finalmente va a ser la de aceptar el criterio que les resulte más redituable. Y lo van a hacer absolutamente convencidos de que están actuando con honestidad. El sesgo es inconciente.

¿No vieron la subestimación de riesgo en la que estaban incurriendo?

Alguien con disciplina intelectual debería no creer en su propio sentimiento de haberla visto venir si no tomó decisiones concretas y verificables al respecto. Por ejemplo haciendo inversiones ganadoras en la crisis, o si estaba expuesto, tomando decisiones que lo protegieron para no perder. No es creíble alguien que simultáneamente perdió plata y dice que la vio venir, o que un sistema así no podía funcionar. Pero tampoco es un mentiroso. Simplemente está sujeto, como todos en mayor o menor grado, al sesgo retrospectivo. Lo cierto es que una regulación no puede poner un peso tan importante en tres o cuatro empresas como era el caso de las calificadoras de riesgo. De lo contrario, aún con las mejores intenciones de todos los involucrados, estas cosas pasan.

El segundo problema regulatorio que mencionaste tenía que ver con que se permitió demasiado apalancamiento en los bancos de inversión.

A partir de los cambios regulatorios de la SEC de los que te hablé, por ejemplo Lehman estaba apalancado más de 30 a 1 antes de la crisis, es decir que si sus inversiones perdían 3,3% de su valor el banco quebraba. Creo que se confió demasiado en la capacidad del mercado para auto-regularse. El mismo Alan Greenspan admitió esto el mes pasado ante el Congreso de EEUU.

¿Qué rol jugaron los derivados en esta crisis?

Los derivados más relevantes para entender la crisis son los Credit Default Swaps (CDS), que no están regulados. Si aceptás la lógica detrás de la regulación de la industria de seguros, es bastante difícil entender que los CDS, que son básicamente seguros contra *default* de algún bono, no deban estar regulados. En todo caso la coexistencia de los dos mercados (CDS y aseguradoras) parecería inconsistente. De hecho el mercado de CDS desregulado, naturalmente con mucho

menor costo operativo, creció a nivel global de básicamente cero a más de 60 trillones de dólares en diez años. Esa cifra representa más de dos veces el valor del mercado de acciones en EEUU en su pico. Resulta que este mercado implicó una exposición sistémica global a la quiebra de algunas instituciones claves como AIG o Lehman por ejemplo. Nuevamente, excesiva confianza en la autorregulación del mercado.

Fijate de todos modos que por lo que hablamos hubo una combinación de dos tipos de problemas regulatorios: mala regulación por un lado y falta de regulación o regulación muy laxa por el otro. Es como si necesitaras por un lado al regulador pero por el otro las chances de que regule bien en un sistema tan complejo son bajas. Y el problema es especialmente difícil por la magnitud de los mercados globalizados y la no existencia de un regulador global.



La globalización fue como el Big Bang:
el número de variables aleatorias
correlacionadas entre sí aumentó
dramáticamente.

UN ANÁLISIS DESDE LA FÍSICA

¿A que se debieron los movimientos tan bruscos? El gobierno de EEUU primero intentó intervenir y no funcionó, después intervino en coordinación con Europa y Japón y parecería que la cosa mejoró. ¿Qué está pasando?

Si esos movimientos son o no consistentes con eficiencia de los mercados es algo de lo que se va a debatir y escribir por muchos años: movimientos tan bruscos y generados por noticias tal vez no tan importantes o simples rumores. Yo no tengo la respuesta ni creo que nadie pueda dar una explicación convincente por ahora. Sin embargo no creo que las descripciones casuales del tipo “el mercado está nervioso” vayan terminar jugando un rol importante en el entendimiento de este fenómeno.

Debo decirte que esto me suena mucho a cosas que estudié en mi vida de físico. Lo que te voy a contar no es más que una analogía por ahora, si después demuestra “tener carne” lo veremos, por ahora es pura especulación.

En física existe la teoría cuántica de campos, que no es otra cosa que el estudio de distribuciones de probabilidades de un número infinito de variables aleatorias correlacionadas entre sí. Resulta ser que cuando el número de variables aleatorias se hace muy grande y están correlacionadas entre sí, aunque estén muy poco correlacionadas, las correspondientes distribuciones pueden comportarse de manera muy rara. Si se dan ciertas condiciones, puede ocurrir que una pequeña influencia que fije a algunas de esas variables en determinado valor hace que todas las otras variables eventualmente pasen a tener valores similares en un proceso cataclísmico. Cuando las variables son muchas, este efecto de volumen se hace imposible de resistir y no hay manera de moverlas a menos que puedas ejercer una fuerza igualmente masiva, a todas las variables -que por hipótesis son muchísimas- al mismo tiempo.

Habrás escuchado sobre la “máquina de Dios”, como llamaron al nuevo acelerador del CERN. El objetivo explícito número uno de ese experimento es encontrar la única partícula predicha que falta observar en la teoría estándar de partículas elementales. Esa partícula se llama “Higgs”. A través de un mecanismo como el que te estoy describiendo -que en la jerga se llama “ruptura espontánea de la simetría”- se supone que esa partícula le dio masa a todas las otras partículas del universo. Lo que sea que vos pesás, se lo

debés al Higgs. Enseguida después del Big Bang ninguna partícula tenía masa, pero cuando el universo se fue expandiendo -cuando aumentó el número de variables aleatorias- eventualmente se desató este fenómeno y desde ahí el universo quedó “clavado” en el vacío elegido por dicho proceso. En el CERN se quiere explorar ese fenómeno.

Bueno, ahora volvamos a las finanzas. El valor de cada empresa en el mercado depende de lo que hagan sus ejecutivos, sus clientes, sus proveedores, sus bancos, sus gobiernos. Es como una variable aleatoria correlacionada con muchas otras variables aleatorias.

La globalización fue como el Big Bang, el número de variables aleatorias correlacionadas entre sí aumentó dramáticamente y por ahí estamos en el número de variables y estructuras de correlación entre ellas en las que esos fenómenos raros son simples consecuencias lógicas de la distribución global de probabilidades.

Las correlaciones cambian con el tiempo y no siempre la economía global estará en el punto crítico en el que estos fenómenos se manifiestan. Pero cuando sí pasan, movimientos como los observados son de esperar y destrucciones masivas e irremediables de valor también son de esperar a menos que haya una fuerza económica de similar magnitud y escala que tire de manera efectiva en sentido contrario. Fijate que el primer gobierno en tratar de intervenir fue el de EEUU, y cuando lo hizo solo, la cosa no funcionaba. Solo empezó a funcionar cuando actuaron coordinadamente los gobiernos de EEUU, europeos, y el de Japón, que juntos representan una fuerza económica de magnitud comparable al mercado que trataban de domar. Igual ojo que la cosa no necesariamente terminó.

Si esto es así, ¿cuál es la salida a futuro?

Si esto es así hay un rol de estabilizador global que por un lado es necesario para mitigar este tipo de crisis y por el otro ningún gobierno, de manera aislada, puede cumplir. Veremos entonces la emergencia de instituciones globales, si la globalización del mercado se quiere preservar, porque de lo contrario la inestabilidad la hará políticamente insostenible. La tarea de ese estabilizador global será complejísima, porque como vimos, regular bien un sistema tan complejo es muy difícil, por lo que no hay certeza de que se vaya a lograr. Pero si lo que yo digo es cierto no creo que quede mucha otra opción.

Por otro lado, aunque tal vez desde la Argentina sea difícil verlo, creo que sí se va a querer preservar la globalización aunque los beneficios que trae son sub-apreciados por muchos. Durante los últimos 20 años, gracias a la economía globalizada ciertos países pobres como China e India sacaron más gente de la pobreza que en todo el resto de la historia junta. Por supuesto la tentación de algunos países que no se animen a los riesgos de esta gran aventura será la de “des-correlacionarse” del mundo. Y va a haber momentos en el camino, y tal vez este sea uno de ellos, en que dicha decisión va a parecer la correcta. A largo plazo, sin embargo, el efecto acumulativo de dichas decisiones determinará quién se equivocó.

Modigliani & Miller (1958): qué nos enseña y qué nos falta*



por **José Pablo Dapena**, Director de la Maestría en Finanzas, UCEMA.

Este año se cumplen 50 años del artículo que según el consenso en la literatura, dio inicio al estudio formal de la Teoría de las Finanzas Corporativas. En dicho artículo pionero de Franco Modigliani y Merton Miller, los autores establecen un conjunto de condiciones que soportan la hipótesis del *principio de irrelevancia en la estructura de capital*¹. Allí demuestran que bajo dichos supuestos el valor de la firma no es afectado por el instrumento de financiamiento escogido por la misma² y por ende el costo del capital total de la firma es independiente del instrumento de financiamiento escogido. Estos supuestos presumen la inexistencia de impuestos (tanto a nivel corporativo como personal³), de costos derivados de quiebras, de asimetrías de información y de problemas de agencia, entre otros. Dado que la realidad se encarga de mostrarnos que esos supuestos no son reales, ¿cuál es el verdadero aporte del trabajo, sobre todo teniendo en cuenta la preferencia de las empresas por uno u otro instrumento? El verdadero aporte consiste en que al relajar los supuestos se da inicio a la investigación formal de las finanzas corporativas, con la extensa, profunda y profusa literatura a la que ha dado origen. Sobre tres temas de análisis me gustaría concentrarme: las asimetrías informativas y los problemas de agencia, para finalizar con la gestión de riesgos.

La abundante literatura permite afirmar que el uso de contratos de deuda es popular como fuente de financiamiento externa a la firma, en contextos donde los participantes poseen diferente información respecto de la verdadera naturaleza de los riesgos y retornos de las oportunidades de inversión y crédito. Estos conjuntos de información pueden ser diferentes en lo relativo a la verdadera naturaleza de los proyectos de inversión de quienes solicitan financiamiento, que hace difícil en el sentido de Akerloff (1970) y Stiglitz y Weiss (1981) separar buenos proyectos de inversión de malos proyectos, repercutiendo en el costo de financiamiento y en la necesidad de costos de monitoreo (los cuales impactan en el valor de mercado del capital). Frente a dicha situación, Myers (1984) propone su teoría del *"pecking order"* en cuanto a la selección de instrumentos de financiamiento,

donde la reinversión de ganancias es la principal fuente de financiamiento para empresas en mercados de capitales imperfectos y con asimetrías informativas, siendo esta una fuente de financiamiento interna a la firma (lo que en la literatura se conoce como "mercado de capitales interno"); y en segundo lugar es escogido el contrato de deuda. Este resultado se produce porque ambos minimizan los costos de transacción y monitoreo e ineficiencias derivadas del contexto de asimetría de información, contribuyendo a incrementar el valor presente de la firma⁴. Bajo este enfoque, mercados de capitales donde existen asimetrías informativas respecto de la verdadera naturaleza de sus participantes propiciarán la utilización de reinversión de ganancias y utilización de deuda como fuente de financiamiento, produciendo restricciones al aprovechamiento pleno de las oportunidades de inversión, y por ende disminuyendo el crecimiento de la economía en su conjunto.

De similar manera, pueden existir problemas de agencia entre accionistas mayoritarios y accionistas minoritarios, o entre accionistas y el *management* de las firmas, en el sentido de Jensen y Meckling (1976), siendo estos problemas de principal agente objeto de intenso estudio en finanzas. Bajo este enfoque, un accionista minoritario puede pensar que un accionista mayoritario busca quedarse con parte de sus ganancias, o hacer negocios con la firma en beneficio propio y en perjuicio de los accionistas minoritarios. Si consideramos lo expuesto anteriormente con respecto a la asimetría de información, un financiamiento a través de acciones o *equity* requeriría que los accionistas minoritarios incurran en costos de monitoreo para evitar expropiaciones de valor por parte de los accionistas mayoritarios. En dicho sentido actúan también los problemas de principal agente entre el *management*, que puede utilizar el capital de la empresa en su propio beneficio, y los accionistas, que reciben los resultados de las acciones del *management*. En ambos casos expuestos de problemas de agencia, el contrato de deuda haría más eficiente la gestión, alineando los incentivos de las diferentes partes involucradas y contribuyendo a generar valor.

Finalmente, creo que el aporte más reciente a

* Ensayo con motivo de la Mesa Redonda organizada en la Universidad del CEMA el 3 de Junio de 2008 en celebración de los 50 años de la publicación del artículo de los autores.

1. Es un artículo de condiciones de demanda, ya que muestra los supuestos bajo los cuales las corporaciones utilizarían de manera indiferente uno u otro instrumento de financiamiento.

2. Por este aporte y por su contribución a la hipótesis de ciclo de vida en el esquema de ahorro de las economías familiares, Franco Modigliani recibió su premio Nobel en Economía en 1985.

3. Miller (1977) incorpora los impuestos personales en el análisis de los instrumentos de financiamiento modelando la oferta de ahorro, que se encuentra alcanzada por dichos impuestos.

4. El contrato de deuda evita incurrir en costos de monitoreo del verdadero valor de la firma en entornos de asimetría de información, donde el contrato actúa de manera eficiente y simple: cuando no se repagan los montos comprometidos, se gatillan acciones legales, por lo que no es necesario monitorear al deudor en todos los estados de la naturaleza, sino sólo en aquellos que reclama que no cuenta con los recursos suficientes para honrar sus obligaciones. Asimismo, la introducción de cláusulas de salvaguarda o covenants permite proteger de similar manera, evitando llegar a la situación de incumplimiento para gatillar los procesos de protección.

la Teoría de las Finanzas Corporativas⁵, y que nos ubica en el “*qué nos falta*” del título, o hacia dónde vamos, viene dado por la utilización de enfoques de opciones dentro del análisis corporativo de la firma, sea para:

- Evaluar oportunidades de inversión, como ha sido trabajado por Dixit y Pindyck (1994), Myers (1977) que es el primero en notar en su análisis que toda firma está compuesta por dos tipos de activos o capital, capital instalado y opciones de crecimiento, que se asemejan éstas últimas a opciones de compra (calls) sobre el valor de flujos de fondos futuros; Mc Donald y Siegel (1984, 1985 y 1986), Trigeorgis (1997), que desarrollan trabajos donde exponen similitudes entre las opciones financieras y las inversiones en activos reales (tales como opciones de crecimiento, opciones de espera y opciones de abandono, que se asemejan a derechos de compra los dos primero, y a un derecho de venta en el último caso).

- Enfocar la firma desde el *risk management* como propone Merton (1977 y 1992) que modela el riesgo de incobrabilidad de la deuda como el ejercicio de una opción de venta de los activos subyacentes que actúan como colateral de la deuda, desde los actuales accionistas hacia los acreedores, permitiendo realizar estudios de riesgo de crédito, *swaps* y *credit default protection* con metodologías de opciones financieras.

Es por este camino hacia donde creo que se dirigen los esfuerzos, evaluando la firma como un núcleo de gestión de riesgos de mercado. Para finalizar, creo interesante mencionar algunas con-

El verdadero aporte consiste en que al relajar los supuestos se da inicio a la investigación formal de las finanzas corporativas.

clusiones que Brealey y Myers (1996) mencionan que todavía ignoramos de las finanzas: ¿Cómo se toman realmente las decisiones financieras? ¿Qué determina el riesgo y el valor presente? ¿Qué tan importantes son las excepciones a las hipótesis de mercados eficientes? ¿Cuáles son los riesgos que la firma debe tomar? ¿Cuál es el valor de la liquidez? Y también ¿Qué determina el riesgo de un proyecto, su costo de financiamiento, el costo del capital y por ende el valor de una firma? ¿Cómo influye el desarrollo de los mercados de capitales en las finanzas corporativas?

REFERENCIAS

- Allen F. y Gale D. (1988), “Optimal Security Design”. *The Review of Financial Studies* 1 (3): 229-263.
- Bebczuk R. (2000), *Información Asimétrica en Mercados Financieros*, Cambridge University Press, Cambridge U.K.
- Bernanke B. y Gertle M. (1989), “Agency Costs, Net Worth and Business Fluctuations”. *American Economic Review* Vol 79:1, 14-31.
- Black F., y Scholes M. (1973), “The Pricing of Options and Corporate Liabilities”. *Journal of Political Economy* 81 (May-June): 637-659.
- Brealey R. y Myers S. (1996), *Principles of Corporate Finance*. McGraw-Hill.
- Cox J., Ross, S., y Rubinstein M. (1979), “Option pricing: A simplified approach”. *Journal of Financial Economics* 7, no. 3:229-263
- DeAngelo H. y Masulis R. (1980), “Optimal Capital Structure under Corporate and Personal Taxation”. *Journal of Financial Economics*, March 1980, 3-30
- Dixit A. y Pindyck R. S. (1994), *Investment under Uncertainty*, Princeton University Press, Princeton, N.J.
- Gale D. y Hellwig M. (1985), “Incentive Compatible Contracts: the one period problem”. *Review of Economic Studies* 11: 647-663.
- Ingersoll J. (1987), *Theory of Financial Decision Making*, Studies in Financial Economics. Rowman & Littlefield Publishers inc.
- Jensen M. y Meckling N. (1976), “Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure”. *Journal of Financial Economics* 3 (4): 305-360.
- Leland H. y Pyle D. (1977), “Informational Asymmetries, Financial Structure and Financial Intermediation”. *Journal of Finance* May 371-388.
- Laporta R., Lopez de Silanes F., Shleifer A. Y Vishny R. (1997), “Legal Determinants of External Finance”. *Journal of Finance* 52 (3): 1131-1150.
- Mc Donald R. y Siegel D. (1984), “Option Pricing When the Underlying Asset Earns a Below-Equilibrium Rate of Return: A Note”. *Journal of Finance* (March), 261-265
- Mc Donald R. y Siegel D. (1985), “Investment and the Valuation of Firms When there is an Option to Shut Dow”. *International Economic Review* 26 (June), 331-349
- Mc Donald R. y Siegel D. (1986), “The Value of Waiting to Invest”. *Quarterly Journal of Economics* (November) 101, 707-728
- Merton R. C. (1973), “Theory of Rational Option Pricing”. *Bell Journal of Economics and Management Science* 4, no. 1: 141-183.
- Merton R. C. (1977), “On the Pricing of Contingent Claims and the Modigliani-Miller Theorem”. *Journal of Financial Economics* 5: 241-250.
- Merton R. C. (1992), *Continuous Time Finance*. Blackwell Publishers
- Miller M. (1977), “Debt and Taxes”. *Journal of Finance* May 1977, 261-297.
- Modigliani F. y Miller M. (1958), “The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment”, *American Economic Review* 48: 261-297.
- Myers S. (1977), “Determinants of Corporate Borrowing”. *Journal of Financial Economics* 5 147-176.
- Myers S. (1984), “The Capital Structure Puzzle”. *Journal of Finance* 575-592.
- Myers S. (2001), “Capital Structure”. *Journal of Economic Perspectives* Spring Vol 15, Num 2 81-102.
- Myers S. y Majluf N. (1984), “Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have Information that Investors do not have”. *Journal of Financial Economics* June 187-221.
- Stiglitz J. y Weiss A. (1981), “Credit Rationing in Markets with Imperfect Information”, *American Economic Review* 71 (3): 393-410.
- Stiglitz J. (1969), “A Re-examination of the Modigliani Miller Theorem”. *American Economic Review* Dec, 784-793.
- Trigeorgis L. (1997), *Real Options: Managerial Flexibility and Strategy in Resource Allocation*. The MIT Press, Cambridge Massachusetts.

5. Donde no se puede hablar de una teoría formal, sino de enfoques de explicación condicionales, tal cual lo sugiere Myers (2001).

La civilización iberoamericana



por **Carlos Escudé**, Director del Centro de Estudios Internacionales y de Educación para la Globalización (CEIEG).

Una sofisticada coreografía se despliega con frecuencia en los momentos críticos de la diplomacia latinoamericana. Ésta resulta difícil de descifrar para gentes ajenas a la región y también para los espíritus más occidentalizados de la misma. Parte de esa dificultad estriba en la sutileza de nuestros códigos que, a diferencia de los europeos y norteamericanos, combinan la literalidad con la presencia abstracta de un subtexto histórico compartido.

Un ejemplo paradigmático es el de las palabras de Luiz Inacio Lula da Silva, cuando dijo el 9 de mayo que “Hugo Chávez es el mejor presidente que ha tenido Venezuela en los últimos cien años”. Muchos biempensantes se rasgaron las vestiduras, furiosos ante esta aparente concesión al populismo. En realidad, el de Lula fue un brillante recurso para desactivar la belicosidad del líder caribeño.

Esa declaración del presidente del Brasil fue un sucedáneo inmediato de la advertencia que había lanzado Chávez, cuando reiteró que no se quedaría “de brazos cruzados si el imperio y sus fichas” amenazaran la integridad territorial de Bolivia. Sin darle el gusto de una respuesta directa que le hubiera cedido la iniciativa, Lula recurrió al halago para sugerir que ambos países están en el mismo bando, y que el suyo no contribuiría al desmembramiento de Bolivia ni a la desestabilización de Evo Morales.

No fue la primera vez, en este año calendario, que el concierto latinoamericano obró con sutil eficacia para alejar el fantasma de una guerra. Por cierto, el extraño ballet que protagonizaron los mandatarios de la región desde la incursión colombiana en territorio ecuatoriano del 1º de marzo, ayuda a explicar el éxito más significativo de América latina cuando la comparamos con el resto del mundo.

Me refiero a la relativa infrecuencia de guerras entre nosotros, un fenómeno que ya documenté en esta página. Desde mucho antes de la unificación alemana de 1871 ha habido paz permanente entre Argentina, Brasil y Chile. Si pudiera decirse lo mismo de Alemania, Francia y Gran Bretaña, la humanidad se habría ahorrado más de noventa millones de vidas.

Más aún, ninguna ciudad latinoamericana ha sido bombardeada por otros países de la región, como lo han sido las europeas y asiáticas. Es como si entre nosotros tuviera vigencia un imperativo categórico que se cumple a rajatabla y que no tiene paralelos en otras regiones: “no bombardearás ciudades”. Incluso en el ámbito de la violencia interna resulta claro que – sin ánimo apologético – ni Pinochet ni Videla fueron equiparables a Hitler, Pol Pot o Milosevic.

Ninguna ciudad latinoamericana
ha sido bombardeada por otros
países de la región, como lo han
sido las europeas y asiáticas.

Es como si entre nosotros tuviera
vigencia un imperativo categórico
que se cumple a rajatabla:
"no bombardearás ciudades".

Puesto en este contexto, el incomprendido *pas de deux* protagonizado por Chávez y Lula pone al descubierto este rasgo virtuoso de la civilización latinoamericana. Obsérvese que Bolivia corre el peligro de sufrir la secesión de cuatro departamentos. Uno de ellos es Santa Cruz de la Sierra, que produce el 50 por ciento del PBI boliviano y posee el 10 por ciento de sus recursos de hidrocarburos. Otro es Tarija, con el 85 por ciento de las reservas de gas natural de ese país. El primero linda con Brasil y el segundo con Argentina. Si este escenario se presentara en Europa, Asia o África, las maniobras de los Estados circundantes probablemente estarían enderezadas a competir por estos bocados de cardenal. Pero no entre nosotros. Nuestra civilización rechaza esa rapiña a

[notas de análisis]

la vez que condena de plano la conquista.

Esta singularidad acompaña a otra que hace aún más inescrutable a la cultura latinoamericana. Firmamos más tratados que en ninguna otra región del mundo, a la vez que éstos se acatan con menor frecuencia que en otras partes. Y pocos esperan que se cumplan. Pero eso no significa que sean irrelevantes. Por el contrario, algunos de esos acuerdos no respetados son el trasfondo ritual de un concierto latinoamericano que una y otra vez evita la guerra a través de mecanismos *ad hoc*.

MERCOSUR, por caso, es un bloque comercial cuyos protocolos muchas veces no se cumplen. Cuenta un distinguido ex funcionario argentino que, en el contexto de unas conversaciones con Estados Unidos en que los países del bloque exigieron que éste fuera respetado, los norteamericanos preguntaron intrigados qué era exactamente lo que ellos debían respetar, siendo tantas las regulaciones incumplidas por los propios Estados miembros. El argentino sorprendió a los del Norte con esta sentencia: “el MERCOSUR es la paz”. Y frente al argumento de que hubo paz mucho antes del MERCOSUR, se impuso la reflexión de que aquella era una paz armada, plagada por peligrosas hipótesis de conflicto que ya son cosa del pasado.

En verdad, aunque el MERCOSUR no es lo que pretende ser, se ha convertido en más de lo que hubo de ser. Es un poderoso mito que funciona. Más que bloque comercial, es un lubricante que afianza la cooperación informal, vacunando contra la escalada de los conflictos. Se encuadra en un estilo diplomático sofisticado y sui géneris que no puede descifrarse a partir de la literalidad lineal de sus discursos y documentos. Leer el Tratado de Asunción que le hizo nacer es equivocar el camino. Por cierto, la diplomacia latinoamericana descansa sobre una cultura difícil de decodificar para el extranjero.

Es por rasgos como éste que, más que una subcultura de Occidente, Iberoamérica puede concebirse como una civilización por derecho propio. Pero como sabemos, no todas sus cualidades son dignas de encomio. Es la más pacífica de las grandes regiones del planeta, pero su concentración del ingreso es la mayor del orbe.

Éste es otro rasgo distintivo central, en su caso vicioso, de nuestra región. Las grandes desigualdades sociales parecen haberse convertido en parte de una conciencia pervertida que las toma con naturalidad. En tal sentido, está ausente en la región un segundo imperativo categórico, vigente de manera limitada e imperfecta tanto en

los países capitalistas desarrollados como en los Estados comunistas supérstites, que ordenaría: “no extremarás la explotación de tu propio pueblo”. Más lejos de este ideal que ninguna otra región, en la América latina profunda los pobres son parte de un color local que enriquece la peculiar estética lugareña sin herir la conciencia moral del buen burgués.

Esta combinación de rasgos constitutivos, viciosos y virtuosos, hacen de la nuestra una civilización tan diferenciada de las demás como pueden serlo la europea, la china, la india o la islámica. El hecho resulta poco visible, sin embargo, debido a su filiación europea. Obsérvese que, a diferencia de otras grandes regiones, los diversos nombres por los que se conoce a la nuestra develan su origen mestizo: América latina, Iberoamérica, Hispanoamérica, Lusoamérica. Los términos “latino”, “hispano”, “luso” e “ibero” refieren directamente a Europa. Incluso “América” (también usado por Estados Unidos, pero sin adjetivo identitario) tiene su origen en el nombre de un lúcido navegante italiano al servicio de las coronas de España y Portugal.

Esta filiación, por otra parte, condice con la condición de “madre patria” y “mãe pátria” que los manuales escolares latinoamericanos adjudican a sus antiguas metrópolis. A diferencia de la memoria de la Conquista, que produce gran escozor en sectores indigenistas, en la mayoría de nuestros países este romántico punto de referencia genera pocos resentimientos.

Sin jamás habérselo propuesto, los reinos ibéricos prohijaron una nueva civilización allende el Atlántico, de la que —Guerra Civil Española por testigo— no son parte. Aunque nuestras burguesías explotan a sus clases populares como en ninguna otra de las grandes regiones del mundo, no será desde aquí que se desencadene la guerra holocáustica que termine con la especie humana.

Con sus luces y sombras, nuestra novísima civilización es un actor relativamente benigno de la comunidad global. El bicentenario de su nacimiento se aproxima. Sin renunciar a la corrección de sus imperfecciones históricas, es hora de rendir tributo a su grandeza.

Estudios de caso sobre límites verticales de la empresa: 2001 - 2007



por **Marcos Gallacher**, profesor de Organización Empresarial, UCEMA.

En este trabajo analizamos un posible determinante de la eficiencia lograda: el diseño de los “límites verticales” de la organización. Entendemos por esto a la decisión de integrar verticalmente procesos dentro de la estructura jerárquica o, por el contrario, ceder estos mismos procesos para que sean llevados a cabo por agentes de mercado (terceros). La decisión analizada aquí puede ser resumida como “integrar versus tercerizar”.

El problema resulta de relevancia para muchas organizaciones, de hecho el éxito o fracaso de un emprendimiento frecuentemente gira alrededor de hasta dónde la empresa elige concentrarse en alguna etapa de la cadena de valor, o por el contrario, participar en varias de estas etapas. En nuestro país pocos estudios centran la atención en esta problemática. En relación a los problemas de “límites verticales” lo planteado hace más de medio siglo por Herbert Simon (Premio Nóbel 1979) todavía parece tener vigencia:

....a la literatura administrativa no le falta “teoría”, como no le faltan estudios descriptivos y empíricos. Lo que falta es un puente entre una y otros, de manera que la teoría proporcione una guía para trazar los experimentos y estudios “críticos”, en tanto que los estudios experimentales suministren una prueba severa y correctora de la teoría.¹

Este trabajo presenta un resumen de algunos estudios de caso sobre “límites verticales” realizados por alumnos del curso de Organización Empresarial del programa Maestría en Dirección de Empresas de UCEMA. Estos estudios difieren tanto en el tipo de problema analizado como en su profundidad. Los estudios, sin embargo, constituyen un buen “pantallazo” de los múltiples problemas relacionados a esta temática.

Enfoques parciales

El problema de internalizar o no procesos productivos es frecuentemente abordado en forma parcial. Por un lado, es frecuente oír frases del tipo “la empresa debe concentrarse en su *core business*, cediendo a terceros actividades que no pertenecen a este *core*.” Esta recomendación es

inútil: ¿qué factores determinan que cierto proceso sea parte del *core* de actividades de la firma, o, por el contrario, que no pertenezca a este conjunto? En definitiva, la recomendación dice sólo una obviedad: la empresa debe realizar aquello que puede realizar mejor que terceros. Lo que un esquema conceptual debe hacer es, precisamente, explicar cuáles son los determinantes o las variables que hacen que una actividad sea llevada a cabo en forma más eficiente por agentes de mercado, en contraposición con agentes (empleados) de la propia organización.

Otro enfoque incompleto (o tal vez ingenuo) es el que plantea que comprar un bien o servicio en el mercado implica incurrir en sólo costos variables, mientras que producir este mismo bien o servicio requiere tanto costos fijos como variables. De acuerdo a este enfoque, si se denota por Q la cantidad de bien o servicio, por p el precio de mercado de este, por CFT el Costo Fijo Total de producir este bien o servicio, y por CVM el Costo Variable Medio del mismo (que se supone constante), se puede encontrar un “punto de indiferencia” por debajo del cual conviene “comprar” y por encima del cual conviene “hacer”. Este punto de indiferencia es una cantidad Q tal que se iguala: $p Q = CFT + CVM Q$. Despejando obtenemos $Q^* = CFT/(p - CVM)$. Este enfoque puede ser útil en ciertas circunstancias, sin embargo desconoce la importancia que tiene, para la decisión de “comprar o hacer”, aspectos relacionados a la naturaleza de los mercados en la cual la empresa eventualmente “compra”. Múltiples casos que hemos analizado sugieren que las decisiones sobre límites verticales no pueden comprenderse en forma adecuada si no se consideran aspectos relativos a estos mercados, en particular el grado de competencia que existen en ellos así como los costos de transacción (de diverso tipo) en los cuales hay que incurrir para poder comprar o vender en los mismos.

Los estudios de caso

El cuadro adjunto presenta un listado de treinta “estudios de caso” realizados por alumnos en el curso de Organización Empresarial que dicto en

1. Simon, H.A.(1945[1988]): El Comportamiento Administrativo. Editorial Aguilar.

El éxito o fracaso de un emprendimiento frecuentemente gira alrededor de hasta dónde la empresa elige concentrarse.

la UCEMA (período 2001-2007). Por razones de espacio – y en algún caso de confidencialidad de información – prefiero no transcribir el listado completo de los autores. Estos trabajos son monografías de diverso grado de pulimento. Una mirada preliminar al listado de casos permite presentar algunos “hechos estilizados” (los números entre paréntesis se refieren al número de trabajo en el cuadro):

- Los problemas de “límites verticales” son ubicuos: empresas de muy diverso tipo toman decisiones sobre este tema. El listado además deja en claro la enorme complejidad (y especialización) de una economía moderna. Por ejemplo, la empresa Fresenius (13) decide la conveniencia de instalar sus propios centros de servicios de diálisis para pacientes con disfunciones renales (en lugar de vender sus productos a proveedores del servicio). Por otro lado, Nidera (23) y otras semilleras deciden ceder a terceros la importante tarea de cobro de regalías por el uso de material genético vegetal. ¿Qué motiva una decisión y la otra?
- Las decisiones que subyacen a los estudios presentados han conducido tanto a buenos como así también a malos resultados. La decisión de un grupo de productores ganaderos (16) de comprar un frigorífico y así “llegar en forma directa al consumidor” (eliminando un integrante de la cadena de valor) terminó en un fracaso. ¿Porqué? En cambio, la decisión de un productor forestal (25) de establecer un vínculo durable con un aserradero (“cuasi-integración”) tuvo un resultado favorable.
- Las “relaciones verticales” son frecuentemente complejas: por ejemplo, el “negocio de las marcas propias” (11) permite que una cadena de supermercados venda con su propia marca productos elaborados por un proveedor externo. Esta “cuasi-integración” posiblemente tiene ventajas para ambos: a algunos proveedores les puede permitir discriminar precios (por ejemplo, vendiendo producción con su propia marca a un precio más alto que la que se vende con la marca del supermercado), a otros proveedores en cambio les puede permitir vender su producto utilizando el capital reputacional de la cadena de supermercados. A su vez, al supermercado le puede permitir (por ejemplo) afirmar la presencia de marca en los consumidores.
- Las decisiones de límites verticales son especialmente importantes en momentos en que cambia la propiedad de una empresa. Cuando Bunge y Born vende la empresa Molinos Río de la Plata al grupo Pérez Companc (22) la gerencia entrante implementa una reorganización que tiene como

resultado (entre otros) la venta del negocio de molinero de trigo para producir harina. En efecto, MRDP establece un joint-venture con Cargill, lo que da lugar a una nueva empresa (Trigalia) que es la que le provee de aquí en más las harinas. MRDP posteriormente cede su tenencia accionaria en Trigalia a Cargill. Por lo tanto, MRDP cede al mercado “en dos etapas” (primero parcial y luego totalmente) su negocio de molinero de trigo.

- Las decisiones de límites verticales se vinculan con aspectos psicológicos (naturaleza humana): algunos integrantes de la empresa (por ejemplo vendedores) pueden preferir seguir siendo empleados de la misma, mientras que otros (personal de sistemas) no verían mal dejar de ser empleados y pasar a formar parte de una empresa contratista de la misma (7). Otro estudio (15) muestra que técnicos y *managers* pueden diferir en forma marcada en las percepciones que tienen de la “dificultad” de integrar ciertos procesos. Estas distintas “percepciones” pueden ser fruto tanto de diferente conocimiento como así también intereses creados en uno u otro curso de acción.
- Un proceso de aprendizaje “evolutivo” frecuentemente guía a las decisiones de límites: la empresa Seagram’s (2) inicialmente decide organizar su distribución mediante la integración vertical (IV), luego desintegra el proceso a un tercero, para finalmente implementar una alianza estratégica con una empresa láctea (La Serenísima). El mecanismo de “prueba y error” parece estar presente.

Conclusiones

Este trabajo centra atención en un determinante de eficiencia: usar el mercado o la jerarquía interna de la organización para producir un cierto bien o servicio. El problema es relevante en un amplio espectro de organizaciones: desde pequeñas empresas agropecuarias o de servicios, hasta grandes multinacionales. Pero además, este problema también se presenta cuando un agente del sector público debe decidir cómo abastecer de cierto bien o servicio a la comunidad. ¿Se hará a partir de fuerza de trabajo dependiente de una organi-

zación pública o, por el contrario, se diseñará un acuerdo contractual con una empresa privada para que lo lleve a cabo?

Los “estudios de caso” comentados aquí sugieren que son varios los factores que determinan la decisión de dónde colocar los límites verticales. Leyendo varios de estos trabajos tam-

bién se percibe que sólo resulta posible avanzar en nuestro conocimiento si se emplea un marco conceptual teórico para interpretar las múltiples (y a veces contradictorias) evidencias. Al respecto, el área de la “economía organizacional”, de vigoroso desarrollo durante las últimas décadas constituye una rica fuente a consultar.

Relaciones verticales en organizaciones: integración y desintegración. Estudios de caso 2001-2007 (IP= integración vertical)

CASO N°	TEMA	CASO N°	TEMA
1	Empresa de consumo masivo implementa servicio de cobranza a través de una alianza de “cuasi-integración” con un tercero.	16	Empresa ganadera: IV hacia etapa faena.
2	Seagram’s: diversas alternativas de distribución. Integración Vertical, Joint Venture y otras. Cambios producto de proceso de aprendizaje.	17	Determinantes de decisión de terciarizar liquidación de haberes.
3	Sistemas de abastecimiento cadena de supermercados: terciarización de flota, centro único de abastecimiento y otros cambios.	18	Integración y terciarización en industria cosmética - costos contractuales, de lobby e incentivos.
4	IV o terciarización de mantenimiento de equipos. Actividades generales y actividades “específicas”.	19	Gran empresa nacional de medios: creación de centro de Servicios Compartidos.
5	Abastecimiento de lubricantes a pequeños clientes: IV vs terciarización.	20	IV de transformación de equipos de aire acondicionado para venta en mercado interno. Oportunismo, ocultamiento de información.
6	IV “upstream”: Cervecera (Quilmes) adquiere Maltería Pampa.	21	Terciarización; servicios de recupero de créditos y activos en riesgo.
7	Preferencias de fuerza de ventas y de personal técnico por (a) trabajar como empleados o (b) trabajar como proveedores externos.	22	Desintegración vertical: producción de harinas en Molinos RDP.
8	Outsourcing de labores agrícolas.	23	Nidera: gestión de cobranza de regalías de semillas de trigo, soja y maíz.
9	Cambios en relaciones verticales en industria automotriz 1970-2000.	24	Monsanto Argentina: Cuasi IV con centros de distribución y ventas.
10	Terciarización impresión de etiquetas.	25	Relación vertical entre empresario forestal y aserradero.
11	El negocio de las “Marcas Propias” en supermercados.	26	Coca-Cola Argentina: eficiencia del sistema de “integración afiliada” en proceso de embotellado.
12	Terciarización Servicios Logística: contrato entre GM y Ryder.	27	Cuasi- IV entre cadenas de supermercados y productores hortícolas.
13	IV en el mercado de diálisis: Fresenius Medical Center.	28	Insourcing o outsourcing de operación logística de post-venta.
14	Techint: empresa Exiros de abastecimiento industrial.	29	IV o terciarización local o internacional de “preforma” (envases plásticos). Demoras, riesgo cambiario.
15	IV en industria cosmética y farmacéutica: percepciones de técnicos y managers, comportamiento decisorio en cadena de valor, costos de transacción.	30	Fundición: nueva tecnología para fabricación de moldes (“hoyos”). Alto costo máquina. Diversas alternativas: terciarización, cuasi IV, IV.



Debate a partir de una crisis*

Un brusco salto de la tasa de interés a la cual los bancos se prestan fondos entre sí – revelador de un súbito colapso de la confianza en este mercado – fue, en los primeros días de agosto de 2007, el primer síntoma visible de la crisis financiera que se ha dado en llamar “de las hipotecas subprime”. Tal nombre deriva del crecimiento explosivo que, a lo largo de varios años y mediante la utilización de instrumentos o “vehículos” de fraccionamiento de riesgos, experimentaron en los EE.UU. los préstamos hipotecarios otorgados con criterios más laxos o riesgosos que los admitidos por los criterios habituales.

Hubo –respecto de aquellas normas– más generosidad en las valuaciones de las casas (a ser adquiridas), mucha laxitud en la aceptación de las declaraciones de los ingresos de los potenciales deudores y, también, elevada flexibilidad para las “ratios” P/V (préstamo/valor del inmueble hipotecado) y C/I (cuota/ingresos del grupo familiar).

Los criterios vigentes hasta antes de este fenómeno no ignoran hechos como que el riesgo de mora de un “pool” o agregación de préstamos es menor que la suma del riesgo de cada uno de ellos considerado individualmente. Pero como dicho riesgo no desaparece por completo, se utilizaban criterios muy estrictos para valuar los inmuebles, duras exigencias en la comprobación de los ingresos de los deudores y valores máximos para las “ratios” P/V y C/I mencionadas.

Es un hecho viejo y conocido, sin embargo, que la búsqueda de ganancias lleva a los sujetos de las normas a buscar medios o caminos para sortearlas o eludirlas con mayor o menor elegancia. En esta oportunidad el instrumento empleado para eludir las restricciones normativas fue el fideicomiso financiero, o sea, el contrato mediante el cual un “pool” de activos financieros (en este caso préstamos hipotecarios) se fideicomiten en respaldo y a favor del cumplimiento de un conjunto de obligaciones, estructuradas a su vez en grupos con distinto orden de prelación y retribución acorde a su riesgo. Obviamente las obligaciones con mayor privilegio de cobro (“seniors”) ofre-

cerán un interés menor que aquellas (“juniors”) cuyo pago está subordinado a las primeras.

Encontrado el vehículo, los bancos buscaron clientes que no calificaban para los criterios normales (de allí lo de “subprime” o, con algo más de gracia e ironía, “NINJAS” por aquello de “no incomes, no jobs or assets”) y les prestaron dinero. Las tasas de interés iniciales fueron fijas y relativamente bajas (hecho favorecido por la laxa política monetaria de la Fed entre 2002 y 2004 con tasas cercanas al 1% anual), pero en muchos casos tras los primeros dos años las tasas pasarían a ser flotantes y calculadas sobre pisos más elevados. Miles de hipotecas firmadas en garantía de estos préstamos fueron agrupados en fideicomisos financieros, los que emitieron los títulos correspondientes. Los títulos de mayor prelación (y, por tanto, de menor tasa) se vendieron a terceros, en tanto que los tramos de mayor riesgo y rendimiento quedaron en manos de subsidiarias de los bancos. Cabe aquí señalar las evidentes fallas que hubo, ya en las normas de consolidación que posibilitaron a los bancos conservar estos valores fuera de sus balances, ya en los supervisores que no detectaron semejantes riesgos. Y, también, la irresponsabilidad de las firmas calificadoras y aseguradoras de riesgos que facilitaron el crecimiento de todo el segmento “subprime” aún cuando el valor del colateral ya era muy elevado a fines de 2002 y no podía sino entrar en caída.

Cuando como resultado de la mayor demanda los precios de las casas subieron explosivamente, muchos deudores (prime y subprime) encontraron en una segunda hipoteca una fuente extra de plata para gastar. El ajuste pactado en las tasas unido a la suba empujada por la Fed, comenzó –ya desde comienzos de 2005– a hacerle la vida complicada a muchos de estos deudores “NINJAS” o “subprime”. Cuando a mediados de 2006 la tasa fijada por la Fed alcanzó el 5% y el valor de las viviendas comenzó a descender las dificultades devinieron directamente en mora y las pérdidas sufridas por los tramos más riesgosos de los fideicomisos empezaron a filtrarse en los balances de los bancos.

Hasta agosto de 2007 las víctimas visibles de

por **Martín Lagos**, economista, miembro del Consejo Superior de UCEMA y ex Vicepresidente del Banco Central.

* Publicado en www.futuroargentino.com.ar el 15/08/2008.

Quedo agradecido al Dr. Adolfo Diz por el trabajo que sobre esta crisis presentó en octubre de 2007 en la Academia de Ciencias Económicas.

la crisis fueron: 1) Los tomadores de préstamos que habiendo caído en mora debieron entregar sus casas para cancelar sus deudas y 2) Los que asumieron los tramos más riesgosos de las financiaciones, cuando comprobaron que lo obtenido por la venta de las casas reposeídas (o ejecutadas) no alcanzaba a cubrir el valor de sus inversiones.

La brusca suba de la tasa interbancaria que tuvo lugar entonces reveló: 1) Que las pérdidas (realizadas y proyectadas) eran muy significativas y 2) Que la incertidumbre (por el desconocimiento en torno a donde estaban y quienes soportarían tales pérdidas) estaba paralizando el mercado de crédito. Desde entonces a aquellas víctimas directas se les agregó el crédito comercial a empresas y los préstamos a personas y familias, lo que provocó una desaceleración generalizada de la demanda agregada y la amenaza de una recesión.

Primeras respuestas de las autoridades y la cuestión del riesgo moral

Siguiendo diligentemente las lecciones aprendidas a partir de crisis pasadas, los bancos centrales abrieron de inmediato las llamadas “ventanillas de liquidez de última instancia”, para que la liquidez y el crédito volvieran a fluir a los bancos. Muy pronto incluso se ampliaron los límites, plazos e instrumentos contra los cuales estaban dispuestos a ofrecer y prestar liquidez.

No se siguió al pie de la letra, sin embargo, el consejo de Walter Bagehot (en su pionero libro “Lombard Street” publicado en 1873) cuando sugirió que los bancos centrales o prestamistas de “última instancia” debían ser amplios y generosos con los montos a prestar, pero muy duros con la tasa a cobrar. Ya sea para no agravar la situación de los deudores “subprime”, y/o la de los bancos que les prestaron plata, ya porque tienen o sienten responsabilidad sobre el nivel general de actividad económica, o por todas estas razones juntas u otras, la abundante liquidez de última instancia fue prestada a tasas estables (en Europa) o francamente declinantes (en los EE.UU.).

Si bien es temprano para dar la crisis por concluida (el mercado inmobiliario está todavía bajo conmoción y la atrición de la economía se prolongará seguramente por dos o tres trimestres más) y evaluar todos sus costos, es posible presumir que se habría logrado evitar el escenario de una caída catastrófica en los mercados y en los niveles de actividad.

Cabe esperar (más allá de las ganancias o pérdidas que los bancos centrales terminen contabilizando por los intereses que cobraron) que las

pérdidas resultantes de la morosidad de la cartera hipotecaria sean íntegramente soportadas por los accionistas de los bancos y que estos sean obligados a recapitalizar sus entidades. No obstante, es innegable que la provisión de “liquidez de última instancia” por parte de los bancos centrales “salvó” a los banqueros de haber tenido que enfrentar la plena consecuencia de sus actos.

Los bancos siempre corren riesgos de crédito (mora) y de liquidez (descalces de plazo entre préstamos y depósitos), pero como al hacerlo ponen en riesgo su propia reputación y supervivencia, cabría esperar que ellos se auto-impusieran límites tan prudentes como evitar llegar a situaciones extremas. La prudencia fue claramente vulnerada al prestar masivamente a clientes “subprime”. Las pérdidas resultantes fueron lo suficientemente importantes como para paralizar el mercado de liquidez interbancario. Pese al brusco corte dado al otorgamiento de nuevos préstamos, de no haber sido por la “liquidez de última instancia” provista por los bancos centrales muchos bancos hubieran debido afrontar, como mínimo, una situación transitoria de cesación de pagos y otros, hasta su insolvencia y quiebra.

Cuando los bancos centrales a través de sus préstamos “salvan” a los bancos de caer en cesación de pagos (y sobretodo cuando el fenómeno no habría sido resultado de hechos exógenos como guerras o desastres naturales, sino de errores claramente atribuibles a los banqueros), muchos críticos argumentan que se elevan los incentivos para que los bancos tomen riesgos más allá de lo prudente. Es lo que en el negocio de los seguros se llama “moral hazard” o “riesgo moral”: La tendencia de los asegurados a comportarse menos responsablemente que si no existiera el seguro. El argumento es simple: ¿Para qué ser prudentes si cuando las papas queman se sabe que habrá auxilio?

Es bien conocido el contra-argumento que sostiene que los costos de una recesión profunda o depresión económica (que bien podría resultar de un sistema bancario en caída libre) serían muy superiores a los atribuibles a la existencia del “moral hazard” y esto aunque los bancos centrales (y en consecuencia los fiscos) hubieran tenido que absorber todo o parte de las pérdidas por la mora de las carteras bancarias.

Pero aún ponderando el contra-argumento, hay buenas razones para preguntarse si no habrá alguna manera de eludir la elección entre el mal de una depresión y el mal del riesgo moral.

¿Qué hacer con la regulación prudencial bancaria?

Si algo ha confirmado esta crisis es la doble naturaleza de la banca de reserva fraccionaria: Poderosa como instrumento de crecimiento, pero inherentemente vulnerable aún bajo el más elaborado esquema de regulación y supervisión. En su incesante búsqueda de beneficios, una vez más la naturaleza humana le ganó a treinta años de normas pacientemente concebidas, elaboradas y perfeccionadas a partir de la creación del Comité de Basilea (en 1975) y a los más diligentes supervisores.

Como consecuencia, se ha desatado una nueva ronda de debate sobre que hacer con la regulación bancaria, debate en el cual – como no podría ser de otra manera – hay posiciones para todos los gustos.

Una posición extrema estaría encarnada por quienes afirman que la relación beneficio/costo de los sistemas bancarios tal como los hemos conocido – incluyendo entre tales costos los de sus crisis periódicas – es razonablemente buena, por lo que habrá que seguir enfrentando estos episodios con lo mejor que se tiene, se sabe o se puede. Si bien los sostenedores de esta posición no niegan que las normas puedan ser mejoradas, son escépticos en cuanto a que logren eliminar por completo los eventos de crisis y temen que el afán por lograr dicho objetivo termine por quitarle a la banca buena parte de su contribución al crecimiento. Son quienes más abogan por la auto-regulación de la industria, quienes menos preocupación exhiben por el “moral hazard”, ya que, coherentes con su visión, insisten en que todas las “redes de seguridad” para eventos de crisis deben permanecer intactas.

Si bien no se ha planteado hasta ahora, el extremo opuesto sería la idea de re-regular la banca de un modo radical, apuntándole directamente al corazón o esencia del modelo de banca de reserva fraccionaria. Se trataría de resucitar la propuesta (surgida en medio de la crisis bancaria norteamericana de 1931/33¹) de exigir a los bancos el mantenimiento de reservas de dinero primario por el 100% sus depósitos o pasivos “a la vista” (es decir, el dinero “transaccional”) y que en materia de instrumentos de ahorro no se ofreciera nada parecido al “certificado de depósito”, sino instrumentos en los que el inversor o “depositante” corra con todos los riesgos de liquidez y solvencia del o de los tomadores deuda (o sea, bonos, documentos, pagarés, cuotas-partes de fondos de inversión, certificados de participación en fideicomisos, etc.). Este esquema² eliminaría

de raíz los riesgos de liquidez y solvencia propios del modelo de banca de reserva fraccionaria, reduciéndose por lo tanto la necesidad de garantías y/o ventanillas de liquidez para morigerar el riesgo de contagio, así como la de densas redes de normas y estructuras de supervisión. De un plumazo, además, le restituiría al Estado el monopolio de creación de medios de pago. Como la propuesta nunca fue llevada a la práctica no es posible opinar sobre sus méritos, aunque, al menos desde la teoría, se pueden plantear dudas: i) Al anular la posibilidad de utilizar la masa de medios de pago –que pese a estar “a la vista” suele ser muy estable– como fuente de fondos de bajo costo (por no devengar intereses), un sistema bancario de estas características podría ser menos efectivo que el tradicional en el ofrecimiento de servicios de ahorro y crédito a segmentos como el de las familias y pequeños negocios y ii) Lo que harían las autoridades frente a una situación de amplia insolvencia en el mercado de instrumentos de ahorro fuera de los bancos comerciales. La experiencia reciente mostró que salvo en el caso del banco de inversión Lehman Brothers, la regla fue salvar a Bear Sterns, Fannie, Freddie, AIG y Merrill Lynch.

En posiciones intermedias están quienes abogan por una nueva “vuelta de tuerca” en las normas prudenciales, endureciendo y afinando aún más las exigencias de capitales y liquidez mínimas, así como los standards a cumplir por los activos y carteras crediticias y – mucho más importante aún – capacitar y dar más poder a los supervisores encargados del “enforcement” de las normas. *No se trata de creer ingenuamente que con esto desaparecerán las crisis financieras periódicas. Nunca ocurrirá tal cosa mientras la banca siga asumiendo riesgos de crédito y descalces de plazos.* Pero se puede argumentar con cierta solvencia que, tanto en términos materiales como de riesgo moral, los costos de las crisis sistémicas han ido bajando con la mejora cualitativa de las normas y de su “enforcement”. Obviamente y a diferencia de los propulsores de la primera posición, este grupo descrece severamente de la auto-regulación, pero coincide con ellos en que las “redes de seguridad” deben ser mantenidas en vigor y operadas tan activamente como hasta ahora.

No es cuestión, entonces, ni de arrasar con la banca, ni de no hacer nada. Mientras los banqueros y sus accionistas pagan el precio de sus decisiones, hay que sentarse y volver a trabajar en la regulación prudencial y en su cumplimiento.

1- En ausencia de “redes de seguridad” efectivas y garantías, esta crisis no fue muy onerosa de manera directa para el fisco de los EE.UU., pero fue tan costosa para la economía como un todo que gatilló la ampliación de las facilidades de liquidez de última instancia y la introducción del seguro de depósitos.

2- Si bien estas ideas son conocidas como la “propuesta de banca a la Simons” (por el Prof. Henry C. Simons, que abogó por ellas durante muchos años), el memorando original de seis páginas que las resumió en 1933 llevaba, además de la de Simons, las firmas de F.H. Knight; L.W. Mints; H. Schultz; G.V. Cox; A. Director; P. Douglas y A.G. Hart. Ver “The Chicago Plan & New Deal Banking Reform”, Ronnie J. Phillips, Editor M.E. Sharpe, Londres.

[centro de graduados]

Fiesta fin de año del CGC

Viernes 12 de diciembre a las 21.30h

Música, baile, bocados, amigos, vinos y tragos para despedir el 2008. Un buen momento para recontrarte con compañeros de tu promoción. Rock nacional, internacional, música de los '80 y de los '90 y mucho más, para agasajar muy especialmente a las promociones de egresados de la UCEMA 2007 y 2008. No te quedes afuera, vení con tus amigos a compartir esta noche: llámalos, sacá las entradas y vengan a brindar.

Lugar: Centro de Graduados del Liceo Naval Militar, Av. Cantilo y Av. Udaondo. Estacionamiento propio incluido con la entrada.

Más información: graduados@cema.edu.ar



[dónde están ahora] Cambios laborales de alumnos y graduados

GRADUADOS

Accame, Guillermo (MADE'05) de Indura Arg. a Unión Arg. de Rugby; **Agudo, Ma. Sol** (MADE'98) de Skytel Telecomunicaciones Arg. a Brinks Arg.; **Alemanni, Javier** (MAF'03) de Shell Cia. Arg. de Petróleo a Shell Brasil Ltda.; **Andrade, Héctor** (MADE'03) de Vangent Arg. a Whirlpool Arg.; **Baretic, Martín** (MADE'03) de Día Arg. a Comparsa Marí-Marí; **Bloj, Martín** (MADE'07) de Establecimiento Agropecuario Arava a Hexion Química Arg.; **Caballero, Alejandro** (MADE'02) de Grupo Clarín a Europ Assistance Arg.; **Cabezón, Ezequiel** (MAE'03) de FMI a University of North Carolina; **Callejón, Ma. Carolina** (MAF'00) de Standard and Poor's a Royal Bank of Scotland; **Campos, Alejandro** (MAF'91) de Consultor independiente a Saltcard; **Canosa, Patricio** (MAF'02) de Banco Mariva a Banco Industrial; **Chaves, Ma. Marta** (MAF'07) de CubeCorp Arg. a Actionline de Arg. y Sur Contact Center; **Chávez Solmoirago, Rodolfo** (MAF'05) de Hewlett-Packard a CIAD; **Comin, Alejandro** (MADE'05) de DirecTV Group a The Havi Group LP; **Czesli, Javier** (MADE'06) de Grupo Cometrans a Grupo Camargo Correa; **D'Elia, Vanesa** (MAE'05) de Senado de la Nación a ANSeS; **Escobar, Carlos** (MADE'88) de Blockbuster Arg. a Publicidad Sarmiento; **Fernández Silveyra, María** (LIE'07) de Conceptuar a Banco de la Provincia de Córdoba; **Ferro Rocca, Carlos** (MADE'87) de AC Nielsen Arg. a Ipsos Chile; **Garbarini, Paola** (MADE'06) de Transistemas a AT&T Communication Services; **García de Diego, Marcelo** (MADE'01) de Interconnect a Deca Piazza SA-Grupo Duratex; **Garibotti, Ezequiel** (MAF'05) de Telecom Arg. a Assurant Arg. CIA. de Seguros; **Ghirdolo, Guillermo** (MADE'01) de Lucerna Shoes USA a Ayres Argentinos; **Godoy, Osvaldo** (MADE'06) de Consolidar AFJP a Banco de Servicios Financieros; **Goldschmidt Barrio, Mariano** (MADE'02) de Procter & Gamble Professional Care a ArSat; **Hack, Walter** (MAG'00) de Fate SAICI a Shanghai Durotyre Internacional; **Heras, Mateo** (MADE'05) de Consultoría a Primary Trading Solutions; **Iturrioz, Ramiro** (MAG'02) de Swiss Reinsurance America Corporation a The World Bank; **Joseph,**

Ernesto (MADE'98) de BASF Arg. a Interamerican Foods SA; **Liaudat, Anibal Ambrosio** (MADE'01) de Unilever de Arg. a MetLife Investments; **Marangoni, Victoria** (MADE'98) de SACIF Louis Dreyfus Compañía Limitada a Bonafide; **Morando, Juan** (LIE'05) de SADESA a Faro Capital; **Moriso, Cristian** (MEG'97) de HidroSoluciones & HidroNet a M & Asociados Organización de Seguros; **Morrison Fell, Tomás** (MADE'03) de Coca Cola-Femsa de Buenos Aires a Laboratorios Phoenix; **Peratta, Constanza** (LIE'06) de Sistemas Globales a Ernst & Young; **Perrotti, Daniel** (MAE'06) de Instituto Nacional de Estadísticas y Censos a BBVA Banco Francés; **Peruilh, Esteban** (LIDE'03) de NovaMedia a Exxon Mobil BSC; **Perón, Silvana** (MDB'00) de BCRA a AlphaMundi Group; **Pulenta, Dario** (LIE'01) de Massalin Particulares a Philip Morris Internacional; **Ramallo, Néstor** (MADE'02) de Shell CAPSA a San Antonio Internacional; **Ramírez, Pablo** (MADE'07) de Ciba Especialidades Químicas a Gel Technologies Corp.; **Regner, Ricardo** (MADE'99) de Boston Scientific Arg. a Bally Gaming and Systems; **Rodríguez Hertz, Adolfo** (LIE'99) de Provincia ART a Fondo Fiduciario para la Reconstrucción de Empresas; **Rubio, Daniel** (MADE'01) de TBA a Grupo Cometrans; **Sellarés, Juan** (MEP'05) de Consultor independiente a Meich & Asociados; **Smocovich, Gustavo** (MAF'00) de Banco Real a Fortis Gestão de Investimentos Brasil Ltda.; **Sosa, Ezequiel** (MADE'04) de LAN Arg. a Andes Airport Services Chile; **Sosa Canosa, Fernando** (MADE'02) de Prima a Gestión Compartida; **Speironi, Marcos** (MEP'02) de Raghsa a J.P. Urruti y Asociados; **Spinassi Bertero, Hugo** (MADE'06) de Hilti Arg. a Start Up; **Squeo, Ariel** (MAF'06) de Research for Traders a Bolsa de Comercio de Bs.As.; **Sucarrat, Angel** (MAF'00) de Maersk Uruguay a Maersk Arg.; **Udry, Carlos** (MAF'00) de Medtronic a Nobel Biocare; **Verschuur, John** (MADE'02) de AT&T Arg. a TNX Corp; **Vukovic, Ivan** (MADE'06) de Price Waterhouse Coopers a Prudential Seguros.

ALUMNOS

Aprile García, Federico (MADE) de Laboratorios

Phoenix a Novartis Arg.; **Avellaneda, Gustavo** (MADE) de Microsiga a MagmaTools; **Barral, Daniela** (MADE) de Consultor Independiente a BPCO Group; **Barreiros, Adrián** (MADE) de Mediacom Arg. a The Media Edge; **Bertoli, Florencia** (ININF) de Kuehne + Nagel a Teleperformance; **Blanda, Mariela** (MADE) de IPS a Emeg; Bohdan, **Carlos Andrés** (MEP) de Finexcor a AON Risk Services Arg.; **Bordogna, José** (MAF) de Deloitte & Co. a IFC; **Caamaño, Leonardo** (MADE) de ExxonMobil BSC Arg. a General Electric Oil & Gas; **Cabrera Fernández, Pedro** (ININF) de BBVA Banco Francés a Telefónica de Arg.; **Campos, Gonzalo** (MAF) de Banco Patagonia a BBVA Banco Francés; **Centeno, Daniel** (MADE) de SAF Arg. a Gefco Arg.; **Dojas, Emilio** (MAF) de Research for Traders a invertirOnline.com; **Dragovetzky, Laura** (MADE) de Carrier Arg. a C&A Arg. SCS; **Garofalo, Camilo** (MADE) de Gobierno de la Ciudad de Bs. As. a Abogado independiente; **Giamanco, Adolfo** (CCP) de Glaciar Viedma a KPMG; **Giulianelli, Juan** (MAF) de Tech Supply, Brasil a Body Health; **Gowland, Carlos** (MAF) de Banco Patagonia a CGM Leasing Arg. de Cohen Sociedad de Bolsa.; **Kok, Maurice** (LIDE) de SCA a ICEcat B.V.; **Levy, Ignacio** (MADE) de EMC a Explora; **Llorca, Joaquín** (MEP) de Finning-CAT Arg. a Seibo Ingeniería; **Méndez Acosta, Ma. Carolina** (MADE) de General Motors de Arg. a Fiat Auto Arg.; **Milathianakis, Eduardo** (MADE) de Schneider Electric a Logística La Serenísima; **Mina, Ezequiel** (ININF) de Cybsec SA a Estudio Henry Martín, Lisdero & Asociados; **Pamies, Osvaldo** (MADE) de Citibank NA a Amtae; **Paolini, Luis** (MAG) de Emprear a Techint; **Persano, Marcelo** (MAF) de Ministerio de Economía y Producción a European Business School London; **Petrault, Matthieu** (MADE) de Dolphin Energy Ltd. (UAE) a Total Gas y Electricidad Arg.; **Pitre Méndez, Mariano** (MEP) de Alba a Iggam Sai; **Rivas Rada, Carlos Napoleón** (ININF) de Poder Judicial Venezolano a Teleperformance/Arnet; **Suárez de la Llosa, Felicitas** (MAF) de HSBC Bank Arg. a Banco Galicia Buenos Aires.

[posdata]

✓ "Da tu primer paso con fe; no es necesario que veas la escalera completa, sólo da tu primer paso con fe". Martin Luther King.

Propuesto por Ignacio Bossi.

✓ "La eficacia de la palabra hablada depende no tanto de cómo hablan las personas cuanto de cómo escuchan". Jacques Lacan.

Propuesto por Cristina Minolli.

✓ "Es mejor estar callado y parecer tonto, que hablar y despejar las dudas definitivamente". Groucho Marx.

Propuesto por Luisa Montuschi.



✓ Tocqueville sobre la apatía cívica en Francia (y lugares más cercanos...) "Se trata de un amor suave, apacible y tenaz por sus intereses particulares, que absorbe poco a poco todos los otros sentimientos del corazón y agota casi todas las fuentes de entusiasmo. A este egoísmo añaden cierto número de virtudes privadas y cualidades domésticas que, en su conjunto, forman hombres respetables y pobres ciudadanos".

Alexis de Tocqueville, Carta a Royer-Collard, junio de 1838. **Propuesto por Enrique Aguilar.**

RESPECTO A LA REFORMA AL SISTEMA DE JUBILACIONES CON CAPITALIZACIÓN, UCEMA CONSULTÓ LA OPINIÓN DE VARIOS PENSADORES SOBRE LA SITUACIÓN:

✓ "No podemos predecir el futuro, pero podemos inventarlo" –aclaró Dandridge M. Cole quien claramente no se refería a mentir descaradamente a los jubilados, sino a la posibilidad de ser creativo.

✓ Ante la imposibilidad de justificar con buenos argumentos el cambio de Ley, W. Shakespeare observó que "La acción es elocuencia", aunque probablemente se confundiera, dado que los diputados hablan mucho y hacen poco.

✓ Mientras exponía la bancada oficialista, Soren Kierkegaard (1813 -1855), recordó que "la gente demanda la libertad de expresión como compensación por la libertad de pensamiento, que rara vez usan".

✓ Eso sí, "Es difícil hacer pronósticos, especialmente respecto al futuro" acotó Robert Storm Petersen

✓ Como siempre, George Bernard Shaw (1856 - 1950) dió la explicación más contundente: "La Libertad significa responsabilidad. Por eso la mayoría le teme."

Propuesto por Diana Mondino.



CELEBRANDO LOS 25 AÑOS DE LA DEMOCRACIA

✓ "Las grandes ideas de democracia –las libertades y dignidad de los individuos, el principio de gobierno por el consentimiento de los gobernados- son elevadas e inspiradoras. Ellas han capturado la imaginación de muchos líderes...pero

los principios de la política democrática y de la cultura cívica –el modo en que las élites políticas deciden, las normas y actitudes de los ciudadanos comunes, y su relación hacia el gobierno y hacia otros ciudadanos- son componentes de una cultura más sutil." (En "Civic Culture" Gabriel A. Almond y Sidney Verba, 1965).

✓ "Una genuina restauración democrática en la Argentina exige el fortalecimiento de aquellas instituciones ligadas a la representación política de las distintas partes de la sociedad, a saber los partidos políticos y el Poder Legislativo. Exige asimismo un Poder Ejecutivo dispuesto a someterse a los límites que le impone la Constitución y a respetar a las fuerzas políticas que representan a aquellas partes de la sociedad que no lo han votado y que procurarán acceder al gobierno en futuras elecciones. Exige además, como condición fundamental, la vigencia de un orden jurídico sólido, que imponga a la sociedad el principio de igualdad absoluta de todos ante la ley y el predominio de ésta por sobre voluntades políticas" (En "¿Qué nos pasa a los argentinos?" M. E. Aftalión, M. A. Mora y Araujo, F. A. Noguera; 1985).

La libertad no emana de los frenos y contrapesos institucionales, sino de lo que está grabado en los corazones de los ciudadanos:



✓ "Las costumbres de un pueblo esclavo son parte de su servidumbre; las de un pueblo libre son parte de su libertad". Montesquieu, Del espíritu de las leyes, libro 19, capítulo 27.

✓ "Lo único que se necesita para que triunfe el mal es que los hombres buenos no hagan nada."

Frase apócrifa atribuida a Edmund Burke, que a veces se toma como paráfrasis de su declaración 'When bad men combine, the good must associate; else they will fall, one by one, an unpitied sacrifice in a contemptible struggle.' pronunciada en un discurso al Parlamento inglés en 1770.

Propuesto por Jorge M. Streb y Alejandro Corbacho.

Escribinos: revista@ucema.edu.ar



Posgrado

Admisión 2009

- **Maestría en Agronegocios**
- **Maestría en Ciencias del Estado**
- **Maestría en Dirección de Empresas (MBA)**
- **Maestría en Economía**
 - Orientación Análisis Económico
 - Orientación Economía de Negocios
- **Maestría en Evaluación de Proyectos**
(en conjunto con el ITBA)
- **Maestría en Finanzas**
 - Orientación Mercado de Capitales
 - Orientación Aspectos Legales de las Finanzas
 - Orientación Finanzas Corporativas
- **Doctorado en Dirección de Empresas**
- **Doctorado en Economía**
- **Doctorado en Finanzas**

www.ucema.edu.ar

Todas las carreras acreditadas por CONEAU según resoluciones:
N° 091/01, 245/04, 160/01, 807/99, 086/01, 730/00, 355/01, 62/03, 105/01, 208/04.

Informes e inscripción:
Tel. 6314-3000 • info@ucema.edu.ar
Av. Córdoba 374, Ciudad de Buenos Aires
www.ucema.edu.ar



UCEMA

Beber con moderación. Prohibida la venta a menores de 18 años.

Escorihuela Gascon

