

RIIM

Revista de Instituciones, Ideas y Mercados

Nº 50 | Mayo 2009 | Año XXVI

**Número dedicado a temas de administración y finanzas, editado por
Juan José Gilli y Martín Krause**

Martín Krause

Presentación 5

Luis E. Pereiro

Valuing Acquisitions in Emerging Markets:
An Extreme Scenario Framing Approach 8

Germán Guido Lavalle y Esteban Santucci

Planificación de la producción en sistemas mixtos MTS/MTO 37

Natalia del Águila

Behavioral Finance:
Learning from Market Anomalies and Psychological Factors 47

Juan Carlos Rosiello

El capital humano y la selección estratégica
de activos en la Argentina 105

Alfredo E. Blousson

La gestión del negocio minorista tradicional en la Argentina **140**

Ricardo Bindi

La visión integral del marketing como modelo generador
de valor en los agro-negocios **176**

Ignacio Sanguinetti

El modelo de negocio en la industria de los diarios argentinos **205**

María Fernanda Arias

Dossier. Empresa y Universidad:
percepciones de los profesionales universitarios **241**

RIIM

Revista de Instituciones, Ideas y Mercados

LIBERTAS NUEVA EPOCA

La revista tiene por finalidad la publicación de artículos académicos originales sobre temas de ciencias sociales en las áreas de economía, ciencia política, administración, filosofía social, historia y derecho, con especial énfasis en las reglas, ideas, tradiciones e instituciones que hacen posible el funcionamiento de una sociedad libre. Cuenta con un consejo editorial interdisciplinario de reconocidos especialistas acorde con la temática y finalidad del mismo y los trabajos están sujetos a la aprobación de un referato anónimo.

RIIM: Consejo Editorial y de Referato

Alejandra Salinas (Editora General), Enrique Aguilar, Ezequiel Gallo, José Ignacio García Hamilton, Juan José Gilli, Mariano Grondona, Martín Krause, Carlos Newland, Carlos Rodríguez Braun, Mario Serrafiero, Eduardo Stordeur, Gabriel Zanotti, Eduardo Zimmermann.

ESEADE: Consejo Directivo

Enrique Duhau (Presidente), Santiago Bergadá, Gerardo Bongiovanni, Eduardo Bruchou, Emilio Cárdenas, Clarisa Estol, Alejandro Estrada, Mariano Grondona, Alfredo Irigoín, Eduardo Marty, Gustavo Matta y Trejo, Enrique Zuleta Puceiro, Luisa Zorraquín.

ESEADE: Consejo Académico

Carlos Newland (Rector), Alfredo Blousson, Martín Sisto, Alejandra Salinas, Leonardo Gargiulo, Martín Krause, Mariano Grondona, Emilio Cárdenas, Enrique Aguilar, Delfina Helguera, Alicia Saliva.

Edición impresa

I.S.S.N. 1851-1066

Diseño de interior a cargo de Karin Bremer | info@karinbremer.com.ar

© 2009 by ESEADE

Uriarte 2472

C1425FNJ Buenos Aires, Argentina

www.eseade.edu.ar

Queda hecho el depósito de Ley 11.723

Este número puede ser adquirido en formato impreso en la sede de Eseade.

Edición digital

I.S.S.N. 1852-5970

Los números anteriores están disponibles sin cargo en:

www.eseade.edu.ar/riim/riim.asp

PRESENTACIÓN

*Martín Krause**

La economía y la administración de empresas son dos disciplinas divorciadas, si bien comparten un mismo techo en las universidades de todo el mundo. La economía se concentró en el análisis de los mercados y, a partir del predominio de los modelos de equilibrio general, consideró a la empresa como una “caja negra”, una función de producción, de la cual no se ocuparía. Ni la empresa ni el emprendedor ocuparon su atención. La administración, entretanto, al no encontrar un fundamento teórico en esta disciplina, abrevó en muchas otras, tales como la sociología o la psicología. Esto es correcto, por supuesto, porque las organizaciones son fenómenos complejos formados por la interacción humana, y esa complejidad demanda un enfoque multidisciplinario, pero extraña que la teoría económica tuviera poco que aportar al respecto.

Desde su inicio, originalmente con el nombre de *Libertas*, esta revista quiso salvar esa brecha, en primer lugar presentando artículos de economistas de la Escuela Austríaca, quienes colocan al emprendedor en el medio de un proceso de mercado en constante cambio. En este sentido, el trabajo de Esteban Thomsen, “Modelos de desequilibrio en la teoría de los precios” (Nº 2, Mayo de 1985), el de Israel Kirzner, “Economía y error” (Nº 3, Octubre 1985) y el de Alfredo Irigoin, “Desarrollo económico y función empresarial” (Nº 9, Octubre de 1988) presentan una visión del “proceso de mercado” –tanto desde el punto de vista teórico como histórico– en la cual el emprendedor cumple un papel central.

En el número 24 de Mayo de 1996, se presentó por primera vez un análisis económico dirigido hacia el interior de la organización empresarial. El artículo de Jerry Ellig “De la Escuela Austríaca a la administración basada

* Profesor Titular y Secretario de Investigaciones de ESEADE.

en el mercado”, fue un primer paso para cerrar la brecha antes mencionada. En ese mismo número se publicó también el trabajo de David Parker y Ralph Stacey, “Caos, administración y economía. Las implicancias de un pensamiento no lineal”.

A partir de entonces artículos de esa misma naturaleza fueron publicados en forma regular. En mayo de 1999, en *Libertas* 30, se publicó el artículo de Juan Carlos Cachanosky (entonces en el Departamento de Investigaciones de ESEADE) “Value Based Management”. El número 39, de Octubre de 2003, fue enteramente dedicado a temas que vinculan la economía con la administración y la empresa.

Aproximadamente en esa misma época ESEADE comenzaba el dictado del Doctorado en Administración de Negocios, como una prolongación lógica de las actividades académicas realizadas en el marco de la Maestría en Administración de Negocios, brindando una salida al interés académico de profesores, investigadores y alumnos interesados en profundizar la investigación en el área. El presente ejemplar es un resultado directo de ese proceso.

Nos encontramos aquí con un conjunto de contribuciones de parte de profesores, investigadores y doctorandos de la casa en las áreas de la administración y las finanzas. Entre quienes presentan su investigación aplicada a las características específicas de las organizaciones y los mercados en la Argentina, figuran el trabajo de Alfredo Blousson sobre la gestión minorista en la Argentina, el de Ricardo Bindi sobre el marketing de las empresas de agro-negocios, el de Juan Carlos Rosiello sobre capital humano y la selección estratégica de activos, el de Germán Guido Lavalle sobre los sistemas mixtos MTS/MTO, y el de Ignacio Sanguinetti sobre el modelo de negocios de la industria de los diarios argentinos. En cuanto a los trabajos de Natalia del Águila y de Luis Pereiro, ellos son el resultado directo de las tareas de investigación bajo la tutoría de profesores extranjeros, como paso previo a sus tesis doctorales.

Este número busca ser una contribución al desarrollo de la investigación académica en el ámbito de la administración empresarial y de las finanzas, y señala también un nuevo hito en el crecimiento de la investigación

académica argentina en esa área. Esperamos poder ofrecer muchas otras oportunidades en el futuro para comunicar los resultados de la investigación en esa área, y para invitar a académicos de otros países e instituciones a sumarse a nuestro proyecto.

VALUING ACQUISITIONS IN EMERGING MARKETS: AN EXTREME SCENARIO FRAMING APPROACH*

*Luis E. Pereiro***

Abstract: Emerging markets are prone to *event risk* –major political, economic and institutional catastrophes that can radically change the attractiveness of an acquisition target almost overnight. Traditional risk measures are unable to capture these unusual yet highly disruptive events. This paper introduces Extreme Scenario Framing (ESF), a method to help decide real-asset investments in markets that are prone to major jolts. Whether in economic boom or bust, ESF helps avoid the narrow framing biases that may conduce managers to overpay (or underbid) for the target. ESF is illustrated via a case study in which a Brazilian firm is deciding to acquire an Argentine closely held company in the aftermath of Argentina’s 2002 crisis.

1. Introduction

Overpayment in acquisitions is very common among U.S. takeover bidders.¹ *Overpayment* means paying for a target a value that is above and beyond its market value, i.e., when an acquisition premium is surrendered. Value destruction for the bidder’s shareholders may occur if the price paid turns out to be larger than the fundamental value that could be extracted from the target under the acquirer’s management.

* I am grateful to Peter Klein for his useful comments and observations. The usual caveat applies.

** Doctor en Administración de Negocios (PhD in Business Administration), ESEADE.

Overpayment may be the result of misvaluation and this, in turn, may result from behavioral biases in the acquirer. Duhaime and Schwenk (1985) were the first to suggest that an *illusion of control* (Langer, 1975) could be responsible for overoptimism in the valuation of a target (the illusion of control is the overestimation of the extent to which managers may successfully deal with uncontrollable events arising after the acquisition). In the corporate finance literature, the classical work on the link between overoptimism and overpayment is Roll's (1986), whereas Hayward and Hambrick (1997) and Malmendier and Tate (2003) provide proof of the relationship.

In this paper, I discuss other cognitive biases that may breed overoptimism and push managers to overpay for an acquisition target. After arguing that these biases are highly relevant for cross-border acquisitions in emerging markets, I introduce Extreme Scenario Framing (ESF), a method to alleviate the problem of overpayment. I also show that ESF may be useful to counterbalance the opposite bias –i.e., underbidding for a target. Finally, I illustrate ESF's application by means of a case study.

2. Narrow Framing in Corporate Acquisitions

In a comprehensive study of 39 global equity markets from 1921 through 1996, Goetzmann and Jorion (1999) have shown that most financial markets tend to emerge, submerge, and re-emerge through time. Markets emerge as dramatic changes in political, economic and institutional features make them suddenly attractive to international investors; they submerge when, hit by a major crisis, they disappear from the radar screen of investors for years – even decades; and re-emerge if a sweeping economic change in the opposite direction makes them attractive once again.

International investors may enter emerging markets at times of emergence (boom) or submergence (distress). Although an emerging market is obviously attractive, a submerging market may also lure investors that perceive the crisis as cyclical not structural, and assume that asset prices will likely go up under a future re-emergence.² Both under emergence or submergence,

however, investors run the risk of overpaying. Specifically, overpayment may be the result of three behavioral or cognitive biases which I will group under the broad name of *narrow framing*.

Narrow framing is the result of heuristics-driven, simplifying cognitive strategies on the part of the investors that are appraising an acquisition. A first component of narrow framing is the belief in the *law of small numbers* (Tversky and Kahneman, 1971), whereby the investor uses a limited number of informational inputs (e.g., a small sample of information) about the past to draw firm conclusions about the future. The bias produces estimates of risk and return that are anchored on the extrapolation of recent trends. When short-term information is used to draw longer-term forecasts for emerging markets, though, investors run into a serious problem; for retrospective analysis shows that the attractive returns observable under emergence are simply not sustainable in the long term.³ Short-term data-driven overoptimism may induce a misvaluation on the high side and push investors to overpay for a target.

In emerging markets, the law-of-small-numbers bias may simply be triggered by data availability: there may be no long-term data on returns and volatilities for the market in question since country coverage by major financial institutions is usually discontinued under major economic crises; as a result, data on previous submergence episodes turns out to be unreliable or simply unavailable.

A second component of narrow framing I will call *naïve scenario framing*—the tendency to define a limited range of outcomes around an expected point of reference. When the analyst constructs three value scenarios for the acquisition—expected, optimistic, and pessimistic—the expected value will work as a *cognitive anchor* (Kahneman and Tversky, 1979) to the optimistic and pessimistic extremes. More specifically, the bias will make the latter vary *only mildly* from the expected value.⁴

Naïve framing may work satisfactorily only insofar as the economy is basically a single-state system—that is, a basically unchanged institutional environment with a stable set of political, social and economic premises (Davis and North, 1971). Yet the quantum nature of change in emerging

markets may push the market from emergence to submergence in no time and render an acquisition value much lower than the pessimistic scenario assumed in the naïve framing exercise. In the same way, a market may go from submergence to emergence; naïve framing assumes only the former is possible, and will thus bias value down, causing the bypassing of a profitable acquisition deal.

Naïve framing is fueled by a third component of narrow framing: the taking of an *inside view* (Kahneman and Lovallo, 1993) of the acquisition. This means considering only the project at hand and ignoring the performance of similar acquisitions in past periods of the same market –including failed acquisitions. Investors’ attention tends focus on the present and the future only, while overlooking both distant times *and* failed projects (Levinthal and March, 1993). The inside view may lead investors to overlook the fact that historical results during past emergence periods may in fact have been much lower than the rosy numbers they are plotting for the future. This will derive in an overoptimistic appraisal of the value of the target.

In short, the three narrow framing biases we have discussed so far may lead investors to misvalue a target on the high side, overbid for it, and perhaps surrender a non-recoverable acquisition premium. It can also lead to misvaluation on the low side and to the bypassing of profitable acquisitions. How can this problem be avoided?

Unfortunately, traditional mean-variance optimization does not provide an adequate framework for dealing with extreme event losses (Powers, 2003). Catastrophes like financial crises, wars, expropriations, or political upheaval are events in the far tail of the outcome distribution, and thus not easily captured in the standard asset pricing models of corporate finance. Such models assume only small local changes in security prices while ignore the large jumps in price and volatility that take place in an extreme event (Liu *et al.*, 2003).

Goetzmann and Jorion (1999) suggest that investors in emerging markets should use long-term scenario analysis to capture the unusual but highly disruptive events that cannot be easily embodied in traditional risk analysis. Along this line, I propose to use *Extreme Scenario Framing (ESF)*, a valuation

approach that: (a) expands the framing of events in order to mute narrow framing biases; and (b) allows the analyst to use yet another cognitive bias –loss aversion– as an additional compensatory mechanism for overoptimism. As obvious as ESF may sound in principle, the reader must bear in mind that real-life managers do *not* plan for catastrophes (see e.g. Mitroff and Alpaslan, 2003; Watkins and Bazerman, 2003; Arnold, 1986). And if they fail to account for the “losers” as well as the “winners” in equity markets, they get a biased view of history which ignores important information about actual investment risk (Jorion and Goetzmann, 1999). Our ESF model makes potential catastrophes explicit *and* turns cognitive biases in favor, rather than against, the decision-maker.

3. Extreme Scenario Framing: Theory and Practice

Argentina is a typical example of a re-emerging market. With the oldest stock exchange in Latin America (dating from 1872), it disappeared from investors’ radars in the late 1960s as a result of hyperinflation and interest rates policies, re-emerged in 1975, only to submerge again during the 1980s (Goetzmann and Jorion, 1999). It made a stellar reappearance in 1991, when it regained the interest of international investors since a new macroeconomic policy pushed the economy back on the track of growth (Pereiro, 2001a). A currency board which tied the peso to the U.S. dollar at a 1:1 relationship eliminated the endemic inflation that had besieged the economy for years, while an ambitious privatization plan eliminated the long-lasting operating deficits of the large public companies; international private operators took control of these, revamped the outdated infrastructure of basic sectors –energy, telecommunications, water supply– and quickly improved service level and productivity. This deregulation fostered competition and a fall in consumer prices.

The new policy triggered an explosive growth in foreign and local direct investment. Between 1991 and 1997, privatizations-related investment grew at 29% annually, to a total of about \$24 billion. In the same period, “pure”

-i.e., not related to privatizations- foreign direct investment grew at a compounded annual rate of 136%, up to a cumulative amount of about \$ 34 billion. Stock market capitalization grew at about 21% annually from 1991 to 1999. M&A deals amounted to more than \$49 billion between 1995 and 2000 only. In short, the country had become one of the so-called big emerging markets of the world (Garten, 1997), and the star pupil of international investors.

Argentina’s free market policy prevailed until late 2001, when a creeping fiscal deficit triggered rumors of devaluation, pushing companies and individual savers to siphon bank deposits out of the country in enormous amounts. In a desperate move to prevent a bank run, the government froze bank deposits, abolished the currency board, devalued the Peso by 40%, and imposed strict foreign exchange and currency controls. After being fully opened to international investors for a decade, the country went back to a regulated, fully segmented status in just a few days (see Figure 1 for additional details).

Figure 1. Argentina: The 2001-2002 crisis (Based on Pereiro, 2002A)
<ul style="list-style-type: none"> • Sep.2001-Dec.2001: market demand collapses, with falls of 50% to 90% depending on the sector. By May 2002, the volume of banking activity has shrunk to 20% of the pre-crisis level.
<ul style="list-style-type: none"> • Sep.2001: Freezing of deposits.
<ul style="list-style-type: none"> • Jan.2002: Compulsory asymmetric “pesification” of assets and liabilities.
<ul style="list-style-type: none"> • Dec.2001: transferring funds out of the country is prohibited. Default on the foreign debt is announced. The cost of money soars. Annual call rate in Jan 2001: 6.2%; by May 2002 it reaches 47.5%; by July 2002 it reaches 78.5%+.
<ul style="list-style-type: none"> • Jan.2002: The peso is officially devalued 40%. Benefits to export-oriented firms are unclear, as new and changing taxes are levied on exports. By July 2002, real devaluation amounts to 75%+.
<ul style="list-style-type: none"> • Inflation is back. In six months (Jan-Jun 2002), it reaches a cumulative figure of 53.9% -more than the cumulative figure for the ten previous years (1992-2001, equal to 43.1%). Hyperinflation is again a real possibility.

Upon the crisis, several multinationals felt it was time to leave the country for good. For instance, U.S. broadband access providers Velocom and Millicom sold their Argentine holdings to local partners Datco and Soldati. Yet at the same time, other multinationals were lured by the low prices of local targets being offered for sale. Among these newcomers were many Brazilian firms who, having lagged far behind the cash-rich U.S., Spanish and British multinationals that had heavily invested in the country during the 1990s, were suddenly attracted to Argentina: In early 2002, AmBev (Brahma) of Brazil, a large beverages company, acquired 37% of the shares of the Argentine beer market leader, Quinsa, for \$ 350 million. Soon after, Brazilian oil giant Petrobras acquired Argentina's #2 oil company, Perez Companc, for \$ 1.13 billion. Other Brazilian firms would soon follow suit.

In July 2002, Miltex, an Argentine privately held food processing company with sales concentrated in the domestic market, was approached by Merigiana, a large and closely held Brazilian food company.⁵ Miltex reacted by offering to sell 100% of its shares to Merigiana. Merigiana's appraisers were faced to the challenge of estimating the value of the target firm's equity in quite a turbulent moment. Since the economy was in its submergence phase, narrow framing biases could have made the acquirer be overpessimistic about the long-term future of the target. To avoid so, the acquirer proceeded to apply ESF, as follows:

A. Modelling cashflows in the local currency. The first step in ESF is to develop *extreme value scenarios* for the target. Figure 2 shows them: an optimistic one, involving a reversion to growth; and a pessimistic one, assuming a stagnant, recessive environment continues. Merigiana believes the optimistic extreme makes sense as experience proves that hysteresis (a reversion to a previous state of growth) is a possible outcome in emerging markets.

The cash flow in each extreme scenario may be construed as the expected composite of many outcomes (from best-case to worst-case), and the probabilities of those cashflows occurring, *within the extreme scenario's basically unchanged institutional environment*. Scenarios are *extreme* in the

Figure 2. Valuation spreadsheet for the Miltex-Merigiana acquisition (millions)*					
	2003	2004	2005	2006	2007
Free cashflows forecast in A\$ (Argentine Pesos)					
Pre-crisis free cashflow to the firm in planning horizon	170	200	215	225	235
Post-Crisis Optimistic Free Cashflow in Planning Horizon	51	80	107.5	157.5	188
As a % of Pre-crisis Scenario	30%	40%	50%	70%	80%
Terminal Value, at MVIC/Sales= 0.80, Sales 2007= A\$ 1,080 million					864
Post-Crisis Optimistic Total Free Cashflow, A\$	51	80	107.5	157.5	1,052.00
Post-Crisis Pessimistic Free Cashflow in Planning Horizon	51	70	86	101.3	117.5
As a % of Pre-crisis Scenario	30%	35%	40%	45%	50%
Terminal Value, at MVIC/Sales= 0.58, Sales 2007= A\$ 675 million					388.8
Post-Crisis Pessimistic Total Free Cashflow	51	70	86	101.3	506.3
Free cashflows forecast in \$ (U.S. Dollars)					
Optimistic exchange rate forecast (A \$/\$)	3.7	3.7	3.5	3.4	3.3
Pessimistic exchange rate forecast (A\$/\$)	4.7	4.5	4.5	4.0	4.0
Optimistic total free cashflow	13.8	21.6	30.7	46.3	318.8
Pessimistic total free cashflow	10.9	15.6	19.1	25.3	126.6

Figure 2. Valuation spreadsheet for the Miltex-Merigiana acquisition* (continued)

	2003	2004	2005	2006	2007
Cost of Capital (\$-based)					
Optimistic scenario					
Riskfree rate in the U.S.	3.30%	3.30%	4.50%	4.50%	4.50%
Country risk premium	60%	20%	15%	14%	14%
Cross-border beta	0.85	0.91	0.95	0.98	1
Firm beta	0.57	0.57	0.57	0.57	0.57
U.S. market risk premium	4%	4%	4%	4%	4%
Double counting depressor	0.56	0.56	0.56	0.56	0.56
Firm-related unsystematic risk premium	6%	6%	6%	6%	6%
Cost of equity capital	70.40%	30.50%	26.70%	25.80%	25.80%
Interest-bearing debt on assets ratio	5%	5%	5%	5%	5%
Cost of debt US comps	7%	7%	7%	7%	7%
Cost of debt	17%	15%	12%	12%	12%
Tax rate	35%	35%	35%	35%	35%
WACC	67%	29%	26%	25%	25%
Pessimistic scenario					
Riskfree rate in the U.S.	3.30%	3.30%	4.50%	4.50%	4.50%
Country risk premium	90.00%	90.00%	83.14%	68.57%	63.90%
Cross-border beta	0.82	0.82	0.83	0.84	0.85
Firm beta	0.57	0.57	0.57	0.57	0.57
U.S. market risk premium	4%	4%	4%	4%	4%
Double counting depressor	0.56	0.56	0.56	0.56	0.56
Firm-related unsystematic risk premium	6%	6%	6%	6%	6%
Cost of equity capital	100.30%	100.30%	94.70%	80.20%	75.50%
Interest-bearing debt on assets ratio	5%	5%	5%	5%	5%
Cost of debt	17.00%	17.00%	16.00%	15.00%	15.00%
Tax rate	35%	35%	35%	35%	35%
WACC	96%	96%	91%	77%	72%

Figure 2. Valuation spreadsheet for the Miltex-Merigiana acquisition* (continued)

	2003	2004	2005	2006	2007
Market Value of Invested Capital and Implied Equity Value					
Market value of invested capital (or firm value), optimistic	\$160.50				
Market value of invested capital (or firm value), pessimistic	\$23.30				
Debt	\$5.00				
Implied equity value, optimistic	\$155.50				
Implied equity value, pessimistic	\$18.30				
Minimum Monetary Goal of Acquirer	\$5.00				
Maximum price-Optimistic Scenario	\$150.50				
Maximum price-Pessimistic Scenario	\$13.30				

* All the synergies Merigiana feels can be realized upon acquisition have been built into the cashflows.

sense that they paint a radically different view of the same economy: one is a positive yet realistic outlook in which the economy is expected to fall back in the track of growth; the other is a gloomy outlook, in which the environment is not expected to change for good along the investment horizon. Note that the extreme scenarios are very different from each other, and not, as in naïve scenario framing, mild deviations from a single “expected” case.

Appraisers should next had to decide on whether to use nominal or real data in the valuation. Finance practitioners make a call for consistency: use nominal rates to discount nominal cashflows, and real rates to discount real

cashflows. But beyond that, there is no agreement among academics as to whether the nominal or real approach should be used in emerging markets. Kuemmerle (2002) has argued for the real approach, while Copeland et al. (2000) have argued for a hybrid (nominal + real) approach. Smith and Smith (2000), in turn, are for the nominal approach.

Yet the key question here is whether it makes a difference to use nominal or real data. The fact is that the nominal and real approaches will render the same NPV only under the most restrictive conditions (Patterson, 1995). First, real and nominal cashflows and discount rates should be related to each other via a simple Fisher-type relationship; yet this relationship holds true only if the financial leverage of the firm is zero, or if the personal tax rate is equal to the corporate tax rate (Ezzell and Kelly, 1984) –conditions unlikely to hold in many real-life companies, including Miltex. Second, the NPV equivalence needs the naïve assumption that revenues and costs will be affected by the same inflation rate –the general level of inflation. Yet in many high-inflation economies (like Argentina and Brazil), the assumption is unlikely to hold, as prices tend to rise faster than costs.

If a nominal analysis will not render the same NPV as a real one, which approach should be used? Merigiana chooses to craft *nominal* cashflows and discount them at a *nominal* rate, for three reasons. First, a cognitive one: only nominal data really allows managers to fully visualize the probable evolution of revenues and costs –i.e., managers tend to think in nominal terms. Second, for attaining efficiency in the valuation exercise; since most data available from financial information services are nominal, it is more effective to use nominal data than embark on computing real data; applying the real approach is not a straightforward process, as there is no readily agreed-upon method for selecting a real discount rate (Rappaport and Taggart, 1982), and thus the nominal approach results more expedient for valuation purposes (Mehta et al., 1984). Finally, taxes and depreciation may introduce systematic upward biases in a valuation obtained with real rates; this may make overpayment likely (Velez-Pareja and Tham, 2002).

Beyond the 5-year planning horizon, Miltex is expected to be valuable as well, and this requires defining a plausible terminal value for the target.

Merigiana has a hard time in figuring out long-term growth rates for the free cashflow, as this involves making daunting predictions on the future of a turbulent economy. They choose instead to use a cross-sectional, diachronic value reference: a firm value-to-sales multiple for Year 2007 from a comparable company.

Since there are no good comparables for Miltex in the local stock market, they resort to an average multiple obtained from carefully selected U.S. comparable companies. Yet this multiple needs to be properly adjusted before being applied to Miltex’s economic parameters. Cross-border corrections of multiples are mandatory, as similar companies may be valued differently in different geographic markets, for two reasons. First, major differences exist among countries regarding accounting reporting practices. It makes no sense to compare, for example, the earnings level of a German company with that of a Venezuelan firm, if the differences between the generally accepted accounting principles (GAAP) for each country are not properly known and accounted for.

In the U.S., a clear distinction exists between the accounting statement and the tax statement; both are based on different calculation rules –GAAP and tax regulations, respectively– and both are accepted by the law; the former is presented to investors, and the latter to the IRS for tax purposes. In contrast, in many European, Asian, and Latin American countries, the accounting statement is also used as the tax report. This provides a powerful incentive for management to artificially depress reported earnings through accounting shenanigans –not all of them permitted by the law– in order to pay lower taxes. Some typical maneuvers include recording as period expenses items that should be otherwise recorded as capital expenses; creating “hidden reserves,” useful for smoothing earnings volatility; applying accelerated depreciation methods in countries where their use is allowed to artificially depress earnings; and revaluing assets, a practice that is allowed in some countries but not in others.

The second reason to adjust multiples across borders is that different national stock markets may have widely different perceptions on the value of the same group of assets. These differences may be due to country risk

differentials perceived among economies, or to the simple fact that markets may value differently the same managerial/company attributes. As a result, similar companies with equivalent expected earnings may bear different values in different national stock exchanges. For instance, P/E ratios of U.S. and U.K. companies are substantially smaller on average than those of firms operating in Germany or Japan, even after accounting adjustments have been made. In other words, there exists a *country-related* effect on company value that cannot be resolved just by normalizing financial statements (Solnik, 1996).

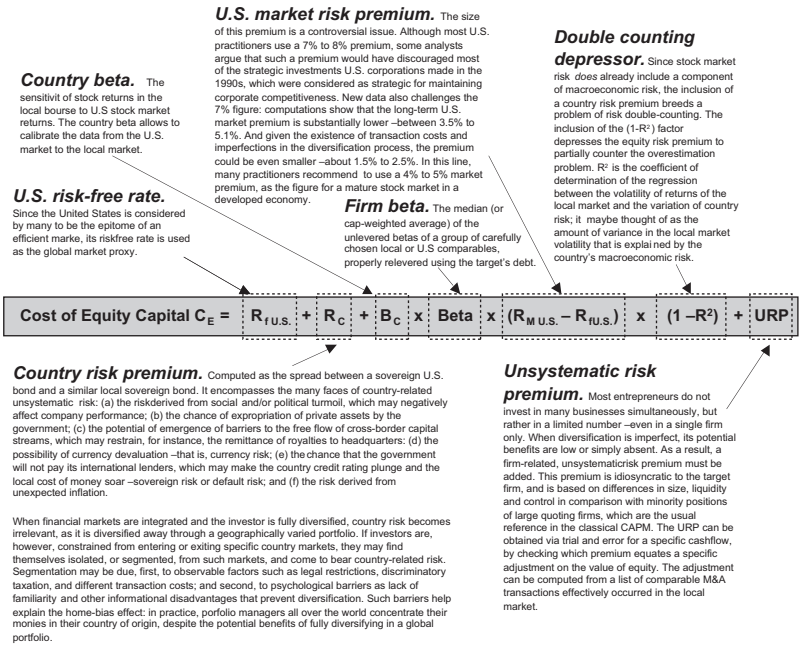
Due to these reasons, Merigiana knows that it is not possible to directly apply U.S. multiples to the Argentine target, and proceeds to correct them. Terminal value multiples for Miltex are computed as the product of two factors: (a) the median market value of invested capital (MVIC)-on-sales ratio for a small sample of U.S. comparables in the food industry (0.80); and (b) a cross-border adjustment –the quotient between the marketwise MVIC/Sales ratio in Argentina vs. the U.S. For the optimistic scenario, the cross border adjustment is 1.00, and corresponds to 1997, a year of economic recovery after the Mexican crisis of 1995. For the pessimistic scenario, the cross-border adjustment is 0.72, corresponding to 1998, a year of deep crisis in Argentina after the Russian default; this yields a MVIC/Sales of 0.58 for 2007. Firm beta is computed by relevering the median beta of U.S. comparables with Miltex's D/E ratio.

B. Transforming local cashflows into a reference currency. The computation of discount rates in emerging markets poses daunting technical challenges: country risk premiums may be misleading due to government regulations, market risk premiums may be very large or negative, and domestic comparables from which betas may be extracted could well be unavailable.⁶ For this reason, Merigiana prefers to compute U.S.dollar-based discount rates, which pose fewer technical problems. Peso cashflows are likewise translated into U.S. dollars by using spot exchange rate forecasts coming from an investment bank.

C. Modelling the cost of capital. Next comes the thorny issue of defining a U.S. dollar-based required rate of return for discounting Miltex's U.S. Dollar-denominated cashflows. Merigiana assumes that, after the deal, shareholder's wealth will be concentrated in just two stocks: Merigiana and Miltex. As a result, the diversification benefits for Merigiana's shareholders will be severely limited.⁷ This assumption discourages the use of a global CAPM (O'Brien, 1999; Stulz, 1995, 1999; Schramm and Wang, 1999) for computing the cost of capital of the target, since such would imply full diversification on the part of acquirers.

Merigiana decides to use instead the Private Venture Adjusted (PVA) CAPM, a full risk asset pricing model designed to compute the cost of equity capital of closely-held firms in emerging markets. In the PVA CAPM, the unsystematic risk arising from imperfect diversification is explicitly priced (see Figure 3) by including three premiums on top of the riskfree rate: the

Figure 3. The private venture adjusted CAPM



classical CAPM-based systematic risk; an unsystematic, country-related risk; and an unsystematic, firm-related risk. Under ESF, the acquirer will use the PVA CAPM to compute a different cost of equity for each extreme scenario.

Figure 2 shows that, within each scenario, the PVA CAPM uses a time-varying discount rate. To understand the logic of this, consider the sovereign bond yield—the most common proxy for the country risk premium (Godfrey and Espinosa, 1996; Lessard, 1996; Budyak and Hackett, 2000). Although a sovereign bond yield curve may bear different shapes, an upward-sloping pattern is the usual occurrence (Campbell, 1995; see the curve in Figure 4a for an illustration); this is because investors demand a liquidity premium for longer maturities (Choudhry, 2001).

When constructing the discount rate, valuation practitioners in both the U.S. and Argentina usually employ a *constant* sovereign yield premium—the one corresponding to a bond whose term matches that of the investment under appraisal (Pratt et al., 1996; Bruner, 1998; Pereiro, 2006). Yet if the real yield curve is instead upward sloping, a constant premium will systematically underestimate the NPV of the project, for earlier cash flows are discounted at higher rates than should be (Patterson, 1995).

In contrast, when a severe macroeconomic crisis hits, the yield curve inverts itself, going to strongly downward sloping (see the curve in Figure 4B): the crisis makes bond prices drop dramatically, as investors deem extremely difficult to collect their monies in the short term from a defaulted government. Since yield and price of a bond bear an inverse relationship, short-term yields suffer an abrupt increase, turning negative the slope of the yield curve.

With a steep downward-sloping curve, the use of a constant country risk premium (equal to the yield spread of a long-term sovereign bond) is an *over-optimistic* valuation strategy, as earlier cashflows are discounted at *lower* rates than should be. A crisis makes earlier cashflows much riskier than later cashflows, and the former should be discounted at *higher* rates. This situation mimics that of uncertain technology ventures whose risk is high at first and then shrinks with time, as initial technical and market

Figure 4a. The country risk premium under crisis / May 2000

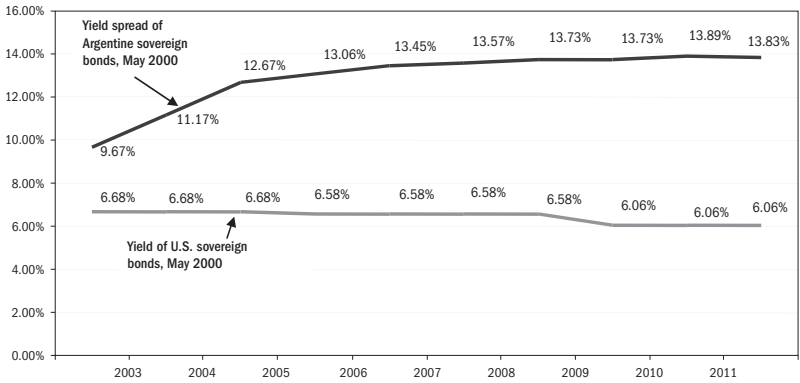
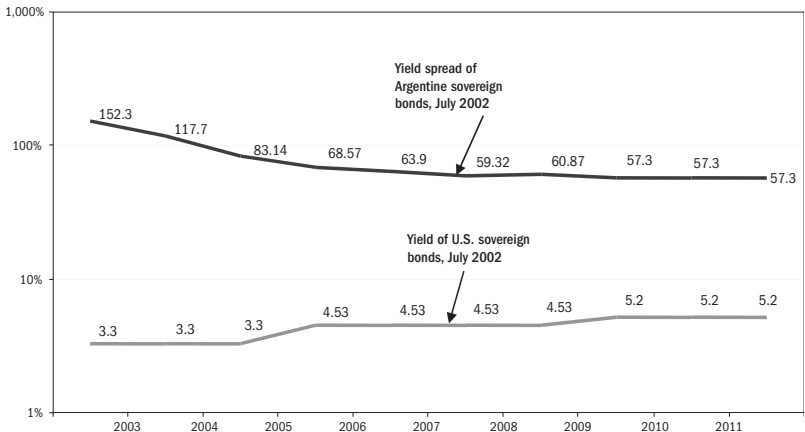


Figure 4b. The country risk premium under crisis / July 2002*



*Log scale.

uncertainties get resolved (see e.g. Hodder and Riggs, 1985). A time-varying, decreasing discount rate is the proper tool to compute the cost of equity in these situations, and this is what Merigiana chooses to do (see Figure 2).⁸ For the optimistic scenario, appraisers arbitrarily cuts the yield at 60% for 2003 and then apply a rapidly decreasing yield for the remaining years. For

the pessimistic scenario, in contrast, they kink the yield curve arbitrarily at 90% for 2003 and 2004, but apply the values straight from the yield curve in Figure 4B to the rest of the planning horizon.

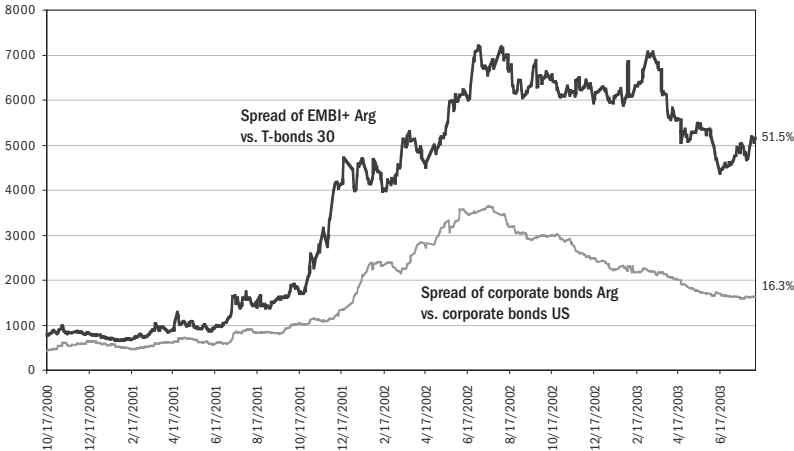
Some would argue that the outrageously large country risk premiums that result from the exercise –from about 60% to 90%– should not be used for the determination of the cost of equity, since beyond a yield of 1,000 or 1,500 basis points, trading of the reference sovereign bond may actually stop and yields will be theoretical not real. Yet the objection is irrelevant as long as the numbers give managers a plausible *ex-ante* measure of the risk they perceive present in the project. Figure 2 shows that Miltex’s resulting WACC oscillates between 72% and 96% in the pessimistic scenario. Such figures may be plausible to the investor, as they are well in line with the required rates of return sought by seasoned venture capitalists in high-risk startups, both in the U.S. and Argentina (see e.g. Timmons, 1994; Wetzels, 1997; Pereiro, 2001b).⁹ Clearly, Miltex is not a start-up but rather a well-established firm; yet the staggering nature of the *country* where it operates justifies the use of such large cost of capital figures.

The analyst that finds such sovereign yields implausible may resort to another technique: the use of corporate bond yields. Nakhjavani and Wong (2002) argue that under macroeconomic crises, the bonds of large, credit top-rated domestic corporations show lower yields than the corresponding sovereign bond yields. These blue-chip firms have access to global debt and equity finance at rates cheaper than those of more domestically focused peers. Along this line, the analyst could proxy the country risk premium by the spread in an index of local corporate bonds against a global corporate bond index; under this method, the resulting country risk premium will be smaller and hence more plausible. As an illustration, by July 2002 the Argentine sovereign bond spread as measured by Morgan Stanley’s EMBI+ was 71.1%, while the spread of an index of Argentine corporate bonds quoting in the NYSE against a US corporate bond index, climbed to 35.2% only (see Figure 5). In the remaining of this paper, however, I will assume the investor is using the sovereign yield spread as a proxy for the country risk premium.

Envisioning the future evolution of the cross-border beta is more difficult. Country beta is the correlation between the U.S. and the foreign stock market multiplied by the quotient of the volatilities for both markets (Lessard, 1996). Under a crisis, correlation may be expected to decrease if we assume no worldwide contagion effect is present; but the volatilities quotient may well go up –then the resulting direction of the change in country beta is uncertain.

In our case, the Argentine cross-border beta goes from 0.91 to 0.82 as the crisis erupts: the drop in correlation outweighs the increase in the volatility of Argentine stocks. This smaller beta renders a smaller systematic risk premium. Yet we still get a large total cost of equity figure, as the huge country risk premium more than counterbalances the decrease in systematic risk. The systematic risk premium plays, in fact, a very minor role in the resulting term structure of Miltex’s discount rate. Figure 2 shows that Merigiana assumes an upward-sloping term structure for the cross-border beta, as expects the cross-border correlation to increase faster than volatility is decreasing. As for the factor correcting the double counting of risk, Merigiana finds that the number does not change under the crisis –country risk seems to continue explaining about 44% of Argentine stock returns.

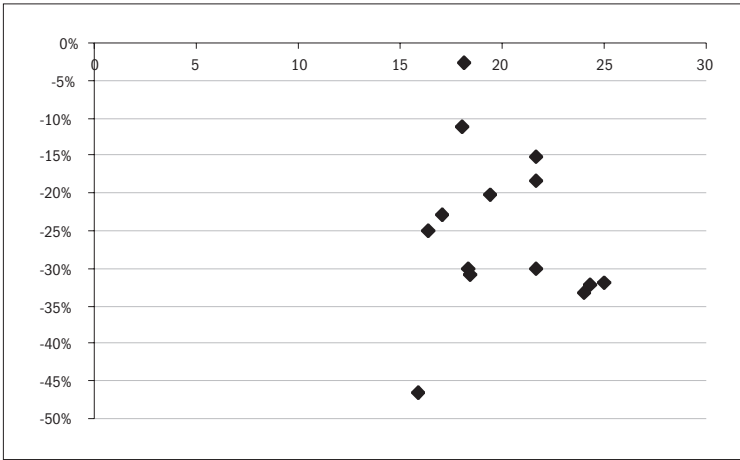
Figure 5. Corporate bond spreads for argentina



Next comes the issue of deciding on the evolution of the firm beta and the U.S. market risk premium. Firm betas tend to shrink with time, as companies grow stronger and more stable. Yet Merigiana believes Miltex is an already mature firm with a stable beta, and uses a constant beta –the median beta of a group of carefully selected U.S. comparables, properly relevered with Miltex’s target D/E ratio. Regarding the U.S. market risk premium, Merigiana opts to use a constant figure (4%), considered to be a plausible long-term premium for the world’s most mature and efficient stock market (Damodaran, 2002; Pereiro, 2002b).

Finally, recall that Miltex is a closely-held company. In order to define a proper firm-related unsystematic risk premium for it, Merigiana performs simulations with the valuation spreadsheet, learning that the sensitivity of Miltex’s equity value, given its expected debt levels, is about 0.6:1 –i.e., a 0.6% increase in the discount rate triggers a fall in equity value of about 1%. The average unsystematic risk discount for equity-controlling positions in large Argentine closely held firms like Miltex is 10% (Pereiro, 2001a); then

Figure 6. Percent difference between P/E ratios of public vs. private firms in the U.S. as a function of P/E ratios of public U.S. firms, 1985-2000*



*Based on data from Mergerstat Review 2001, as quoted in Pratt (2001).

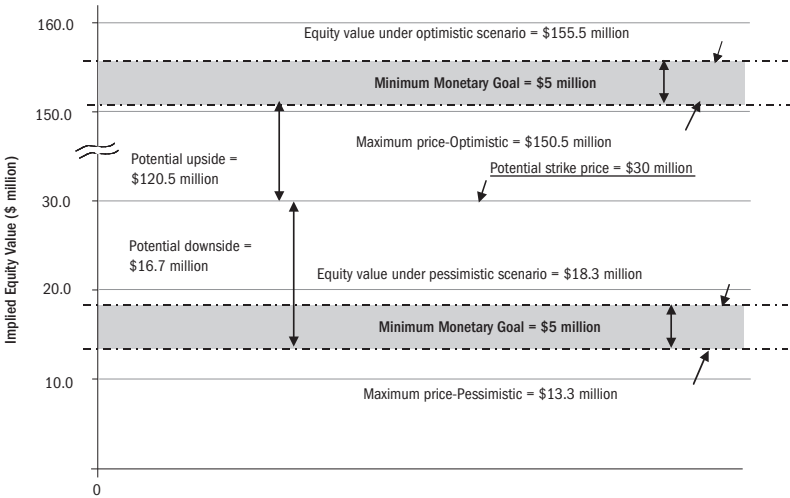
6% is the premium to be introduced into the discount rate. But, should this premium change with the level of economic activity? Figure 6 shows a plot of the difference between the P/E ratios of public vs. private firms in the U.S. against the state of the economy, the latter proxied by the P/E of public firms. Correlation between both variables is very low -0.09 when outliers from 1993 and 1994 are included in the regression, and 0.12 when removed. This suggests that the differential premium between private and public firms is uncorrelated with the general level of economic activity. Merigiana assumes the finding may also hold for Argentina, and applies a constant 6% premium all along the planning horizon.

D. Computing the long-term value of the target. So far, ESF has rendered two alternative values for Miltex's equity: \$18.3 million and \$ 150.5 million (Figure 7). This large dispersion comes as no surprise, for extremes scenarios are the reflection of dramatically different conditions and should thus produce widely different outcomes.¹⁰

The next step is to draw "value windows" from the extreme scenarios. First, Merigiana defines a minimum monetary goal (MMG) for the transaction. This is usual behavior, as investors define in their minds a measure of economic success against which they contrast the present value of the projects under appraisal (Socol and Kuhn, 2000). For instance, assuming a \$ 5 million MMG, a *desirability window* can be defined for the acquisition: all prices below \$ 13.3 million will be accepted. A *rejection window* can be likewise defined: all prices above \$ 155.5 million will be rejected. But what is the long-term value of the target?

ESF defines long-term asset value as a weighted-average of the values in the extremes, multiplied by their respective state probabilities. Such value will be *free* from narrow framing, in the sense that extremes have already been incorporated in the analysis of future outcomes. To compute the probabilities of each extreme state Merigiana could use different econometric methods like Logit/Probit, structural VAR, or discriminant analysis (Burkart and Coudert, 2002). It can also use simply a historical frequency analysis;

Figure 7. Value windows in the Merigiana-Miltex deal



for example, Bordo et al. (2001) have determined that the annual frequency of all types of crises (currency, banking or twin crisis) in emerging markets to be about 27%; this means expecting a crisis every 3.4 years. Further, crises will produce an average output loss in the economy of about 9%, lasting an average of 2.4 years until recovery.¹¹ When applied to the Merigiana case, a 27% chance of for the submergence state derives in a probability-weighted average value for Miltex of about \$117 million. This is the number that must inform the ensuing price negotiation.

E. ESF as a transparent decision-making tool. I will conclude by showing that ESF may also help identify other biases in the acquisition decision. For simplicity, assume now the probabilities of occurrence of the extreme scenarios are assigned an equal chance; assume further that the price being talked by both parties is \$ 30 million. Under these conditions, rational decision-making would predict acquirers will pay up to \$80 million for Miltex –a price at which the upside (potential for value creation) and downside (potential for value destruction) are of similar size. Yet, *most real-life acquirers will be*

willing to pay up to \$ 50 million only. This behaviorally-loaded breakeven point has been documented by the prospect theory of choice (Kahneman and Tversky, 1979), which suggests that losses carry about 2.5 times the weight of gains in the mind of the average investor (Shefrin, 2001).

This overweighting of losses has a name: it is a behavioral bias called loss *aversion* (Kahneman and Tversky, 1979), and means that the decision to invest is much more influenced by *downside* risk than by the total or the upside risks perceived by the investor (Estrada, 2000; Miller & Leiblein, 1996; Ruefli, Collins and Lacugna, 1999). The experiment shown in Table 1 suggests that the effect is in fact operating in the case of Merigiana-Miltex.

Table 1. Decision-making experiment for the Merigiana-Miltex deal^a							
Deal Price (\$ million)	Group I: % accepting to invest	Group II: % accepting to invest	Upside (GAIN)	Downside (LOSS)	Upside Minus Downside	Behaviorally-loaded downside (BLD)	Upside Minus BLD
10	100	100	140	3	143	7.5	147.5
20	100	56	130	-7	123	-17.5	112.5
30	62	33	120	-17	103	-42.5	77.5
40	62	33	110	-27	83	-67.5	42.5
50 ^b	8	22	100	-37	63	-92.5	7.5
60	0	0	90	-47	43	-117.5	-27.5
70	0	0	80	-57	23	-142.5	-62.5
80 ^c	0	0	70	-67	3	-167.5	-97.5
90	0	0	60	-77	-17	-192.5	-132.5

a. Decision behavior of two groups of subjects exposed to Merigiana's decision situation. Group I: 19 advanced corporate finance MBA students from the Kenan-Flagler Business School, University of North Carolina at Chapel Hill. Group II: 9 advanced corporate finance MBA students at the HEC School of Management, Paris. In both groups, subjects stop accepting to invest at about the \$ 50 million point. BLD= 2.5 x Downside.

b. Behaviorally-loaded break-even point.

c. Rational break-even point.

Loss aversion can be used, at the acquirer's discretion, as a compensatory mechanism for overoptimism. The logic of rational choice (expected utility theory) is generally satisfied in transparent choice situations but often violated in non-transparent ones (Tversky and Kahneman, 1986). The advantage of ESF is that it provides transparency –and hopefully rationality– to the investment decision, for it forces the potential acquirer to clearly spell out the maximum affordable loss, and to decide whether or not the deal price must “stretch” to achieve a behaviorally-loaded monetary goal. In other words, the acquirer may or may not decide to succumb to the loss aversion bias (i.e., decide to follow prospect theory instead of the rational theory of choice). In any case, ESF makes the bias evident to the acquirer.

4. Deciding Acquisitions under Extreme Scenario Framing

Investors deciding to acquire a firm in an emerging market may succumb to narrow framing biases, whereby they anchor their perceptions of the future in the most recent past only. If the target is in a state of emergence, they may either overlook the possibility of catastrophic losses or overestimate the potential for growth in the recovery phase of the economy; if the current state is submergence, biases may make them overlook the possibility of future recovery.

This paper discusses Extreme Scenario Framing (ESF), a valuation method designed to temper the bidder's decision-making process and help him in avoiding overpaying or underbidding for a target. ESF appraises the value of a company via a binary framework that reflects the extremely different and evolving “views of the world” the acquirer holds in mind. First, ESF downplays the effects of narrow framing since it incorporates in the analysis extreme outcomes which are based on long-term historical data. Second, the method spells out clearly the buyer's attitudes toward downside risk and loss aversion—an additional bias that may or may not be used, at the acquirer's discretion, to moderate the investment decision. By managing narrow framing and loss aversion, ESF may decrease the proneness of an acquirer to overpay

for a target company in a takeover bid, and so avoid the destruction of shareholder's value. Alternatively, it may help avoid underbidding, thus preventing the bypassing of a potentially profitable acquisition deal.

NOTES

- 1 For extensive reviews of the available evidence, see Andrade *et al.*, 2001 and Bruner, 2002.
- 2 Distressed firms may attract portfolio managers following contrarian strategies; multinational firms searching for inexpensive ways of establishing locally; and *distress funds* –private equity buyers that acquire devalued firms, take over the debts of the targets, and prepare these for sale in rosier times. Even multinationals that have, in expansion times, injected money in heavily foreign-currency indebted local companies may find it attractive to take over the debts of the latter and capitalize them as shares in times of crises. If the market re-emerges, all these investors may extract a substantial upside from the deal.
- 3 Jorion and Goetzmann (1999) show that the median annual return for all world equity markets over 1921-1996 (the US excepted) is a meager 0.8 percent per annum.
- 4 A typical construction may run as follows: "Assume that sales will be 20% lower and costs 30% higher than expected in the pessimistic case, and sales 10% higher and costs 5% lower than expected in the optimistic case".
- 5 Both Merigiana and Miltex are fictitious firms, yet they are based on real-life companies.
- 6 See Pereiro (2006) for a detailed discussion.
- 7 The assumption of underdiversification of Merigiana's shareholders is fully plausible and in line with a growing amount of empirical evidence that confirms that many types of investors hold in practice highly concentrated portfolios. See for instance Huberman (2001) on individual investors, Moskowitz and Vissing-Jorgensen (2002) on entrepreneurs, Norton and Tenenbaum (1993) and Schertler (2001) on venture capitalists, Freear, Sohl and Wetzel (1997) and Pereiro (2001b) on angel investors, and Coval and Moskowitz (1999), French and Poterba (1991), Cooper and Kaplanis (1995), Hasan and Simaan (2000) and Glassman and Riddick (2001) on portfolio investors and money managers.
- 8 The usefulness of a time-varying rate is questionable if most of the value of the target is concentrated in the terminal value. This is indeed the case for Miltex; yet we will use a time-varying rate to illustrate the procedure. The analyst should decide whether the additional expense incurred by using a time-varying analysis is justified in each case.
- 9 Smith and Smith (2000) argue that the rates used by venture capitalists are not really discount rates but hurdle rates, conceived to encompass the large risk embodied in a private acquisition. This argument does not deter venture capitalists from their usual practice of using extremely large rates for discounting cashflows of the ventures under their appraisal. In any case, our point in this paper is that large rates of discount may perfectly be a plausible benchmark for an imperfectly diversified investor.

- 10 The binary payoff structure may suggest a real option is present, but this is just a mirage since the investment cannot be staged: Miltex's shareholders have warned they wish to cash out and fully retire from the acquired firm if the deal goes forward.
- 11 Figures are computed over 1973-1997. The precise number for crisis frequency in emerging markets is 26.7%. Bordo et al. (2001) define output loss as the cumulative difference between pre-crisis trend growth and actual growth in GDP from onset to recovery. A regression analysis could be conducted to forecast the free cashflows of the acquisition as a function of GDP. *Duration* of a crisis is the number of years before GDP growth returns to the trend rate of GDP growth of the 5 years preceding the crisis. For industrial nations, the frequency of crises, output loss and duration figures are, respectively, 12.2%, 6.3%, and 2.7 years %. These numbers are clearly material, suggesting the ESF methodology may also be fruitfully applied to acquisitions in developed markets.

REFERENCES

- Andrade, G., M. Mitchell, and E. Stafford, 2001, New evidence and perspectives on mergers, *Journal of Economic Perspectives* 15, 103-120.
- Arnold, J.H., 1986, Assessing capital risk: you can't be too conservative, *Harvard Business Review* (September-October), 113-121.
- Bordo, M., Eichengreen, B., Klingebiel, D. and M.S. Martinez-Peria, 2001, Is the crisis problem growing more severe?, *Economic Policy*, April, 51-82.
- Bruner, R.F., 2002, Does M&A Pay? A survey of evidence for the decision maker, *Journal of Applied Finance* (Spring-Summer), 48-68.
- Bruner, R.F., K.M. Eades, R.S.Harris and R.C.Higgins, 1998, Best practices in estimating the cost of capital: survey and synthesis, *Financial Practice and Education*, 14-28.
- Budyak, J.T. and L.P.Hackett, 2000, International cost of capital, in: R.F.Reilly and R.P.Schweih, eds., *Handbook of Advanced Business Valuation* (McGraw-Hill, New York).
- Burkart, O. and V. Coudert, 2002, Leading indicators of currency crises for emerging countries, *Emerging Markets Review* 3, 107-133.
- Campbell, J.Y., 1995, Some lessons from the yield curve, *Journal of Economic Perspectives* 9, 129-152.
- Choudhry, M., 2001. *The Bond and Money Markets: Strategy, Trading, Analysis* (Butterworth-Heinemann, London).
- Cooper, I. and E. Kaplanis, 1995, Home bias in equity portfolios and the cost of capital for multinational firms, *Journal of Applied Corporate Finance* 8, 95-102.

- Coval, J.D., and Moskowitz, T.J., 1999, Home bias at home: local equity preference in domestic portfolios, *Journal of Finance* 54, 1-39.
- Davis, L.E., and D.C. North, 1971. *Institutional change and American economic growth* (Cambridge University Press, London).
- Damodaran, A., 2002, *Investment valuation* (Wiley, New York).
- Duhaime, I.M., and C.R. Schwenk, 1985, Conjecture on cognitive simplification in acquisition and divestment decision making, *Academy of Management Review* 10, 287-295.
- Copeland, T., Koller, Y. and J.Murrin, 2000. *Valuation: measuring and managing the value of companies* (Wiley, New York).
- Estrada, J., 2000, The cost of equity in emerging markets: a downside risk approach, *Emerging Markets Quarterly*, 19-30.
- Ezzell, J.R. and W.A. Kelly, Jr., 1984, An APV analysis of capital budgeting under inflation, *Financial Management*, 49-54.
- Freear, J., Sohl, J.E. and W.E. Wetzell, 1997, The informal venture capital market: milestones passed and the road ahead. In: Sexton, D.L. and R.W. Smilor (Eds.), *Entrepreneurship 2000*, (Upstart, Chicago), 47-69.
- French, K.R. and J.M.Poterba, 1991, Investor diversification and international equity markets, *American Economic Review* 81, 222-226.
- Garten, J.E., 1997, Troubles ahead in emerging markets, *Harvard Business Review* 75, 38-50.
- Glassman, D.A. and L.A.Riddick, 2001, What causes home asset bias and how should it be measured?, *Journal of Empirical Finance* 8, 35-54.
- Godfrey, S. & R. Espinosa, 1996, A practical approach to calculating costs of equity for investments in emerging markets, *Journal of Applied Corporate Finance* 9, 80-89.
- Goetzmann, W.N. and P. Jorion, 1999, Re-emerging markets, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 34, 1-31.
- Hasan, I. and Y.Simaan, 2000, A rational explanation for home country bias, *Journal of International Money and Finance* 19, 331-361.
- Hayward, M.L.A. and D.C. Hambrick, 1997, Explaining the premiums paid for large acquisitions: evidence of CEO hubris, *Administrative Science Quarterly* 1, 103-127.
- Hodder, J.E. and H.E. Riggs, 1985, Pitfalls in evaluating risky projects, *Harvard Business Review* 63, 128-135.
- Huberman, G., 2001, Familiarity breeds investment, *Review of Financial Studies* 14, 659-680.
- Jorion, P., and W.N. Goetzmann, 1999, Global stock markets in the twentieth century, *Journal of Finance* 54, 953-980.

- Kahneman, D. and D. Lovallo, 1993, Timid choices and bold forecasts: a cognitive perspective on risk taking, *Management Science* 39, 17-31.
- Kahneman, D. and A. Tversky, 1979, Prospect theory: an analysis of decision under risk, *Econometrica*, 263-291.
- Kuemmerle, W., 2002, Valuing cash flows in an international context, Working Paper N9-803-028, Harvard Business School.
- Langer, E.J., 1975, The illusion of control, *The Journal of Personality and Social Psychology* 32, 311-328.
- Levinthal, D.A. and J.G. March, 1993, The myopia of learning, *Strategic Management Journal* Winter, 95-112.
- Lessard, D., 1996, Incorporating country risk in the valuation of offshore projects, *Journal of Applied Corporate Finance* 9, 52-63.
- Liu, J., Longstaff, F.A., and J. Pan, 2003, Dynamic asset allocation with event risk, *Journal of Finance* 58, 231-259.
- Malmendier, U. and G. Tate, 2002, *Who makes acquisitions?: CEO overconfidence and the market's reaction*, Working Paper, Stanford University.
- Mehta, D.R., Curley, M.D. and H. Fung, 1984, Inflation, cost of capital, and capital budgeting procedures, *Financial Management*, 48-54.
- Miller, K. D. and M. J. Leiblein, 1996, Corporate risk-returns relations: returns variability versus downside risk, *Academy of Management Journal* 39, 91-122.
- Mitroff, I.I. and M.C. Alpaslan, 2003, Preparing for evil, *Harvard Business Review* (April), 3-9.
- Moskowitz, Y. and A. Vissing-Jørgensen, 2002, The returns to entrepreneurial investment: a private equity premium puzzle?, *American Economic Review* 92, 745-779.
- Nakhjavani, M. and G. Wong, 2002, Valuation in emerging markets: the treatment of global companies, Proceedings of the Conference on Valuation in Emerging Markets, Batten Institute, Darden Graduate School of Business Administration, University of Virginia.
- Norton, E. and Tenenbaum, B.H., 1993, Specialization versus diversification as a venture capital investment strategy, *Journal of Business Venturing* 8, 431-442.
- O'Brien, T.J., 1999, The global CAPM and a firm's cost of capital in different currencies, *Journal of Applied Corporate Finance* 12, 73-79.
- Patterson, C.S., 1995. *The Cost of Capital: Theory and Estimation* (Quorum Books, Connecticut).
- Pereiro, L.E., 2006. The practice of investment valuation in emerging markets: evidence from Argentina, *Journal of Multinational Financial Management* 16, 160-183.

- Pereiro, L.E., 2002a. Paradise lost: the lessons of Argentina for international investors, *Journal of Corporate Accounting and Finance* 13, 17-21.
- Pereiro, L.E., 2002b. *Valuation of companies in emerging markets: a practical approach* (Wiley, New York).
- Pereiro, L.E., 2001a, The valuation of closely-held companies in Latin America, *Emerging Markets Review* 2, 330-370.
- Pereiro, L.E., 2001b, Tango and cash: entrepreneurial financing and venture capital in Argentina, *Venture Capital* 3, 291-308.
- Powers, M.R., 2003, "Leapfrogging" the variance: the financial management of extreme-event risk, *Journal of Risk Finance* (Summer), 26-39.
- Pratt, S.P., 2001. *Business Valuation Discount and Premiums* (Wiley, New York).
- Pratt, S.P., Reilly, R.F., and R.P. Schweighs, 1996. *Valuing a Business: The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies*, (McGraw-Hill, New York).
- Rappaport, A. and R.A. Taggart, 1982, Evaluation of capital expenditure proposals under inflation, *Financial Management*, 5-13.
- Roll, R., 1986, The hubris hypothesis of corporate takeovers, *Journal of Business* 59, 197-216.
- Ruefli, T.W., Collins, J.M. and LaCugna, J.R., 1999, Risk measures in strategic management research: aud lang syne?, *Strategic Management Journal* 20, 167-194.
- Schertler, A., 2001, *Venture capital in Europe's common market: a quantitative description*, Working paper # 1087, Kiel Institute of World Economics, 1-103.
- Schramm, R.M. and H.N.Wang, 1999, Measuring the cost of capital in an international CAPM framework, *Journal of Applied Corporate Finance* 12, 63-72.
- Shefrin, H., 2001, Behavioral corporate finance, *Journal of Applied Corporate Finance* 14, 113-124.
- Smith, J.K. and R.L. Smith, 2000, *Entrepreneurial Finance* (Wiley, New York).
- Socol, R.S. and R.L. Kuhn, 2000, How valuations affect transactions: psychological powers of financial numbers, in: Reilly, R.F. and R.P.Schweih, eds.: *Handbook of Advanced Business Valuation* (McGraw-Hill, New York).
- Solnik, B., 1996. *International investments*, (Addison-Wesley, Reading, MA).
- Stulz, R., 1999, Globalization, corporate finance, and the cost of capital, *Journal of Applied Corporate Finance* 12, 8-25.
- Stulz, R., 1995, Globalization of capital markets and the cost of capital: the case of Nestle, *Journal of Applied Corporate Finance* 8, 30-38.

- Timmons, J., 1994. *New Venture Creation* (Irwin, Chicago).
- Tversky, A. and D. Kahneman, 1986, Rational choice and the framing of decisions, *Journal of Business* 59, 251-278.
- Tversky, A. and D. Kahneman, 1971, The belief in the law of small numbers, *Psychological Bulletin* 76, 105-110.
- Velez-Pareja, I. and J. Tham, 2002, Valuation in an inflationary environment, Proceedings of the Conference on Valuation in Emerging Markets, Batten Institute, Darden Graduate School of Business Administration, University of Virginia.
- Watkins, M.D. and M.H. Bazerman, 2003, Predictable surprises: the disasters you should have seen coming, *Harvard Business Review* (March-April), 3-10.
- Wetzel, W.E., Jr., 1997, Venture capital, in: W.D. Bygrave, ed.: *The Portable MBA in Entrepreneurship* (Wiley, New York).

FLEXIBILIDAD PRODUCTIVA EN UN SISTEMA MIXTO DE FABRICACIÓN A PEDIDO Y PARA INVENTARIO *

*Germán Guido Lavalle y Esteban Santucci***

Resumen: La flexibilidad productiva es un imperativo de los mercados competitivos actuales, pero ella está asociada, en general, con mayores costos, por lo que su tipo y grado deben ajustarse a la definición de negocio de cada empresa. En este trabajo se presenta un ejemplo en el que una estrategia de manufactura mixta, de producción a pedido y producción para inventario, maximiza la rentabilidad de una fábrica de alimentos. Dado que el problema de optimización no tiene solución analítica, se recurre a la simulación discreta para encontrar los parámetros óptimos de planificación de la producción.

Introducción

La definición de una estrategia de manufactura implica primordialmente la determinación de la flexibilidad requerida, para lo cual suelen definirse cinco genéricas: despachar para inventario (*ship-to-stock*, STS), fabricar para inventario (*make-to-stock*, MTS), ensamblar a pedido (*assemble-to-order*, ATO), fabricar a pedido (*make-to-order*, MTO) y comprar a pedido (*buy-to-order*, BTO). Sin embargo, la estrategia adecuada para una empresa puede ser una combinación de las anteriores para distintos productos e incluso, como se analiza en este artículo, para un mismo producto. Esto

* Este proyecto de investigación fue financiado por el Instituto Universitario ESEADE.

** Germán Guido Lavalle es Doctor en Ingeniería Nuclear (Instituto Balseiro), Investigador Principal y Profesor de (ESEADE) y Director de CANDOIT Ingeniería y Tecnología. Email: gguidolavalle@candoit.com.ar. Esteban Santucci es Ingeniero Industrial y Coordinador de Consultoría Industrial en CANDOIT.

requiere entonces un análisis particular, que es posible que requiera avanzadas técnicas de optimización.

El objetivo de este trabajo es analizar, a partir de un caso real, un sistema productivo mixto MTO/MTS y determinar la metodología de optimización adecuada. Este tipo de sistemas ha sido muy poco estudiado el pasado,¹ pero es posible que aparezcan con mayor frecuencia en la industria a medida que la presión competitiva las impulse a buscar alternativas productivas más allá de las tipologías genéricas mencionadas.

La flexibilidad es un imperativo de la manufactura moderna, como respuesta a las variaciones del entorno de la empresa y de los procesos dentro de ella, aunque debe ser consistente con la política general de la empresa ya que, en general, tiene un costo asociado por lo que debe definirse qué tipo de flexibilidad se requiere (Tsubone, Ishikawa y Yamamoto, 2002).

Se definen dos grandes grupos de flexibilidad: organizacional y productiva (Wang y Rosenshine, 1983; Zoller, 2006). La primera incluye cuatro tipos:

- de operaciones: la capacidad de satisfacer la demanda de consumidores con diferentes requerimientos,
- de mercado: la capacidad de diseñar nuevos productos,
- de suministro: la capacidad de reconfigurar geográficamente la cadena de suministros, ante cambios en los proveedores y consumidores, y
- de sistemas de información: la capacidad de alinear los sistemas de información frente a demandas variables de los consumidores.

La flexibilidad productiva incluye la capacidad de adaptarse de manera económica variando:

- Mix: combinación de productos que requiere la demanda
- Volumen o *batch*
- Capacidad
- Manejo de Materiales
- Procesos
- Maquinarias
- Centros de Trabajo

Un caso particular y que requiere una política específica lo constituye un sistema productivo en el que se balancean las ventajas y desventajas de

fabricar contra pedido y para stock, dando lugar a un sistema mixto MTO/MTS. Como se verá, esta combinación produce una flexibilidad organizacional importante, que requiere de una gran flexibilidad operativa y una adecuada optimización para que sea eficiente en costos.

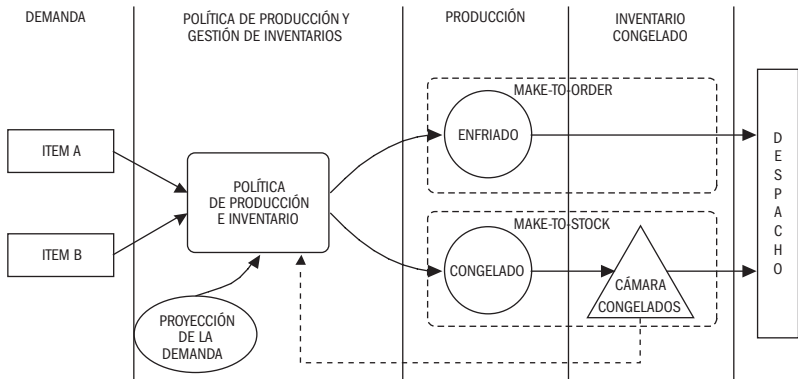
Uno de los casos en que las ventajas del MTO (sin inventario de producto terminado) se contrapesan con las del MTS (menor capacidad instalada) es el de una fábrica de alimentos, tortas y otros productos similares, que puede entregar sus productos enfriados para ser consumidos en los siguientes dos días o puede congelarlos, a un costo bastante mayor, y así guardarlos en stock.

Una fábrica de alimentos enfriados/congelados

Esta fábrica, ubicada en la provincia de Buenos Aires, Argentina, ofrece una variedad de productos, que podríamos dividir en dos grandes grupos: A y B. La demanda de estos ítems se caracteriza por contar con una marcada estacionalidad semanal y es conocida con certeza sólo el día anterior a las entregas, cuando arriban las últimas órdenes de compra de ese día. Ambos grupos de productos son, en general, fabricados y luego se mantienen enfriados para su despacho al día siguiente. Pero también existe la posibilidad de congelarlos y mantenerlos en stock por un período prolongado y así despacharlos cuando la demanda supera a la capacidad instalada. En principio, no resulta conveniente el congelamiento si existe suficiente capacidad, ya que el proceso debe realizarse con nitrógeno líquido para conservar las propiedades organolépticas del producto, lo que lo encarece significativamente.

El proceso productivo, entonces, sigue el esquema de la Figura 1: una vez que se reciben los pedidos de ambos productos debe decidirse, en base a una cierta política y a los datos de capacidad instalada, costos, y stocks, cuánto producir de cada grupo y cuánto congelar o descongelar. El establecimiento de una política que maximice la rentabilidad de la empresa será el objeto de las próximas secciones.

Figura 1. Esquema del sistema productivo



Políticas de producción e inventario

En un sistema MTO, el que se daría sin capacidad de congelar, no hay inventario de producto terminado y simplemente se produce lo que la demanda ha solicitado, si alcanza la capacidad instalada. Esta última debe estar preparada para responder a los picos de demanda.

En un sistema MTS, se fija el nivel de inventario deseado y se produce lo necesario para mantenerlo. El nivel de inventario se obtiene a partir de la demanda –su valor y su fluctuación– y la capacidad de producción, de manera de lograr un objetivo de satisfacción del cliente, expresado habitualmente como el porcentaje de veces que se cumple con los pedidos o su inversa, los *stockout*.

Pero, ¿cuál es la política adecuada en este caso? Con el fin de abastecer la demanda con un cierto nivel de servicio, minimizando los costos totales de producción (costo de producir el ítem enfriado/congelado, mantener en inventario, lanzar una orden a fábrica...) se evalúan tres políticas de producción y gestión de inventarios.

Para evaluarlas se utiliza una herramienta de simulación estocástica discreta que permite determinar los parámetros del sistema modelado que

minimizan los costos totales, sujeto a las restricciones de capacidad, niveles objetivos de inventario señalados, pronóstico de la demanda y su variabilidad y el nivel de servicio propuesto.

Se asume, a modo de ejemplo, que los costos de A son menores que los de B, que el mayor costo diferencial entre congelar y enfriar corresponde a B y que la capacidad total instalada de fábrica es flexible pudiendo producir A y/o B, ya que la producción es de mano de obra intensiva. Éstos y el resto de los parámetros que intervienen en este ejemplo se muestran en la siguiente tabla.

Demanda			Costos				
	A	B		CP (\$/u)	CMI (\$/u/d)	CO (\$/u)	
Lunes	10	30	Enfriado	A	1	0,05	2
Martes	20	30		B	3	0,6	2
Miércoles	30	30	Congelado	A	2	0,02	2
Jueves	40	30		B	6	1,5	4
Viernes	80	30	Capacidad productiva = 90 u/d				
Sábado	90	40					
Domingo	60	40					

Política 1: inventario objetivo fijo y priorización de costos

Esta política utiliza la capacidad instalada para producir enfriado, en primer lugar, aquel producto cuyo costo diferencial enfriado/congelado sea mayor, y luego produce enfriado el restante. Si resta capacidad instalada, la utiliza para llegar a un nivel de inventario congelado para cada producto, comenzando por el de menor costo congelado. Si la capacidad no fuera suficiente, utiliza el stock disponible para abastecer la demanda.

Para fijar los niveles objetivo, se determinan los mínimos necesarios para abastecer completamente a la demanda en el caso en que se verifiquen de modo determinante los pedidos promedio señalados y se le agrega un stock de seguridad para acomodar las fluctuaciones.

Política 2: inventario objetivo fijo y priorización de la demanda

La política anterior tiene un problema evidente: en su afán por minimizar costos, prioriza la producción enfriada de uno de los productos, sin reparar en el stock de cada uno, lo que lleva a aumentar la probabilidad de *stockout* del segundo o su contrapartida también indeseada: la necesidad de elevados niveles de inventario.

En esta segunda política, entonces, se contabiliza primero el stock de cada uno de los productos, realizando una producción enfriada que tienda a evitar el *stock out*. Si es posible hacerlo, sólo después prioriza entre los productos de acuerdo a sus costos relativos.

Política 3: inventario estacional y priorización de la demanda

Dado que se conoce la variación semanal promedio de la demanda, puede establecerse un nivel de inventario objetivo para cada día. Como en los casos anteriores existe un mínimo, diario en este caso, que permite abastecer a la demanda promedio y puede agregarse un stock de seguridad para las variaciones.

En cuanto al modelo de programación de la producción, se mantiene el enunciado en la política B.

Evaluación de las políticas

Para la primera política, el nivel de servicio o porcentaje de unidades no abastecidas es función únicamente del inventario objetivo del ítem A, a partir de un cierto nivel de stock congelado del producto B. En efecto, dado que la prioridad es producir B enfriado, si la capacidad es superior a su pico de demanda, nunca habrá *stockout* de este producto.

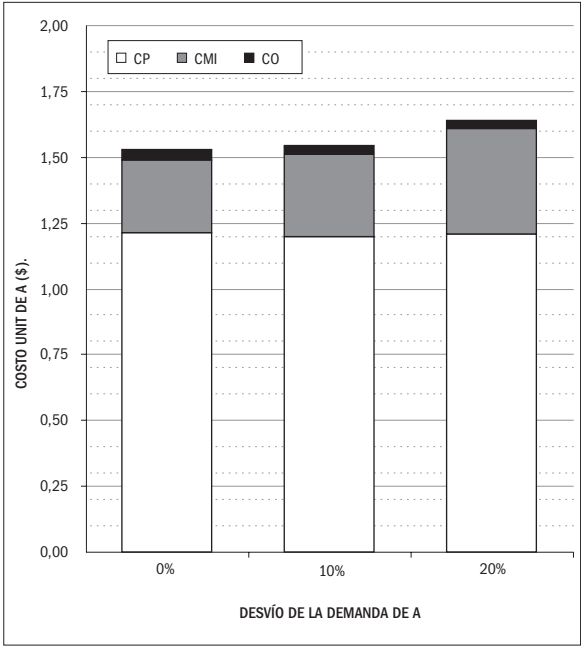
Entonces, suponiendo que el pronóstico de la demanda se cumple perfectamente, el nivel de inventario objetivo para A corresponde al necesario para cumplir completamente con el abastecimiento de la demanda total y no es conveniente mantener ningún inventario de B.

En el caso que la demanda real varíe respecto del pronóstico –se asume que ocurre con una distribución normal–, se puede determinar el stock de

seguridad requerido para A que minimice los costos totales, para un cierto nivel de servicio. La Figura 2 deja en evidencia el incremento de los costos de mantenimiento de inventarios dados por una mayor incertidumbre en la demanda. El costo, resultado de sumar el costo de producción (CP), más el de mantenimiento de inventario (CMI) más el de ordenar a fábrica (CO), sube consecuentemente.

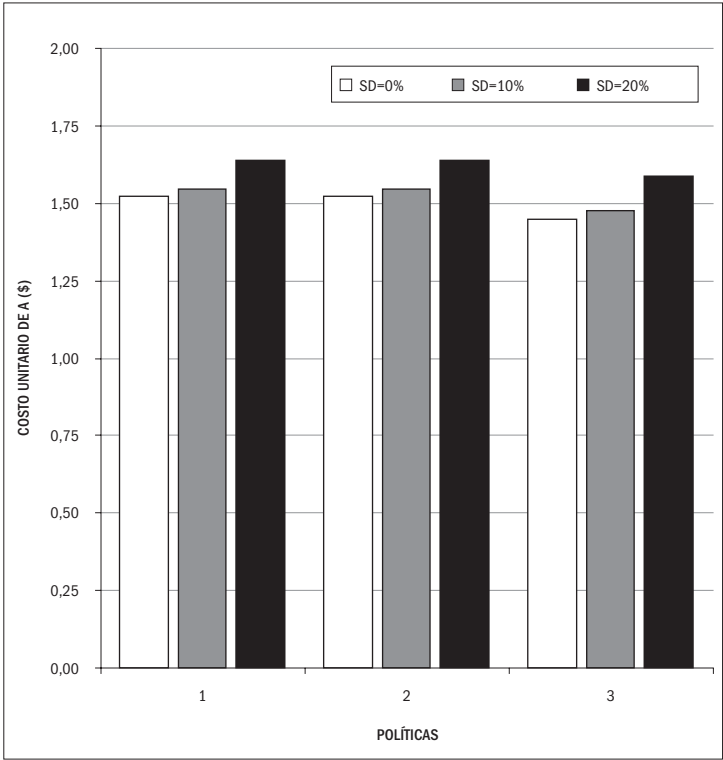
En contraste con la anterior, con la segunda política el nivel de servicio es función tanto del inventario objetivo de A como de B. Si éstos son fijados, el nivel de servicio que se obtiene es mayor, al hacer un uso más racional de los inventarios. Sin embargo, la solución óptima que se obtiene con esta política brinda los mismos resultados que la anterior, ya que se obtienen para condiciones en las cuales no se congela nada del producto con mayor costo de congelamiento.

Figura 2. Costos unitarios de A para una demanda con distintos desvíos estándar



Para la tercer alternativa, en cambio, los resultados mejoran bastante. Al bajar el nivel de inventario promedio por tener en cuenta la estacionalidad, se reducen consecuentemente los costos de congelar y con ello descenden los costos unitarios. Una comparación de las tres políticas se observa en la Figura 3. Allí puede verse que los costos unitarios son siempre crecientes al aumentar la fluctuación de la demanda (se muestran para desvíos de 0, 10 y 20%), pero en todos los casos resultan inferiores al aplicar la última política.

Figura 3. Comparación de las políticas de producción e inventarios para demandas con desvío estándar de 0, 10 y 20%



Conclusiones

A modo de conclusión, el aspecto a destacar es que los costos unitarios no son independientes de la política de producción, sino que se hallan directamente determinados por ella. Y la política más conveniente debe establecerse en cada caso, dependiendo de la estacionalidad de la demanda, la capacidad productiva y todos los costos asociados.

En el caso que se ha planteado, de manera simplificada, las políticas tradicionales de MTS o MTO no dan una respuesta adecuada, ya que las ventajas y desventajas de ambas se balancean. Esto da lugar a un óptimo, definido como la capacidad a instalar para satisfacer la demanda con un cierto nivel de servicio y que presente los menores costos unitarios, que se obtiene congelando parte de la producción pero abasteciendo la mayor cantidad posible de manera enfriada.

En términos generales, la política mixta estudiada para esta empresa produce un grado de flexibilidad organizacional muy grande, no sólo de tipo operativo sino también de mercado, ya que le permite abastecer a mercados alejados del centro de producción, lo cual no era posible sin la facilidad de congelamiento.

Esta política flexible requiere de la optimización en costos, dado el diferencial que tiene el proceso de congelamiento; esta optimización se realizó mediante simulación discreta, ya que el problema no tiene solución analítica.

NOTAS

- 1 Ver Federgruen y Katalan, 1999; Gaimon y Shingal, 1992; Goldsby y García-Dastugue, 2006; Kogan, Khmel'nitsky y Maimon, 1998; Plossl, 1985.

BIBLIOGRAFÍA

- Federgruen A. y Ziv Katalan, 1999, "The Impact of Adding a Make-to-Order Item to a Make-to-Stock Production System", *Management Science*, Vol. 45, 7:980-994.
- Gaimon, C. y V. Shingal, 1992, "Flexibility and the choice of manufacturing facilities under short product life cycles", *European Journal of Operational Research*, Vol. 60, 2:211-233.
- Goldsby T. y S. J. García-Dastugue, 2006, "The Manufacturing Flow Management Process", en *Supply Chain Management: Processes, Partnerships, Performance*, D. Lambert (ed.), Supply Chain Management Institute.
- Kogan, K., E. Khmel'nitsky y O. Maimon, 1998, "Balancing facilities in aggregate production planning: make-to-order and make-to-stock environments", *International Journal of Production Research*, Vol. 36, 9:2585-2596.
- Plossl George W., 1985, *Production and Inventory Control: Principles and Techniques*, Prentice-Hall, 2a.edición.
- Tsubone, H., Y. Ishikawa y H. Yamamoto, 2002, "Production planning system for a combination of make-to-stock and make-to-order products", *International Journal of Production Research*, vol. 40, 18:4835-4851.
- Wang, M.F. y M. Rosenshine, 1983, "Scheduling for a combination of made-to-stock and made-to-order jobs in a job shop", *International Journal of Production Research*, Vol. 21, 5:607-616.
- Zoller, K., 2006, "Differentiating in-stock service by customer value", *International Journal of Logistics: Research and Applications*, Vol. 9, 2:95-110.

BEHAVIORAL FINANCE: LEARNING FROM MARKET ANOMALIES AND PSYCHOLOGICAL FACTORS

*Natalia del Águila**

Abstract: Empirical research has shown that, when selecting a portfolio, investors not only consider statistical measures such as risk and return, but also psychological factors such as sentiment, overconfidence and overreaction. In short, heuristic-driven bias, frame dependence, and market inefficiency shape the kind of portfolios that investors chose, the type of securities investors find attractive, and the biases to which investors are subject. As a consequence, the purpose of the paper is to identify those psychological factors that play an important role in their decisions. Specifically, the paper reviews the existing literature on overconfidence and overreaction, defining the factors, analyzing their implications, identifying questions that have been left unanswered, and addressing the implication of these factors on market efficiency and investors' rational behavior. Finally, and in trying to contribute to the theory of Behavioral Finance, some future steps and research are proposed.

Introduction

Traditional Portfolio Theory believes in efficient markets, which means that the prices of the securities coincide with their fundamental value. As maintained by the efficient market school, investors are rational; i.e. their investment decisions are made according to their risk aversion, which is measured by the mean and variance of the returns. One of the pillars of standard finance

* Master en Finanzas (Universidad Torcuato Di Tella), Master in Human Resources Management (Washington University in St. Louis). Investigadora del Centro de Entrepreneurship y Desarrollo de Negocios (Universidad Torcuato Di Tella). nati.delaguila@gmail.com

was developed by Harry Markowitz, who developed the theory of mean-variance portfolios, offering a frontier of efficient portfolios with different risk-return combinations from where investors can choose given their risk aversion.

However, the major factors driving portfolio selection are much more complex than the mean and variance of future returns and the efficient frontier. Over the last 25 years, scholars began to discover empirical results that were not consistent with the view that market returns were determined in accordance with the efficient market theory. Additionally, empirical research shows that, when selecting a portfolio, portfolio managers not only consider statistical measures such as risk and return, but also psychological factors such as sentiment, overconfidence, overreaction, etc. As these factors began to be identified by scholars, a new school of thought began to emerge; that of Behavioral Finance.

Behavioral Finance (BF) is the application of psychology to financial behavior; i.e. it is the behavior of practitioners. According to BF, investors are rational, but not in the linear and mathematical sense based on the mean and variance of returns. Instead, investors respond to natural psychological factors such as fear, hope, optimism and pessimism. As a result, asset values may deviate from their fundamental value and the theory of market efficiency suffers.

Empirical research has shown that these behavioral factors do exist and that they are, in fact, considered by the market. Thus, this may imply that the market goes beyond the traditional theory of finance. In short, heuristic-driven bias, frame dependence, and market inefficiency shape the kind of portfolios that investors chose, the type of securities investors find attractive, and the biases to which investors are subject.

As a result, the purpose of the present paper is to identify not only the statistical measures that influence investors' decision making, but also the psychological factors that play an important role in their decisions. Specifically, the paper will review the existing literature on two of the main behavioral factors that affect portfolio selection, analyzing if the factor and its implications have correctly been defined, and identifying

questions that have been left unanswered. In particular, the paper will address overconfidence and overreaction and their implication on market efficiency and investors' rational behavior. Finally, some future steps will be proposed.

The structure of the paper is as follows: Section I explains briefly the assumptions underlying Traditional Portfolio Theory; Section II concentrates on Behavioral Finance and its beginnings; Section III reviews the literature on overreaction and overconfidence, concentrating mainly on empirical research; Section IV discusses the implications for market efficiency and investors' rational behavior as well as the responses given by the Traditional Finance Theory, and Section V proposes some future steps for research.

I. Traditional Portfolio Theory

The beginning of Standard Finance is generally considered to be the publication of "Portfolio Selection" by Harry Markowitz in 1952, who described how rational investors should create portfolios given a set of return expectations, volatilities and cross correlations. A rational investor maximizes expected returns and minimizes risk. The investor is pressured by two opposing forces: the desire to make earnings and the dissatisfaction produced by risk. In this way, risk and return are the two key features of investment strategy, where risk is measured as the average (or mean) absolute deviation and the standard deviation (Sharpe, 1985).

In order to select portfolios, the model requires the following information: (1) expected returns of the assets; (2) standard deviation of each asset; and (3) covariance between the returns of every pair of assets. Given this information, it is possible to construct an efficient portfolio frontier.

A portfolio is efficient when it offers the highest return given a specific risk, or the minimum risk given a specific return. Consequently, the group of efficient portfolios can be determined by solving one of the following two problems:

a. Maximize expected return of the portfolio for a given portfolio risk:

$$E[R_p] = X_1 E[R_1] + X_2 E[R_2] + \dots + X_n E[R_n]$$

Subject to: $\sigma_p^2 = \sum_i \sum_j X_i X_j \sigma_{ij} = V^*$

$$X_1 + X_2 + \dots + X_n = 1$$

$$X_1, X_2, \dots, X_n \geq 0$$

b. Minimize portfolio risk for a given portfolio expected return:

$$\sigma_p^2 = \sum_i \sum_j X_i X_j \sigma_{ij}$$

Subject to: $E[R_p] = X_1 E[R_1] + X_2 E[R_2] + \dots + X_n E[R_n] = R_p^*$

$$X_1 + X_2 + \dots + X_n = 1$$

$$X_1, X_2, \dots, X_n \geq 0$$

The portfolios on the frontier are efficient in the sense that they offer the highest $E[R_p]$ for each value of σ_p , or the lowest σ_p for each value of $E[R_p]$.

But in order to determine the “optimal” portfolio for the investor, it is necessary to understand the investor’s utility function, expressed as indifference curves. The rational investor will choose assets that offer high expected returns and low risk (it is assumed that all investors are risk averse). As a result, the investor’s utility function (μ) is defined as follows:

$$\mu = F(E[R_p], \sigma_p^2)$$

$$\partial \mu / \partial E[R_p] > 0$$

$$\partial \mu / \partial \sigma_p^2 < 0$$

Finally, the tangent point between the investor’s indifference curves and the efficient frontier, will determine the desired risk-return combination. Once this portfolio is selected, it is possible to obtain the percentages to invest in each of the assets that form the portfolio (X_i).

Markowitz’s main contribution was suggesting that the stock’s risk should be evaluated not in isolation, but also in terms of its contribution to the risk of a diversified portfolio. He showed how an investor can reduce portfolio

risk by choosing stocks that do not move together; i.e. that they are not affected by the same factors. In statistical terms, this means that stock prices are not perfectly correlated and risk can be eliminated through diversification.

Sharpe (1964) extended the original work of Markowitz and developed the Capital Asset Pricing Model (CAPM). Sharpe incorporated the Markowitz mean-variance-optimizer investor as well as the concept of efficient markets. The CAPM assumes that individuals are identical in expectations, investment horizon and access to available securities. Additionally, it assumes that individuals can borrow and lend at the same interest rate, the risk-free rate (R_f). As a result, some combination of R_f and the tangency efficient portfolio will offer a better risk/reward trade-off, at every level of risk, than other points on the Markowitz efficient frontier. Since there is only one risky portfolio that is held by all rational investors, that portfolio must be the market (Fabozzi, 1998).

This theory is also based on the assumption that markets do not compensate investors for assuming risk that can be reduced or eliminated through diversification. Total risk is considered to be the sum of systematic and unsystematic risk. Systematic risk, measured by beta, captures the reaction of different individual securities or portfolios to changes in the market portfolio. This risk cannot be eliminated through diversification because securities' prices tend to move, to a certain extent, with the market (there are several macroeconomic variables that affect, to a more or lesser extent, all industries and, consequently, stocks tend to move in the same direction).

On the other hand, unsystematic risk reflects the variability in the prices of the securities due to factors which are internal to the firm or to the industry in which the firm operates. As a result, as the CAPM sustains that investors will receive higher returns only if they assume higher systematic risk, and as beta is the indicator of systematic risk, the return of the securities is a linear function of beta (Gonzalez Isla, 2006).¹

To sum up, the main implications of the CAPM are that (1) the market portfolio is mean-variance efficient; and (2) the average return is an increasing function of beta.

Efficient Market Hypothesis

Traditional Finance assumes market efficiency. Although Fama officially introduced the notion of an “efficient” market in 1965, the empirical research that preceded the efficient market hypothesis modeled price behavior in statistical terms, and it received the name of “random walk hypothesis”. Under the assumptions of this hypothesis, successive daily stock price changes were independent; i.e. they displayed no discernable trends or patterns that could be exploited by investors (Ball, as cited in Chew 1999). In other words, random walk means that no prediction of the future movements can be made based on historic information.

Fama (1965) defined an efficient market as one ‘where there are large numbers of rational, profit-maximizers actively competing with each other, trying to predict future market values of individual securities, and where important current information is almost freely available to all participants’. As a result, a market is efficient with respect to an information set if it is impossible to earn consistent abnormal profits by trading on the basis of the information set (Daniel, 2002).

Three types of market efficiency have been identified:

Weak: market efficiency in its weak form means that no investor can earn consistent abnormal profits trading on the basis of past- price information; that prices reflect all the information contained in historic prices. Some implications of weak form efficiency are that technical analysis is not profitable as there is no price momentum or price reversal.

Semi-strong: market efficiency in this form means that no investor can earn consistent abnormal profits trading on any public information; i.e. that prices not only reflect historic prices, but also any additional public information (such as earnings announcements, dividends, etc). Implications of semi-strong form efficiency are that fundamental analysis and trading based on the published earnings forecasts or analysts’ reports are not profitable.

Strong: market efficiency in its strong form means that no investor can earn consistent abnormal profits trading on the basis of any information,

private or public. An implication of strong form efficiency is that insider trading is not profitable.

In an efficient market, the changes in prices are random, because if prices always reflect all the relevant information, they will only change under new information (by definition, new information cannot be anticipated). Consequently, changes in prices cannot be predicted. In other words, if prices already reflect everything that is “predicted”, then changes in prices must only reflect the “unpredictable”. In a perfectly efficient market, prices will always equal fair values.

In regards to the accomplishment and limitations in the theory of Efficient Markets and Rational Investors, a large body of empirical research in the 70’s provided evidence of market efficiency that offered strong support for the CAPM and the models that followed, such as the Arbitrage Pricing Theory and Option Pricing models. However, and in spite of all its accomplishments, the efficient markets theory also had its setbacks. After a period in which one triumph of modern financial theory succeeded another, research began to accumulate evidence of “anomalies” that appeared to contradict the theory of efficient markets (Chew, 1999).

Additionally, the theory of rational behavior also began to suffer. Most recent literature identified under the concept of Behavioral Finance, shows that investors behave in a non-rational way. Jensen (as cited in Chew, 1999) describes non-rational behavior as the behavior that ‘arises under conditions of fear’. While attempting to avoid the pain associated with acknowledgments of their mistakes, people often end up incurring more pain and making themselves worse off. Jensen believes that this non-rational behavior is not random. LeDoux (1994) suggests that such counterproductive defensive responses derive from the biological and chemical structure of the brain, and are connected to the brain’s “fight or flight” response. The mechanisms of the brain commonly blind people so that they are unaware of their own fear and defensiveness. And the primary consequence of such defensiveness is the reluctance of people to learn and their resulting inability to respond properly to feedback and change (Jensen, as cited in Chew 1999).

Finally, investors recognize that due to the inefficiency present in financial markets, prices may not be correctly reflecting all the information available; i.e. some securities may be over or undervalued. It is the portfolio manager's job to identify these opportunities and adopt an investment strategy accordingly.

II. Behavioral Finance

Behavioral finance (BF) is the application of psychology to financial behavior, the behavior of practitioners. Even though the idea that psychology plays an important role in investors' behavior became popular only recently, several economists and psychologists have been trying to integrate these fields for quite some time.

Keynes wrote of the influence of psychology in economics more than fifty years ago. Additionally, psychology Professor Paul Slovic published a detailed study of the investment process from a behavioral point of view in 1969. However, it was not until the late 1980s that BF began to get acceptance among professional economists. At that time, Professors Richard Thaler at the University of Chicago, Robert Shiller at Yale University, Werner de Bondt at the University of Illinois, and Meir Statman and Hersh Shefrin at Santa Clara University, among others, began to publish research relevant to Behavioral Finance (Olsen, 1998).

These scholars began to discover a host of empirical results that were not consistent with the view that market returns were determined in accordance with the CAPM and the efficient market hypothesis. Proponents of Traditional Finance regarded these findings as anomalous, and thus called them anomalies. BF's main contribution was to allow a better understanding of the anomalies present in investors' behavior by integrating psychology with finance and economics. However, it was not until Professor Daniel Kahneman of Princeton University was awarded the 2002 Nobel Prize in economic sciences that BF gained momentum.² Consequently, it was not until researchers began to discover empirical results that were not consistent with the efficient market theory that BF became popular. In

short, the growing interest in BF has been the result of an accumulation of empirical anomalies.

Shefrin (1998) categorizes the behavioral factors identified throughout the years into three broad themes:

Heuristic-driven bias: The dictionary definition for the word heuristic refers to the process by which people find things out for themselves, usually by trial and error. Trial and error often leads people to develop rules of thumb, but this process often leads to other errors. As a result, BF believes that practitioners commit errors because they rely on rules of thumb; BF recognizes that practitioners use rules of thumb called heuristics to process data. One example of rules of thumb is: 'past performance is the best predictor of future performance, so invest in a mutual fund having the best five-year record'. But rules of thumb are generally imperfect. Therefore, practitioners hold biased beliefs that predispose them to commit errors. In contrast, Traditional Finance assumes that when processing data, practitioners use statistical tools appropriately and correctly.

Frame dependence: BF postulates that in addition to objective considerations, practitioners' perception of risk and return are highly influenced by how decision problems are framed. In contrast, Traditional Finance assumes frame independence, meaning that practitioners view all decisions through the transparent, objective lens of risk and return.

Inefficient markets: BF assumes that heuristic-driven bias and framing effects cause market prices to deviate from fundamental values. In contrast, Traditional Finance assumes that markets are efficient, meaning that the price of each security coincides with fundamental value.

However, it is important to highlight that only the first two themes - heuristic-driven bias and frame dependence- are form of biases, while the theme regarding inefficient markets is a result of bias.

As Shefrin (1998) also summarizes, the main empirical anomalies that affect investors' behavior and their financial decisions, and that have also led to a reevaluation of the efficient markets hypothesis, are:

Anchoring and adjustment (conservatism): Analysts who suffer from conservatism due to anchoring and adjustment do not adjust their earnings

predictions sufficiently in response to the new information contained in earnings announcements. Therefore, they find themselves surprised by subsequent earnings announcements.

Aversion to ambiguity: People prefer the familiar to the unfamiliar. The emotional aspect of aversion to ambiguity is fear of the unknown.

Disposition effect: According to the disposition effect, investors have great difficulty coming to terms with losses. Consequently, they are predisposed to holding losers too long and selling winners too early.

Emotional time line: It is important to discuss emotion while analyzing financial decisions because emotions determine tolerance for risk. According to psychologist Lopes (1987), hope and fear affect the way that investors evaluate alternatives. Lopes tells us that these two emotions reside within all of us, as opposite poles, and one of her contributions is to establish how the interaction of these conflicting emotions determines the tolerance towards risk.

Loss aversion and “get-evenitis”: Kahneman and Tversky (1979) studied how people respond to the prospect of loss. They find that a loss has about two and a half times the impact of a gain of the same magnitude and they call this phenomenon loss aversion (Prospect Theory).

Momentum: Momentum takes place when stocks that get recommended are those that have recently done well.

Overconfidence: When people are overconfident, they set overly narrow confidence bands. They set their high guess too low and their low guess too high. There are two main implications of investor overconfidence. The first is that investors take bad bets because they fail to realize that they are at an informal disadvantage. The second is that they trade more frequently than is prudent, which leads to excessive trading volume. Additionally, this behavioral factor can be related to another empirical anomaly: Betting on Trends. De Bondt (1993) reports that people tend to formulate their predictions by naively projecting trends that they perceive in the charts. Second, they tend to be overconfident in their ability to predict them accurately. Third, their confidence intervals are skewed, meaning that their best guesses do not lie midway between their low and high guesses.

Post-recommendation drift: When an analyst changes a recommendation, the market price immediately reacts to the announcement, but the adjustment continues for a substantial period thereafter, affecting market efficiency (market efficiency holds that prices adjust virtually immediately to new information; post-recommendation drift is not a property of efficient prices).

Regret: Regret is the emotion experienced for not having made the right decision. Regret is more than the pain of loss. It is the pain associated with feeling responsible for the loss. People tend to experience losses even more acutely when they feel responsible for the decision that led to the loss. Regret can affect the decisions people make, as they try to minimize possible future regret.

Representativeness and overreaction: This principle refers to judgments based on stereotypes. A financial example illustrating representativeness is the winner-loser effect documented by De Bondt and Thaler (1985, 1987). Investors who rely on the representativeness heuristic become overly pessimistic about past losers and overly optimistic about past winners. As a consequence, investors overreact to both bad and good news. Therefore, overreaction leads past losers to become underpriced and past winners to become overpriced.

Sentiment: Sentiment is the reflection of heuristic-driven bias.

Separate mental accounts: This occurs when two decision problems together constitute a concurrent package but the investor does not see the package; instead the choices are separated into mental accounts.

III. Main behavioral factors that affect financial decisions: overreaction and overconfidence

As mentioned in the previous section, empirical research has shown that the behavioral factors do exist and that they are, in fact, considered by the market. As a result, the purpose of this section is to review the psychological factors that play an important role in investors' decisions. In order to focus the study, De Bondt (1998) has been used to narrow the selection of empirical anomalies to two factors: overconfidence and overreaction. De Bondt identified and

reviewed four classes of anomalies regarding individual investors that have to do with: (1) investors' perceptions of the stochastic process of asset prices; (2) investors' perceptions of value; (3) the management of risk and return; and (4) trading practices.

De Bondt illustrated these anomalies with selected results from a study of 45 individual investors in the Fox Valley in Wisconsin (USA). The investors were recruited at a conference organized by the National Association of Investment Clubs in Appleton. Every investor personally managed an equity portfolio and the mean value of their financial portfolio was \$310,000 (excluding real estate). The investors also agreed to make repeated weekly forecasts of the Dow Jones Industrial Average (DJIA) and of the share prices of one of their main equity holdings; i.e. the study tracked the group's forecasts for the future performance of both the Dow Jones and their own stocks. The research took place between October 1994 and March 1995.

De Bondt's findings showed the following:

- (i) Investors were excessively optimistic about future performance of the shares they owned but not about the performance of the DJIA.
- (ii) They were overconfident in that they set overly narrow confidence intervals relative to the actual variability in prices. They set their high guess too low and their low guess too high. Additionally, the confidence intervals were asymmetric. The average investor imagined more downward than upward return variability. As a result, they found themselves surprised by price changes to their stocks more frequently than they had anticipated.
- (iii) Their stock price forecasts were anchored on past performance.
- (iv) They rejected the notion of risk that relied on whether the price of a stock moved with or against the market (they underestimated the covariance in returns between their portfolios holdings and the market index; i.e. they underestimated beta). Additionally, they discounted diversification; i.e. holding few stocks was a better risk management tool than diversification

In short, De Bondt's survey highlights two of the most important behavioral factors that have been affecting financial decisions over the years: overconfidence

and overreaction. Specifically, the survey informs us that individual investors display excessive optimism and overconfidence, and that they overreact to both bad and good news. These anomalies can widely be seen among investors' behavior and their impact on financial decisions is very strong. As a consequence, these anomalies constitute two of the main areas of interest that BF scholars have nowadays.

Consequently, this section focuses on the anomalies on overconfidence and overreaction, trying to (1) identify their main issues and propositions; (2) review the empirical models that were used; and (3) develop a strength and weakness analysis, discussing if the research designs were appropriate to measure the behavioral factor and if questions have been left unanswered.

Overconfidence

1) Identification of its main issues and propositions.

Psychological studies have found that people tend to overestimate the precision of their knowledge (Lichtenstein, Fischhoff and Philips, 1982), and this can be found in many professional fields. They also found that people overestimate their ability to do well on tasks and these overestimates increase with the personal importance of the task (Frank, 1935). People are also unrealistically optimistic about future events; they expect good things to happen to them more often than to their peers (Weinstein, 1980 and Kunda, 1987). Additionally, most people see themselves as better than the average person and most individuals see themselves better than others see them (Taylor and Brown, 1988).

In regards to financial markets, when people are overconfident, they set overly narrow confidence bands. They set their high guess too low and their low guess too high. There are two main implications of investor overconfidence. The first is that investors take bad bets because they fail to realize that they are at an informal disadvantage. The second is that they trade more frequently than is prudent, which leads to excessive trading volume (Shefrin, 1998). As a result, financial markets are affected by overconfidence. But how are markets affected by this overconfidence factor?

2) *Empirical models: research designs and methodology.*

Several finance researchers have focused their research on overconfidence; perhaps the work by Terence Odean can be considered as more explanatory.³ For Odean (1998) overconfidence is a characteristic of people, not of markets, and some measures of the market, such as trading volume, are affected similarly by the overconfidence of different market participants. However, other measures, such as market efficiency, are affected in different ways but different market participants. One of the most important factors that determine how financial markets are affected by overconfidence is how information is distributed in a market and who is overconfident.

Odean (1998) examined how markets were affected by studying overconfidence in three types of traders: (i) price-taking traders in markets where information was broadly disseminated; (ii) strategic-trading insider in markets with concentrated information; and (iii) risk-averse market makers. In particular, he analyzed market models in which investors were rational in all aspects except in how they valued information. Additionally, the paper differed from related work on overconfidence in the sense that it examined how the effects of overconfidence depended on who in a market was overconfident and on how information in that market was disseminated.

The main assumptions of the empirical models were:

- a. Overconfidence was modeled as a belief that a trader's information was more precise than it actually was.
- b. How heavily information is weighted depended not only on overconfidence but also on the nature of the information. Psychologists find that when making judgments and decisions, people overweight salient information (Kahneman and Tversky (1973), Grether (1980)). As a result, people are prone to gather information that supports their beliefs, and readily dismiss information that does not (Lord, Ross and Lepper (1979), Nisbett and Ross (1980), Fiske and Taylor (1991)). In short, the overconfidence literature indicates that people believe their knowledge is more precise than it really is, they rate their own abilities too highly when compared to others, and they are excessively optimistic.
- c. In the models, traders updated their beliefs about the terminal value of

a risky asset on the basis of three sources of information: a private signal, their inferences from market price regarding the signals of others, and common prior beliefs. Consequently, and in consistence with the overconfidence literature, traders overweighed their private signals, they overweighed their own information relative to that of others, and they overestimated their expected utility.

- d. The main difference between the insider model and the price-takers model is that the insider model has noise traders and information is distributed in a different way. In the price-takers model, all traders received a signal, while in this model information is concentrated in the hands of a single insider. It is a one-period model in which a risk-neutral, privately informed trader (the insider) and irrational noise traders submit market orders to a risk neutral market maker.
- e. The market-makers model differs from the previous two models in the sense that the participants in this trading are the traders who buy the information (informed traders), traders who do not buy the information (uninformed traders) and noise traders who buy or sell without regard to price or value. Risk-averse traders decide whether or not to pay for costly information about the terminal value of the risky asset; those who buy information receive a common signal and a single round of trading takes place. All traders, even those who remain uninformed, are overconfident about the signal. In the previous models, traders were overconfident about their own signals but not those of others. Here, everyone believes the information is better than it is, but some decide the cost is still too high.

Odean then tested the following hypothesis in the three models:

Proposition 1: Does expected trading volume increase as overconfidence increases?

Proposition 2: Does overconfidence affect market efficiency?

Proposition 3: Does volatility of prices increase as overconfidence increases?

Proposition 4: Does overconfidence affect expected utility?

The results of Odean's study can be summarized as follows:

The effects of overconfidence were studied in three market settings that

differed mainly on how information was distributed and on how prices were determined. For some market measures, such as trading volume, overconfidence had a similar effect in each setting; i.e. overconfidence in the three types of traders increased expected trading volume. As a consequence, overconfidence increased market depth. When an insider was overconfident, he traded more aggressively for any given signal. The market maker adjusted for this additional trading by increasing market depth.

For other measures, such as market efficiency, the effect of overconfidence was not so clear. Whether overconfidence improves or worsens market efficiency depends on how information is distributed in the market. For example, when information was distributed in small amounts to many traders or when it was publicly disclosed and then interpreted differently by many traders, overconfidence caused the aggregate signal to be overweighed. This led to prices further from the asset's true value than would otherwise be the case. Though all information was revealed in such a market, it was not optimally incorporated into price. On the other hand, when information was held exclusively by an insider and then inferred by a market maker from order flow, overconfidence prompted the insider to reveal, through aggressive trading, more of his private information than he would otherwise would have, and therefore enabled the market maker to set prices closer to the asset's true value. Price-taking traders, who were overconfident about their ability to interpret publicly disclosed information, reduced market efficiency; overconfident insiders temporarily increased it. Nonetheless, overconfidence affected market efficiency.

In regards to volatility, traders' overconfidence increased volatility while market makers' overconfidence may have lowered it. However, in a market with many traders and few market makers it is unlikely that the decrease in volatility by overconfident market makers will offset increases in volatility due to overconfident trader.⁴ Overconfidence reduced the expected utility of overconfident traders, who did not properly optimize their expected utilities, which were therefore lower than if the traders were rational.

Finally, the impact of a private signal depends on how many people received that signal. The impact of traders, even rational traders, depended

on their numbers and on their willingness to trade. The mere presence of a few rational traders in a market did not guarantee that prices were efficient; rational traders may have been no more willing or able to act on their beliefs than biased traders. However, it was markets with higher proportions of rational traders that would be more efficient.

But how can these models be applied in practice? Odean believed that how each model is used depends on the characteristics of the market. For example, for a market in which crucial information is first obtained by well-capitalized insiders and market makers are primarily concerned about trading against informed traders, then the model of the overconfident insider is appropriate. However, if relevant information is usually publicly disclosed and then interpreted differently by a large number of traders each of whom has little market impact, the overconfident price-taker model applies. Finally, the market maker model would apply to markets in which traders choose between investing passively and expending resources on information and other costs of active trading.

Barber and Odean (1999) also believe that high levels of trading in financial markets are due to overconfidence. They sustain that overconfidence increases trading activity because it causes investors to be too certain about their own opinions and to not consider sufficiently the opinion of others. Overconfident investors also perceive their actions to be less risky than generally proves to be the case. In their paper, they test whether a particular class of investors, those with accounts at discount brokerages, trade excessively, in the sense that their trading profits are insufficient to cover their trading costs.

To test for overconfidence in the precision of information, their approach was to determine whether the securities bought by the investors outperformed those they sold by enough to cover the costs of trading. They examined return horizons of 4 months, one year and two years following each transaction (they calculated returns from the CRSP daily return files).

The results showed that not only did the securities these investors bought not outperform the securities they sold by enough to cover trading costs but, on average, the securities they bought underperformed those they sold.

The Importance of Illusion of Validity and Unrealistic Optimism

Psychologists Einhorn and Hogarth (1978) studied the general issue of why people persist in beliefs that are invalid, that is, why they succumb to the illusion of validity. They suggest that people do so because they are prone to search for confirming evidence, not disconfirming evidence (information that can be gained by the nonoccurrence of an action or prediction). Consequently, they not only may come to hold views that are fallacious, but they may be overconfident as well.

The question addressed in their article was: How can the contradiction between the evidence on the fallibility of human judgment be reconciled with the confidence people exhibit in their judgmental ability? In other words, why does the illusion of validity persist? And in trying to answer this question, the authors concentrated on the relationship between learning and experience; i.e. why does experience not teach people to doubt their fallible judgment? Their approach examined (i) the structure of judgmental tasks; (ii) the extent to which people could observe the outcomes of judgment; and (iii) how outcomes were coded and interpreted. The main results of their study were that:

- It is extremely difficult to learn from disconfirming information. As a result, people failed to seek disconfirming evidence and relied on positive instances to make judgments of contingency.
- Outcomes appeared to be coded as frequencies rather than probabilities (probability differs from frequency in that frequency is divided by all elementary events in the sample space (assuming that all events have the same probability of occurrence)). Experimental evidence showed that the way in which predictions and subjective probability judgments were made on the basis of the coded outcomes suggested that frequency was more salient in memory than probability.
- The difficulty in learning from experience was traced to three main factors: (a) lack of search for and use of disconfirming evidence; (b) lack of awareness of environmental effects on outcomes; and (c) the use of unaided memory for coding, storing, and retrieving outcome information.

Consequently, not only they may come to hold views that are fallacious, but they may be overconfident as well.

Furthermore, people are also found to be unrealistically optimistic about future life events. Weinstein (1980) focused on two studies that investigated the tendency of people to be unrealistically optimistic about future life events. The two studies tested the following hypotheses:

- a. People believe that negative events are less likely to happen to them than to others, and they believe that positive events are more likely to happen to them than to others.
- b. Among negative events, the more undesirable the event, the stronger the tendency to believe that one's own chances are less than average; among positive events, the more desirable the event, the stronger the tendency to believe that one's own chances are greater than average.
- c. The greater the perceived probability of an event, the stronger the tendency for people to believe that their own chances are greater than average.
- d. Previous personal experience with an event increases the likelihood that people will believe their own chances are greater than average (i.e. past personal experience influences people's beliefs about their chances of experiencing an event).
- e. People often bring to mind actions that facilitate rather than impede goal achievement.

Study 1 was designed to test the hypotheses themselves. Its goal was to determine the amount of unrealistic optimism associated with different events and to relate this optimism to the characteristics of the events. In Study 1, 258 college students estimated how much their own chances of experiencing 42 events differed from the chances of their classmates. The results of the study supported all hypotheses. In particular, the study showed that they rated their own chances to be above average for positive events and below average for negative events. It also concluded that the degree of desirability, the perceived probability, personal experiences, perceived controllability and stereotype salience influenced the amount of optimistic bias evoked by different events.

Study 2 tested the idea that people are unrealistically optimistic because they focus on factors that improve their own chances of achieving desirable

outcomes and fail to realize that others may have just as many factors in their favor. Subjects in Study 2 made written lists of the factors that increased or decreased the likelihood that specific events would happen to them. Some subjects were then given copies of the lists generated by others and asked to make comparative judgments of their chances of experiencing these events. It was predicted that exposure to others' lists would decrease their optimistic biases.

The results of the study suggested that optimistic biases arose because people tended not to think carefully about their own and others' circumstances or because they lacked significant information about others. However, the study showed that there were more persistent sources of optimism that could not be eliminated just by encouraging people to think more clearly about their comparative judgments or by providing them with information about others (providing information about the attributes and actions of others reduced the optimistic bias but did not eliminate it). In short, these studies were successful in demonstrating the existence of an optimistic bias concerning many future life events.

How can investment decisions be affected by overconfidence?

For Daniel and Titman (1999) overconfidence has both a direct and an indirect effect on how individuals process information. The direct effect, discussed by Daniel, Hirshleifer and Subrahmanyam (1998) is that individuals place too much weight on information they collect themselves because they tend to overestimate the precision of that information. The indirect effect arises because individuals filter information and bias their behavior in ways that allow them to maintain their confidence (people tend to ignore or underweight information that lowers their self-esteem).

The authors also believe that overconfidence does not bias the pricing of all securities equally. Experimental evidence suggests that overconfidence is likely to influence the judgment of investors relatively more when they are analyzing a security with vague, subjective information. Moreover, their analysis suggests that investor overconfidence can generate momentum in

stock returns and that this momentum effect is likely to be stronger in those stocks whose valuations require the interpretation of ambiguous information.

Consistent with this hypothesis, the results of their study found that momentum effects were stronger for growth stocks than for stable stocks. Additionally, a portfolio strategy based on this hypothesis generated strong abnormal returns from US equity portfolios that did not appear to be attributable to risk.

The main implication of this study is that investment decisions are, in fact, affected by overconfidence, and that the traditional efficient market hypothesis may be violated.

3) Strength and weakness analysis: Were the research methods appropriate to measure overconfidence? What questions have been left unanswered?

In conclusion, when people are overconfident, they tend to overestimate the precision of their knowledge and their ability to do well on tasks, they are unrealistically optimistic about future events, and they see themselves as better than the average person.

Several authors have successfully defined overconfidence and have shown how financial markets can be affected by this behavioral factor. The research designs used to identify the factor were appropriate, but as usual, assumptions can be questioned. However, the assumptions discussed above are valid and necessary in order to model behavior. Nonetheless, several questions arose from this analysis, mainly (a) How can overconfidence be incorporated in a valuation model? and (b) Do investment strategies based on overconfidence deliver abnormal returns?

Fuller and Thaler Asset Management (F&T) offers an example of trading on a behavioral bias: the fund believes that both analysts and investors are slow to recognize the information associated with a major earnings surprise. Instead, they overconfidently remain anchored to their prior view of the company's prospects. That is, they underweight evidence that disconfirms their prior views and overweight confirming evidence. Consequently, both analysts and investors interpret a permanent change as if it were temporary; thus, the price is slow to adjust. F&T strategy consists in buying a stock soon

after a major positive earnings surprise and holding it until the positive earnings surprises diminish or disappear. However, the returns of this strategy have varied through time.

The fund’s strategies range from micro-cap to large-cap and they include U.S., international and global equity strategies. For example, domestic U.S. strategies include Micro-Cap, Small/Mid-Cap Core, Small/Mid-Cap Growth and Small/Mid-Cap Value. Their performances were as follows:

Chart 1. Annualized Returns					
	1Q2007	1 Year	3 Year	5 Year	Since Inception
Micro-Cap(Net)	-0.90%	-8.60%	6.40%	15.20%	25.70%
Russell 2000 / Russell Microcap ⁺	0.90%	3.10%	11.60%	10.70%	9.30%
The Russell 2000 was the benchmark from 1/1/1999 through 6/30/2005 and the Russell Microcap thereafter. Returns are net-of-fees estimates as of March 31, 2007 and are annualized except for Last Quarter Index returns are gross-of fees. Source: Fuller and Thaler (2007:3).					

	1Q2007	1 Year	3 Year	5 Year	10 Year	Since Inception
Small/Mid-Cap Core (Net)	4.20%	5.40%	11.10%	13.10%	14.50%	15.00%
Russell 2500	3.60%	8.20%	13.30%	12.10%	12.00%	12.00%
Small/Mid-Cap Growth (Net)	5.20%	0.40%	8.10%	11.10%	12.00%	15.40%
Russell 2500 Growth	4.00%	4.40%	11.10%	9.10%	8.40%	9.00%
Small/Mid-Cap Value (Net)	3.40%	9.00%	12.50%	14.50%	17.20%	17.40%
Russell 2000 Value	1.50%	10.40%	14.50%	13.60%	13.50%	13.80%
Returns are net-of-fees estimates as of March 31, 2007 and are annualized except for Last Quarter Index returns are gross-of fees. Source: Fuller and Thaler (2007:3).						

These results show that the strategies have difficulty in beating the benchmarks in the short term but have better results in the medium and long term. However, since inception, all strategies have beaten the benchmark and have been profitable.

Daniel and Titman (1999) also developed a portfolio strategy based on the hypothesis that overconfidence affects difficult to value companies more than stable companies. But how could they determine the vagueness versus concreteness of the information used in performing valuation? One measure of this characteristic was the fraction of a company's value that was in growth options, which could be obtained from a company's book to market value (B/M). As a result, their hypothesis was as follows: to the extent that lower B/M companies have more growth options, the prices of their stocks should exhibit stronger overconfidence effects, and momentum effects should be stronger for hard to value growth stocks than for stable stocks.

To test this hypothesis, the authors analyzed the performance of 125 portfolios sorted by size, book to market value (B/M), and momentum. To form these portfolios, they grouped the universe of listed common stocks from the NYSE, Amex, and Nasdaq, into 3 quintile groupings based on market capitalization, B/M, and prior year's return. Then they formed 25 portfolios by equally weighting the 5 corresponding size-sorted portfolios. Then they calculated the monthly average returns for these 15 portfolios between July 1963 and December 1997. Consistent with the predictions of the overconfidence model, the momentum effect was much stronger for low B/M stocks.

In a second phase, they analyzed the monthly average returns for similar portfolios that excluded the largest-cap and smallest-cap quintile (the largest-cap stocks were presumably the most efficiently priced, so any behavioral effects should be more apparent when these stocks were removed from the sample, while the smallest-cap stocks had the least reliable prices). They then compared the returns of various B/M-momentum portfolios to the return of the CRSP value weighted index (which closely tracks the S&P500). The results showed that the high B/M-momentum portfolio in the study period outperformed the value-weighted index and that low B/M-low momentum portfolios underperformed the value-weighted index by a similar amount.

Finally, they studied the performance of long-short strategies for 1964-1997 that bought the high B/M-high momentum portfolio and sold the low B/M-low momentum portfolio for all quintiles and then for quintile 2-4. The performance of these portfolios was striking. The all-quintile strategy realized an average annual return of 12.4% a year, generating profits in 31 out of 34 years in the sample period.

The main conclusion is that the evidence rejects the notion of efficient markets in favor of an alternative theory in which asset prices are influenced by investor overconfidence. The previous studies show that portfolio strategies that may be suggested by the overconfidence theory can realize high abnormal returns (which cannot be explained by additional risk). However, are these trading strategies more profitable than other trading strategies? Are they persistently successful? How would these strategies perform in another sample period or in another market? Is it worth introducing overconfidence into the models?

Overreaction

1) Identification of its main issues and propositions.

Research in experimental psychology suggests that, in violation of Bayes' rule, most people tend to overreact to unexpected and dramatic news events, overweighting recent information and underweighting prior data (De Bondt and Thaler, 1985). Shefrin (1998) relates this concept to *representativeness*, which he identifies as 'one of the most important principles affecting financial decisions, and it refers to judgments based on stereotypes'.

But how does this behavior affect stock prices? Shefrin believes that 'investors who rely on the representativeness heuristic become overly pessimistic about past losers and overly optimistic about past winners, and this instance of heuristic-driven bias causes prices to deviate from fundamental value'.

Specifically, investors overreact to both bad and good news. Therefore, overreaction leads past losers to become underpriced and past winners to become overpriced. However, empirical research shows that this mispricing

is not permanent; over time the mispricing corrects itself. The losers will outperform the general market, while winners will underperform.

2) *Empirical models: research designs and methodology.*

Several research papers have focused on overreaction, but perhaps the most notorious financial example illustrating representativeness and overreaction is the winner-loser effect documented by De Bondt and Thaler (1985, 1987).

In their 1985 study, De Bondt and Thaler carried out an empirical test of the overreaction hypothesis, trying to identify if the overreaction hypothesis was predictive; i.e. whether it did more than merely explain, ex post, the results on asset price dispersion. Their two hypotheses were as follows: (a) extreme movements in stock prices will be followed by subsequent price movements in the opposite direction; and (b) the more extreme the initial price movement, the greater will be the subsequent adjustment. It is important to notice that both hypotheses imply a violation of weak-market efficiency.

The basic research design used to form the winner and loser portfolios was as follows:

- Monthly return data for New York Stock Exchange (NYSE) common stocks for the period between January 1926 and December 1982 were used (compiled by the Center for Research in Security Prices (CRSP) of the University of Chicago). An equally weighted arithmetic average return on all CRSP listed securities served as the market index.
- For every stock j with at least 85 months of return data, monthly residual returns were estimated μ_{jt} . The procedure was repeated 16 times starting in January 1930, January 1933, ..., up to January 1975.
- For every stock j , starting in December 1932, they computed the cumulative excess returns (CU_j) for the prior 36 months. This step was repeated 16 times for all non-overlapping three-year periods between January 1930 and December 1977.
- On each of the relevant portfolio formation dates (Dec. 1932, Dec. 1935, etc), the CU_j 's were ranked from low to high and portfolios were formed. Firms on the top decile were assigned to the winner portfolio W ; firms in the bottom decile to the loser portfolio L . In other words, the authors

formed portfolios of the most extreme winners and of the most extreme losers, as measured by cumulative excess returns over successive three year formation periods.

Consistent with the predictions of the overreaction hypothesis, portfolios of prior losers were found to outperform prior winners: loser portfolios of 35 stocks outperformed the market by, on average, 19.6%, 36 months after portfolio formation; meanwhile, winner portfolios earned about 5% less than the market, so that the difference in cumulative average residual between the extreme portfolios equaled 24.6% (t statistic: 2.20). In other words, thirty-six months after portfolio formation, the losing stocks earned about 25% more than the winners, even though the survey showed that the latter were significantly more risky (the average betas of the securities in the winner portfolios were significantly larger than the betas of the loser portfolio). Additionally, the tests showed that: (i) the overreaction effect was asymmetric; it was much larger for losers than for winners (it was reported that after the date of portfolio formation, losers won approximately three times the amount that winners lost); (ii) stocks that went through more (less) extreme return experiences showed subsequent price reversals more (less) pronounced; and (iii) a strong seasonality was present as a large portion of the excess returns occurred in January.

The interpretation of the results as evidence of investor overreaction was questioned by Vermaelen and Verstringe (1986), who claim that ‘the overreaction effect is a rational market response to risk changes’. Their risk-change hypothesis states that a decline (increase) in stock prices leads to an increase (decline) in debt-equity ratios and in risk as measured by CAPM betas.⁵

Using the same data set as in their 1985 paper, De Bondt and Thaler wrote a follow-up paper in 1987 where they address the issues of seasonality and firm size. While trying to explain the seasonality patterns present in the results of the 1985 paper, the authors pose the following questions: (i) Were there any seasonal patterns in returns during the formation period?; (ii) Were the January corrections driven by recent share price movements (say, over the last few months), or by more long-term factors?; and (iii) Could the winner-loser effect be explained by changes in CAPM betas?

The basic research design used to form the winner and loser portfolios was as follows:

- For every stock j on the CRSP monthly return data (1926-1982) with at least 61 months of return data, and starting in January 1926, they estimated 120 monthly market-adjusted excess returns, $\mu_{jt} = R_{jt} - R_{mt}$, covering both a five-year portfolio “formation” and a five-year “test” period. The procedure was repeated 48 times for each of the ten-year periods starting in January 1926, January 1927, and up to January 1973.
- For every stock in each sample, they computed the cumulative excess returns (CU_j) over the five-year formation period. After that, the CU_j 's were ranked from low to high and portfolios were formed. The 50 stocks with the highest CU_j 's were assigned to the winner portfolio W ; the 50 stocks with the lowest CU_j 's to the loser portfolio L . In total there were 48 winner and 48 loser portfolios, each containing 50 securities.
- For the five sequences of all non-overlapping formation periods that start in January 1926, January 1927, and up to January 1930, the single most extreme winners from each formation period were combined to form group W_1 . The stocks that came in second in the formation period formed group W_2 , etc. Consequently, they had, for each of the five experiments, 50 “rank portfolios” for winners, W_1, \dots, W_{50} , and 50 “rank portfolios” for losers formed in the same way. In total there were 250 winner and 250 loser rank portfolios. Finally, average and cumulative average excess returns were found for each rank portfolio.

The authors confirmed that seasonality was present in both the test period returns and the formation period returns. During the test period, losers earned virtually all of their excess returns in January, while winner excess returns (though smaller in absolute terms than for losers), also occurred predominantly in January. In the formation period, the January excess returns for winners were about double that of the abnormal performance in other months. For losers, the seasonal pattern was also present.

These results raised the question of to what extent the January returns of long-term winners and losers were actually driven by performance over the immediately preceding months, possibly reflecting tax-motivated trading.

The authors found that excess returns for losers in the test period (and particularly in January) were negatively related to both long-term and short-term formation period performance. For winners, January excess returns were negatively related to the excess returns for the prior December, possibly reflecting a capital gains tax “lock-in”. Additional tests and findings continued to be consistent with tax explanations of the unusual January returns.

Regarding their last question, in their previous paper, the authors had found out that regardless of the length of the formation period, the beta for the loser portfolio was always lower than the beta for the winner portfolio. However, Chan (1986) and Vermaelen and Verstringe (1986) argued that the usual procedure of estimating betas over a prior period was inappropriate if betas varied with changes in market value. For winners and losers, a negative correlation between risk and market value is plausible because of changes in financial leverage that accompany extreme movements of the value of equity. The implication is that the winner-loser effect may disappear if the risk estimates were obtained during the test period. They argued that De Bondt and Thaler should have looked at the test period betas, as risk may have changed as the losers were losing and the winners were winning. Still, the test period betas were only slightly higher for losers than for winners (1.263 vs 1.043) and this estimated risk difference was not capable of explaining the gap in returns. In other words, the winner-loser effect could not be attributed to changes in risk as measured by CAPM betas.

In regards to the size effect, De Bondt and Thaler (1987) also tried to identify if the winner-loser effect was qualitatively different from the size effect. In particular, they tried to answer two questions: (i) are losing firms particularly small?; and (ii) are small firms (size measured by market value of equity) for the most part losers? The basic research design used was as follows:

- The sample included both NYSE and AMEX firms listed in COMPUSTAT for the years 1966-1983.
- For each firm j , annual returns R_{jt} and excess returns μ_{jt} were computed from COMPUSTAT data for all years between $t-3$ and $t+4$, with t representing the final year of the formation period.

- Every sample was ordered by each of the following 4 rankings: (a) cumulative excess return (CU_j) over a four-year formation period between the end of year $t-4$ and the end of year t ; (b) market value of equity (MV) at the end of year t ; (c) market value of equity divided by book value of equity (MV/BV); (d) company assets at t .
- For each sample and for each ranking variable, quintile, decile and ventile portfolios were formed. Average and cumulative average excess returns were calculated for the four years between $t-3$ and t , and for the four years between $t+1$ and $t+4$.

The results showed that even for quintile portfolios, (which are less extreme than the decile or groups of 50 stocks used in their previous study) the losers had positive excess returns and the winners had negative excess returns. However, they were not able to describe the winner-loser anomaly as primarily a small firm phenomenon. On the other hand, they were able to show that the size effect, as measured by MV, was partly a losing effect; i.e. there was a relationship between the size effect and the losing firm effect. The firms in the loser portfolios had lost a substantial portion of their value. Since the firm size is usually measured by the MV of equity, the losing firms became much smaller during the formation period.

In short, the results showed that (i) the winner-loser effect is not primarily a size effect; (ii) the small firm effect is partly a losing firm effect, but even if the losing firm effect is removed by using a more permanent measure of size, such as assets, there are still excess returns to small firms; and (iii) the earnings of winning and losing firms showed reversal patterns that were consistent with overreaction.

Following the results from their 1987 paper, De Bondt and Thaler (1989) referred to the concept of mean reversion.⁶ The idea that systematic “irrationality” in investors’ attitudes may affect prices, and that prices may deviate from fundamental value, raised the following question: do stock prices follow a random walk or are they somewhat predictable?

The efficient market view claims that stock prices quickly and rationally reflect all public information; i.e. stock prices follow a stochastic process close to a random walk. On the other hand, the overreaction hypothesis admits to

temporary disparities between prices and fundamentals. So De Bondt and Thaler tried to show that if overreaction was present in financial markets, then we should observe mean-reverting returns to stocks that have experienced extremely good or bad returns over the past few years. Referring to the 1985 paper, they showed that (i) the returns for both winners and losers were mean-reverting; and (ii) the five-year price reversal for losers was more pronounced than for winners. In addition, and consistent with overreaction, they showed that the more extreme the initial price movements, the greater the subsequent reversals. Additionally, they tested mean reversion in the short term. If mean reversion was observed over very brief time periods, factors other than size or objective risk could be assumed to be at work.⁷ Basing their analysis on the study carried out by Bremer and Sweeny (1988), they showed that there was a significant correction for losers in the short term, but not for winners, and that the correction increased with the size of the initial price jump.

Several conclusions follow from these results⁸ but the main one is that although prices may deviate from fundamental value, eventually, they get corrected as actual future events predictably turn out to be more or less than expected. A consequence for portfolio management is that this price behavior explains the profitability of contrarian strategies. Contrary to market efficiency, prior stock market “losers” are much better investments than prior “winners”.⁹

In a later work, De Bondt and Thaler (1990) present a study of the expectations of security analysts who make periodic forecasts of individual company earnings. They specifically test for a type of generalized overreaction, the tendency to make forecasts that are too extreme, given the predictive value of the information available to the forecaster. Their focus is on forecasted changes in earnings per share (EPS) for one and two year time horizons. In particular, they tried to answer the following questions: Are forecast errors in EPS systematically linked to forecasted changes? Are the forecasts too extreme (so actual changes are less than predicted)? Are most forecast revisions “up” (“down”) if the analysts’ initially projected large declines (rises) in EPS? (Under rationality, neither forecast errors nor forecast revisions should ever be predictable from forecasted changes). Does the bias in the forecasts get stronger as uncertainty grows and less is known about the future?

In order to answer these questions, they used the following research design:

The analysts' earnings forecasts between 1976 and 1984 were taken from the Institutional Brokers Estimate System tapes (IBES) produced by Lynch, Jones & Ryan. They worked only with the April and December predictions of EPS for the current as well as the subsequent year. They matched the earnings forecasts for each company with stock returns and accounting numbers as provided by the CRSP at the University of Chicago and the annual industrial COMPUSTAT files. Most of the regression analysis was based on three sets of variables: forecasted changes in EPS, actual changes in EPS, and forecast revisions.

The results of the study showed that forecasts were too optimistic, too extreme, and even more extreme for two-year forecasts than for single-year predictions. They also showed that forecast revisions were predictable from forecasted changes, violating the rationality assumption. In sum, the results were consistent with generalized overreaction.

The authors' main conclusion is that even the predictions of security analysts, who may be considered a source of rationality in financial markets, present the same pattern of overreaction found in the predictions of naïve undergraduates. Forecasted changes are simply too extreme to be considered rational.

Along the same lines, De Bondt (1991) continued to analyze regression to the mean in the belief that strategists are prone to committing gambler's fallacy, a phenomenon where people inappropriately predict reversal. Gambler's fallacy is regression to the mean gone overboard (overreaction). His survey examined the market prediction collected by Joseph Livingston since 1952.¹⁰ In particular, he examined about 5400 individual forecasts of the S&P index and of 425 industrial companies for the period between 1952 and 1986. The time horizon was seven and thirteen months.

In accordance with gambler's fallacy, De Bondt found that these predictions consistently were overly pessimistic after a bull market and overly optimistic after a bear market. In particular, the results showed that, after three-year bull markets, economist predicted that on average, over the next seven

months, the S&P would decline at an annual rate of 6.4%. He concluded that this pessimism was not borne out by the facts even though actual returns turned out to be much smaller after large price run-ups than after market declines. Actual returns were less than expected returns if the market was expected to rise and more than expected if a decline was predicted.

The results also showed that professional economists expected reversals in stock prices. After three-year bull markets, on average, 52.6% of the subjects saw a weak downward trend. The equivalent number for three-year bear markets was only 17.8%. But a curious finding is that these results on mean reversion in stock prices were unknown to the survey participants; i.e. they did not know that the average economist is a contrarian, pessimistic in bull markets and optimistic in bear markets.

De Bondt continued by asking the following question: What does regression to the mean suggest about predictions in the wake of above-average performance? He concluded that it implies that future performance will be closer to the mean, not that it will be below the mean in order to satisfy the law of averages.

Up to this point, academic research provided us with evidence of medium to long term reversals. Lehman (1990) argues that shorter-term reversals can also be observed.¹¹ Lehman believes that predictable variations in equity returns may reflect either predictable changes in expected returns or market inefficiency and stock price overreaction. He believes that these explanations can be distinguished by examining returns over short time intervals since systematic changes in fundamental valuation over intervals like a week should not occur in efficient markets. He argues that 'asset prices should follow a martingale process over short time intervals even if there are predictable variations in expected security returns over longer horizons –systematic short-run changes in fundamental values should be negligible in an efficient market with unpredictable information arrival'. As a consequence, rejection of this martingale behavior over short horizons would be evidence against market efficiency.

Lehman tested the market efficiency hypothesis by examining security prices for evidence of unexploited arbitrage opportunities. His model was

based on the assumption that any stock price overreaction infects many securities returns. Consequently, well-diversified portfolios composed of either “winners” or “losers” might be expected to experience return reversals in these circumstance. As a result, he developed a simple strategy to test market efficiency: he studied the profits of costless (i.e. zero net investment) portfolios which gave negative weight to recent winners and positive weight to recent losers. The short run martingale model predicted that these costless portfolios should earn zero profits. In contrast, if stock prices did overreact, violating the efficient market hypothesis, these costless portfolios would typically profit from return reversals over some horizon.

The research design implemented was as follows: Equity securities listed on the New York and American Stock Exchange were used from 1962 to 1986. Portfolio weights were taken to be proportional to the difference between the return of security i and the return on an equally weighted portfolio at different lags; i.e. the number of dollars invested in each security was proportional to the return in week k less the return of the equally weighted portfolio. A week was considered to be a sufficiently short period for the martingale model to apply under the efficient market hypothesis; i.e. weekly security returns were used. Profits were reported for five horizons: one, four, thirteen, twenty six and fifty two weeks.

The results of this study strongly suggest rejection of the efficient market hypothesis. His results showed that the “winners” and “losers” one week experienced sizeable return reversals the next week in a way that reflected arbitrage profits. In other words, portfolio of securities that had positive returns in one week typically had negative returns in the next week, while those with negative returns in one week typically had positive returns in the next week. The costless portfolio that is the difference between the winners and losers portfolios had positive profits in 90% of the weeks.

However, the results failed to find pronounced persistence in the return reversal effect. On average, the winner portfolio only had negative mean returns in the subsequent week but had positive and increasing mean returns over the next month. Similarly, the loser portfolio had large positive mean returns in the subsequent week but they diminished over the next month.

3) *Strength and weakness analysis: Were the research methods appropriate to measure overreaction? What questions have been left unanswered?*

In conclusion, the overreaction hypothesis believes that, in violation of Bayes' rule, most people tend to overreact to unexpected and dramatic news events, overweighting recent information and underweighting prior data. The winner-loser effect documented by De Bondt and Thaler is, perhaps, the most illustrative example of overreaction. Their work, as well as the research that followed, is successful in proving that investors overreact. The research designs were appropriate and the questions that arose as a result of one publication was answered in following papers, either by the same authors or by other researchers.

However, the empirical analysis showed some limitations and several questions have not yet been answered. These issues can be grouped into four broad considerations:

First: Can overreaction explain the behavior in stock prices and returns? De Bondt and Thaler (1985) argue that mean reversion is evidence of overreaction. They showed that over the 3 to 5-year holding period, stocks that performed poorly over the previous 3 to 5 years achieve higher returns than stocks that performed well over the same period. In the 1987 paper they showed that these excess returns could not be easily attributed to changes in risk or the "small firm anomaly".¹² However, as stated by Jegadeesh and Titman (1993), De Bondt and Thaler's results are still being debated.

In De Bondt and Thaler (1985), the winner and loser portfolios were formed conditional upon past excess returns, rather than some firm-generated informational variable such as earnings. But can past returns be considered good predictors of future returns? Additionally, the requirement that 85 subsequent returns were available before any firm was allowed in the sample biased the selection towards large, established firms. Consequently, can these results be generalized?

De Bondt and Thaler also showed that 36 months after portfolio formation, the losing stocks earned about 25% more than the winners, even though the survey showed that the latter were significantly more risky (the average betas

of the securities in the winner portfolios were significantly larger than the betas of the securities in the loser portfolio). The authors identified this issue but failed to explain why this happened. In other words, is it correct to assume that the risk-return relationship implicit in the efficient markets hypothesis was violated? And what can be implied by these results? However, in trying to solve this issue and also answer the question raised by Chan (1986) and Vermaelen and Verstringe (1986) that the winner-loser effect may disappear if the risk estimates were obtained during the test period, their 1987 paper found that the test period betas were only slightly higher for losers than for winners and that this estimated risk difference was not capable of explaining the gap in returns. In other words, they showed that if the CAPM beta is an adequate risk measure, then the difference between the winner and the loser returns could not be attributed to differences in risk.

Some final comments refer to asymmetric overreaction and seasonality. The authors identified that the overreaction effect was asymmetric, but they failed to explain why. Additionally, although the authors offered an explanation of the strong seasonality present in their results, significant research had to follow in order to explain this phenomenon.

Second: Is mean reversion a sign of market inefficiency? And are contrarian strategies the answer? The fact that prices are mean reverting implies that prices are predictable. But as stated by Fama and French (1986), does predictability reflect market inefficiency or time-varying expected returns generated by rational investor behavior? Mean reversion can also explain the profitability of contrarian strategies. In particular, Lehman's results (1990) showed that the "winners" and "losers" one week experienced sizeable return reversals the next week in a way that reflected arbitrage profits. In particular, relative strength strategies that bought past winners and sold past losers have been documented to show significant abnormal returns¹³ (practitioners in USA still use this strategy as one of their stock selection criteria (Grinblatt and Titman, 1989, 1993). These results strongly suggested rejection of the efficient market hypothesis. But do these contrarian strategies offer consistent abnormal returns over other strategies? Is it profitable always to invest using contrarian strategies?

Moreover, the evidence on short-term reversals presented by Jegadeesh (1990) and Lehmann (1990) can also be criticized. These papers show that contrarian strategies that select stocks based on their returns in the previous week or month generate significant abnormal returns. However, since these strategies are based on short-term price movements, their apparent success may reflect the presence of short-term price pressure or a lack of liquidity in the market rather than overreaction.¹⁴ Additionally, the explanation of why there is little persistence in the return reversal effects is not sufficient. Lehman offers two possible explanations: ‘first, one could emphasize the short-run nature of the arbitrage opportunity and presume that equity markets are (on average) efficient over longer horizons...alternatively, one could emphasize the low power of the tests for detecting longer term market inefficiencies and continue to seek additional evidence (and reinterpret existing evidence) of market inefficiency’. However, further analysis is needed to address this issue in full.

Third: What causes the overreaction phenomenon; in other words, what causes the systematic excessive optimism or pessimism present in forecasters? De Bondt and Thaler (1990) showed that EPS forecasts were too optimistic and too extreme. However and even though they tried to explain the EPS forecast error, they failed to identify the causes of this excessive optimism or pessimism in earnings forecasts. This same question was also present in De Bondt’s 1991 survey. The author offered some explanations, focusing on expected inflation, expected real economic growth, the S&P price-earnings ratio on the forecast date, and the three-year cumulative historical returns immediately prior to the forecast. Another explanation of this behavior has been offered by Shefrin (1998): Regret and hindsight bias come together in the selection of loser stocks for a portfolio: people are fearful of investing in loser stocks, although evidence has shown that a portfolio of losers historically outperformed the market. But these explanations are not satisfactory; further research is necessary.

Fourth: How does the overreaction hypothesis affect portfolio theory and portfolio selection; i.e. how can these anomalies be incorporated into existing models? The proponents of market efficiency hold that there are

enough well-informed investors to seize all unexploited profit opportunities. The evidence from behavioral decision-making studies is that people learn slowly. So, are there enough quick learners to eliminate mispricing in financial markets? DeBondt and Thaler believe that because of representativeness, investors become overly optimistic about recent winners and overly pessimistic about recent losers. Hence, they propose buying past losers and selling past winners. If prices either overreact or underreact to information, then profitable trading strategies that select stocks based on their past returns will exist, achieving abnormal returns.

However, strategies based on relative strength have also been proven to show abnormal returns.¹⁵ In 1993 Jegadeesh and Titman documented the strategies that bought stocks that had performed well in the past and sold stocks that had performed poorly in the past. In other words, the authors tested the inverse trading strategy proposed by DeBondt and Thaler in 1985. In particular, Jegadeesh and Titman (1993) provided an analysis of relative strength trading strategies over 3 to 12 month horizons (in each month t , the strategy bought the winner portfolio and sold the loser portfolio). Their results showed that: (i) trading strategies that bought past winners and sold past losers realized significant abnormal returns over the 1965 to 1989 period; (ii) the profitability of the relative strength strategies was not due to their systematic risk; (iii) profits could not be attributed to a lead-lag effect resulting from delayed stock price reactions to information about a common factor, although the evidence was consistent with delayed price reactions to firm-specific information; (iv) part of the predictable price changes that occurred during the 3 to 12 month holding periods may not have been permanent (the longer-term performances of the past winners and losers revealed that half of their excess returns in the year following the portfolio formation date dissipated within the next 2 years).

So, which trading strategy is more profitable? Can they be compared? Jegadeesh and Titman (1993) offered an explanation: the discrepancy between the results of both trading results may be due to the difference between the time horizons used in the trading rules examined in the academic papers and those used in practice. For example, they cited evidence favoring contrarian

strategies focusing on trading strategies based on either very short-term return reversals (1 week or 1 month), or very long-term return reversals (3 to 5 years). However, evidence suggested that practitioners who use relative strength rules base their selection on price movements over the past 3 to 12 months.¹⁶

Another alternative that has been proposed is the study of the excess returns from value investing. Graham and Dodd (1934) found that excess returns were obtainable from a low P/E strategy. The results showed that buying stocks with low P/E led to excess risk-adjusted returns, and the extreme losers outperformed the market. This strategy was replicated in the United States and Japan, showing similar results.¹⁷

Taking all this into account, is it worth incorporating these anomalies into existing models? I believe it is but further research that attempts to identify explanations for these empirical irregularities is necessary. As De Bondt and Thaler (1989) state, 'the real challenge facing the field (of finance) is to develop new theories of asset pricing that are consistent with known empirical facts and offer new testable predictions'. The authors suggest models in which some agents have non-rational expectations of future cash flows, or have faulty risk perceptions (versus traditional models in which all agents are assumed to be fully rational).

IV. Implications of overconfidence and overreaction for market efficiency and investors' rational behavior and the responses given by the Traditional Finance Theory

In the above discussion, it was implied that the presence of overconfidence and overreaction in investors' choices affects the efficient market hypothesis and may cause prices to deviate from fundamental value. However, Traditional Finance Theory has addressed some of these issues and several responses have been given. As a result, the objective of this section is to analyze the implications of the anomalies regarding overreaction and overconfidence for market efficiency, rational behavior and fundamental value, and to analyze the responses given by the Traditional Finance Theory.

Let's recall that the traditional theory of finance assumes that individuals are rational; i.e. they develop expectations using Bayesian strategies and make optimal decisions based on the available information. As a result, prices reflect all available information, so opportunities to earn extraordinary returns arise only from new information. Since the arrival of unexpected information is random, prices will follow a random walk and returns will be normally distributed (i.e., the entire return distribution can be described by its mean and its standard deviation).

As Fama (1970) explains, on the one hand, it is easy to determine sufficient conditions for capital market efficiency, such as: (i) the lack of transaction costs in trading securities; (ii) all available information is costlessly available to all market participants; and (iii) all agree on the implications of current information for the current price and distributions of future prices of each security. In this world, Fama sustains that it is easy to assume that the current price of a security fully reflects all available information.

However, a market with these conditions is not met in practice. As a result, numerous studies have tested the efficient market hypothesis throughout the years. Testing market efficiency is basically straightforward: using statistical methods, investigate whether a strategy (based on a certain kind of information) consistently earns abnormal profits. Some examples included: (1) tests of technical trading rules; (2) earnings, dividends and split announcements; (3) trading performance of insiders (results from trading on public information about insider trades) (Daniel, 2002).

As Fama (1970) explains, the initial studies were concerned with "weak form" tests in which the information set was just historical prices. In the early literature, discussions of the efficient markets model were phrased in terms of the random walk model. The impetus for the development of a theory came from the accumulation of evidence in the middle 1950's and early 1960's that the behavior of common stock and other speculative prices could be well approximated by a random walk. Faced with the evidence, economists offered some rationalization, which resulted in a theory of efficient markets stated in terms of random walks.

When the tests seemed to support the efficiency hypothesis at this level,

attention was turned to “semi strong form” tests in which the concern was whether current prices “fully reflected” all obviously publicly available information. Each individual test, however, was concerned with the adjustment of security prices to one kind of information generating event (e.g. stock splits, announcements of financial reports by firms, new security issues, etc.).

By the time Fama wrote his 1970 paper, “strong form” tests had begun to appear. The strong form tests of the efficient markets model were concerned with whether all available information was fully reflected in prices in the sense that no individual had higher expected trading profits than others because he had monopolistic access to some information.

Lehmann (1990) also referred to this issue and explained that testing of the efficient market hypothesis was abundant. Earlier studies supported the random walk model, finding that the predictable variation in equity returns was both economically and statistically small. More recently, however, several studies began to document other examples of how market efficiency could be violated. For example, as Fama (1991) explains, a precondition for the strong version of the efficient market hypothesis is that information and trading costs, the costs of getting prices to reflect information, are always 0. Since there are surely positive information and trading costs, the extreme version of the market efficiency hypothesis is surely false.

Additionally, recent research has found evidence that equity returns can be predicted with some reliability. In other words, there is evidence on the predictability of daily and weekly returns from past returns.

As Raghurir and Ranjan Das (1999) state, the findings of persistent deviation of stock prices from fundamentals are robust, suggesting that the behavioral cause behind these price deviations is overreaction, which implies that stock prices do not display a random walk but rather display return predictability (Shiller, 1981, and Shleifer and Vishny, 1990).

Lehman argues that there are two competing explanations for this phenomenon. The first is that the returns vary through time, resulting in predictable, but efficient, mean reversion in stock prices. On the other hand, the predictability of equity returns may reflect the overreaction of stock

prices, as suggested by De Bondt and Thaler. But these two explanations can be distinguished by examining asset returns over short time intervals. As explained in the previous section, Lehman tested this hypothesis and the results showed that the “winners” and “losers” one week experienced sizeable return reversals the next week in a way that reflected arbitrage profits. The results of this study strongly suggest rejection of the efficient market hypothesis. Additionally, Shiller (1979) argues that there is more volatility in stock markets and bond markets than would be the case if prices were determined by fundamental value alone.

In other words, the evidence of systematic reversals in stock returns over the short and long-term violates the efficient market hypothesis. In response to these studies, Fama reviewed once again the market efficiency literature in 1991, offering his views on what he had learned from the research on market efficiency.

The 1991 review also divided work on market efficiency into three categories, but they somewhat differed from the categories identified in the 1970 paper. The main difference was in the first category: instead of weak form tests (which are only concerned with the forecast power of past returns), the first category covered the more general area of tests for return predictability, which also included the work on forecasting returns with variables like dividend yields and interest rates. For the second and third categories, he only proposed changes in title, not coverage, naming them event studies and tests for private information, respectively.

Fama (1991) stated that ‘ambiguity about information and trading costs is not the main obstacle to inferences about market efficiency’. He believed that the joint-hypothesis problem was more serious. Thus, market efficiency per se is not testable; it must be tested jointly with some model of equilibrium, an asset pricing model. This point says that one can only test whether information is properly reflected in prices in the context of a pricing model that defines the meaning of “properly”. As a result, he concluded that when one ‘finds anomalous evidence on the behavior of returns, the way it should be split between market inefficiency or a bad model of market equilibrium is ambiguous’.

Finally, Fama also raised a very important question: Does return predictability reflect rational variation through time in expected returns, irrational deviations of price from fundamental value, or some combination of the two? Additionally, Fama (1998) stated that it was time to ask whether the recent studies on long-term returns that suggested market inefficiency also suggested that efficiency should be discarded. His answer was a strong no: an efficient market generates categories of events that individually suggest that prices overreact to information. But in an efficient market, under-reaction will be about as frequent as overreaction. If anomalies split randomly between under-reaction and overreaction, they are consistent with market efficiency.

Thaler (1999) also addressed this issue. On the one hand, he believes that real financial markets do not resemble the ones one could imagine if we only read finance textbooks. But, on the other hand, he sustains that there is compelling evidence that markets are efficient, and that is the performance of active fund managers. In short, he believes that although market behavior often diverges from what would be expected in a rational efficient market, these anomalies do not create such large profit opportunities so that active fund managers as a group can earn abnormal returns.

However, an alternative explanation for why active money managers may underperform passive money managers can be offered based on overconfidence. Odean (1998) believes that active money managers may be overconfident in their ability to beat the market and spend too much time and money trying to do so. When information is costly, overconfident traders who actively pursue information fare less well than passive traders.

Can the efficient market hypothesis be discarded?

An important defense against market efficiency is that the anomalies literature has not settled on a specific alternative to market efficiency; it only points out that market inefficiency occurs. For example, the anomalies literature has not accepted the discipline of overreaction to be the prediction of a behavioral finance alternative to market efficiency. If apparent overreaction was the general result in studies of long-term returns, market efficiency

would be dead, replaced by the behavioral alternative of overreaction. However, the anomalies literature has found that under-reaction is about as frequent. For example, there is evidence that stock prices seem to respond to earnings announcements for quite some time after they are announced (post earnings announcement drift and post recommendation drift).¹⁸

The market efficiency hypothesis offers an answer to the question regarding why the market overreacts in some instances and under-reacts in others, and that is chance. As Fama (1998) explains, ‘the expected value of abnormal returns is zero, but chance generates apparent anomalies that split randomly between overreaction and under-reaction. In other words, Fama believes that apparent overreaction of stock prices to information is about as common as under-reaction, and this is consistent with the market efficiency hypothesis that the anomalies are chance results (although “behavioralists may argue that it is possible to distinguish chance from systematic cognitive bias because the behavioral literature does not simply say that people do not behave exactly as the traditional model predicts; it says that people behave in specific, regular, predictable ways that are inconsistent with the traditional models).

As a result, Fama (1998) believes that the behavioral literature does not lean cleanly towards either anomaly (under-reaction vs. overreaction) as the behavioral alternative to market efficiency. So, is the weight of the evidence on long-term return anomalies so big that market efficiency is not a viable working model even in the absence of an alternative model that explains both under and overreaction?

Thaler (1999) also refers to this issue. Even though his 1999 study shows that the premise of behavioral finance –that cognitive biases may influence asset prices-is at least theoretically possible, he wonders if it is worth the trouble. Specifically, he wonders: What is the evidence that traditional models cannot do the job? In other words, is there enough evidence to undermine the rational efficient market paradigm?

Statman (1999) also believes that market efficiency is at the center of the battle between standard finance and behavioral finance, and that overreaction and under-reaction are “weapons” in this battle. But he continues by making a distinction between two meanings of the term “market efficiency”.

One meaning is that investors cannot systematically beat the market. The other is that security prices are rational. Rational prices reflect only utilitarian characteristics, such as risk, not value expressive characteristics, such as sentiment. He continues by stating that behavioral finance has shown, however, that value-expressive characteristics matter in both investor choices and asset prices. Therefore, the market efficiency battle is being fought as if one side can only win if the other loses. Statman believes that ‘the discipline of finance would do well to accept the first meaning of market efficiency and reject the notion that security prices are rational...we could then stop fighting the market efficiency battle and focus on exploring (i) asset pricing models that reflect both value expressive and utilitarian characteristics and (ii) the benefits, both utilitarian and value expressive, that investment professionals provide to investors’. He concludes by arguing that today’s standard finance is so weighted down by anomalies that reconstructing financial theory along behavioral lines makes a lot of sense. But, as Ray Ball explains (Chew, 1999), ‘the theory of efficient markets was an audacious and welcome change from the comparative ignorance of stock markets behavior that preceded it: and despite its now obvious theoretical and empirical flaws, it has profoundly influenced both the theory and practice of finance’.

What does Behavioral Finance have to offer?

Given such limitations in the concept of market efficiency and the existing empirical tests of the theory, a group of finance scholars known as “behavioralists” has suggested that it is time to abandon the premise of collectively rational investors on which the theory rests. “Behavioralists” argue that stock price corrections and cycles reflect systematic biases in how investors use information (Chew, 1999). But is behavioral finance the answer to the limitations of the efficient markets theory?

What we do know is that Behavioral Finance offers an alternative paradigm to the efficient market theory, one in which individuals make systematic mistakes in the way they process information (Daniel and Titman, 1999).

The main conclusion is that investors’ behaviors can influence asset

prices. Investors do not behave with extreme rationality and research has shown that investors' deviations from rationality are often systematic. The main advantage of Behavioral Finance is that it relaxes the traditional assumptions of financial economics by incorporating these observable, systematic, and human departures from rationality into standard models of financial markets (Barber and Odean, 1999).

Thaler (1999) also believes that behavioral finance enriches the understanding of financial markets by 'adding a human element'. But can behavioral finance be theorized? Thaler mentions three groups of authors (Barberis, Shleifer, and Vishny 1998; Daniel, Hirshleifer, and Subrahmanyam 1998; Hong and Stein 1999) who have generated asset-pricing models that try to explain the pattern of the latest empirical results: returns that exhibit under-reaction in the short run and overreaction in the long run. These studies draw on results from psychology to motivate the behavior of the agents in their models. As a result, financial economists are becoming accustomed to thinking about the role of human behavior in driving stock prices.

V. Behavioral Finance: Future Steps for Research

So, what are the next steps Behavioral Finance should follow? Today, research has increased and there is abundant evidence that violates the traditional finance theory. However, there is still no widely used model that incorporates all these anomalies. Several models have been proposed that take into account different behavioral factors, but none of them is as popular as, for example, the CAPM once was. Consequently, and following Statman's (1999) advice, the existing behavioral models should continue to be analyzed, making adjustments as new anomalies or new criticisms to the existing models appear.

The idea of Behavioral Finance is to extend the models of financial markets by incorporating the imperfections that we observe in the market. But how can these factors be incorporated in the models? Shefrin and Statman (1994) developed a behavioral asset pricing theory as an analog to the standard CAPM. The behavioral asset pricing model (BAPM) features the market

interaction of two groups of traders: information traders and noise traders. Information traders are the ones present in the standard CAPM and they are free of cognitive errors and have mean-variance preferences. Noise traders live outside the CAPM, commit cognitive errors, and do not have strict mean-variance preferences.

The expected returns of securities in the BAPM are determined by their “behavioral betas”, which are relative to the tangent mean-variance efficient portfolio. But the mean-variance efficient portfolio is not the market portfolio because noise traders affect security prices.

When prices are efficient, security prices and volatility are determined through a single driver, a sufficient statistic consisting only of new information. The single driver drives the mean-variance efficient frontier, the return distribution of the market portfolio, the premium for risk, the term structure, and the price of options. However, noise traders act as a second driver and they steer the market away from price efficiency. When prices are inefficient, new information is no longer a sufficient statistic. Old information continues to affect prices, volatility, the premium for risk, the term structure and the option prices.

In 1995, these same authors used a behavioral method of security valuation to better understand size and book-market ratios, and beta and its correlation to stock returns. The study provided empirical evidence on how investors reached expectations about stock returns and related the data to realized returns.

In 1996, Fama and French developed the “three factor model” to try to explain behavioral factors. Previous work had shown that average returns on common stocks were related to firm characteristics like size, earnings/price, cash flow/price, book to market equity, past sales growth, long term past return, and short term past returns. Because these patterns in average returns were apparently not explained by the CAPM, they were called anomalies. The authors found that, except for the continuation of short term returns, the anomalies largely disappeared in the three factor model. Although this model could not explain the continuation of short term returns documented by Jegadeesh and Titman (1993), they captured the reversal of long term returns documented by De Bondt and Thaler (1985, 1987).

In 1999, Shefrin and Statman developed a behavioral portfolio theory as an alternative to the Markowitz mean-variance portfolio. Mean variance investors evaluate portfolio as a whole; they consider covariances between assets as they construct their portfolios. They also have consistent attitudes towards risk; they are always risk averse. Behavioral investors build portfolios as pyramids of assets, layer by layer. The layers are associated with particular goals and attitudes towards risk. Some money is in the downside protection layer, designed to avoid poverty, and other is in the upside potential layer, designed for a shot at being rich.

Finally, another factor that has been largely documented by the behavioral finance literature and incorporated in their models is sentiment. According to Behavioral Finance, sentiment is the reflection of heuristic-driven bias. For example, in 1998, Barberis, Shleifer and Vishny presented a model of investor sentiment, which was consistent with the empirical findings. In other words, their work tried to model how investors formed beliefs. The model was based on psychological evidence and produced both under-reaction and overreaction for a wide range of parameter values.

Moreover, several sentiment indexes were developed to measure sentiment in the market. Traditionally, market sentiment is seen as a contrarian indicator. Markets rise, the theory goes, as bears become bulls and put money into the market. The market peaks when there are no bears left and everyone is invested. As a result, The Bullish Sentiment Index ($\# \text{ bulls} / (\# \text{ bulls} + \# \text{ bears})$) is used as a contrarian indicator. Research shows that the BSI provides no guidance as to where the market is headed next but it does a good job of predicting the past.¹⁹

Moving Forward

As Merton (1987) emphasizes, ‘anomalous empirical evidence has indeed stimulated wide-ranging research efforts to make explicit the theoretical and empirical limitations of the basic finance model with its frictionless markets, complete information, and rational, optimizing economic behavior...but although much has been done, this research line is far from closure’. In short,

future research should focus in comparing the existing behavioral models and strategies with the traditional model, trying to answer the following questions: (1) How are portfolios designed in practice? (Active management) (2) Do these portfolios deviate from the “efficient portfolios” identified by the Markowitz model? Are behavioral models taken into account in portfolio selection? (3) How do “behavioral models and strategies” behave compared to the traditional model and to active management; i.e. which portfolio strategy delivers superior performance? (4) Are contrarian strategies the answer? (5) How does passive management compare to these results? (6) Do the results vary with the sample period? (7) What happens if these models are tested in less efficient markets such as Argentina? (8) Is it worth incorporating behavioral factors into models?

In order to answer the first two questions, the way fund managers construct their portfolios in practice could be analyzed. Natalia del Águila and María Galli (1998) showed that fund managers (not only from Argentina but also from Europe and the United States) did not use the model developed by Markowitz to form their portfolios, claiming that the main setback of this model was the estimation of the stocks’ expected returns.

Additionally, the research on Active Management has increased considerably over the years. According to this research, instead of using traditional models of portfolio selection, fund managers implement Active Management. This method consists in several steps: (1) choosing the type of analysis to be used in security selection, which can be strictly fundamental, strictly technical, or a combination of both; (2) deciding if the fundamental analysis should follow a “Top Down” or “Bottom Up” approach; and (3) choosing the investment criteria to be followed (value vs. growth).

Future research should try to find out if, as a result of the growing literature in behavioral finance, behavioral models are now taken into account in portfolio selection. Then, behavioral models and strategies should be compared to the traditional model and to active management, trying to address which portfolio strategy delivers superior performance and if it is worth incorporating behavioral factors into the models.

For example, a potential empirical study could be as follows:

1. **Traditional Model:** in order to test the traditional model, portfolios created according to Markowitz's portfolio optimization model could be used. The inputs necessary to calculate the efficient frontier are expected return and volatility of each stock, as well as the correlation between them. Prices for stocks listed in the New York Stock Exchange (NYSE) for the period starting in January 1990 could be used to calculate these inputs, and the "PCF Toolkit" software could be used to calculate the efficient portfolios.
2. **Active Management:** the return of US Equity Mutual Funds could be considered to test the performance of Active Management over the years and to be able to compare it to alternative models.
3. **"Behavioral" Strategies:** to test the behavioral strategies, several tests could be carried out. To test for overconfidence, the approach used by Barber and Odean (1999) could be replicated. In their paper, they tested whether investors with accounts at discount brokerages traded excessively. Their approach was to determine whether the securities bought by the investors outperformed those they sold by enough to cover the costs of trading. They examined return horizons of 4 months, one year and two years following each transaction. This same methodology could be applied to US equity mutual funds, analyzing if the securities they buy outperform the ones they sell by enough to cover trading costs. Additionally, different time horizons could be used, analyzing the responses in the short, medium and long term.

In order to test for overreaction, the work done by De Bondt and Thaler (1985) could be extended. Their two hypotheses were that extreme movements in stock prices would be followed by subsequent price movements in the opposite direction, and that the more extreme the initial price movement, the greater would be the subsequent adjustment. In order to test these hypotheses, portfolios of the most extreme winners and most extreme losers could be formed (winner and loser portfolios) using return data for New York Stock Exchange (NYSE) common stocks for the period starting in January 1990. Furthermore, to address the issue of the relationship between risk and return, portfolio CAPM betas could also be compared.

To test for mean reversion, De Bondt and Thaler's work (1989) as well as Lehman's work (1990) could be extended. The former showed that (i) the returns for both winners and losers were mean-reverting; and (ii) the five-year price reversal for losers was more pronounced than for winners. In addition, and consistent with overreaction, they showed that the more extreme the initial price movements, the greater the subsequent reversals. Lehman (1990) showed that short term reversals could also be observed. His results showed that the "winners" and "losers" one week experienced sizeable return reversals the next week in a way that reflected arbitrage profits. Consequently, and in order to test for short, medium and long term price reversal, portfolios composed of either winners or losers should be tested over a specific time horizon, which could include 1 week, 3 months, 6 months, 12 months, 3 years and 5 years. The sample data mentioned in the previous point could be used to form the portfolios.

Also, and based on the previous findings, contrarian and relative strength strategies should be evaluated. Contrarian strategies consist in buying past losers and selling past winners. On the other hand, relative strength strategies consist in buying past winners and selling past losers. Jegadeesh and Titman (1993) tested the inverse trading strategy proposed by De Bondt and Thaler in 1985 (contrarian strategy), providing an analysis of relative strength trading strategies over 3 to 12 month horizons. The results of the study showed that trading strategies that bought past winners and sold past losers realized significant abnormal returns over the 1965 to 1989 period. So, which trading strategy is more profitable? In order to be able to compare them, the time horizons used in both strategies should be the same. For example, trading strategies based on very short-term return reversals (1 week or 1 month), or very long-term return reversals (3 to 5 years) as well as strategies based on price movements over the past 3 to 12 months should be considered.

Finally, additional tests could (i) compare these results to the performance of passive management; (ii) evaluate the performance of these strategies if the sample period is changed; and (iii) replicate the analysis in less efficient markets such as Argentina.

In conclusion, the major factors driving portfolio selection are much more complex than the mean and variance of future returns and the efficient frontier. Empirical research has shown that, when selecting a portfolio, investors not only consider statistical measures such as risk and return, but also psychological factors such as sentiment, overconfidence and overreaction. In short, heuristic-driven bias, frame dependence, and market inefficiency shape the kind of portfolios that investors chose, the type of securities investors find attractive, and the biases to which investors are subject.

NOTES

- 1 For further discussions on systematic risk, see Sharpe (1964)
- 2 Kahneman and Tversky (1979) developed the Prospect Theory, which presented a model of decision making that was an alternative to subjective expected utility theory with more realistic behavioral assumptions.
- 3 Odean's main contribution was to successfully model overconfidence based on past models. See Odean (1998) for literature on related work on overconfidence.
- 4 For research on excess volatility in equity markets, see Shiller (1981, 1989), LeRoy and Porter (1981), Kleidon (1986), and Marsh and Merton (1986).
- 5 Additionally, some have argued that the results can be explained by the systematic risk of their contrarian portfolios and the size effect. See Chan (1988), Ball and Kothari (1989), Zarowin (1990), and Chopra, Lakonishok, and Ritter (1992).
- 6 De Bondt and Thaler were not the first ones to analyze mean reversion. In order to prove the random walk hypothesis, Fama and French (1988) regressed the return on a stock market index over some time period of length T , on returns over the prior period of equal length. If prices followed a random walk, then the slope in the regression would be zero. If prices were mean reverting, then the slope would be negative. The results revealed considerable mean reversion: the slopes of the regressions were generally negative for horizons from 18 months to 5 years.
- 7 For a more detailed explanation of these studies, see De Bondt and Thaler (1989), pp.197.
- 8 Fama and French (1986) conclude that 'The tendency toward reversal...may reflect time-varying expected returns generated by rational investor behavior and the dynamics of common macroeconomic driving variables. On the other hand, reversals generated by a stationary component of prices may reflect market-wide waves of overreaction of the kind assumed in models of an inefficient market...Whether predictability reflects market inefficiency or time-varying expected returns generated by rational investor behavior is, and will remain, an open issue'.

- 9 For further evidence on systematic reversals in stock returns over longer intervals, see Fama and French (1988) and Poterba and Summers (1988).
- 10 Joseph Livingston has collected various stock market forecasts from academic, business, and government economists. Early June and early December of each year since 1952, about forty economists predict the level of the S&P that will prevail at the end of the following June and December.
- 11 For further evidence on systematic reversals in stock returns over the short term, see Rosenberg, Reid, and Lanstein (1985), and Jegadeesh (1987).
- 12 Some have argued that the results could be explained by the systematic risk of their contrarian portfolios and the size effect: see Chan (1988), Ball and Kothari (1989), Zarowin (1990), and Chopra, Lakonishok, and Ritter (1992).
- 13 See also Levy (1967) and Jensen and Bennington (1970).
- 14 See Jegadeesh and Titman (1991) and Lo and MacKinlay (1990) for supports of the short term interpretation.
- 15 See Levy (1967), Jensen and Bennington (1970), and Grinblatt and Titman (1989, 1993).
- 16 Additionally, they stated that: 'The evidence of initial positive and later negative relative strength returns suggests that common interpretations of return reversals as evidence of overreaction and return persistence (i.e., past winner achieving positive returns in the future) as evidence of under-reaction are probably overly optimistic. A more sophisticated model of investor behavior is needed to explain the observed patten of returns'.
- 17 See Basu (1977) for the US and Chan, Hamao and Lakonishok (1991) for Japan.
- 18 For further research on under-reaction to earnings' announcements, see Bernard and Thomas (1989, 1990), Shefrin (1998), Bernard (1993), Mendenhall (1991), Abarbanell and Bernard (1992), Wiggins (1991), Amir and Ganzach (1998), Barberis, Shleifer, and Vishny (1998), Daniel, Hirshleifer and Subrahmanyam (1998, 2001), Hong and Stein (1999), Womack (1996).
- 19 Other Sentiment Indicators have been developed throughout the years. The American Association of Individual Investors (AII) monitors the sentiments of small investors; the Richard Bernstein Index is based on Wall Street strategists' allocations; the Call/Put ratio is used by some technical analysts to measure sentiment (see Shefrin (1998), Meyers (1989, 1994) and Billingsley and Chance (1988); Discount on closed-end funds can also serve as a sentiment index (Shefrin, 1998).

REFERENCES

- Abarbanell, J. S. and Bernard, V. L. 1992. "Tests of analysts' overreaction/underreaction to earnings information as an explanation for anomalous stock price behavior", *The Journal of Finance* 45:3 (July): 1181-1207.
- Amir, E. and Ganzach, Y. 1998. "Overreaction and underreaction in analysts Forecast", *Journal of Economic Behavior and Organization*, 37, 333-347.

- Ball, R. and Kothari, S. 1989. "Nonstationary Expected Returns: Implications for Tests of Market Efficiency and Serial Correlation in Returns", *Journal of Financial Economics* 25, 51-74.
- Barber, Brad M. and Odean, Terrance. 1999. "The Courage of Misguided Convictions", *Financial Analysts Journal*, November/December.
- Barberis, Nicholas, Shleifer, Andrei and Vishny, Robert. 1998. "A model of investor sentiment", *Journal of Financial Economics* 49, 307-343.
- Basu, Sanjoy. 1977. "The investment Performance of Common Stocks in Relation to their Price-Earnings Ratios: A Test of the Efficient Market Hypothesis", *Journal of Finance*, vol.32, no.3 (July), 663-682.
- Bernard, V. L. and Thomas, J. K. 1989. "Post-earnings- announcement drift: delayed price response or risk premium?", *Journal of Accounting Research* 27 (Supplement): 1-36.
- Bernard, V. L. and Thomas, J. K. 1990. "Evidence that stock prices do not fully reflect the implications of current earnings for future earnings", *Journal of Accounting and Economics* 13: 305-340.
- Bernard, V. L. 1993. "Stock price reactions to earnings announcements: a summary of recent anomalous evidence and possible explanations", *Advances in Behavioral Finance*, Richard H. Thaler, Editor, 303-340.
- Billingsley, Randall S. and Chance, Donald. 1988. "Put-Call Ratios and Market Timing Effectiveness." *Journal of Portfolio Management* (fall) 15, no.1: 25-28.
- Bremer, M.A. and Sweeney, Richard J. 1988. "The Information Content of Extreme Negative Rates of Return", Working Paper, Claremont McKenna College, February.
- Chan, Louis K.C., Hamao, Yasushi, and Lakonishok, Josef. 1991. "Fundamentals and Stock Returns in Japan", *Journal of Finance*, vol.46, no.5 (December), 1739-64.
- Chan, K.C. 1988. "On the Contrarian Investment Strategy", *Journal of Business*, 61, pp. 147-163.
- Chan, K.C.. 1986. "Can Tax-Loss Selling Explain the January Seasonal in Stock Returns?", *Journal of Finance* 41(5).
- Chew, Donald H., Jr. 1999. *The New Corporate Finance: Where Theory Meets Practice*, McGraw-Hill Companies, chapters 1-6.
- Chopra, Navin, Lakonishok, Josef and Ritter, Jay R. 1992. "Measuring abnormal performance: Do stocks overreact?", *Journal of Financial Economics* 31, 235-268.
- Daniel, Kent and Titman, Sheridan. 1999. "Market efficiency in an irrational world", *Financial Analysts Journal*, Nov-Dec, 28-55.

- Daniel, Kent, Hirshleifer, David and Subrahmanyam, Avaniidhar. 1998. "Investor psychology and security market under- and overreactions", *Journal of Finance*, Vol. 53 Issue 6 (Dec), 1839-1885.
- Daniel, Kent, Hirshleifer, David, and Subrahmanyam, Avaniidhar. 2001. "Overconfidence, arbitrage, and equilibrium asset pricing", *Journal of Finance* 56, 921-965.
- Daniel, Kent. 2002. "Behavioral Finance". Financial Executives International Conference, April 2002.
- De Bondt, Werner. 1991. "What do economists know about the stock market?" *Journal of Portfolio Management* 17, 2:84-91.
- De Bondt, Werner. 1993. "Betting on Trends: Intuitive Forecast of Financial Risk and Return." *International Journal of Forecasting*, 9: 355-371.
- De Bondt, Werner. 1998. "A Portrait of the Individual Investor" *European Economic Review* 42: 831-844.
- De Bondt, Werner, and Thaler, Richard. 1985. "Does the stock market overreact?", *Journal of Finance* 40: 793-805.
- De Bondt, Werner, and Thaler, Richard. 1987. "Further Evidence on Investor Overreaction and stock market seasonality", *Journal of Finance* 42: 557-581.
- De Bondt, Werner, and Thaler, Richard. 1989. "A Mean Reverting Walk Down Wall Street". *Journal of Economic Perspectives* 3, no.1: 189-202.
- De Bondt, Werner, and Thaler, Richard. 1990. "Do security analysts overreact?", *American Economic Review*, 80, 2: 52-57.
- del Aguila, Natalia, and Galli, María. 1998. "Theory and Practice: Harry Markowitz's Legacy to Portfolio Management in Argentina", Working Paper, Universidad Torcuato Di Tella, Argentina.
- Einhorn H. J. and Hogarth, R. 1978. "Confidence in Judgment: Persistence in the Illusion of Validity". *Psychological Review*, 85, no. 5: 395-416.
- Fabozzi, Frank. 1998. *Active Equity Portfolio Management*, Frank J. Fabozzi Associates, New Hope, Pennsylvania.
- Fama, Eugene and French, Kenneth. 1986. "Common Factors in the Serial Correlations of Stock Returns", Working Paper, Grad. School of Business, Univ. of Chicago, October.
- Fama, Eugene and French, Kenneth. 1988. "Permanent and temporary components of stock prices". *Journal of Political Economy*, 96: 246-273.
- Fama, Eugene and French, Kenneth. 1996. "Multifactor explanations of asset pricing anomalies", *Journal of Finance*, 51, 1: 55-84.

- Fama, Eugene. 1965. "Random Walks in Stock Market Prices", *Financial Analysts Journal*, Sep-Oct, p.4.
- Fama, Eugene. 1970. "Efficient capital markets: a review of theory and empirical work", *Journal of Finance*, 25, 2:383-417.
- Fama, Eugene. 1991. "Efficient capital markets II", *Journal of Finance*, 46, 5: 1575-1618.
- Fama, Eugene. 1998. "Market efficiency, long-term returns, and Behavioral Finance", *Journal of Financial Economics*, 49, 3: 283-306.
- Fiske, Susan T. and Taylor, Shelley E. 1991. *Social Cognition*, McGraw Hill, Inc., NY.
- Frank, Jerome D. 1935. "Some psychological determinants of the level of aspiration", *American Journal of Psychology*, 47, 285-293.
- Fuller and Thaler Asset Management, 2007. "Quarterly Update", accessed from <http://www.fullerthaler.com/reviews/newsltr2007Q1.pdf>
- González Isla, Pablo. 2006. *No le tema a Wall Street: Una mirada estratégica, integral y sencilla al mundo de las inversiones financieras*, Editorial Planeta, Argentina
- Graham, Benjamin and Dodd, David. 1934. *Security Analysis*, New York-London: Whittlesey House (McGraw Hill).
- Grether, David M. 1980. "Bayes's rule as a descriptive model: The representative heuristic", *Quarterly Journal of Economics*, 95, 537-557.
- Grinblatt, Mark, and Titman, Sheridan. 1989. "Mutual fund performance: An analysis of quarterly holdings", *Journal of Business*, 62, 393-416.
- Grinblatt, Mark and Titman, Sheridan. 1993. "Performance Measurement without Benchmarks: An Examination of Mutual Fund Returns", *Journal of Business*, 66,1:47-68.
- Hong, Harrison, and Stein, Jeremy C. 1999. "A Unified Theory of Underreaction, Momentum Trading, and Overreaction in Asset Markets", *Journal of Finance*, 54, 2143-2184.
- Jegadeesh, Narasimhan, and Titman, Sheridan. 1991. "Short horizon return reversals and the bid-ask spread", Working Paper, University of California at Los Angeles.
- Jegadeesh, Narasimhan, and Titman, Sheridan. 1993. "Returns to Buying Winners and Selling Losers: Implications for stock market efficiency". *Journal of Finance* 48: 65-91.
- Jegadeesh, Narasimhan. 1987. "Evidence of the Predictability of Equity Returns", Graduate School of Business, Columbia University.
- Jegadeesh, Narasimhan. 1990. "Evidence of Predictable Behavior of Security Returns," *Journal of Finance*, 45, 3:881-98.

- Jensen, Michael, 1999. "Self-Interest, Altruism, Incentives, and Agency Theory", in Chew (1999).
- Jensen, M.C. and Bennington, G. 1970. "Random Walks and Technical Theories: Some Additional Evidences", *Journal of Finance*, 25 (May), 469-482.
- Kahneman, Daniel and Tversky, Amos. 1973. "On the psychology of prediction", *Psychological Review*, 80, 237-251.
- Kahneman, Daniel and Tversky, Amos. 1979. "Prospect Theory: An analysis of Decision Making Under Risk". *Econometrica* 47, 2:263-291.
- Kahneman, Daniel, Slovic, Paul and Tversky Amos, 1982. *Judgment Under Uncertainty: Heuristics and Biases*, Cambridge University Press, Cambridge, and NY.
- Kleidon, Allan W. 1986. "Variance bounds tests and stock price valuation models", *Journal of Political Economy*, 94, 953-1001.
- Kunda, Ziva, 1987. "Motivated inference: Self-serving generation and evaluation of causal theories", *Journal of Personality and Social Psychology*, 53, 636-647.
- LeDoux, Joseph. 1994. "Emotion, Memory and the Brain", *Scientific American*, Vol.270, 50-57.
- Lehmann, Bruce. 1990. "Fads, Martingales, and Market Efficiency." *Quarterly Journal of Economics*, 105: 1-28.
- LeRoy, Stephen F. and Porter, Richard D. 1981. "Stock price volatility: tests based on implied variance bounds", *Econometrica* 49, 97-113.
- Levy, R. A. 1967. "Random Walks: Reality or Myth?" *Financial Analysts Journal*, 23, 6:69-77.
- Lichtenstein, Sarah, Fischhoff, Baruch, and Phillips, Lawrence. 1982. "Calibration of probabilities: The state of the art to 1980", in Kahneman, Slovic, Tversky (1982).
- Lo, A.W., and MacKinlay, C. 1990. "When are contrarian profits due to stock market overreaction?", *The Review of Financial Studies*, 3, 175-205.
- Lopes, Lola. 1987. "Between Hope and Fear: The Psychology of Risk". *Advances in Experimental Social Psychology*, 20: 255-295.
- Lord, Charles G., Ross, Lee, and Lepper, Mark R. 1979. "Biased assimilation and attitude polarization: The effects of prior theories on subsequently considered evidence", *Journal of Personality and Social Psychology*, 37, 2098-2109.
- Markowitz, Harry. 1952. "Portfolio Selection", *Journal of Finance*, March, 77-91.
- Marsh, Terry A. and Merton, Robert C. 1986. "Dividend Variability and variance bounds tests for the rationality of stock market prices", *American Economic Review*, 76, 483-498.

- Mendenhall, Richard. 1991. "Evidence of possible underweighting of earnings-related information," *Journal of Accounting Research*, 29, 170-140.
- Merton, Robert. 1987, "A simple model of capital market equilibrium with incomplete information", *Journal of Finance*, 42, 3: 483-510.
- Meyers, Thomas A. 1989. *The Technical Analysis Course: A Winning Program for Stock and Future Traders and Investors*, Probus. Chicago.
- Nisbett, Richard E., and Ross Lee. 1980. *Human Inference: Strategies and shortcoming of social judgment*, Prentice Hall, Englewood Cliffs, NJ.
- Odean, Terence. 1998. "Volume, volatility, Price, and Profit When All Traders Are Above Average". *Journal of Finance*, 53: 1887-1934.
- Olsen, Robert A. 1998. "Behavioral Finance and Its Implications for Stock-Price Volatility." *Financial Analysts Journal*, March/April, 10-18.
- Poterba, James M. and Summers, Lawrence H. 1988. "Mean Reversion in Stock Prices: Evidence and Implications". *Journal of Financial Economics*, 27-59.
- Raghubir, Priya, and Ranjan Das, Sanjiv, 1999. "A Case for Theory-Driven Experimental Enquiry", *Financial Analysts Journal*, Nov/Dec.
- Rosenberg, Barr, Reid, Kenneth, and Lanstein, Ronald. 1985. "Persuasive Evidence of Market Inefficiency", *Journal of Portfolio Management*, 9-16.
- Sharpe, William F. 1964. "Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk", *Journal of Finance*, 19, September, 425-442.
- Sharpe, William F. 1985. *Investments*, Prentice-Hall, Inc., Englewood Cliffs, New Jersey.
- Shefrin, Hersh and Statman, Meir. 1994. "Behavioral Capital Asset Pricing Theory." *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 29, 3:323-349.
- Shefrin, Hersh and Statman, Meir. 1995. "Making Sense of Beta, Size, and Book-to-Market." *Journal of Portfolio Management* 21, 2: 26-34.
- Shefrin, Hersh and Statman, Meir. 2000. "Behavioral Portfolio Theory", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 35, 2.
- Shefrin, Hersh. 1998. *Beyond Greed and Fear: Understanding Behavioral Finance and the Psychology of Investing*, Harvard Business School Press.
- Shiller, Robert J. 1979. "The Volatility of Long-term Interest Rates and Expectations Models of the Term-Structure". *Journal of Political Economy*, 87: 1190-1219.
- Shiller, Robert J. 1981. "Do stock prices move too much to be justified by subsequent changes in dividends?", *American Economic Review* ,71, 3: 421-498.

- Shiller, Robert J. 1989. *Market Volatility*, MIT Press, Cambridge, Mass.
- Shleifer, Andrei and Vishny, Robert. 1990. "Equilibrium short horizons of investors and firms", *American Economic Review*, 80, 2:148-153.
- Statman, Meir. 1999. "Behavioral Finance: Past Battles and Future Engagements", *Financial Analysts Journal*, November/December.
- Taylor, Shelley, and Brown, Jonathon D. 1988. "Illusion and well-being: A social psychological perspective on mental health", *Psychological Review*, 89, 155-191.
- Thaler, Richard H. 1999. "Mental Accounting Matters." *Journal of Behavioral Decision-making*, 12:183-206.
- Vermaelen, Theo and Verstringe, Marc. 1986. "Do Belgians Overreact?" Working Paper, Catholic University of Louvain, Belgium, November.
- Weinstein, Neil. 1980. "Unrealistic Optimism About Future Life Events." *Journal of Personality and Social Psychology*, 39, 5:806-820.
- Wiggins, J. B. 1991. "Do Misperceptions about the Earnings Process Contribute to Post-Announcement Drift?" Working Paper, Cornell University .
- Womack, Kent. 1996. "Do Brokerage Analysts' Recommendations Have Investment Value?" *Journal of Finance* 51, 1: 137-168.
- Zarowin, P. 1990. "Size Seasonality, and Stock Market Overreaction", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 25, 113-125.

EL CAPITAL HUMANO Y LA SELECCIÓN ESTRATÉGICA DE ACTIVOS EN LA ARGENTINA*

*Juan C. Rosiello***

Resumen: Analizo la correlación entre las variaciones en el ingreso laboral y el rendimiento del mercado de acciones en la Argentina, para determinar si se cumplen los supuestos de independencia entre estas dos variables, para el proceso de selección óptima del portafolio de inversores individuales. Como se demostrará, existe una considerable correlación entre el rendimiento de las acciones y la tasa de desempleo, haciendo que el capital humano pase a ser un activo riesgoso más junto con las acciones, para ser combinado con el activo libre de riesgo. Esto implicaría que la proporción invertida en acciones para aquellos que tienen un elevado porcentaje de su riqueza en capital humano, debería ser menor que la proporción correspondiente de inversores ubicados en países desarrollados, donde no se detecta la correlación entre las mencionadas variables.

Introducción

Este trabajo desarrolla y aplica un enfoque gráfico simple para la selección del portafolio que tiene en cuenta la covarianza entre los rendimientos de los activos y el ingreso laboral del inversor. Existen varios factores que influyen la elección del portafolio a lo largo del ciclo de vida. La disminución del capital humano¹ a medida que el trabajador envejece, el impacto de las variaciones en el ingreso laboral en el valor presente de los recursos a lo largo de la vida, el incremento en la aversión al riesgo efectiva del

* Este proyecto de investigación fue completado en el año 2008 y financiado por el Instituto Universitario ESEADE.

** Doctorando en Economía (ESEADE). Profesor de Finanzas (ESEADE). jcrosiello@gmail.com

inversor a medida que la capacidad de amortiguar las variaciones en el ingreso disminuyen con la edad, y la variación sistemática de la covarianza entre los ingresos laborales y los shocks en los rendimientos de los activos durante el ciclo de vida. Cada uno de esos factores afecta el nivel óptimo de activos riesgosos que el inversor tendrá en su portafolio. Es por ello que aquí me extenderé en realizar una consideración especial respecto de estos factores en el ciclo de vida de una persona.

Consideraciones sobre el ciclo de vida

Los inversores reales viven muchos años, no solo dos períodos, y ajustan sus portafolios a lo largo del tiempo por una gran cantidad de razones. A medida que el inversor envejece, el plazo para su retiro se acorta gradualmente y el horizonte total de planificación se contrae. Los ingresos fluctúan en parte en forma predecible y en parte no. El costo de oportunidad de la inversión de los fondos tiende a declinar con la edad a medida que el trabajador acumula activos financieros, propiedades, y otras formas de riqueza. Estas consideraciones, influyen en la selección del portafolio de distintas maneras:

- *Suavizamiento de los shocks en el ingreso*: el inversor que anticipa varios años adicionales de vida puede suavizar el impacto en su consumo si posee un horizonte de inversión largo. Por el contrario, a medida que el inversor envejece, y su horizonte de inversión se achica, la capacidad de suavizar los shocks de ingreso disminuye. Como resultado, la tolerancia al riesgo de los ingresos también disminuye.
- *Magnificación de los shocks en el ingreso*: Buenas noticias acerca del ingreso laboral actual también elevan el ingreso laboral esperado futuro, y viceversa con las malas noticias. Por ello, un shock en el ingreso laboral actual implica un mayor shock en el valor presente del ingreso laboral futuro. Este efecto de magnificación implica que la covarianza entre los rendimientos de los activos y el valor del capital humano es un múltiplo de la covarianza entre los rendimientos de los activos y las variaciones en el ingreso laboral (Davis y Willen, 2000).

- *Reducción del Capital Humano.* El valor presente descontado de los ingresos laborales futuros tiende a disminuir con la edad, simplemente porque quedan menos años de trabajo. En otras palabras, un trabajador-inversor naturalmente reduce su capital humano con el tiempo, aún si su ingreso laboral continua creciendo. Este efecto de reducción significa que la covarianza entre el rendimiento de los activos y el ingreso de la vida laboral tiende a disminuir con la edad. En otras palabras, si el rendimiento de los activos riesgosos está positivamente correlacionado con las variaciones en el ingreso laboral del trabajador, el riesgo implícito del trabajador disminuye con la edad.
- *Variación de la Covarianza.* La covarianza entre las variaciones en el ingreso laboral y el rendimiento de los activos cambia con la edad por una cantidad de razones. Por ejemplo, los desarrollos tecnológicos pueden afectar a los trabajadores experimentados de manera diferente que a los no experimentados. Los contratados recientemente, están más expuestos a cambios en la demanda de las empresas que aquellos que tienen más antigüedad en su trabajo. Como otro ejemplo, a los trabajadores jóvenes les puede resultar más fácil cambiar de empleo después de un despido. La teoría en forma aislada no puede decirnos cómo cambia la covarianza entre los rendimientos de los activos y las variaciones en el ingreso laboral, con la edad. Esta tarea requiere de un detallado estudio empírico. La teoría puede informarnos acerca de las implicaciones en la selección del portafolio de cualquier relación entre la covarianza y la edad, no cubiertas por la investigación empírica.
- *Costo de Oportunidad de los fondos Decreciente.* El costo de oportunidad de los fondos invertidos en activos financieros riesgosos disminuye a lo largo del ciclo de vida para muchas, probablemente la mayoría, de las personas. Para un trabajador- inversor joven, con pocos activos aparte del capital humano, el costo de oportunidad es igual a la tasa de interés de un préstamo hipotecario. Y, para un inversor con activos líquidos considerables, el costo de oportunidad es igual a la tasa de rendimiento de activos seguros. La disminución en el costo de los fondos a lo largo del ciclo de vida es bastante grande respecto del rendimiento esperado en

activos financieros riesgosos, lo que implica un impacto potencialmente grande en el perfil del ciclo de vida de los activos riesgosos en el portafolio.

- *Flexibilidad Laboral Decreciente.* Ante un flujo de ingresos inciertos, los inversores prudentes presentan una demanda de activos seguros que pagan una tasa de rendimiento cierta. *Ceteris paribus*, una mayor incertidumbre acerca de los ingresos futuros (o necesidades de consumo futuras), aumenta la demanda de activos seguros como precaución. La flexibilidad laboral ofrece un imperfecto pero potencialmente atractivo sustituto a esos activos seguros por precaución, porque el trabajador-inversor puede compensar los bajos ingresos inesperados trabajando más tiempo o con mayor esfuerzo. Sin embargo, la capacidad de responder de esta manera disminuye con el tiempo, debido a que restan menos cantidad de años de trabajo. Esta reducción en la flexibilidad laboral a lo largo de los años reduce la tolerancia al riesgo e incrementa la atracción hacia las inversiones seguras. Al respecto, la flexibilidad laboral decreciente trabaja en la misma dirección que la suavización de los ingresos; el primer efecto involucra el horizonte laboral, mientras que el último, involucra el horizonte de planificación.

Cada uno de estos efectos es potencialmente importante para cierta clase de inversores, y todos generan variaciones referidas al ciclo de vida, en la selección óptima del portafolio. La oportunidad y la extensión de dichas variaciones probablemente difieran entre los inversores. Por ejemplo, la reducción en el capital humano ocurre antes y más rápidamente para los trabajadores de la construcción que para los profesores universitarios.

El efecto de magnificación y la varianza de la riqueza

En un modelo dinámico, un shock al ingreso laboral actual aporta información acerca del ingreso esperado futuro. Considere un profesor titular de finanzas en una escuela de negocios líder. Si no se le renueva su titularidad y como consecuencia toma un empleo en Wall Street, su paga pegará un salto

inmediatamente y su paga esperada futura también se incrementará (quizá aún más). Con las malas noticias acerca de su titularidad, su riqueza salta por el total del valor presente del incremento de su ingreso laboral a lo largo de su vida laboral remanente. Un shock modesto en su ingreso actual puede trasladarse en un shock mucho más importante en su riqueza, lo que es proporcional a la variación del consumo. El impacto en la riqueza de una variación en el ingreso actual es la suma descontada de los cambios actuales y futuros en el ingreso laboral durante el resto de la vida laboral del inversor. A medida que el horizonte para el retiro se acerca, se reduce el efecto en la riqueza de un shock al ingreso actual.

De acuerdo con el principio de separación² del análisis tradicional del portafolio de varianza media, todos los inversores mantienen activos riesgosos en las mismas proporciones, y sólo el monto varía entre los distintos inversores. Sin embargo, cuando el flujo de fondos generado por los ingresos de su empleo está altamente correlacionado con la rentabilidad de los activos financieros, esta regla se rompe.

Este trabajo generaliza el conocido marco de media-varianza para el análisis del portafolio, para cubrir el caso del ingreso laboral riesgoso. *Cuando los shocks en el ingreso laboral no están correlacionados con el rendimiento de los activos, la selección óptima de activos del portafolio sigue el principio de separación.* Más aún, cuando las variaciones en el ingreso laboral están correlacionadas con el rendimiento de los activos, el principio de separación se rompe (Davis y Willen, 2000).

Cuando las variaciones en el ingreso laboral no están correlacionadas con el rendimiento de los activos, la selección del portafolio óptimo responde al principio de separación del modelo de media-varianza de Markowitz. Cuando el ingreso laboral (o proveniente de la propiedad de un negocio) y los rendimientos de los activos financieros están correlacionados, los inversores están implícitamente dotados de cierta exposición al riesgo de los activos financieros. Esta exposición tiene importantes efectos en la selección del portafolio óptimo. El principio de separación que gobierna el proceso de selección del portafolio óptimo en el marco del modelo tradicional de media-varianza, se rompe cuando los inversores tienen posiciones expuestas

al riesgo de los activos. En términos sencillos, el portafolio óptimo de un inversor puede calcularse como la diferencia entre su deseo de exposición al riesgo y la dotación de riesgo a la que ya está expuesto. Como los inversores difieren en su dotación de exposición al riesgo, también difieren en su selección de portafolio óptimo (niveles y proporciones), aún cuando tengan la misma tolerancia al riesgo y las mismas creencias respecto al rendimiento de los activos.

Al invertir con metas de largo plazo, la selección de categorías de activos en el portafolio es una de las decisiones más cruciales. La mayoría de las personas no está dispuesta a tomar riesgos por encima del promedio para obtener rendimientos en sus inversiones por encima del promedio (Avery y Ellichausen, 1986). Es probable que muchos inversores se enfoquen demasiado en la volatilidad de corto plazo, especialmente cuando invierten para su retiro.

La capacidad de un inversor para manejar el riesgo puede estar relacionada con características tales como la edad, el horizonte temporal, las necesidades de liquidez, el tamaño de su portafolio, sus ingresos, el conocimiento sobre inversiones y la actitud ante las fluctuaciones de los precios (Fredman, 1996).

A pesar de que bajo el supuesto de la valuación racional de activos, la existencia de mercados financieros sin fricciones y las especificaciones estándar de la tecnología de producción agregada, los modelos de equilibrio dinámico implican una alta correlación entre los rendimientos agregados de las acciones y el valor del capital humano, tal supuesto encuentra poco soporte en los resultados empíricos obtenidos por Davis y Willen (2000), quienes encontraron evidencia de que los rendimientos de varios otros activos están correlacionados con las variaciones del ingreso por tipo de ocupación. Los rendimientos de portafolios formados en base al tamaño de la empresa (capitalización de mercado) resultaron correlacionados con la variación de ingresos por nivel de ocupación para casi la mitad de las ocupaciones consideradas. Para unas pocas ocupaciones, las variaciones del ingreso resultaron correlacionadas con los rendimientos de los bonos de largo plazo. En varios casos, los rendimientos de las acciones industriales resultaron correlacionados

con las variaciones en el ingreso laboral de los trabajadores de esas industrias. Tanto un razonamiento a priori como los resultados empíricos sugieren que los rendimientos de las acciones industriales pueden covariar negativamente o positivamente con las variaciones en el ingreso de los trabajadores de la industria. Al aplicar las covarianzas estimadas al portafolio utilizado como parámetro, encontraron significativas diferencias respecto del principio de separación para supuestos razonables acerca del rendimiento esperado de los activos y aversión al riesgo del inversor.

Los estudios empíricos previos sobre la covarianza entre los shocks al ingreso laboral y el rendimiento de los activos se basan principalmente en análisis de datos de panel. Este trabajo persigue un enfoque completamente distinto y más sencillo. Como shock al ingreso laboral que afecta el valor presente del capital humano, se tomó la variación de la tasa de desempleo obtenida a partir de los datos de la encuesta permanente de hogares (EPH) que publica el Instituto Nacional de Estadística y Censos (INDEC). Para evaluar la evolución de los rendimientos de los activos financieros, se tomarán los valores del índice Merval de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires. Esta decisión se fundamenta en que es poco probable que en la Argentina, un shock macroeconómico adverso produzca una reducción de los salarios nominales. En lugar de ello, el ajuste se realiza a través de grandes fluctuaciones del nivel de desempleo, que acompañan a los ciclos económicos, tal como se puede observar en el gráfico N°1 donde se muestra la evolución del nivel de la tasa de desempleo en la Argentina en los últimos años.

Revisión de la literatura

Creo necesario antes de pasar al desarrollo del este trabajo empírico, hacer una revisión de la literatura respecto de algunos temas relacionados con el particular tratamiento que debe darse a la conformación de un portafolio para un inversor individual respecto del enfoque tradicional que reciben los portafolios institucionales. Para el inversor individual, como he dicho, toman fundamental relevancia los aspectos relacionados con el perfil

individual, tales como su tolerancia al riesgo, su experiencia en el manejo de actividades riesgosas (que le permiten comprender de una mejor manera la relación que existe entre el riesgo y el rendimiento), su edad o la etapa de su vida en la que se encuentra, sus horizontes de inversión (que son función de las metas propuestas), la riqueza que posee, la relación de sus ingresos respecto de sus gastos, su nivel de educación, su flexibilidad laboral, sus necesidades particulares de liquidez, su situación frente a las leyes impositivas, sus preferencias respecto a la moneda en la cual quiere medir sus rendimientos, las restricciones auto impuestas respecto de la adquisición de ciertos activos, etc., características todas ellas que lo hacen distinto del resto al momento de evaluar su portafolio más conveniente.

Relación Riesgo vs. Rendimiento. Es bien sabido que las acciones tienen una tasa de rendimiento media mayor que los bonos. Entre principios de 1926 y fines de 1997, luego de ajustar por inflación, un dólar invertido en acciones pequeñas habría crecido a 613 dólares comparado con 203 dólares para acciones grandes, 6 dólares para los bonos corporativos, 4 dólares para bonos del gobierno de mediano y largo plazo, y menos de 2 dólares para bonos del tesoro de corto plazo (Ibbotson Associates, 1998). Si los patrones de largo plazo del pasado son los mejores indicadores del futuro, un inversor que desee maximizar su rendimiento esperado y tiene una perspectiva de largo plazo tendrá un portafolio que contenga únicamente acciones pequeñas. Si embargo, para obtener altas tasas de rendimiento el inversor deberá aceptar mayor riesgo, o al menos mayor volatilidad. Pero, aún esta supuesta perogrullada no es verdad en el largo plazo. Las acciones pequeñas se desempeñaron mejor de un total de seis categorías de inversión en 48 de un total de 51 períodos consecutivos de 20 años entre 1926 y 1995, y las acciones grandes se desempeñaron mejor en los otros 3 períodos de 20 años (Ibbotson Associates, 1996, p. 43).

Si todos los futuros períodos de 20 años repiten estos 51 períodos, las acciones pequeñas presentan el menor riesgo para el inversor. Sin embargo, un horizonte de inversión de 20 años puede no ser el apropiado para muchos inversores. El desvío estándar del rendimiento de un año para las categorías

de inversión de Ibboston oscila entre el 34% para las acciones pequeñas y el 3% para los Treasury bills (Ibboston Associates, 1996, p.33).

Al considerar el riesgo versus el rendimiento, se han estudiado varios enfoques, incluyendo la posibilidad de una reducción en el consumo o en alguna meta arbitraria (por ejemplo Leibowitz y Langetieg, 1989; Leibowitz y Kogelman, 1991; Ho, Milevsky y Robinson, 1994). Hanna y Chen (1996) y Chen y Hanna (1996) determinaron portafolios eficientes para metas de plazo intermedio tales como estudios universitarios, y para metas de largo plazo, como el retiro. Para inversiones periódicas de 20 años o más, los portafolios más agresivos resultaron los más seguros, en términos de lograr el mayor rendimiento real para el peor escenario (*worst case*), en base a rendimientos históricos desde 1926. Sin embargo, para períodos de inversión más cortos, el inversor deberá decidir cuánto riesgo tomar. Un método alternativo para evaluar tal situación de compromiso entre riesgo y rentabilidad, es utilizar el análisis de utilidad esperada.

Elección con incertidumbre. El modelo normativo más potente para toma de decisiones con incertidumbre es el modelo de utilidad esperada (Shoemaker, 1982). Hay muchas versiones del modelo (Arrow, 1971, Deaton y Muelbauer, 1980; Machina, 1987), y la representación gráfica del consumidor adverso al riesgo vs el amante del riesgo es familiar (Deaton y Muelbauer, 1980). Probablemente es razonable asumir que la mayoría de los consumidores son adversos al riesgo (Bailey, Olson y Wonnacott, 1980). Un conjunto rico de resultados acerca del comportamiento óptimo bajo incertidumbre puede derivarse asumiendo que los inversores adversos al riesgo deberían maximizar la utilidad esperada, siendo la utilidad una función de la riqueza.

La maximización de la utilidad esperada es un enfoque utilizado ampliamente para analizar la optimalidad de un portafolio. El modelo desarrollado por Markowitz (1952) estuvo basado en el concepto de maximización de la utilidad esperada. Muchos estudios previos sobre portafolios óptimos estuvieron tratando de resolver los problemas encontrados al tratar de hacer operativo al modelo en el mundo real, o para relajar algunos de sus estrictos supuestos. Por ejemplo, Black (1972) expandió el modelo al introducir el

zero beta portfolio; Alexander (1978) estudió portafolios óptimos con restricciones para pedir prestado (*short selling restrictions*); Fama (1965) analizó portafolios óptimos bajo una distribución general estable.

Otro enfoque normativo para implementar la idea de utilidad esperada para encontrar el portafolio óptimo, es utilizar la maximización de la utilidad directa de las funciones de utilidad y de los registros históricos de rendimientos. Este enfoque no requiere supuestos estrictos respecto de la distribución de rendimientos impuestos por el modelo de media-varianza. Levy y Markowitz (1979) y Kroll, Levy y Markowitz (1984) mostraron tanto teórica como empíricamente que el método de la media-varianza y el enfoque de la utilidad esperada tienen los mismos portafolios óptimos (Hanna y Chen, 1997).

Al evaluar elecciones ante incertidumbre, la utilidad puede ser modelada como una función de la riqueza (Hanna, 1988). La riqueza representa el consumo potencial para el resto de la vida del consumidor. Por lo tanto, la riqueza debería ser definida para que incluya tanto la riqueza neta³ como el valor presente de los ingresos que no provienen de inversiones, ya que ambos pueden ser utilizados para el consumo futuro.

Esto es consistente con la sugerencia hecha por Malkiel (1990), en el sentido de que la proporción del portafolio de acciones debería disminuir a medida que una persona envejece. A medida que una persona envejece, el capital humano (el valor presente de los ingresos que no provienen de inversiones) disminuirá, mientras que el capital financiero aumentará. En este caso, el capital humano está siendo asimilado al activo sin riesgo, por lo que al disminuir con el transcurso del tiempo, haría aumentar la proporción del portafolio total invertida en activos riesgosos. Por lo tanto, las proporciones invertidas en el portafolio de un inversor individual, deben ser reconsideradas con el transcurso del tiempo.

Aún un inversor adverso al riesgo puede incrementar su utilidad esperada arriesgando una parte de sus activos (Hanna, 1988). Hanna y Chen (1995) demostraron que todos los inversores individuales deberían tener acciones en su portafolio, si el horizonte de inversión es de 5 o más años y que la totalidad de su portafolio debería estar invertido en acciones si dicho portafolio representa menos del 10% de la riqueza total, incluyendo el capital humano.

Sus resultados son similares a los establecidos por Arrow (1971) al señalar que cuando se arriesgan pocas cantidades la función de utilidad es lineal y la aversión al riesgo desaparece. Si el portafolio de inversión representa el 10% de la riqueza del inversor, entonces una pérdida del 20% en el portafolio sólo representa una pérdida del 2% en la riqueza total del inversor.

Friend y Blume (1975) incorporaron activos no negociables (capital humano) bajo la forma de ingreso por trabajo capitalizado hasta la edad de 65 años, dentro de una segunda medida de riqueza: recursos totales, que es la suma de la riqueza neta más el capital humano. Sumado al valor capitalizado de los ingresos laborales hasta la fecha en que el involucrado espera retirarse, los valores capitalizados de sus aportes a la seguridad social, las pensiones y las transferencias fueron incluidas en la medida de riqueza.

Graham y Webb (1979) midieron el capital humano calculando el valor presente de los ingresos futuros para una población de hombres, para el año 1969, utilizando datos de los censos de 1950 y 1970. Implementaron este enfoque igualando los rendimientos esperados con las ganancias del mercado derivadas de datos de las ganancias de hombres fuera de edad escolar, ajustadas por tasas de crecimiento que variaban con el nivel de educación. Sus estudios confirmaron la correlación positiva entre la educación y la riqueza para todas las edades.

Malkiel (1996:401) escribió ... *“The risks you can afford to take depend on your total financial situation, including the types and sources of your income exclusive of investment income”*. Hanna y Chen (1995) utilizaron la utilidad esperada y un enfoque de simulación para derivar portafolios óptimos, basados en aversión al riesgo y la razón entre el portafolio de inversión de una persona y su riqueza total, incluyendo el capital humano. También demostraron que la razón entre activos financieros y la riqueza total (incluyendo el capital humano) era importante para determinar cuál era el nivel óptimo de volatilidad para un portafolio, y que la razón tendería a estar relacionada a factores objetivos tales como la cantidad de años hasta el retiro. Basados en supuestos razonables acerca de la aversión al riesgo y la real distribución de la razón entre activos financieros y la riqueza total en los

Estados Unidos, Hanna y Chen concluyeron que sería racional para la mayoría de las personas tener solo acciones en aquellos portafolios destinados a metas de largo plazo, tales como el retiro. Para trabajadores más jóvenes que inviertan para su retiro, el deseo de tomar riesgo los llevará a una riqueza sustancialmente mayor al momento de retirarse (Chen y Hanna, 1996).

En base a la *Survey of Consumer Finances* (SCF) de 1983, Hawley y Fujii (1993) utilizaron modelos logit para investigar los efectos de la riqueza neta y características individuales sobre tolerancia al riesgo. El estudio incluyó participantes económicamente activos con edades entre 25 y 62 años. La educación, el ingreso y las deudas, resultaron positivamente relacionadas a la tolerancia al riesgo. Las parejas casadas y las familias encabezadas por un hombre resultaron más tolerantes al riesgo que aquellas encabezadas por una mujer sola. La edad no fue estadísticamente significativa en el análisis. Los resultados de Hawley y Fujii (1993) son consistentes con los resultados hallados por Warner y Cramer (1995) y por Lee y Hanna (1995a). Utilizando los datos de la encuesta SCF de 1983, Lee y Hanna (1995a) derivaron la distribución del nivel de tolerancia al riesgo dicotómico por grupos demográficos. De 2.691 respuestas en la muestra, el 60% deseaban tomar riesgo financiero. La tolerancia al riesgo pronosticada fue prácticamente la misma para todas las edades menores a 55 años, luego decrecía con la edad. La tolerancia al riesgo pronosticada crecía con la educación.

Luego, utilizando los datos de tolerancia al riesgo de la SCF de 1983, Sung y Hanna (1996) utilizaron un modelo probit con variable dependiente en 3 niveles para analizar los efectos del ingreso y las variables demográficas en la tolerancia al riesgo. Encontraron que el ingreso y la educación estaban positivamente relacionados con el riesgo. El patrón general para las variables *dummy* para la edad, fue que la tolerancia al riesgo disminuye con la edad después de los 45 años. Los cuentapropistas y los campesinos eran significativamente más propensos a tomar riesgos financieros que sus contrapartes.

Samuelson (1969) enunció varias razones por las que comúnmente un joven empresario puede asumir más riesgos en el mercado financiero que una viuda anciana: 1) El hombre de negocios es más solvente que una viuda; 2) espera mayores ingresos en el futuro; 3) puede recuperar cualquier pérdida

actual en el futuro; 4) tiene un horizonte de inversión mucho más largo. Estas explicaciones pueden ser vistas como una aplicación del modelo de ciclo de vida expuesto por Ando y Modigliani (1963). De la misma manera, Malkiel (1990, p. 339) sugiere:

Investment strategy must be keyed to a life cycle. It is simple common sense to say that a thirty-four-year-old and a sixty-four-year old saving for retirement may prudently use different financial instruments to accomplish their goals. A thirty-four-year-old –just beginning to enter the peak years of income earnings– can use wages to cover any losses from increased risk...

Malkiel (1990) sugiere también que la porción de acciones del portafolio debería disminuir a medida que la persona envejece. Sus proporciones sugeridas para acciones van desde el 79% para una persona con 25 años, hasta un 30% para una persona con 70 años. El patrón es similar al conocido consejo de inversión que dice que: *el porcentaje a invertir en renta fija debe igualar su edad* (Willette, 1995). Malkiel (1990) también sugiere que la actitud de cada persona hacia el riesgo debe ser tomada en cuenta, a pesar de que es vago al indicar exactamente cómo debería incorporarse la tolerancia al riesgo en la construcción del portafolio.

Delaney y Richenstein (1996) y Richenstein y Delaney (1995) ofrecen argumentos similares. Ellos analizaron la composición de portafolios de familias en un amplio espectro que incluía bienes raíces y capital humano. Sugieren que el capital humano es a menudo el activo dominante para personas jóvenes y de mediana edad, lo que significa que los activos financieros representarán una porción insignificante de su riqueza. Es muy razonable para una persona joven o de mediana edad, tener un portafolio de inversión compuesto únicamente de acciones, debido a que pueden fácilmente compensar cualquier rendimiento desastroso en el corto plazo mediante ajustes en el consumo futuro y el ahorro.

Aversión al riesgo relativa. Las funciones de utilidad pueden caracterizarse en términos de aversión al riesgo relativa, la cual es "...a measure of the

concavity of the utility function or the disutility of consumption fluctuations” (Grossman y Shiller, 1981, p. 224). A mayor aversión al riesgo relativa, más rápidamente la utilidad marginal decrece a medida que el consumo o la riqueza aumentan. Un tipo de función de utilidad utilizada para el análisis de decisiones de inversión es la función de utilidad de aversión al riesgo relativo constante (por ejemplo, Samuelson, 1990).

Ha habido varios intentos de estimar la aversión al riesgo analizando los portafolios de las familias y otras decisiones bajo riesgo (por ej. Friend y Blume, 1975b). Sin embargo, es necesario asumir que las personas se comportan racionalmente y con información completa para que dichos análisis empíricos revelen aversión al riesgo. Un enfoque alternativo es utilizar la introspección. Kimball (1988) presentó una forma intuitiva de evaluar el propio nivel de aversión al riesgo relativo.

Tolerancia al riesgo objetiva y subjetiva. El efecto de la tolerancia al riesgo objetiva es investigado en base al horizonte de inversión y la razón entre los activos financieros de las familias y su riqueza total. Si el horizonte de inversión es mayor a 20 años, y/o la razón entre los activos financieros y la riqueza total es menor al 20%, el inversor debe considerarse que tiene una alta tolerancia al riesgo objetiva. Si la razón es mayor al 20%, el inversor debe considerarse que tiene una tolerancia al riesgo objetiva baja para metas con horizontes menores a 20 años (Hanna y Chen, 1997).

El efecto de la tolerancia al riesgo relativa es investigado en base a la aversión al riesgo relativa del inversor. Baja tolerancia al riesgo subjetiva es considerada equivalente a niveles de aversión al riesgo relativo de 10 o más (Kimball, 1988; Barsky et al., 1977). Una moderada tolerancia al riesgo subjetiva se considera equivalente a un nivel de aversión al riesgo relativo por debajo de 3. Es posible que la tolerancia al riesgo subjetiva de un individuo no cambie con la edad, mientras que la tolerancia al riesgo objetiva puede aumentar a medida que uno envejece.

Patrones empíricos de tolerancia al riesgo. Barsky, Juster, Kimball y Shapiro (1977) presentaron una medida experimental basada en un conjunto

de preguntas hipotéticas a una muestra amplia de hombres con edades entre 51 y 61 años. Sus resultados muestran que el 35% de los encuestados tenían un nivel de aversión al riesgo relativa de 3,8 y un 65% tenía un nivel superior. Los niveles de aversión al riesgo relativa superiores a 10 implican una resistencia a aceptar una pérdida de riqueza del 5% en cambio a igual oportunidad de duplicar su riqueza.

Horizonte de inversión. La selección del horizonte de inversión adecuado es de importancia fundamental para el análisis de portafolios óptimos. El horizonte de inversión varía en función de las metas de inversión y de los diferentes inversores. Un horizonte de inversión de 20 años es apropiado para una persona joven que ahorra para su retiro, sin embargo, claramente no es válido par alguien que está próximo a jubilarse o cuyo consumo corriente depende de su portafolio.

Nivel de riqueza. El enfoque de la función de utilidad está basado en la idea que el consumo está basado en la riqueza. El ingreso proveniente de fuentes distintas a las inversiones, también pueden aportar al consumo. Por lo tanto, la riqueza debe incluir no solo la riqueza neta sino también una medida del capital humano, el cual es definido como el valor presente de los ingresos no provenientes de inversiones. *Hanna y Chen (1997) asumen que el capital humano y cualquier otra riqueza no financiera es considerada como un activo seguro, o al menos no correlacionado con los activos financieros. Este supuesto es claramente no válido para muchas personas.*

Mientras que las rentabilidades de los activos reciben gran atención de los investigadores, solo un puñado de estudios previos investigó su correlación con el empleo remunerado o los ingresos de la actividad autónoma. Campbell (1999) consideró la covarianza entre las rentabilidades agregadas de las acciones y la componente permanente del ingreso de los jefes de familia para tres grupos educacionales. Davis y Willen (2000) investigaron el tema utilizando una aproximación sintética de panel de grupos demográficos, definidos en términos de sexo, nivel educativo, y fecha de nacimiento. A pesar de estar diseñados sobre bases empíricas tan diferentes, ambos estudios

encontraron que la correlación entre los shocks de los ingresos laborales y el rendimiento de las acciones, aumentaba con la educación. Heaton y Lucas (2000) resaltan la correlación positiva entre el rendimiento de las acciones y el ingreso de las personas con trabajo independiente.

La proporción de activos financieros contra la riqueza total (incluyendo el capital humano) tiene una media de sólo el 1% para todas las familias en los Estados Unidos, y la mediana fue de sólo el 7% para familias encabezadas por alguien de 65 o más años (Lee y Hanna, 1995). Por lo tanto, para más del 90% de las familias, una pérdida del 20% en el valor de todos sus activos financieros representará una pérdida de menos del 1% en su riqueza total. Para muchas familias, a medida que los activos financieros crecen y el capital humano decrece, la razón de activos financieros a riqueza total, aumenta con la edad.

Bajo el supuesto que el crecimiento del ingreso laboral sigue un camino aleatorio, Fama y Schwert (1977) encontraron una correlación cercana a cero entre el rendimiento de las acciones agregadas y el capital humano en los Estados Unidos. Botazzi (1996) reportó resultados similares para varios países. Davis, Nalewaik y Willen (2000) encontraron una correlación pequeña entre el crecimiento del producto agregado y el rendimiento de las acciones domésticas en regresiones para 14 países. Davis y Willen (2000) consideraron la correlación entre el rendimiento de los activos y los shocks al valor del capital humano para personas ideales definidas en términos de sexo, fecha de nacimiento, cohorte y nivel de educación. La correlación con los rendimientos de las acciones agregadas de Estados Unidos para esas personas están centradas en cero, y la bondad del ajuste medida por el coeficiente de determinación (R^2) nunca supera el 5% de las variaciones estocásticas en las ganancias para cada grupo. Mientras que encontraron evidencia de correlación estadísticamente significativa entre los rendimientos de las acciones y las variaciones en el ingreso laboral para algunos grupos demográficos, las correlaciones son bastante modestas, tomando valores en un intervalo que va desde -0,1 hasta +0,2. En suma, varios estudios que consideran una variedad de países, períodos de tiempo y componentes del ingreso, encuentran correlaciones de cero o pequeñas

entre los rendimientos agregados de las acciones y el valor del capital humano (Davis y Willen, 2000).

Sin embargo, la evidencia a la fecha sugiere fuertemente que el portafolio de mercado está correlacionado débilmente con las variaciones agregadas y grupales de los ingresos laborales. De lo que se deduce que el portafolio de mercado posee un valor modesto como instrumento de cobertura para el trabajador medio y probablemente para la mayoría de las ocupaciones laborales y grupos demográficos también.

Data

Para el presente trabajo se utilizaron los datos de las series históricas de la tasa de desempleo construidas por el CEDLAS (Centro de Estudios Distributivos, Laborales y Sociales, perteneciente a la Universidad de La Plata) obtenidas a partir de la Encuesta Permanente de Hogares (EPH), realizada por el Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INDEC) para el período que va desde 1992 a 2006 y los datos de las series históricas de los valores del Índice MERVAL⁴ publicados por la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, para igual período.

Para los datos de desempleo se tomaron períodos anuales desde 1992 hasta 2003, ambos inclusive. A partir de 2004 y debido a la reformulación de la EPH se tomaron valores semestrales. Los datos del índice Merval para cada período corresponden a los valores del mes de diciembre para el caso de datos anuales, y a valores de los meses de junio y diciembre para el caso de datos semestrales. Estos últimos valores corresponden al valor de cierre del índice para el último día hábil del mes indicado.

Cuando se analizó la correlación entre la tasa de desempleo y los valores del índice Merval del período anterior, por carecer de datos semestrales para toda la serie, se estandarizó a valores exclusivamente anuales para ambas series de datos. En esta oportunidad, para el caso de la serie de tasas de desempleo, se consideraron los valores del segundo semestre para aparearlos con los valores anuales del índice Merval.

De los datos de la EPH se seleccionaron aquellos relativos al nivel de desempleo para el período analizado, desagregados en 8 sub categorías a saber:

- por género (hombres-mujeres),
- por edad (15-24 años; 25-64 años y 65 o + años) y
- por nivel de instrucción para aquellos en el rango que va de 25 a 64 años (educación baja, educación media y educación alta).

Los valores del índice MERVAL, fueron ajustados a valores constantes de 2000, utilizando el IPC 1999=100.

Consideraciones sobre la reformulación de la EPH a partir de 2003

La Encuesta Permanente de Hogares (EPH) es un programa nacional de producción sistemática y permanente de indicadores sociales que lleva a cabo el Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INDEC), que permite conocer las características sociodemográficas y socioeconómicas de la población. En su modalidad original (EPH puntual), se aplicó en Argentina desde 1973 hasta mayo de 2003, dos veces al año (mayo y octubre). Con un plan de incorporación progresiva que llegó a cubrir 31 aglomerados.

En cierta etapa de extensión del programa, dadas las nuevas características de la inserción laboral y el nuevo escenario emergente con relación a la condición social en general y al mercado de trabajo en particular, se hizo necesario adecuar globalmente los instrumentos de medición para dar cuenta de estos procesos y de su dinámica.

Las referencias a la experiencia internacional han contextualizado también dicho proceso de reelaboración. En cuyo caso se manifiesta una tendencia a pasar de relevamientos puntuales a los de “tipo continuo”, donde la muestra se distribuye a lo largo de todo el año cubriendo diferentes períodos del ciclo económico, en lugar de relevamientos cortos distribuidos en ciertos períodos del año.

Al ampliarse el período de observación se elimina la dificultad para elegir el momento óptimo del año para los relevamientos, (mayo y octubre, como en la EPH puntual), y se pueden comparar los cambios de las variables intra-anales. La consideración de un período más extenso lleva a que

los resultados representen con mayor fidelidad los cambios que se producen en el mercado de trabajo.

La EPH continua presenta resultados cuatro veces por año, referidos a trimestres, en lugar de las dos ondas anuales a las que se refería la anterior EPH. La reformulación de la EPH consideró distintos dominios de estimación, teniendo en cuenta que dominio es cualquier subdivisión de la población acerca de la cual se puede dar información numérica de precisión conocida (ONU, 1950). Para totales, regiones, y aquellos aglomerados, para los cuales el tamaño de muestra así lo permita, se darán estimaciones trimestrales.

El período sobre el cual se brinda información se denomina “ventana de observación”.

En la EPH puntual la muestra se concentraba en una semana (la tercera del mes), en dos ocasiones en el año, Mayo y Octubre. La reformulación planteó como “ventana de observación” el trimestre. Es decir, brinda información sobre períodos más amplios de tiempo. Cada trimestre tiene 12 semanas de referencia, quedando siempre una semana libre (la 13) que no se toma como semana de referencia. La recolección de datos también es de 12 semanas por trimestre pero desfasado una semana en el tiempo, dado que siempre se comienza a relevar al término de la semana de referencia. Las áreas seleccionadas se distribuyen por semana de manera que haya similar cantidad de áreas. Un área se encuesta sólo una vez por trimestre y el número encuestado de áreas por semana es fijo. Cada área tiene asignada una semana de referencia dentro del trimestre. Esta semana asignada a cada área, se mantiene igual para todos los trimestres, es decir, que no cambia de trimestre a trimestre ni de año a año.

El cambio de estrategia de indagación, permite por ejemplo: recuperar formas ocultas de ocupación (trabajo femenino, trabajo irregular, changas, actividades no reconocidas habitualmente como trabajo por la población) y formas ocultas de desempleo (captando modalidades formales e informales de búsqueda de ocupación).

En cuanto a los desocupados se amplía el período de referencia de la búsqueda de una a cuatro semanas, a la vez que se explicita el tiempo y las condiciones de disponibilidad para trabajar.

Además se profundizó la captación de modalidades especiales promovidas (planes de empleo, pasantías, etc.), condiciones de trabajo (lugar de trabajo, jornada, turnos, etc.), situación de cobertura social, etc.

En cuanto al diseño muestral, se puede destacar que dentro de cada aglomerado se mantienen para la EPH continua, las mismas unidades de selección de primera etapa, que son los radios censales, grupos de radios o subdivisiones de los mismos (áreas). Lo que varía es la cantidad de viviendas a seleccionar en cada área, que es igual dentro de cada aglomerado.

El 23 de diciembre de 2003 se difundieron los primeros resultados trimestrales de la nueva EPH continua, constituyéndose de ahora en más en los nuevos indicadores oficiales sobre cuestiones laborales. Por lo tanto, las comparaciones que se efectúen deberán considerar los efectos del cambio metodológico introducido a partir de 2003.⁵

Desarrollo

Para investigar la correlación entre las variaciones en el nivel de ingresos laborales y el rendimiento de los mercados financieros, se corrió una regresión lineal entre la serie de valores del índice Merval y los valores correspondientes a la tasa de desempleo para el período 1992-2006. Recordemos que el coeficiente beta que indica la pendiente de la recta de regresión en una regresión de mínimos cuadrados ordinarios (MCO) de la variable dependiente y sobre la variable independiente x , se puede escribir como $COV(x,y)/VAR(x)$. Por lo tanto podemos utilizar métodos estándar de regresión para cuantificar la covarianza entre las variaciones al nivel de ingresos laborales y los rendimientos del mercado de capitales y determinar si existe una relación estadísticamente significativa entre ambas variables. La bondad del ajuste de los datos a esta recta de regresión es el coeficiente de determinación R^2 . La raíz cuadrada de dicho coeficiente de determinación resulta ser el coeficiente de correlación r .

En un primer paso se tomaron los distintos niveles de la tasa de desempleo para cada una de las ocho sub categorías y se los apareó con los valores de

índice Merval correspondientes a esos mismos períodos. Con cada par de series se procedió a representar en un gráfico de dispersión XY la relación entre las variables, se realizó un análisis de regresión lineal (MCO), se determinó la ecuación de la recta de regresión para observar el coeficiente beta (la pendiente de la recta de regresión) y también se obtuvieron otros datos estadísticos que permitieron realizar un test de hipótesis para determinar si dicho coeficiente era significativamente distinto de cero. El test de hipótesis se realizó utilizando la distribución *t-student*, para un nivel de significación del 95%.

Luego, se procedió a aparear los datos de tasa de desempleo con los valores del índice Merval correspondientes al período anterior. Es decir que por ejemplo, los valores de tasa de desempleo correspondientes al año 1995 se aparearon con los valores correspondientes al índice Merval del año 1994. El criterio utilizado en ésta metodología fue asumir que el mercado laboral no ajusta tan rápido como los mercados financieros. En los mercados financieros, toda información nueva respecto de la situación de la economía es incorporada rápidamente a los precios de los activos. Cuanto más eficiente es el mercado, más rápidamente se ajustan los precios. Esto no ocurre de la misma manera en el mercado laboral. Ante un shock negativo en la economía, difícilmente se reduzcan los salarios nominales. El ajuste en el mercado laboral viene por el lado del desempleo. Las leyes laborales en la Argentina hacen que el despido tenga un elevado costo para las empresas, por lo que el ajuste de mano de obra no es tan rápido como el ajuste de los precios en los mercados financieros. Esto hace que las decisiones de ajuste de la mano de obra se demoren respecto del evento que las genera. Este desplazamiento de una de las series mejoró sensiblemente las correlaciones entre las variables, como se indica en el siguiente apartado y también se puede observar en los datos presentados en el apéndice numérico.

Resultados obtenidos

Al realizar el primer análisis de regresión apareando los datos de desempleo con los valores de iguales períodos del índice Merval, se obtuvieron

resultados similares a los indicados por Davis y Willen (2000). De las ocho categorías analizadas, con un nivel de confianza del 95%, solo dos mostraron una relación estadísticamente significativa entre las variaciones en el nivel de desempleo y los rendimientos del índice Merval. Con un nivel de confianza del 99% ninguna de las categorías estudiadas muestra una relación estadísticamente significativa entre las variaciones en el nivel de desempleo y los rendimientos del índice Merval. Como indicaron Davis y Willen (2000), este resultado es enigmático desde el punto de vista de la teoría económica tradicional del crecimiento, las fluctuaciones y la valuación de activos. Los modelos de equilibrio que obedecen a las relaciones de valuación de activos tradicionales y que contienen una especificación convencional de la tecnología de producción agregada, implican una alta correlación positiva entre los rendimientos agregados de las acciones y los shocks al valor agregado del capital humano.⁶

Cuando se procedió a aparear los datos del índice Merval con los valores de desempleo rezagado un período, los resultados obtenidos fueron mucho más reconfortantes para la teoría económica tradicional. De las ocho categorías analizadas, con un nivel de confianza del 95%, todas mostraron una relación estadísticamente significativa entre las variaciones en el nivel de desempleo y los rendimientos del índice Merval. Con un nivel de confianza del 99% sólo una de las categorías estudiadas no muestra una relación estadísticamente significativa entre las variaciones en el nivel de desempleo y los rendimientos del índice Merval. Cabe mencionar que, salvo el único caso que para un nivel de confianza del 99% no es posible rechazar la hipótesis nula que la pendiente de la recta de regresión lineal (beta) es distinta de cero, para el resto de las categorías, el grado de correlación resultó muy significativo. En todos los casos la correlación resultó negativa entre los niveles de desempleo y el índice Merval.

De las ocho categorías analizadas, la que presentó la mayor correlación ($r = -0,813$) fue la correspondiente a trabajadores de educación alta, mientras que la que presentó la menor correlación fue la de trabajadores de 65 años o más ($r = -0,551$). Esta categoría es la única que no resulta significativamente correlacionada para un nivel de confianza del 99%.

Cuando tomamos a los trabajadores en función de su edad, encontramos que la categoría que va de 25 a 64 años, es la más correlacionada con el mercado de capitales ($r = 0,796$), seguida por la categoría de trabajadores de 15 a 24 años ($r = 0,710$) y por último la categoría de trabajadores de 65 o más años, que como dijimos, es la que está menos correlacionada con el mercado de capitales de las ocho categorías analizadas.

Cuando miramos el nivel de educación de los trabajadores, observamos que aquellos que tienen mayor nivel de educación (categoría “educación alta”) presentan la mayor correlación con el mercado de capitales en la variación de sus ingresos laborales medida en función de la variación de su tasa de desempleo ($r = 0,813$), seguidos por aquellos que tienen la menor educación ($r = 0,780$), quedando para los que tienen una educación media la menor correlación con las variaciones en el mercado de capitales ($r = 0,758$). Sin embargo, como puede observarse de los valores obtenidos, su correlación pese a ser la menor dentro de las categorías de educación, es aún considerablemente alta en términos absolutos.

Por último, cuando consideramos a los trabajadores en función de su género, el trabajo de los hombres resulta estar mucho más correlacionado con el mercado de capitales ($r = 0,794$) que el de las mujeres ($0,627$).

Conclusión

Cuando el ingreso laboral (o el correspondiente a actividades autónomas o de propiedad de empresas) y el rendimiento de los activos riesgosos está correlacionado, los inversores tienen una dotación implícita de riesgo correspondiente a su capital humano. Esta dotación de riesgo tiene importantes efectos en la determinación del portafolio óptimo.

El principal efecto es que el principio de separación que gobierna la selección del portafolio óptimo conforme al modelo de Markowitz, se rompe si los inversores tienen una dotación implícita de exposición al riesgo como consecuencia de sus ingresos laborales. En este caso, la cantidad de riesgo que el inversor debería tomar, ya no es el correspondiente al portafolio único de activos ries-

gosos P, sino solamente la diferencia entre ese riesgo y su dotación implícita de riesgo. Como los inversores difieren en sus dotaciones de riesgo, debido a las diferencias en sus perfiles de ingresos laborales, también diferirán en su dotación óptima de activos financieros para su portafolio total (que incluye al capital humano), aún cuando tengan la misma tolerancia al riesgo y las mismas creencias respecto del rendimiento esperado de los activos.

Pese a que la evidencia empírica a la fecha sugiere fuertemente que los activos financieros muestran una débil correlación con las variaciones agregadas y grupales de los ingresos laborales, en este trabajo hemos encontrado evidencia de lo contrario para la Argentina, en consonancia con lo que predice la teoría económica tradicional.

Si bien cuando se analizaron las series de datos de rendimientos de activos versus variaciones en los ingresos laborales representadas por las variaciones en la tasa de desempleo para iguales períodos, no se encontró una correlación fuerte entre ambas, al repetir el análisis considerando las tasas de desempleo con relación al valor del índice Merval del período anterior, la correlación para la totalidad de las categorías analizadas pasó a ser significativa con un nivel de confianza del 95% y la correlación de sólo una categoría no resultó significativa para un nivel de confianza del 99%.

Contrariamente a lo planteado por Hanna y Chen (1997) el resultado empírico obtenido con este trabajo confirmaría que para el caso de los trabajadores-inversores de Argentina, el principio de separación planteado por el modelo de Markowitz para la determinación del portafolio óptimo para inversores individuales, no se cumple. Es decir que el capital humano en la Argentina no puede ser tratado como un activo libre de riesgo o poco riesgoso al momento de considerarlo dentro de los activos totales de un individuo, para la selección estratégica de activos de su portafolio.

Los ingresos de los trabajadores hombres están más correlacionados con el mercado que los de las mujeres, lo que implicaría que el trabajo de las mujeres es más estable que el de los hombres. ¿Será esto porque el salario de las mujeres es más bajo que el de los hombres y por tal motivo ante malas noticias económicas los mayores costos son los primeros en reducirse? ¿O tal vez porque las mujeres están dispuestas a realizar la misma tarea por

menor salario? Estas cuestiones son objeto de potenciales trabajos para el futuro. Lo cierto es que de los resultados obtenidos, podemos afirmar que las mujeres tienen una tolerancia objetiva al riesgo mayor que los hombres al momento de armar su portafolio.

También de acuerdo con lo observado por Campbell (1999) y Davis y Willen (2000a), se pudo observar una correlación fuerte positiva entre el rendimiento de los activos y la educación. De las ocho categorías demográficas analizadas relacionadas con las variaciones en el ingreso laboral, la que presentó la mayor correlación con el índice Merval fue la correspondiente a trabajadores de entre 25 a 64 años con educación alta.

Esto se contrapone con lo observado por Lee y Hanna (1995) que la tolerancia al riesgo pronosticada crecía con la educación (o que a mayor educación menor dotación implícita de riesgo). Lo observado en este trabajo demuestra que los trabajadores con mayor educación están más correlacionados con los activos riesgosos que el resto de las categorías, por lo que deberían ser más conservadores en sus inversiones financieras.

Otro resultado interesante de este trabajo es la correlación existente entre los ingresos laborales y los rendimientos del mercado para los distintos niveles de educación. Los más expuestos a los riesgos del mercado son, primero los más capacitados y luego los menos capacitados. Los de capacitación media resultaron los menos expuestos a los riesgos del mercado. Una explicación podría ser que ante los shocks negativos, los de mayor capacitación resultan sobre capacitados y son los primeros en resultar prescindentes en las empresas. Los de capacitación media parecieran ser los que presentan mayor flexibilidad laboral, probablemente ocupando los puestos de los de baja capacitación en situaciones adversas. ¿la clase media tal vez? Este estudio también confirma lo observado por Graham y Webb (1979) respecto a la correlación positiva encontrada entre la educación y la riqueza para todas las edades.

Cuando analizamos los resultados obtenidos para las distintas categorías de edades de los trabajadores, encontramos que la categoría más correlacionada con el mercado es la que incluye edades de 25 a 64 años. Como era de esperarse, la categoría de 65 años o más es la que presenta la menor correlación con los rendimientos del mercado, lo que resulta lógico dado

que esta categoría recibe ingresos provenientes de su jubilación o pensión abonada por el Estado.

Como el resultado observado es que el rendimiento de los activos riesgosos está positivamente correlacionado con las variaciones en el ingreso laboral del trabajador para todas las edades, también se concluye que en la Argentina, la dotación de riesgo implícito del trabajador disminuye con la edad, lo que lo haría más tolerante al riesgo a medida que su horizonte laboral se achica.

NOTAS

- 1 Definimos “capital humano” como el valor presente de los ingresos futuros de una persona.
- 2 *El principio de separación.* De la aplicación del modelo de Markowitz se deduce que, el problema de los administradores de carteras respecto de la selección del portafolio óptimo para sus clientes puede reducirse a solo dos tareas independientes: La primera, la determinación del portafolio riesgoso óptimo P, es puramente técnica. La segunda tarea, la determinación de la proporción a invertir en este activo riesgoso P respecto del portafolio total, versus la proporción a invertir en el activo libre de riesgo, depende exclusivamente de las preferencias personales del inversor. Aquí el cliente es el que toma la decisión. Pero el punto relevante es que el portafolio riesgoso óptimo P que el administrador de carteras ofrece, es el mismo para todos los clientes.
- 3 La riqueza neta se define como la suma de los activos reales y financieros que posee el inversor, menos el valor presente de sus obligaciones, todo esto excluido del valor presente de sus ingresos laborales futuros (capital humano).
- 4 Índice del Mercado de Valores de la Bolsa de Comercio de la Ciudad de Buenos Aires que agrupa las acciones de mayor volumen de la bolsa.
- 5 A efectos de interiorizarse sobre la nueva metodología puede consultar los documentos “Encuesta Permanente de Hogares: Cambios Metodológicos” y “La Nueva Encuesta Permanente de Hogares de Argentina”, en la página web del INDEC: www.indec.mecon.gov.ar
- 6 Por “convencional”, entiendo una tecnología de producción que es aproximadamente Cobb-Douglas sobre capital y trabajo. Dada la tecnología Cobb-Douglas y una economía competitiva, las proporciones del factor ingreso son constantes a lo largo del tiempo. Por ello, si se aplica la misma tasa de descuento al capital y al ingreso laboral futuro, y los precios de los activos reflejan los fundamentos, el valor no observado del capital humano agregado fluctúa de una manera que es perfectamente correlacionada con el valor observado en las demandas de stock de capital agregado.

Tabla 1. Datos de la tasa de desempleo de la EPH para distintas características demográficas y valores del índice Merval para igual período (a partir de 2004 se relevan datos semestrales)

	Adultos (25-64)						Índice Merval Ajustado		
	Edad		Género		Educación				
	(15-24)	(25-64)	(65 +)	Mujer	Hombre	Baja		Media	Alta
Total	0,137	0,050	0,056	0,051	0,049	0,058	0,051	0,030	479,90625
1992	0,068	0,137	0,050	0,056	0,051	0,049	0,058	0,051	0,030
1993	0,092	0,197	0,066	0,029	0,081	0,057	0,082	0,062	0,045
1994	0,123	0,227	0,094	0,130	0,112	0,083	0,110	0,104	0,052
1995	0,169	0,297	0,132	0,159	0,154	0,118	0,163	0,133	0,070
1996	0,177	0,326	0,137	0,122	0,158	0,123	0,171	0,133	0,089
1997	0,141	0,256	0,112	0,113	0,134	0,097	0,132	0,118	0,071
1998	0,125	0,235	0,097	0,108	0,111	0,087	0,129	0,092	0,055
1999	0,139	0,253	0,111	0,107	0,124	0,102	0,134	0,112	0,078
2000	0,148	0,275	0,117	0,131	0,129	0,110	0,149	0,120	0,069
2001	0,184	0,322	0,153	0,138	0,141	0,160	0,194	0,159	0,088
2002	0,179	0,335	0,145	0,136	0,140	0,148	0,174	0,148	0,102
2003	0,166	0,355	0,125	0,101	0,116	0,131	0,152	0,140	0,078
2004-I	0,152	0,318	0,112	0,131	0,135	0,095	0,135	0,120	0,082
2004-II	0,133	0,283	0,099	0,094	0,123	0,082	0,122	0,108	0,063
2005-I	0,132	0,291	0,096	0,110	0,120	0,079	0,111	0,104	0,071
2005-II	0,108	0,243	0,078	0,082	0,099	0,063	0,095	0,087	0,050
2006-I	0,112	0,241	0,084	0,087	0,107	0,068	0,101	0,095	0,054
2006-II	0,097	0,235	0,067	0,057	0,084	0,055	0,084	0,075	0,042

Tabla 2. Resumen de datos de la regresión lineal de datos de tasa de desempleo vs. índice Merval

Tipo de empleo	R2	r	t (95%)	t crítico	Significativo
Total	0,1491229	0,3861643	-1,6745522	2,120	NO
15-24 años	0,0048757	0,0698261	-0,2799877	2,120	NO
25-64 años	0,2196593	0,4686783	-2,1222313	2,120	SI
65 o + años	0,2386281	0,4884957	-2,2393519	2,120	SI
Mujer	0,0780005	0,2792857	-1,1634383	2,120	NO
Hombre	0,0780005	0,2792857	-1,1634383	2,120	NO
Educación baja	0,2416066	0,4915349	-2,2577046	2,120	SI
Educación media	0,1364594	0,3694042	-1,5900852	2,120	NO
Educación alta	0,1246337	0,353035	-1,5093255	2,120	NO

Tabla 3. Datos de tasa de desempleo de la EPH para distintas características demográficas y valores del índice Merval, adelantados un período (a partir de 2004 se utilizan los datos correspondientes al segundo semestre)

	Adultos (25-64)										Índice Merval Ajustado	
	Edad					Género			Educación			
	Total	(15-24)	(25-64)	(65 +)		Mujer	Hombre	Baja	Media	Alta		
1992	0,068	0,137	0,050	0,056	0,051	0,049	0,058	0,051	0,030	1059,3617		
1993	0,092	0,197	0,066	0,029	0,081	0,057	0,082	0,062	0,045	479,90625		
1994	0,123	0,227	0,094	0,130	0,112	0,083	0,110	0,104	0,052	610,11398		
1995	0,169	0,297	0,132	0,159	0,154	0,118	0,163	0,133	0,070	464,88268		
1996	0,177	0,326	0,137	0,122	0,158	0,123	0,171	0,133	0,089	515,62,033		
1997	0,141	0,256	0,112	0,113	0,134	0,097	0,132	0,118	0,071	644,84064		
1998	0,125	0,235	0,097	0,108	0,111	0,087	0,129	0,092	0,055	680,47276		
1999	0,139	0,253	0,111	0,107	0,124	0,102	0,134	0,112	0,078	422,85456		
2000	0,148	0,275	0,117	0,131	0,129	0,110	0,149	0,120	0,069	551,22683		
2001	0,184	0,322	0,153	0,138	0,141	0,160	0,194	0,159	0,088	420,42772		
2002	0,179	0,335	0,145	0,136	0,140	0,148	0,174	0,148	0,102	302,65369		
2003	0,166	0,355	0,125	0,101	0,116	0,131	0,152	0,140	0,078	381,58756		
2004-II	0,133	0,283	0,099	0,094	0,123	0,082	0,122	0,108	0,063	751,71809		
2005-II	0,108	0,243	0,078	0,082	0,099	0,063	0,095	0,087	0,050	909,03503		
2006-II	0,097	0,235	0,067	0,057	0,084	0,055	0,084	0,075	0,042	908,09650		

Tabla 4. Resumen de datos de la regresión lineal de datos de desempleo vs. índice Merval adelantado un período

Tipo de empleo	R2	r	t (95%)	t crítico	Significativo
Total	0,625906	0,791142	-4,66376	2,120	NO
15-24 años	0,504511	0,710289	-3,63823	2,120	NO
25-64 años	0,633449	0,795895	-4,73981	2,120	SI
65 o + años	0,303638	0,551034	-2,38085	2,120	SI
Mujer	0,483850	0,695593	-3,49091	2,120	NO
Hombre	0,646604	0,804117	-4,87708	2,120	NO
Educación baja	0,607855	0,779650	-4,48898	2,120	SI
Educación media	0,574134	0,757716	-4,18641	2,120	NO
Educación alta	0,660251	0,812558	-5,02628	2,120	NO

BIBLIOGRAFÍA

- Alexander, G. J. (1978): "Optimal mixed security portfolios with restricted borrowing", *Journal of Economics and Business*.
- Ando, A. and Modigliani, F. (1963): "The life cycle hypothesis of saving: Aggregate implications and tests", *American Economic Review*.
- Ameriks, J. and Zeldes, S. "How do household portfolio shares vary with age?", TIAA-CREF Working Paper, 2000.
- Andersson, Bjorn (2001): "Portfolio allocation over the life cycle: Evidence from Swedish household data", Working Paper Series from Uppsala University, Department of Economics, No:4.
- Arrondel, Luc (2000): "Risk Management and Wealth Accumulation Behavior in France".
- Arrondel, Luc and Lefebvre, B. (2000): "Consumption and Investment Motives in Housing Wealth Accumulation: a French Study".
- Arrondel, Luc and Calvo-Pardo, Héctor (2002): "Portfolio Choice with a Correlated Background Risk: Theory and Evidence".
- Barsky, R. B., Juster, F. T., Kimball, M. S. and Shapiro, M. D. (1997): "Preference parameters and behavioral heterogeneity: an experimental approach in the Health and Retirement Study", *Quarterly Journal of Economics*.
- Bodie, Z. and Samuelson, W. (1989): "Labor supply flexibility and portfolio choice" NBER Working Paper No. W3043.
- Bodie, Z., Merton, R. and Samuelson, W. (1992): "Labor supply flexibility and portfolio choice in a life cycle model", NBER Working Paper No. W3954.
- Boyle, G and Guthrie, G. (2005): "Human Capital and Popular Investment Advice", *Review of Finance*, Vol. 9, Issue 2, pp 139-164, 2005.
- Campbell, John (2002): *Strategic Asset Allocation, Portfolio Choice for Long Term Investors*, Oxford University Press.
- Campbell, Chan and Viceira (2003): "A Multivariate Model of Strategic Asset Allocation", NBER Working Paper No. W8566.
- Campbell, Cocco, Gomes, Maenhout and Viceira (2000): "Stock market mean reversion and the optimal equity allocation of a long lived investor", Harvard Institute of Economic Research Paper No. 1899.
- Campbell and Viceira (2001): "Who should buy long term bonds?", NBER Working Paper No. W6801.

- Campbell and Viceira (2001): "The Term Structure of the Risk-Return Tradeoff", CEPR Discussion Paper No. 4914
- Canner, Mankiw and Weil (1997): "An Asset Allocation Puzzle", NBER Working Paper No. W4857.
- Chen and Hanna (1996): "Retirement accounts: High returns with safety", Proceedings, Association for Financial Counseling and Planning Education.
- Cocco, et al. (1999): "Portfolio choice over the life cycle", *The Review of Financial Studies* Vol. 18, No. 2:491-533.
- Cocco (2005): "Portfolio Choice in the Presence of Housing" *The Review of Financial Studies*, 18: 535-567.
- Constantinides, Donaldson and Mehra (2002): "Junior Can't Borrow: A New Perspective on the Equity Premium Puzzle", *The Quarterly Journal of Economics*, February 2002.
- D'Addio, De Greef and Rosholm (2002): "Assessing unemployment traps in Belgium using Panel data sample selection models", IZA Discussion Paper No. 669
- Davis and Willen (2000a): "Uncertain labor income and portfolio choice: covariance and its implications", SUNY Stony Brook.
- Davis and Willen (2000b): "Using Financial Assets to Hedge Labor Income Risks: Estimating the benefits", *Journal of International Money and Finance*, Vol. 25, 7:1130-1145.
- Davis and Willen (2001c): "Occupation-level Income Shocks and Asset Returns: Their Covariance and Implications for Portfolio Choice", NBER Working Paper No. 7905.
- Delaney and Reichenstein (1996): "An expanded portfolio view includes real estate and human capital", American Association of Individual Investors, July.
- Dorfman, J.R. (1995): "Street urges more caution on portfolios", *Wall Street Journal*, January 26.
- Fama, E. (1977): "Human capital and capital market equilibrium", *Journal of Financial Economics*, 4 (January), 95-125.
- Fratantoni, M. (1998): "Homeownership and the investment in risky assets", *Journal of Urban Economics*, Volume 44, Number 1, July, pp. 27-42(16).
- Fredman, A. J. (1996): "Wrestling with risk: a multi-headed concept with no single measure", Associates of America Individual Investors.
- Guiso, Jappelli and Terlizzese (1996): "Income risk, borrowing constraints, and portfolio choice", *American Economic Review*, vol. 86, 1:158-72.
- Hanna, S and Chen, P. (1997): "Subjective and Objective Risk Tolerance: Implications for Optimal Portfolios", Financial Counseling and Planning

- Hanna, S., Gutter, M. S. and Fan, J. X. (2001): "A measure of risk tolerance based on economic theory", Association for Financial Counseling and Planning Education.
- Hanna, S. and Lindamood, S. (2004): "An Improved Measure of Risk Aversion", *Financial Counseling and Planning*; Vol. 15, 2:27-38.
- Heaton, John and Lucas, Deborah (2000): "Portfolio choice in the presence of background risk", *Economic Journal*, Vol. 110, January.
- Heaton, John and Lucas, Deborah (2000): "Portfolio choice and asset prices: the importance of entrepreneurial risk", *Journal of Finance*, 2000, vol. 55, 3:1163-1198.
- Hochguertel, S. (2003): "Precautionary motives and portfolio decisions", *Journal of Applied Econometrics*, 2003, vol. 18, 1:61-77.
- Ibbotson, et al (2005): "Human Capital, Asset Allocation, and Life Insurance", Yale ICF Working Paper No. 05-11.
- Kimball, M. (1988): "Farmers' cooperatives as behavior towards risk", *American Economic Review*, 78 (March), 224-232.
- Kimball, Miles (1993): "Standard Risk Aversion", NBER Working Paper No. T0099.
- Koo, H.K. (1999): "Consumption and portfolio selection with labor income: a discrete-time approach", *Mathematical Methods of Operations Research* Physica Verlag, An Imprint of Springer-Verlag GmbH, Volume 50, Number 2.
- Kroll, Y., Levy, H. and Markowitz, H. (1984): "Mean variance versus direct utility maximization", *Journal of Finance*.
- Lee, H. and Hanna, S. (1995): "Investment Portfolio and Human Wealth", *Financial Counseling and Planning*.
- Leibowitz, M. and Kogelman, S. (1995): "Spread immunization: Portfolio improvements through dollar duration matching", *Return Targets and Shortfall Risks: Studies in Strategic Asset Allocation*, Irwin Professional Publishing (1 Oct), Ch. 19.
- Levy, H. and Markowitz, H. (1979): "Approximating expected utility by a function of mean and variance", *American Economic Review*.
- Lieberman, J. (1980): "Human Capital and the Financial Capital Market", *Journal of Business*, vol. 53, 2:165-91.
- Markowitz, H. (1952): "Portfolio selection", *Journal of Finance*, 7 (1), 77-91.
- Mayers, D. (1983): "The Interdependence of Individual Portfolio Decisions and the Demand for Insurance", *Journal of Political Economy*, vol. 91, 2:304-11.

- Mayers, D. (1972): "Non-marketable assets and capital market equilibrium under uncertainty" en M.C. Jensen, ed., *Studies in the Theory of Capital Market*, (New York, Praeger Publishers), 223-48.
- Mayers, David (1973): "Nonmarketable Assets and the Determination of Capital Asset Prices in the Absence of a Riskless Asset", *Journal of Business*, 1973, vol. 46, issue 2, pages 258-67.
- Miniaci and Weber (2002): "Econometrics issues in the estimation of household portfolio models".
- Palacios Huerta (2003): "The Robustness of the Conditional CAPM with Human Capital", *Journal of Financial Econometrics*, Vol. 1, No. 2, pp. 272-289.
- Palsson, A. (1996): "Does the degree of relative risk aversion vary with the household characteristics?"
- Poterba and Samwick (1997): "Household portfolio allocation over the life cycle", NBER Working Papers No 6185, from National Bureau of Economic Research, Inc.
- Pratt, J. and Zeckhauser R. (1987): "Proper Risk Aversion". *Economics Letters* Volume 72, Issue 2, August, pp. 201-207.
- Reichenstein, W. and Delaney, C. (1996): "Portfolio management: An alternative approach to asset allocation", *Journal of Investing*, Fall 1995, Vol. 4, No. 3:57-62.
- Robst, Deitz and McGoldrick (1999): "Income variability, uncertainty, and housing tenure choice", *Regional Science and Urban Economics*, Volume 29, Number 2, 1: 219-229.
- Samuelson, Paul (1969): "Lifetime Portfolio Selection by Dynamic Stochastic Programming", *The Review of Economics and Statistics*, vol. 51, 3:239-46.
- Samuelson, Paul (1989): "A case at last for age-phased reduction in equity", *National Academy of Sciences*.
- Samuelson, Paul (1990): "Asset allocation could be dangerous to your health: Pitfalls in across-time diversification", *Journal of Portfolio Management*, Spring, p. 5-8.
- Schoemaker, P. J. (1982): "The Expected utility model: its variants, purposes, evidence and limitations", *Journal of Economic Literature*, 1982, vol. 20, 2:529-63.
- Sung, J. and Hanna, S. (1996): "Factors related to risk tolerance", *Financial Counseling and Planning*, Vol. 7.
- Tracy, Schneider and Chan (1999): "Are stocks overtaking real state in household portfolios?", *Economics Department, State University of New York at Stony Brook*.

- Van de Venter, Gerhard (2006): "Financial Planners' Perceptions of Risk Tolerance", The 2006 Financial Management Association's (FMA) Annual Conference, Salt Lake City, Utah.
- Viceira, Luis (1999): "Optimal Portfolio Choice for Long-Horizon Investors with Non-tradable Labor Income", NBER Working Paper No. 7409.
- Vissing-Jorgenson, A. (1999): "Towards an explanation of household portfolio choice heterogeneity: nonfinancial income and participation cost structures", NBER Working Paper No. W8884.
- Wang, H. and Hanna, S. (1996): "Does Risk Tolerance Decrease with age?", *Financial Counseling and Planning*, Volume 8, Issue 2.
- Willette, A. (1995): "Contribute to your 401(k) until it hurts". *USA Today* (Feb 20)
- Williams, Joseph T. (1978): "Risk, Human Capital and the Investor's Portfolio", *Journal of Business*, Vol. 51, 1:65-89.
- Williams, Joseph T. (1979): "Uncertainty and the Accumulation of Human Capital over the Life Cycle", *Journal of Business*, vol. 52, 4:521-48.

LA GESTIÓN DEL NEGOCIO MINORISTA TRADICIONAL EN LA ARGENTINA

*Alfredo E. Blousson**

Resumen: Este trabajo repasa las claves del gerenciamiento del comercio minorista, partiendo de algunas consideraciones generales del tema a nivel global y aplicándolas al caso argentino. En particular, analiza la situación del negocio minorista tradicional en base a treinta entrevistas realizadas a diversas empresas. Concluye con algunas recomendaciones para que el gerenciamiento del comercio minorista implemente un proceso de profesionalización que le permita lograr una gestión más competitiva.

Introducción

El análisis de la evolución del gerenciamiento del negocio minorista es un tema vigente en todo el mundo, según lo señala el *Business World Journal* (2007). Existen por lo menos dos niveles de gerenciamiento claramente definidos: el de la gran corporación internacional en una etapa de profesionalización muy avanzada y desarrollada, y el del comercio minorista tradicional que tiende a desconocer o no aplicar en su gran mayoría los principios del gerenciamiento moderno y simplemente opera en base a su propia curva de experiencia y en el accionar del día a día. Si bien una parte importante, y además creciente, de las transacciones comerciales dirigidas a consumidores finales se realizan fuera del local comercial (por ejemplo a través de Internet), este trabajo está enfocado exclusivamente en el negocio que se desarrolla a través de los locales físicos de venta minorista

* Magister en Marketing (Universidad de San Andrés). ViceRector de ESEADE.
blousson@eseade.edu.ar

tradicional. Para la clasificación del canal minorista me baso en la distinción entre canal moderno (constituido por los grandes grupos de vendedores minoristas internacionales y nacionales, corporaciones minoristas y franquicias internacionales) y canal tradicional (constituido por el resto de los negocios minoristas generalmente definidos como de barrio, locales, de proximidad).

Los datos de auditoría permiten confirmar que a nivel mundial y en particular en la Argentina se percibe una cierta estabilidad en la cantidad de negocios minoristas del canal tradicional, aunque se ve una paulatina reconversión de los formatos de distribución de los mismos desde un tipo de atención convencional hacia el concepto de autoservicio.

Las pautas comerciales varían hoy en forma constante generando la necesidad de revisar y adaptar los negocios. La competencia se ha vuelto más intensa y se alcanzaron estándares globales en productos y servicios. Los productos locales e importados compiten por igual en el punto de venta. Se han incrementado las comunicaciones globales: el acceso a Internet hace que los clientes están mejor informados, con más alternativas de elección y más sofisticados. Los ciclos de vida de los productos son más cortos. Además, en muchos casos, existe una fuerte tendencia a percibir a determinados productos y servicios como muy similares por lo que cada vez se torna más difícil lograr una diferenciación en el punto de venta.

Como consecuencia, la batalla por los espacios y la exhibición se incrementa diariamente. La constante incorporación de nuevos productos se convierte en un verdadero problema para el minorista. Muchas compañías siguen la estrategia de productos “yo también” copiando colores y formatos. Los dueños de los kioscos suelen encontrarse con el problema de cómo armar los espacios de exhibición ya que las empresas de golosinas renuevan entre un 5 y un 10% de su portafolio anualmente a través de la incorporación de nuevos productos. Todo ello conduce a una mayor presión en márgenes y precios afectando a todos los integrantes de la cadena de valor.

También los consumidores están cambiando. En algunos casos se da una infidelidad creciente. En otros se lo ve más educado, más exigente, más selectivo. En general se percibe un aumento de las expectativas del consumidor

y como consecuencia cada día se dan mayores cambios en la definición de compras en la visita del cliente y es necesario “seguirlo” para poder satisfacerlo en el punto de venta. Es necesario que el vendedor se cuestione en forma permanente quién es su cliente hoy y quién va a serlo mañana.

Frente a todos estos cambios vemos que los pequeños comercios articulan los pocos mecanismos que tienen a su alrededor para mantenerse presentes competitivamente. Algunos se reconvierten, otros simplemente subsisten y finalmente algunos terminan cerrando.

El negocio minorista en el mundo

Si analizamos la facturación total del negocio minorista vemos que a lo largo de los años ha ido incrementando su participación en relación al producto bruto en la mayoría de los países tanto del primer mundo, como en los países en vías de desarrollo, hasta convertirse en un significativo porcentaje del mismo. Como ejemplo vale mencionar que en España en el año 2003 la distribución comercial significaba el 11,45% del valor añadido bruto (Peris y otros, 2006:38).

El siglo XXI muestra los grandes cambios realizados en los negocios minoristas globales. Basta tener en consideración que entre las 100 compañías de mayor facturación a nivel mundial podemos encontrar como mínimo siete negocios minoristas. Entre ellos se desataca Wal-Mart que, con ingresos de u\$s 378.799 millones en el año 2007 se convierte en la compañía de mayor nivel de facturación a nivel mundial. Existe un importante grupo de negocios minoristas enfocados en diferentes rubros que también aparecen con niveles de ingresos muy significativos: Home Depot u\$s 84.740 millones, Sears u\$s 50.703 millones, Woolworths u\$s 34.443, Macy’s u\$s 26.340 millones, Mc Donalds u\$s 23.231 millones, Staples u\$s 19.373 millones, Ikea u\$s 14.000 millones, The Gap (2004) u\$s 16.627 millones, Starbucks (2004) u\$s 15.004 (*Fortune Magazine*, 2008). Algunos de estos negocios minoristas han alcanzado volúmenes de facturación y de giro comercial que en muchos casos superan ampliamente los ingresos anuales de muchos de sus propios proveedores.

Al analizar el negocio minorista vemos que no sólo está constituido por las grandes corporaciones de negocios minoristas. Existe un enorme abanico de distintos negocios minoristas de variadas especialidades y de importante tamaño. En los EEUU, los cien principales negocios minoristas superan los tres billones de dólares anuales en facturación.

El lugar significativo del negocio minorista en el mundo actual está centrado en su rol dentro del desarrollo de los negocios, la cantidad de rubros industriales y de servicios distintos que abarca, su nivel de facturación y la cantidad de mano de obra que emplea.

Si bien todo lo mencionado tiene mucha vigencia y actualidad es necesario tener en consideración que la necesidad de adecuación del negocio minorista a la evolución del mercado no es una novedad. Ya Berry y Wilson (1977) plantearon la necesidad de reenfocar el negocio del negocio minorista para adecuarse a los cambios que estaban ocurriendo en el consumo de esa época. Resulta interesante hacer un pequeño repaso a ciertas conclusiones del mismo y ver la vigencia de los conceptos planteados. El grupo de factores gestores de ese nuevo contexto estaban relacionados con temas demográficos (tamaño de las familias, edad de los compradores), económicos (consumo per cápita, valores relativos de distintos productos y servicios), los valores (calidad de vida vs. cantidad de vida), los aspectos tecnológicos (el desarrollo de la electrónica) y políticos (los nuevos mapas globales). A partir de esto se desprendían algunos nuevos conceptos relacionados con los consumidores y necesarios de ser tenidos en cuenta como la orientación a “experiencias”, el requerimiento de mayor calidad, el énfasis en la individualidad, y el foco en el costo total del producto o bien adquirido.

Finalmente el estudio planteaba una lista de tendencias claras para el negocio minorista: el esquema de autoservicio, locales pequeños, mayor automatización y mejor manejo de los depósitos, incremento del uso de *merchandise*, reubicación de los espacios comunes a espacios de venta, mejor mezcla de productos, énfasis en líneas de mayor margen, mayor atención a mercados secundarios, mayor énfasis en el posicionamiento del negocio, refinamiento de la imagen, mayor selectividad de mercados geográficos, etc.

Resulta interesante ver que aunque han pasado años muchos de los temas siguen vigentes y quizás no resueltos todavía. Pero desde ya las empresas de negocio minorista, los contextos competitivos y las herramientas no son exactamente los mismos y por lo tanto si bien los problemas pueden ser similares pero las soluciones probablemente sean distintas.

En el funcionamiento del negocio minorista moderno vemos que es necesario considerar una serie de características que son claves para la gestión del negocio. Partimos de la premisa que la comercialización de productos diferentes suele requerir distintos niveles de servicios. Los consumidores, a su vez, tienen variadas demandas y preferencias en cuanto a lo que requieren como servicio para cada producto. Consideremos una variable de gestión: el nivel de variedad del surtido. La definición sobre la cantidad y la variedad del surtido es fundamental a la hora de poner en marcha un comercio minorista. Sin ninguna duda difiere de un negocio a otro. A partir de esto vemos que existe un gran número de comercios minoristas que están “enfocados” (focalizados) en determinadas líneas de productos (mucha amplitud en la línea pero un número acotado de líneas de productos) y están dirigidos a públicos objetivos definidos (*target*). Este tipo de negocio muestra una tendencia en franco desarrollo como respuesta a nuevas necesidades específicas que plantea el consumidor. La contrapartida de esto son los grandes negocios que ofrecen una línea cada vez más variada de productos con un surtido que incluso se va ampliando y modificando con el tiempo (desde alimentos a productos de ferretería).

Los grandes negocios minoristas modernos han estado constantemente buscando desarrollar nuevas estrategias de marketing que les permitiesen atraer potenciales clientes y retener a sus consumidores actuales. Durante una etapa de su desarrollo se enfocaron en ofrecer algo único y diferenciador frente a la competencia. Así aparecen Toy “R” Us, Staples, Circuit City, Office Depot, negocios minoristas enfocados específicamente en el rubro que comercializaban.

La competencia ha sido y es tan intensa en el marco del desarrollo de los grandes negocios minoristas que puede ser interesante tener en cuenta un ejemplo que grafica el nivel de competitividad del canal moderno. Veamos

Toy “R” Us, en el rubro juguetes. La empresa, desde su creación, rápidamente logró el liderazgo al superar a todos los pequeños competidores locales que no tenían la amplitud del surtido, ni la cantidad de mercadería, ni la competitividad de precios que ofrecía. Sin embargo con el correr de los años, el desarrollo de los nuevos jugadores cambió el contexto competitivo. Esto llegó al punto en el que Walmart superó a Toy “R” Us en su posición de liderazgo en el negocio de los juguetes dentro de los Estados Unidos e impulsó a la empresa a que revisara y redefiniera su negocio para poder seguir compitiendo en el mercado (*Business Week*, 2004). Otro ejemplo interesante es el de IKEA. Para consolidar su posición como minorista del rubro muebles en los EEUU debió anexar guarderías para niños, restaurantes, y otros servicios dentro del ámbito de su local. El resultado ha sido tan interesante que la cadena de restaurantes que está en los locales de IKEA se ha logrado ubicar en la 15° posición en el ranking de ese país.

La evolución del comercio minorista se puede sintetizar en las tendencias respecto de los siguientes aspectos (New Zealand Retailers Association, 2008):

- a. hiper-competencia entre cadenas a nivel nacional e internacional; concentración creciente de los negocios de negocio minorista; internacionalización del sector; expansión regional a través de franquicias (El Noble Repulgue, Starbucks, Mc Donald’s); nuevos formatos, algunos ya existentes en otros países como el *hard discount* (Aldi, Lidl, Día); se acelera el ciclo de vida de los formatos minoristas, que son rápidamente copiados y dejan de ser novedosos (Farmacias Dr. Ahorro, Café Martínez, Café Havanna); muchos formatos amplían sus surtido como el caso de las farmacias y los supermercados reconvirtiendo su oferta (Farmacity, Musimundo); declinación de los formatos de distribución convencionales y paulatina reconversión del canal tradicional hacia el autoservicio; polaridad de las ventas al detalle - masivos versus especializados. (formatos dirigidos a segmentos determinados tales como Pupilent, Valenti); servicios adicionales como cafeterías para mejorar “el clima” y la “experiencia” de compra (concesionarias de autos, *fast foods* dentro de supermercados); nuevas formas de venta al detalle (banca por Internet,

educación a distancia); uso de Internet para informar, vender, competir ya sea como un complemento del negocio real (Disco virtual) o un negocio íntegramente virtual (Amazon).

- b. Las acciones y relaciones con los proveedores: necesidad creciente de cooperación entre el proveedor y el distribuidor para desarrollar negocios en conjunto; alternancia entre marcas *Premium* y *B-brands*, marcas de precio y marcas propias.
- c. La evolución del consumidor: infidelidad creciente del consumidor, menor crecimiento del consumo en algunos rubros, oferta superior a la demanda en otros rubros, consumidor más educado, más exigente, más selectivo, consumidor más informado, aumento de las expectativas del consumidor, consumidor con más alternativas de lugares de compra.
- d. Cambios rápidos y profundos de la tecnología: existe un importante desarrollo de tecnología de venta al detalle (lectura láser, EDI, ECR). Sin embargo estos cambios no son fáciles de ser incorporados por todo el negocio minorista lo que genera fuertes diferencias competitivas
- e. Las definiciones necesarias para el gerenciamiento: desarrollo de marcas propias, sofisticación del posicionamiento del negocio, optimización servicio-atención, profesionalización de la gestión, búsqueda de nuevos productos para compensar las caídas en ventas, aumenta la confusión sobre el rol de cada canal, aumento de la competencia entre tipos de negocio, ventas al detalle fuera de las tiendas (venta electrónica), cambios en la definición de compras en la visita, etc.

Adicionalmente, el responsable del negocio de negocio minorista se enfrenta con importantes desafíos en el manejo de la operación diaria, relacionados con el flujo de la caja diaria y su relación con las ventas del negocio, los productos perecederos y los no perecederos, fechas de vencimiento, el nivel de los stocks de los productos básicos para mejorar la rotación, el surtido elegido y adaptado a clientes y estacionalidades, el manejo del Merchandising, la señalización y la optimización del espacio, la incorporación de los nuevos productos, la política de *mark-up*, márgenes y rentabilidad, el trato personal, la atención al cliente y la calidad del servicio, la fidelización del cliente, la circulación dentro del punto de venta, la opti-

mización del *layout*, la negociación con el proveedor y los plazos de pago, la seguridad y los robos o mermas, entre otros.

En particular, los gerentes deben tomar en consideración una serie de variables del negocio tales como el surtido que ofrecen, el servicio que brindan, las características del local, el precio al que venden y la forma en que desarrollan las promociones (Pearce, 2004):

- El surtido puede ser variado (desde alimentos hasta ropa o electrodomésticos), amplio (toda la gama posible de electrodomésticos) o profundo (que nunca falte stock).
- El servicio puede incluir asesoramiento durante la venta y soporte *offline*, *online* y a través de Internet. El servicio en muchos de los casos se relaciona con la experiencia de compra.
- El local es importante por su ubicación, los microclimas que se generan dentro del mismo y las distintas experiencias que puede vivir el comprador (Morrison, 2006).
- El precio no puede ni debe ser el resultado del costo de la mercadería adquirida más una utilidad bruta sino más bien la consecuencia de una estrategia de mezclas de variables de marketing (Rotación, rentabilidad, margen de contribución y contexto competitivos son temas a considerar para una estrategia de precios).
- Las promociones hoy son parte de las comunicaciones integradas de un negocio. Deben ser cuidadosamente seleccionadas para que se adecuen a la estrategia y el posicionamiento del negocio minorista.

Los negocios minoristas enfrentan una realidad competitiva donde la diferenciación tradicional por enfoque o variedad de surtido se está viendo afectada por una tendencia global hacia negocios de surtido más variado. Hoy compramos alimentos en una farmacia, productos electrónicos en un local de alquiler de videos, tomamos café en una librería. A esto se lo ha denominado *channel blurring*. Para algunos negocios minoristas esto podría parecer una ventaja en el caso de lograr un incremento en las ventas como consecuencia de ofrecer una mayor variedad de surtido (ampliar la oferta para el cliente). Sin embargo, se corre el riesgo que sólo sea un resultado de corto plazo ya que puede perder su posición en el mediano plazo con la

consiguiente necesidad de requerir el desarrollo de una nueva ventaja competitiva. En el largo plazo es necesario aplicar al negocio minorista los mismos conceptos que aplicamos en las empresas manufactureras o de servicios. El negocio minorista, al igual que cualquier negocio, requiere desarrollar una ventaja competitiva que lo diferencia claramente dentro del mercado, que pueda ser sustentable con el correr del tiempo.

El comercio minorista debe lograr encontrar y/o construir una ventaja competitiva que se base en un posicionamiento determinado, el cual a su vez debe ser dinámico para poder sostener y adecuar sus características de diferenciación a lo largo del tiempo. El negocio del negocio minorista debe poder ser percibido como único y exclusivo en el segmento al cual se dirige.

Podríamos decir que se plantea un nuevo gran desafío para el negocio minorista y es el de decidir entre:

- Tener “algo para todos” o no tener “todo para alguien” (variedad); o
- Tener “todo para alguien” y no tener “algo para todos” (amplitud); o
- Tener siempre stock (profundidad)

Esto en palabras simples significa hacer una propuesta amplia que se dirija a todos por igual y sin diferenciación, o hacer una propuesta enfocada para un grupo más acotado pero con una clara diferenciación. Los negocios minoristas exitosos son aquellos que pueden definir con claridad y precisión su propuesta y el *target* al que se dirigen.

El negocio minorista tradicional en la Argentina

El comercio minorista internacional y nacional abarca un enorme abanico de compañías de diferente tamaño, estructura, origen, rubros industriales y de servicios. Como base del trabajo, para poder entender y encuadrar con mayor facilidad la definición del negocio tradicional vamos a considerar tres alternativas de segmentación que están relacionadas con el tamaño del local y la variedad del surtido, la vinculación interna que existe entre los locales, y las características de la estructura empresarial. Veamos cada una de las segmentaciones.

1. *Por el tamaño del local y la variedad del surtido ofrecido (Morrison, 2006):*

- Grandes comercios como grandes supermercados y tiendas de descuento, y los especialistas en un rubro tal como deportes, electrónica, libros, juguetes, productos para el hogar (Walmart, Easy)
- Tiendas de especialidad que se enfocan en una línea determinada de productos (Zara, H & M)
- Tiendas de departamentos que contienen diferentes líneas de productos (Falabella)
- Tiendas de conveniencia, que tienen una limitada variedad de productos pero todos enfocados a compra por impulso y siempre abiertos (Estaciones de servicio, 7-eleven)
- Negocios tradicionales por especialidad y que generalmente ofrecen “cercanía” como ventaja diferencial (almacenes, tintorerías, pinturerías, bares, mercerías, etc.)
- Franquicias, muy variadas que abarcan todo tipo de rubros de productos y servicios (Mc Donald’s, Starbucks, El Noble Repulgue)
- Outlets de fábrica o negocios de segunda selección.

2. *Por la relación interna existente entre los negocios y los locales:*

- Negocios independientes
- Cadenas voluntarias asociativas para la compra. Sistemas horizontales de marketing que pueden convertirse en verticales al subordinarse a mayoristas o proveedores (Cordiez, Almacor)
- Cadenas minoristas nacionales (Coto, La Anónima)
- Cadenas minoristas internacionales (Walmart, Cencosud, Casino)
- Negocios corporativos de integración vertical (concesionarias de autos, Nike, kioscos de Arcor)

3. *Por el tipo de organización empresarial:*

- Familiar con participación operativa del dueño o parientes directos
- Familiar pero con un gerenciamiento tercerizado
- Pública con un gerenciamiento profesional

En este trabajo, el negocio minorista tradicional se encuadra como un negocio tradicional por especialidad, independiente (aunque puede formar una pequeña cadena de cinco a siete locales), y de organización familiar con participación operativa del dueño o pariente directo. Para poder compararlo con el canal moderno es necesario considerar un segundo nivel de segmentación, revisando las características empresarias de los distintos estereotipos de locales minoristas, analizando sus características competitivas y considerando como aplican las claves del marketing moderno. Para ello vamos a agrupar los comercios minoristas en:

- a. Locales minoristas pertenecientes a empresas nacionales e internacionales que están en un proceso de globalización y que en la mayoría de los casos se encuadran dentro de los grupos ya mencionados (Walmart, ZARA). Estas empresas por lo general cuentan con un gerenciamiento experimentado y suelen tener un enfoque y posicionamiento definidos internacionalmente. Si analizamos sus estructuras y organigramas vemos la constante incorporación de nuevas posiciones profesionales para mejorar su competitividad. Por lo general a este formato se lo define o encuadra como canal comercial moderno.
- b. Locales minoristas pertenecientes a empresas nacionales enfocados en sectores específicos (alimentos y bebidas: Winery, Frappe, Valenti; deportes: Dexter Shop, Mega Sport; electrodomésticos: Frávega, Rodo, Megatone, Garbarino; bazares: OKKO, Luvick, Beck y Martin). En algunos casos su gerenciamiento es experimentado pero su posicionamiento y liderazgo no le han permitido todavía lograr un crecimiento sostenido como en el caso de los grupos internacionales.
- c. Locales minoristas pertenecientes a una franquicia local (Legacy, Kevings-ton, Cheeky, Pinturería del Centro) o internacional (Día, Hertz, Kodak Express, McDonald's, Avis Rent a Car, Best, Futurekids, Wall Street Institute, Microtel Inn y Days Inn, 5 à Sec, Localiza Rent a Car). Este grupo abarca una lista muy amplia de productos y servicios. Su gerenciamiento tiene un background profesional cuando se refiere a franquicias internacionales pero cuenta con menos respaldo en el caso de franquicias locales que representan más del 85% del rubro.

En la actualidad cerca del 12% del negocio minorista en España y el 50% en EEUU corresponde a la modalidad de franquicia con todas las implicancias que tiene en el gerenciamiento del minorista. En la Argentina es sin duda un concepto de negocio en franco desarrollo y crecimiento: entre el 2000 y el 2006 la facturación de las franquicias creció más del 150% y superó el 1,5% del PBI (Asociación Argentina de Franquicias, 2006).

- d. Locales minoristas independientes o grupos de pequeños de locales pertenecientes a un dueño en común. Abarcan todos los rubros minoristas existentes. Tal cual se definió previamente son definidos como el canal tradicional en contrapartida con el primer grupo de esta clasificación al que se define como el canal moderno. Disponen de escaso a nulo nivel de profesionalización en gerenciamiento. Son empresas de tipo familiar con muy alta presencia del dueño en el manejo diario del negocio (almacenes, farmacias, ferreterías, concesionarias de autos, kioscos, pinturerías, boutiques, casas de moda, florerías, verdulerías, casas de lencería, de ropa blanca, de artículos para el hogar, artículos para la oficina, negocios de electrónica, de electricidad, bares, restaurantes, etc.). Si bien la lista y la diversidad de comercios de diferentes dimensiones y estructuras parece interminable, todos entienden cumplir un mismo rol y es el de ser intermediarios entre un fabricante de productos o un prestador de servicios y el usuario o consumidor final.

Es importante tener en cuenta que la existencia y persistencia del canal tradicional no es un fenómeno exclusivamente local. En el mundo hoy siguen existiendo un inmenso número de negocios minoristas tradicionales que al igual que en la Argentina pueden ser negocios independientes o formar pequeñas cadenas locales o regionales.¹ En la Argentina el canal tradicional tiene una gran dimensión. Si tomamos por ejemplo el rubro alimentación, bebidas, limpieza y cosmética que abarca kioscos, almacenes, autoservicios, supermercados, hipermercados, farmacias, perfumerías, verdulerías y carnicerías podemos ver que la cantidad de comercios es superior a las 300.000. De éstos, cerca de 2.000 locales pertenecen a cadenas de grandes grupos de negocios minoristas y el resto a comercios minoristas pequeños y medianos

pertenecientes tanto a responsables independientes como agrupados bajo formatos de centros de compras.

De los datos suministrados por la información de auditoría se puede ver que si bien el grupo de hipermercados y supermercados de cadenas que significaban en volumen de facturación aproximadamente el 11% de la venta de alimentos en el '80, a partir de fines de la década del '90 ha llegado a estabilizarse en un 40%. El resto de los negocios minoristas (autoservicios y tradicionales, 99% de los negocios) todavía significan un 60% de la facturación a nivel nacional (AC Nielsen, 2006).

Este nivel de concentración en grandes negocios minoristas que se da en el rubro alimentos, y que parece relativamente importante no se da en otros rubros donde la dispersión en la venta es mayor ya que no hay grandes cadenas de minoristas que dominen dichos rubros. Tomemos el ejemplo del rubro de proveedores herramientas y artefactos para el hogar donde tienen presencia algunos grandes centros como puede ser EASY (del grupo Cencosud), Sodimac (del grupo Fallabella, de origen chileno). Cuando se analiza a nivel líneas de productos, por ejemplo electricidad o ferretería, la participación de estos grandes negocios minoristas es mínima frente al gran número existente de minoristas pequeños compuestos por casas de iluminación y ferreterías que se encuentran diseminadas a lo largo y ancho del territorio nacional. Lo mismo sucede con otros rubros y sub-rubros que comercializan estas cadenas tales como pinturas, artículos para el hogar, lencería, maderas, aberturas, etc.

Esta categoría de negocios minoristas definidos como tradicionales está muy presente en todo el mundo y en mayor medida en países en vías de desarrollo. Todo esto está obviamente muy relacionado con el desarrollo y la penetración que han tenido los grandes negocios minoristas en cada región y país. En la mayoría de los casos se han caracterizado desde su inicio, por ser negocios de proximidad, de barrio, con bajo nivel de gerenciamiento profesional y con un *ticket* promedio sustancialmente más bajo que el de las cadenas (Goldman, 1974).

Información de la investigación

Como se ha mencionado previamente la esencia de todo este análisis es el hecho de partir de aceptar que existen una serie de claves del gerenciamiento que son aplicadas fundamentales en el comercio minorista moderno, que son tenidas en cuenta principalmente por el grupo de grandes negocios minoristas internacionales y en algunos casos nacionales, pero que están muy poco incorporadas en el manejo del comercio minorista tradicional.

En función de lo mencionado y como base para el análisis del trabajo se realizaron treinta entrevistas a responsables de comercios minoristas tradicionales ubicados en la capital y en distintas ciudades de la Argentina y que abracaban los siguientes rubros: alimentación y limpieza, textiles, deportes, concesionarias de autos, concesionaria de camiones, farmacias, ferreterías, pinturerías, ropa de cama y baño.

Es necesario tener en cuenta que todas las empresas entrevistadas tenían una estructura muy reducida de personal asignada a cada local y en la administración general. La excepción fueron las concesionarias de autos y camiones por la necesidad de incluir toda el área de servicios de los talleres mecánicos. Las conclusiones aquí vertidas fueron en la mayoría comunes a todos los entrevistados.

Las principales conclusiones comunes a todas las entrevistas son:

La estructura de dirección

- Todas las empresas, al ser de tipo familiar, tienen una altísima participación del dueño tanto en la toma de decisiones como en el manejo del día a día. (debemos tener en consideración que con excepción de los grandes grupos internacionales que se han convertido en empresas públicas habiéndose establecido una importante distancia entre el gerenciamiento actual y sus dueños originales, la gran mayoría de las empresas de intermediación minorista se mantienen como de estructura familiar).
- El gerenciamiento y las decisiones de dirección de la compañía están fuertemente concentrados en la figura del dueño (sean empresas unipersonales o con una cantidad determinada de empleados).

La gran mayoría de los dueños son de primera o segunda generación directa.

- Si bien actualmente dirigen el negocio, lo hacen en gran medida en forma intuitiva y se los puede ubicar en la categoría de emprendedores o *self-made managers*, es decir que su conocimiento proviene de su propia práctica y de la experiencia que surge del “hacer, acertar, equivocarse y volver a hacer”. Esto está respaldado por el hecho que casi ninguno tuvo experiencia previa en grandes negocios minoristas y la formación académica es a nivel de terciarios y en algunos casos universitarios.
- Coinciden en que la puesta en marcha del negocio y la elección del rubro en el que actúan, en la mayoría de las situaciones no respondió a un proceso estratégico y planificado sino más bien a una situación coyuntural o circunstancial (tradicción, herencia, forzados por una situación fortuita externa).

Las preocupaciones diarias y la estructura de la organización

- Uno de los motivos principales de preocupación de los comercios minoristas pero que a la vez es la obsesión de muchos ellos, es “la caja diaria”. Los ingresos y egresos de la misma están fuertemente relacionados con el crédito al cliente, los sistemas de cobro (efectivo, tarjeta, fiado) y la frecuencia de los pagos a sus proveedores que suelen ser en algunos casos en forma semanal e incluso a veces no programada. A esto se suma la situación característica de que los pagos se efectúan a lo largo de los cinco días de la semana sin otro criterio más que el de los fondos disponibles y el flujo de caja diaria.
- La inclusión de otros miembros directos o indirectos de la familia en el manejo del día a día del negocio está muy relacionado con la preocupación mencionada en el punto anterior y con la cantidad de horas de funcionamiento del negocio (kioscos abiertos las 24 horas, farmacias con turnos de fin de semana) y/o la cantidad de locales (entre dos y siete). En todos los casos se reparten con ellos los temas que son para ellos importantes en el manejo del negocio: la caja diaria, las compras y la relación con los proveedores, los pagos a los mismos y adicionalmente el control de gastos.

- En los casos en que por un motivo u otro no hay otro miembro de la familia que pueda ser incluido en el día a día, el tema del manejo de la caja parece ser mucho más complejo. Esto se potencia cuando el horario es extendido o son varios locales.
- Salvo en el caso de empleados o supervisores de muchos años de relación y de mucha confianza, existe poco nivel de delegación de todos los temas mencionados.
- Al ser estructuras medianas y chicas carecen de mandos medios y altos. Por lo general en el mejor de los casos en total no hay más de uno o dos escalones de supervisión o gerencia entre el dueño y los empleados.
- Los mandos medios tienen escaso nivel de formación capacitación gerencial. Se han desarrollado en la compañía o tienen experiencia previa en otras empresas de similar tamaño y estructura.
- La mayoría de los entrevistados expresa que le resulta inaccesible la posibilidad de incorporar profesionales con mucha experiencia por los altos valores de remuneración requeridos. No obstante queda sin respuesta el interrogante sobre si el tema se centra en los valores de sueldos de dichos gerentes o en la resistencia de los dueños a incorporar profesionales con otra cultura que puedan generar muchos cambios o conflictos internos.
- Algunos tienen y han tenido experiencias incorporando consultores en diversas especialidades (contabilidad, sistemas, marketing). Sin embargo el proceso de transferencia e incorporación de los conocimientos es lento, limitado y tiende a diluirse al suspender la contratación. Solo suele quedar un efecto residual pero que en la generalidad de los casos no alcanza para producir el cambio cultural o cambios de fondo en el gerenciamiento del negocio.

El negocio del minorista, la marca y el marketing

- La gran mayoría de los negocios entrevistados se describen como intermediarios entre los fabricantes de los productos que comercializan y los usuarios o consumidores finales.
- Por lo general todos los el negocio tienen un nombre que los identifica, pero al hablar de marcas generalmente se refieren a que las marcas son

las de sus proveedores o de los productos que comercializan. Si bien el comercio tiene un nombre (que puede incluso ser el apellido del dueño) no se lo ve ni se le da el tratamiento de una marca. Muy pocos tienen presente el concepto de la importancia de su propia marca y en escasas ocasiones mencionan el hecho de que hacen algo por la construcción y la imagen e identidad de la marca propia.

- Suelen ver al comercio tradicional como muy alineado con los temas de marketing desarrollados por sus empresas proveedoras, es decir alineados con el marketing de las marcas que comercializan y no enfocado en su propio marketing. Como ejemplo vale destacar que es muy común preguntarle al dueño de una concesionaria de autos o camiones cuál es su marca y que en primera instancia mencionen la de la terminal (fabricante de autos o de camiones) que venden y luego profundizando se llegue al nombre de su negocio.

El surtido

- Al analizar el surtido de productos vemos que como primera aproximación al concepto tratan que sea lo más amplio posible como para poder satisfacer todas las necesidades de cualquier cliente que ingrese al negocio.
- La amplitud, variedad y profundidad del surtido son temas que se manejan pero de manera informal y en muchos casos hasta intuitiva. Por lo general no tienen claro el rol y la importancia de la variedad, amplitud o profundidad del surtido dentro del negocio. La determinación del surtido no es un proceso planificado. Tiende a ser el resultado de años de experiencia propia y de un intento de adecuación a lo que le piden los clientes y siempre en base a percepciones propias sobre lo que es “adecuado” para su negocio.
- El surtido tiende a ser muy amplio cuando se trata de rubros como ferretería, pinturería, deportes, ropa de cama y baño, alimentos y limpieza. La tendencia es a tener la mayor cantidad de marcas, tamaños y presentaciones para cada producto.
- El surtido es naturalmente acotado en concesionarios y en los textiles que se limitan a trasladar la oferta disponible de la marca o las marcas que comercializan.

- El surtido tiende a ser variado en algún caso como el de las farmacias donde en los últimos años han incorporado alimentos y artículos de venta por impulso para poder ampliar la facturación del negocio. Esto no es una respuesta estratégica sino más bien la reacción a una necesidad que puede tener que ver con el contexto competitivo.

El servicio

- En lo que respecta al servicio, intentan ser lo más “serviciales” posible pero sin que esto signifique dar o tener un nivel de servicio que esté exactamente de acuerdo con lo requerido por el cliente. “La calidad de servicio” que entregan es el que perciben que deben entregar sin tener ningún estudio o dato a ciencia cierta.
- Cuando atienden el negocio en forma personal sobreabundan en la entrega de servicio sin tener en claro cuánto es lo que reciben a cambio. No se hacen un cuestionamiento interno sobre la calidad ni la cantidad de servicio que brindan. Sólo en el caso puntual de las concesionarias por indicación concreta de las terminales han tenido que implementar un esquema de control calidad del servicio y satisfacción del cliente.
- Los entrevistados creen que su servicio es bueno pero no logran percibir en las características del servicio un factor de diferenciación frente a la competencia salvo por el hecho concreto y puntual de la atención personalizada que realizan en algunos casos.
- Les resulta muy difícil realizar una ecuación costo-beneficio en función de la propuesta de nuevos servicios ya que no pueden y no saben cómo dimensionarlos.

La localización y el layout

- El local, en la gran mayoría de los casos, es “donde están físicamente ubicados hoy” o “donde estuvieron ubicados siempre” y no necesariamente “donde quisieran estar ubicados por ser el lugar más conveniente”.
- Casi en ningún caso se evaluó una relocalización o la posibilidad de mudarse a una mejor ubicación aunque lo considerasen necesario.

- No se cuestionan demasiado por el *layout* interno de local (no entienden con claridad cómo evaluar el tema de circulación interna) aunque desearían tener más espacio simplemente para tener más “amplitud” de modo de poder exponer más cosas y moverse más cómodamente.
- Por otro lado, tienen muy claro que una mayor superficie y una mejor ubicación significan mayores costos de alquiler o mayor inversión inmobiliaria y no tienen modo de cuantificar la relación costo/beneficio del gasto.
- Algo que les preocupa en algunos casos es evaluar la posibilidad de readaptar el local (rediseño interno) para lograr una logística y un *layout* más adecuado o moderno. Pero por lo general no disponen de las herramientas para considerar y analizar el rediseño.
- No existe la inquietud sobre la posibilidad de crear cambios concretos en el diseño interno del negocio de modo de generar espacio que les permita crear un “experiencia” distinta de compra.

Los precios y los costos

- La relación entre el precio al que compran, que es el costo de la mercadería, y el precio al público al que venden es en algunos casos está definido por el margen de venta y en otros el *mark-up* que aplican.
- El precio final de venta en la mayoría de los casos está alineado con el valor sugerido por el fabricante. Sin embargo todos tienen en cuenta, en la definición del precio, un *mark-up* o un margen mínimo y determinado que es lo que se pretende ganar.
- Dentro de cada negocio existen distintos niveles de *mark-up* o margen para cada línea de productos. En el menor de los casos se aplican diferentes *mark-up* y márgenes entre marcas de una misma línea de productos.
- El nivel de *mark-up* o margen está relacionado con el tipo de producto considerando si es perecedero o no perecedero, de baja o alta rotación, de primeras marcas o marcas de precio, etc. y la relación que existe con el proveedor. Generalmente guarda una importante relación con el precio final sugerido por el mismo.

- Los mayores niveles de rotación de algunos productos versus otros son muy comentados en las entrevistas y son tenidos en cuenta al hablar del negocio. Sin embargo, por lo general, no parecen tener una alta correlación directa con los márgenes que se determinan para los distintos productos.
- Sólo en el caso de las concesionarias el precio final está claramente fijado por el proveedor. En los otros casos si bien hay precios sugeridos, finalmente el precio de venta al público lo ajusta el minorista en función algunos factores externos y de lo que finalmente quiere ganar.
- En algunos casos se toma como referencia publicaciones de otros negocios minoristas como para dimensionar la escala de valores entre los que pueden mover los precios. En otros casos simplemente se comparan con negocios vecinos del barrio.

La comunicación y la promoción

- Las actividades promocionales desarrolladas por el propio negocio para generar tráfico o *ticket* son muy escasas. En algunos casos no disponen de herramientas y en otros simplemente no se les ocurre como realizar actividades con costos que estén dentro de su alcance. En la mayoría de los casos no perciben la diferencia entre acciones de promoción dirigidas a genera tráfico y las que le permiten mejorar el *ticket*.
- Las promociones que tienen en consideración son los de los proveedores que en algunos casos los involucran en las mismas.
- Las acciones de comunicación se limitan a la colocación de materiales de merchandising dentro de los locales o cartelería indicativa en vidrieras o en la calle. No existe un criterio para analizar o evaluar la relación entre inversión y retorno en relación con la comunicación.

Sistemas, inventarios, control

- Los que han incorporado tecnología digital lo han hecho principalmente para sistematizar la facturación. En muchos casos llevan una contabilidad básica en forma electrónica.
- Con excepción de las concesionarias no se hace un seguimiento del estado de inventarios en forma ordenada, digitalizada o sistematizada.

Los inventarios son a “ojo” y estimativos. De la misma forma el manejo de los inventarios en los depósitos se realiza en forma bastante precaria.

- La utilización de la tecnología de Internet por ahora se limita a eventualmente tener un sitio en la web.

El marco estratégico. Dirección, estrategia y estructura

Profundizando sobre cómo se maneja el negocio, cómo se elabora la estrategia, cómo se desarrolla el gerenciamiento y los recursos humanos vemos que:

- En todos los casos se hace un seguimiento casi diario de las ventas que permite hacer un análisis y comparar versus un objetivo de resultado que por lo general es mensual.
- El objetivo está muy vinculado con un nivel de facturación necesario para que, partiendo de la aplicación de un *mark-up* o un margen promedio a los productos o servicios comercializados les permite cubrir gastos fijos de funcionamiento mensual y obtener una utilidad mínima predefinida (una ganancia).
- Por lo general los inventarios, el estado de la cuenta de resultados y el nivel de caja son tres temas que parecen tener presente, “in mente”, aunque no figuren en ninguna planilla de cálculo. Desde este punto de vista se suelen manejar con códigos internos y personales que les permiten tener una percepción sobre el estado de los inventarios (altos, normales o bajos), el avance de los resultados mensuales (este es un buen, mal o normal mes) y la evolución de la caja (viene bien, está ajustada).
- Al intentar profundizar sobre temas como por ejemplo quién es el cliente *target*, reconocen que con algún esfuerzo pueden categorizar uno o dos segmentos pero no más. De cualquier forma es poco o nada lo que hacen para atender cada grupo en forma diferencial.
- No realizan estudios de mercado relacionados con sus clientes reales y potenciales. Los conocen personalmente pero tienden a tratarlos todos por igual o lo mejor posible.
- La aparición de nuevos canales, la reconversión de otros y la ampliación de los surtidos a través de la incorporación de una mayor variedad de productos y servicios (algunos de ellos que incluso antes no comercia-

lizaban) está contribuyendo a desdibujar los límites y la definición del rol de cada uno de los canales comerciales y esto se traduce en la sensación que todos compiten con ellos y ellos compiten con todos. Al analizar quién es la competencia, todos los comercios minoristas del rubro que están en las cercanías parecen serlo. Cuál es la distancia mínima o máxima para que otro minorista del rubro sea su competidor es imposible de ser determinado.

- No existe una clara diferenciación sobre contra quienes compiten y por qué. Todos son competencia y para todos se aplican las mismas herramientas competitivas. No existe ningún análisis estratégico sobre cómo enfrentar a cada uno de los competidores.
- Al mencionar los conceptos “ventaja competitiva” y “posicionamiento de negocio” no hay respuesta al tema. En la mayoría de los casos no creen tener posibilidad de construir una ventaja competitiva con las herramientas que disponen en el momento. Simplemente aceptan que “están” en el mercado, que compiten como pueden y con lo que pueden sin ninguna planificación estratégica formal.
- Salvo excepciones no existe un proceso de planeamiento estratégico o una planificación comercial o incluso una estrategia de negocios que haya sido formalmente elaborada y estructurada y que sea la guía del accionar diario del comercio minorista.
- Al profundizar con cada uno de los entrevistados el análisis de cómo lleva adelante su negocio se logra percibir un fondo estratégico en el accionar de los mismos. Un accionar estratégico, posiblemente intuitivo, resultado de la experiencia pero que en muchos casos parece tener sentido y ser coherente e incluso consistente. Si bien utilizan en forma rudimentaria muchas de las técnicas y variables del marketing del negocio minorista no están muy desenfocados con relación al camino a seguir.
- Finalmente de todas las entrevistas se desprende que los minoristas tradicionales entrevistados tienen la necesidad, aunque no ven con claridad la oportunidad de incorporar conceptos de gerenciamiento moderno del negocio minorista que les permita ser más competitivos en su negocio y poder elaborar un proceso sostenido de crecimiento y desarrollo.

En síntesis podemos decir que:

- Los responsables o dueños de estos negocios por lo general tienden a visualizarse a sí mismos como intermediarios en la cadena comercial antes que como dueños de una empresa que está en condiciones de aplicar las mismas herramientas de gerenciamiento que utilizan las grandes compañías manufactureras o de servicio de consumo masivo.
- En muchos casos no tienen en cuenta todas las técnicas modernas del negocio minorista, primariamente por falta de conocimiento y en todos los casos por considerar que tienen falta de recursos.
- Sin ninguna duda es necesario que estos negocios de intermediación minorista comiencen a aplicar, a partir de su adecuación al negocio y a su dimensión competitiva, las herramientas modernas de dirección con el fin de lograr mejorar su funcionamiento y alcanzar el máximo desarrollo de toda su capacidad competitiva.
- Muchas de estas empresas han experimentado un importante crecimiento en los últimos años, lo que plantea un enorme espacio para el desarrollo de sus negocios a partir de un mayor avance en la profesionalización de los mismos. Esto implica la necesidad de trabajar en distintas áreas tales como administración, tecnología, gestión de los recursos humanos y gestión comercial.

Oportunidades para el negocio tradicional

La inmediata consecuencia de los cambios antes mencionados es un incremento adicional en la competitividad entre negocios minoristas a la vez que se crea un nuevo marco contextual entre los mismos. Hoy un comercio de venta de electrodomésticos compite con hipermercado Jumbo, un kiosco compite con una cadena como Farmacity, una tienda de ropa blanca compite con un gran negocio minorista como Easy. Vemos entonces que es necesario tener en cuenta que:

- El entorno está cambiando a una velocidad sin precedentes obligando a repensar los canales comerciales a fin de ser eficiente y efectivo.

- La presión sobre el objetivo crecimiento va a presionar sobre el negocio y el mix de productos y sobre las variables de marketing de cada uno de los comercios minoristas.
- La productividad de “la góndola” debe tener el máximo de la atención de todas las acciones al canal
- El consumidor elige permanentemente y por ello, se debe replantear permanentemente el marco de acción en el que se compete
- El consumidor, cada vez menos fiel, busca la alternativa que maximice el valor percibido
- Es necesario formar alianzas entre productor/ distribuidor a fin de mejorar el intercambio
- La marca del negocio minorista: por un lado representan valores pero por otro debe luchar para mantenerse su ventaja competitiva.
- En un mundo cada vez más complejo es necesario replantearse permanentemente el formato del canal de distribución a fin de ser eficiente y efectivo.
- Es necesario entender los factores relevantes para el éxito de un negocio minorista, al desaparecer las diferencias entre los canales comerciales
- El diseño de canales de distribución se apoya en herramientas de marketing y ventas pero todavía requiere un gran porcentaje de experiencia, intuición y sentido común.

Frente a todo esto vemos que algunos negocios minoristas están cambiando y por lo tanto se podría hacer las siguientes preguntas: ¿Qué puede hacer el comercio minorista tradicional para mantener su capacidad competitiva? ¿Cuáles son las herramientas comerciales más adecuadas? ¿Cuáles son útiles para generar tráfico hacia el negocio? ¿Cuáles le permiten incrementar el valor del *ticket* dentro del negocio?

Sin ninguna duda el negocio minorista tradicional está en condiciones de poner en marcha un proceso de cambio incorporando experiencias y nuevas técnicas similares a las utilizadas por los detallistas más grandes y adecuadas a su modelo de negocio. Para ello el minorista debe:

- entender las habilidades y competencias necesarias para una adecuada gestión de su negocio de venta al detalle,

- incorporar conocimientos y aplicar estrategias orientadas a mejorar el funcionamiento de su empresa de negocio minorista,
- incrementar la productividad y eficiencia en el uso de los recursos (humanos y materiales) que disponga,
- emplear herramientas que permitan maximizar el resultado económico de una tienda.

Pautas de negocio minorista a ser tenidas en cuenta

Cualquier negocio minorista tradicional está en condiciones de iniciar y desarrollar una serie amplia de actividades comerciales utilizando las cuatro pautas del marketing que, aunque básicas, siguen estando vigentes (local y localización, producto y surtido, precio y valor, promoción y comunicación). Debe lograr un posicionamiento diferenciado, dinámico y reconocido que le permita construir una ventaja competitiva y sustentable en el tiempo. A partir de ello debe hacer su enfoque estratégico utilizando los recursos propios del negocio y aplicando las diversas formas de ganar en negocio minorista (D'Andrea, Ring y Tigert, 2004).

El gerenciamiento del negocio minorista necesita definir una estrategia de negocios y comercial, adecuar la estructura y fijar las pautas generales mínimas necesarias para el correcto funcionamiento de cada una de las áreas que se definan como claves para el desarrollo del negocio minorista. Por lo general estos requisitos son muy similares y no distan mucho de las utilizadas por las empresas manufactureras y de servicios y abarcan las siguientes áreas: administración, sistemas, finanzas, logística, recursos humanos, compras, ventas.

El negocio minorista a diferencia de la empresa manufacturera o de servicios parece no necesitar dentro de su estrategia contemplar el desarrollo de nuevos productos o servicios, pero sin embargo requiere una constante revisión y adecuación del servicio que presta en el marco de su contexto competitivo.

Desde el punto de vista de gestión del negocio, parece muy necesaria como mínimo la incorporación de sistemas de información que permitan el

seguimiento de la administración, la contabilidad, los flujos financieros, el control de inventarios.

La logística también es un tema central en el manejo del negocio minorista a partir de la importancia que tienen los inventarios en la gestión del negocio: abastecimiento, reabastecimiento, stocks, mermas y productos obsoletos.

El manejo de los recursos humanos es quizás tanto o más importante que los temas mencionados previamente partiendo de una primer premisa fundamental: el negocio minorista es “servicio de ventas” y “ventas es principalmente servicio”. Así como en su oportunidad Philip Kotler definió las “4 P” del marketing táctico, de la misma forma definió las “4 P” de servicios y entre ellas destacó la importancia de la “P de *people*”. La gente cumple un rol fundamental en las empresas de servicios y el negocio minorista es sin ninguna duda una empresa de servicios.

En síntesis para poder lograr la ventaja competitiva el negocio minorista tiene que considerar las cuatro variables del marketing táctico, la P de servicios (la gente), los sistemas (la incorporación de la tecnología), la logística (movimiento de mercadería y manejo de los inventarios) y finalmente la relación con sus proveedores (D’Andrea, Ring y Tigert, 2004).

Una vez definido el posicionamiento y los factores estratégicos para la construcción y el sostenimiento de una ventaja competitiva surgen dos claves centrales en la operación del negocio minorista, quizás muy obvias, pero que implican distintas técnicas y acciones de marketing táctico para movilizar el negocio: generar tráfico hacia el negocio, y generar o incrementar el valor del ticket dentro del negocio.

Otros puntos a tener en cuenta para la gestión del negocio son:

- el manejo de los stocks para evitar tanto la rotura de de los mismos como la existencia de importantes excedentes que por lo general son una carga costosa en muchos negocios,
- la logística de reabastecimiento muy vinculada al punto anterior pero que además en el caso de las cadenas de locales puede significar un costo importante para la gestión de los mismos
- el desarrollo de una clara ventaja competitiva dentro del rubro, zona o barrio en el que se ubica o segmento al que se dirige de manera de

lograr un factor diferencial que maximice la ecuación “Valor = Beneficio – Costo” a favor de la propuesta de su negocio

- el buen manejo de las marcas y en este caso debemos separar entre el rol de la marca del minorista (local o cadena), la política de marcas que se maneja en el negocio y la marca propia (en el caso que comercialice productos de marca propia)
- la política de precios, descuentos, promociones de precio, ofertas tanto en contextos expansivos como recesivos
- el surtido de productos, la variedad, amplitud y profundidad de la oferta
- los servicios anexos y la percepción del valor de los mismos de parte de usuarios y consumidores
- el diseño exterior y el *layout* interior del local, la iluminación, los espacios
- la gente, el personal, los momentos de contacto y su relación con los clientes
- la utilización de la tecnología y en particular el rol de Internet como factor de comunicación.

Los temas parecen ser muchos y muy complejos para iniciarlos y ponerlos en marcha a todos juntos al mismo tiempo. Para ellos es necesario en una primera instancia aceptar la necesidad y la oportunidad de iniciar un cambio estructural, posiblemente cultural y una adecuación del modelo mental requerido para el manejo del negocio. Comenzar por aceptar algunos de los temas, tener en cuenta algunas de las claves, incorporar algunas de las herramientas. Finalmente se deberá tener en consideración el hecho que a partir del cambio se puede lograr una mayor capacidad competitiva en este nuevo contexto y para el futuro.

Recomendaciones para el canal tradicional

A continuación desarrollaré algunos puntos fundamentales para el desarrollo y la gestión del canal tradicional.

a. Elaborar un camino estratégico

Las empresas minoristas compiten a través de sus productos o servicios para brindar el mejor valor posible a los consumidores que eligen atender (son sus segmentos claves). La estrategia es el proceso que deben recorrer los minoristas para construir o reforzar las capacidades que les permitan ofrecer valor superior a sus clientes mejor que la competencia. La pregunta es ¿cómo formular estrategias que generen ventajas significativas para ofrecer mejor valor a los clientes en mercados globalizados, recesivos e hiper-competitivos? La construcción una ventaja competitiva es un proceso que se apoya en una acertada formulación de las variables y que orienta el desarrollo organizacional requerido. Involucra a toda la organización y debe estar ligada a la cultura del negocio minorista. Debe ser un procedimiento que genere consenso en el grupo respecto de la visión del futuro de la organización, sus objetivos y los procesos de mejora necesarios. Debe ser un proceso integrador de los distintos componentes funcionales alrededor de la estrategia que se formule conjuntamente. Comienza por encontrar y definir el valor que se entregará al mercado mejor que el de sus competidores. Requiere de un conocimiento realista de la empresa y del mercado, de las necesidades de los clientes, sobre las actividades que realizan los comercios competidores y del contexto en el cual se desarrollan. Esta definición del valor que el minorista generará para el mercado se apoya en la comprensión de todos los elementos que la componen. Cuanto mayor sea este conocimiento, más fácil le resultará al comercio definir una posición ventajosa y, en consecuencia, percibir y transmitir dentro del negocio los ajustes necesarios para mantenerse vigente frente a los cambios del mercado. Requiere de una visión realista del entorno. En este entorno cambiante no hay que perder de vista que la estrategia debe ser un proceso evolutivo, debe adaptarse para cumplir sus objetivos en un entorno cambiante.

b. Resolver los dilemas de la selección del posicionamiento estratégico

1. Ejecución efectiva vs. Crecimiento: cuanta más gente, más difícil es mantener la visión y la cultura empresarial, los estándares de calidad, la buena selección, entrenamiento, orientación y educación de los empleados

y la buena y eficiente comunicación. Hemos mencionado las claves del marketing de servicios y entre ellas el lugar crucial que tiene la gente. El crecimiento del negocio minorista muchas veces está ligado a la expansión a través de mayor cantidad de locales. Los locales requieren de recursos humanos y los buenos recursos humanos no son algo que sea fácil de duplicar como sería el simple caso de ampliar la producción a través de la incorporación de una nueva línea de fabricación.

2. Servicio valioso vs. Política de precios bajos: Precio y valor no es lo mismo. Valor es la experiencia de usar el servicio mientras que el precio es el costo del mismo. Los costos se mejoran, mejorando el servicio y no recortándolo. Los ahorros deben considerar el cliente y no bajando la calidad. La productividad del servicio es la clave en negocio minorista y para ello tengamos en cuenta la importancia de otra de las variables del marketing de servicios que son los procesos. La intangibilidad, la imposibilidad de generar un stock y la inseparabilidad entre el proceso de producción y venta de los servicios hace que los procesos sean una clave para la mejora de la productividad del negocio minorista.
3. Mantener el espíritu emprendedor que fue la clave movilizadora del proyecto minorista. Tener en cuenta los problemas de crecimiento: tamaño, complejidad, comunicaciones. Mantener la inspiración inicial para ajustar constantemente y todas las veces que sea necesario el rumbo del negocio. Las empresa minoristas, casi todas de origen familiar, enfrentan el proceso de crecimiento y ciclo de vida del negocio como un dilema a veces difícil de resolver. Para lidiar con este dilema, en lugar de manejar el negocio minorista de manera integral, se lo debe analizar en función de grupos de productos (categorías) que son revisadas como si fuesen una unidad estratégica de negocios. Un almacén puede dividir su negocio entre productos frescos y perecederos versus secos y/o bebidas. Una farmacia puede dividir su negocio entre productos recetados, de venta libre y perfumería. Una ferretería puede separar entre plomería, electricidad y albañilería. Esto requiere de una constante revisión de clientes, surtido, *layout* de negocio y ofertas promocionales para optimizar el manejo del negocio.

También se puede utilizar una serie de herramientas de decisión comercial para alcanzar las metas que se hayan fijado a través de la combinación de las mismas. Muchos autores han evolucionado la denominación de las “4 P” a criterios como Producto-Servicio, Publicidad-Comunicación-Impulsión, Plaza-Logística, Precio-Valor. Según el criterio moderno existen otras variables que también marcan la actividad del marketing dentro de la empresa y algunos las definen como estratégicas: segmentación, diferenciación, investigación, posicionamiento. Finalmente pensemos en un momento hasta qué punto puede variar la fijación del precio de un producto, si no se tienen en consideración los estudios y análisis de la competencia, el tipo de mercado existente e incluso el mismo entorno socioeconómico. El éxito de una empresa vendrá dado por el conocimiento y análisis de los diferentes elementos del marketing que inciden en su actividad, y que a través de la puesta en marcha del plan de marketing alcanzarán los objetivos marcados (Muñiz, 2006).

c. Recursos Humanos y Comunicaciones

Los cuatro criterios del marketing de servicios son el entorno, el proceso, la presentación y las personas (empleados y clientes).

Sobre estos últimos, es necesario hacer hincapié en y señalar un par de consideraciones claves para el éxito:

1. Desarrollar una cultura centrada en crear valor superior al cliente y que oriente la estrategia y la ejecución diaria. Todos comparten la experiencia del cliente y las decisiones tienen en cuenta esta información.
2. Ser innovador pero sobre la base de escuchar al cliente captando sus deseos incumplidos.
3. Tener un concepto de pequeña dimensión que permita manejar cada interacción como única, gestionando una relación y resolviendo en lo posible en forma inmediata los temas.
4. Incluir a toda la gente (cliente interno) en la compañía, permitiéndole aportar, consensuando estándares y estimulando y premiando la participación.

Si la gente es importante en el negocio minorista, la comunicación interna cumple un rol trascendental y las mayores crisis de crecimiento se dan por falencias relacionadas con este tema.

Adicionalmente es necesario tener en cuenta que por lo general en un negocio de negocio minorista la principal vía de crecimiento se da a partir de la apertura de nuevos locales. Esto trae aparejado la necesidad de incorporar más empleados y asegurarse una optima comunicación tanto de la cultura como de los procesos.

d. La logística

Para tener competitividad un negocio minorista debe tener un muy buen control de su proceso logístico. Hoy el gerenciamiento de *supply-chain* permite revisar y analizar todo el proceso de abastecimiento de cualquier negocio minorista, desde el ingreso de mercadería hasta la reposición de la misma en la góndola. Este tema está fuertemente relacionado con el manejo de los inventarios. La competitividad del negocio minorista no pasa por tener inventarios en su depósito sino por tener la cantidad de mercadería justa y necesaria. Un exceso implica costos adicionales y un faltante significa pérdidas en ventas. La carga y descarga de mercadería, la reposición en góndolas, la optimización de los espacios en depósitos son temas de mucha importancia. El control de los inventarios, la rotación de la mercadería, los stocks inmovilizados inciden fuertemente en los resultados del negocio minorista.

e. El control de la gestión

Controlar la gestión del día a día mas allá de los resultados contables y de la situación de la caja se convierte en un factor clave para la salud del negocio minorista. Los indicadores tradicionales de ventas, márgenes y gastos dan lugar a otros que sin ser más sofisticados permiten una mejor lectura sobre la evolución del negocio. A partir de ello se analiza la rentabilidad con distintos indicadores según el tipo de negocio, la vitalidad y riqueza de la clientela que tiene en cuenta cantidad, gastos y cercanía, la dinámica que considera conversión y circulación y el profesionalismo

del punto de venta. Ya sobre la base de una información más elaborada y que pueda ser comparada entre distintos negocios y con indicadores estándar se puede revisar la contribución por metro cuadrado y por niveles de inventario, la rotación y el retorno de los activos y la contribución marginal, operativa y final.

Conclusión

El negocio tradicional debe avanzar en un proceso de profesionalización que le permita lograr una gestión más competitiva. Una adecuación y buena aplicación de las herramientas del marketing y del gerenciamiento del negocio minorista le permitirán crear su propio plan de acción, administrar con éxito no sólo las distintas experiencias del cliente con una mezcla apropiada para su negocio y segmento, sino también lograr un posicionamiento y una diferenciación que pueda ser percibida por el cliente y que determine su lealtad y fidelidad.

Finalmente podemos poner en consideración pasos necesarios que puede seguir un negocio tradicional para poder elaborar una estrategia de negocio minorista:

1. Crear un concepto diferenciador y si es posible desafiante del negocio minorista, aplicando las variables de marketing y los conceptos vertidos en los párrafos previos de modo de lograr que la propuesta permita una clara diferenciación con relación a la competencia.
2. Desarrollar una propuesta que de un modo u otro tenga en cuenta a los clientes. Desde este punto de vista es necesario identificarlos, clasificarlos, conocerlos en lo relacionado a sus expectativas y necesidades para satisfacerlos y ganar su confianza.
3. En la gestión del cliente se debe tener en cuenta el ciclo de vida del mismo, sus experiencias y el manejo de sus tiempos.
4. Manejar el surtido adecuado para el negocio en lo referente a variedad, amplitud y profundidad. Encuadrar y manejar el surtido con un concepto de unidad de negocio.

5. Tener un manejo de comunicación interna y externa que se adecue a cada tipo de cliente para poder consolidar internamente la cultura y generar el tráfico y *ticket* necesario para el negocio
6. Profesionalizar la gestión de gerenciamiento y desde ese punto de vista tener velocidad pero con dirección, reinventarse cada día, identificar los puntos críticos y solucionarlos estratégicamente con un plan y aplicar inteligencia competitiva
7. Diseñar e implementar un efectivo plan de fidelización del cliente.

Una vez definida y puesta en marcha esta estrategia es necesario aplicar en forma constante un concepto clave, al que definimos como “YQ+” y que simplemente significa: ¿Qué más puedo hacer cada día para mejorar la gestión del negocio?

Como se ha visto hasta aquí, existe una significativa distancia entre las características y conceptos que giran alrededor del gerenciamiento moderno del negocio minorista y la dirección del comercio minorista tradicional. Para que el negocio minorista tradicional pueda mejorar su capacidad competitiva frente al avance del canal moderno se deberá profundizar en cada uno de los puntos mencionados. En particular será necesario estudiar y analizar los caminos posibles para facilitar la paulatina incorporación y aplicación de los conceptos del gerenciamiento del negocio minorista al campo del negocio minorista tradicional.

NOTAS

- 1 De por sí este segmento mantiene una fuerte presencia en muchos países de la Comunidad Europea. Para darnos una dimensión de la importancia del canal tradicional podemos tomar por ejemplo el análisis de España, con una cantidad superior a los 550.000 negocios minoristas, de los cuales más del 98% tienen menos de diez empleados, cerca de 303.000 pertenecen a empresarios autónomos y 237.000 tienen entre uno y diez empleados. En total ocupan casi el 10% de la mano de obra (Instituto Nacional de Estadísticas de España, 2005).

REFERENCIAS

Personas y/o empresas entrevistadas

- Concesionarias de autos (3): Igarreta, R. Igarreta (socio). Tito González, F. González (socio). Puesto Salta.
- Concesionarias camiones (1): Aurelia, C. Bonamico (dueño)
- Farmacias (2): Bruno, A. Bruno (socio). Firpo, encargado del local
- Servicios agroindustriales (1): Ruiz Guiñazu, A. Ruiz Guiñazu (socio)
- Textiles (3): Davor, J. Valencic (dueño). Fritz, A. Welleschic (socia). Legacy, Gerente local
- Deportivos (1): Scandinavian, Angel (Propietario)
- Ferreterías (2): La Bulonera, G. Molinari (socia). Del sur, Gerente
- Ropa blanca (1): Levy, A. Levy (socia)
- Pinturerías(1): PFD, gerente
- Almacenes (16): Aquino, Mario Salvador; Oszust, María Ether; Risi, Francisco; Roma, Evangelina Margarita; De Paola, Diego; Decanio, Mónica; Creavtin, Elsa Noemí; Guerrero, María Elena; Pacelli, Pietro; Peres, María Cristina; Sambade, Marta; Cara, Antonia Silvia; Antezana Céspedes, Ramiro; Provisión Plaza Roma S.R.L.; Valdivia Camacho Juan; Elgadban, María Verónica.

BIBLIOGRAFÍA

- Asociación Argentina de Franquicias, 2006, "Estudio del mercado de franquicias en Argentina", Abril, disponible en http://www.emprendedoresnews.com/notaR/estudio_del_mercado_de_las_franquicias_en_argentina___2006-1224-2.html
- AC Nielsen, 1997, "Administración de categorías", Impresos publicitarios.

- AC Nielsen, 2006, "Tendencias en LATAM", Impresos publicitarios.
- Berry, L., y Wilson, I., 1977, "Retailing: the next ten years", *Journal of Retailing*, Volume 53, N°3
- Business Week, 2004, "Toys 'R' Us: Beaten at Its Own Game" March 29th, en www.businessweek.com/magazine/content/04_13/b3876105_mz017.htm
- Cravens D. y Piercy N., 2007, *Marketing Estratégico*, McGraw Hill.
- D'Andrea G., Ring L., Lopez Aleman B., 2006, "Why small retailers endure in Latin America", en *International Journal of Retail & Distribution Management*, Vol.34, 9:661-673.
- D'Andrea, Guillermo, Ring, L. y Tigert, Douglas J., 2004, *Retail Management*, Buenos Aires: Ed. Temas.
- Díaz Morales, Antonio, 2000, *Gestión por categorías y trade marketing*, Prentice Hall.
- Falcioni N., "Autoservicios, más vale prevenir", en <http://www.nicolafalcioni.com.ar/index.html>
- Ferrell O.C., Hartline M., 2006, *Estrategia de Marketing*, Ed. Thompson, 3° ed.
- Goldman, A., 1974, "Growth of large food stores in developing countries", *Journal of Retailing*, Volume 50, N°2
- Instituto Nacional de Estadísticas de España, 2005, "Directorio Central de Empresas", CNAE52 (Rubro: Comercio al por menor, excepto el comercio de vehículos de motor, motocicletas y ciclomotores; reparación de efectos personales y enseres domésticos)
- Fortune Magazine, 2008, "Global 500: Our annual ranking of the world's largest corporations", en http://money.cnn.com/magazines/fortune/global500/2008/full_list/
- Fossati, Guillermina, 2006, "Retail 2007 ¿Qué se va a servir?", Infobrand Digital. Revista de Marketing, Branding y Comunicación, obtenido el 12/11/08 de <http://www.infobrand.com.ar/notas/7941-Retail-2007-%BFQu%E9-se-va-a-servir%3F>
- Jackson S. E., 2008, "Making growth make sense for retail and franchise businesses", *The Journal of Business Strategy*, Vol. 29:3, Boston.
- Muñiz Raúl, 2006, *Marketing en el siglo XXI*, Madrid: Centro de Estudios Financieros, en www.marketing-xxi.com/marketing-mix-9.htm
- Morrison K., 2006, "Note on retail formats", Richard Ivey School of Business.
- National Retail Federation, 2007, *Stores Magazine* accessible en www.stores.org
- New Zealand Retailers Association, 2008, "Top ten retail trends", en <http://www.retail.org.nz/top10retailtrends.html>
- Paz, Hugo Rodolfo, 2000, *Canales de distribución: estrategia y logística comercial* (2a. ed.), Buenos Aires: Ugerman Editor.

- Pearce Michael, 2005, "Note on Retail Marketing Research", Richard Ivey School of Business, University of Western Ontario (UWO).
- Pearce M., 2006, "Note on Retail Assortment", Richard Ivey School of Business, (UWO).
- Pearce M., 2004, "Note on Retail Shopping Experience", Richard Ivey School of Business, (UWO).
- Pearce M., 2005, "Note on Retail Value and Price", Richard Ivey School of Business, (UWO).
- Pelton L., Strutton D. y Lumpkin J., 1999, *Canales de Marketing y Distribución Comercial*, Ed. Mc Graw-Hill.
- Peris S., Parra Guerrero F., Lhermie C. y Romero M., 1999, *Distribución Comercial*, 2ª edición, Madrid: Ed. ESIC.
- Peris S., y otros, 2006, *Distribución Comercial*, Madrid: Ed. Esic (5ª edición).
- Rico R., Doria E., 2003, *Retail Marketing*, Ed. Prentice Hall.
- Santesmases, Mestre M., y otros, 2004, *Marketing: conceptos y estrategia*, Ed. Pirámide.
- The Nielsen Company, 2008, "Evolución del mercado de retail en Chile", en <http://cl.nielsen.com/news/documents/Cambiosenelmercadochileno2008w.pdf>
- Weekender, 2007, "Getting the edge in professional selling", June 8th.

LA VISIÓN INTEGRAL DEL MARKETING COMO MODELO GENERADOR DE VALOR EN LOS AGRO-NEGOCIOS*

*Ricardo D. Bindi***

Resumen: Planteo la necesidad de crear mayor valor agregado en la exportación de las producciones agrícolas ganaderas mediante la aplicación de un modelo de visión integral del marketing (VIM) basado en los conceptos de cadena agroalimentaria, diferenciación de producto, producto imaginario, marca y alineación organizacional.

1. El marco de los agro-negocios y el marketing

El concepto de empresas agroalimentarias busca cubrir un espacio de identificación e integración desde el sector primario de la producción (a campo), pasando por los procesos industriales, el marketing, los canales comerciales y la utilización de los productos por parte de los consumidores. La nueva visión integra los clásicos sectores productivos (primarios, secundarios o industriales y comerciales) y un cuarto protagonista que es el consumidor: la producción de alimentos que en un principio era responsabilidad de los agricultores pasa a ser en gran parte función de las industrias transformadoras en una primera fase y en una segunda fase también de las empresas de distribución, quedando la agricultura casi relegada al suministro de materias primas.

Esta visión es resumida en los siguientes párrafos: “Una definición clásica de agro-negocios dice que es la serie de operaciones que se inician en la

* Versión abreviada de la tesis doctoral “La visión integral del marketing como modelo generador de valor en los agro-negocios” (2007).

** Doctor en Administración de Negocios (ESEADE). Master en Marketing (UB). Ing. en Producción Agropecuaria (UCA). Director, Maestría en Administración de Negocios, ESEADE.

investigación y desarrollo, atraviesan el agro, la industria, el comercio y demás servicios anexos para atender las demandas de los consumidores. Hoy en día, como consecuencia de los cambios de hábitos del consumidor, los productos de la industria agroalimentaria son el resultado de procesos cada vez más sofisticados y complejos, ya que no sólo deben satisfacer una necesidad primaria como es el hambre, sino que esto va unido a requerimientos de tipo estético, de cuidado de la salud y el medio ambiente. Este proceso ha implicado mayores transformaciones, con más insumos y servicios, lo que ha aumentado el valor agregado de la cadena agroalimentaria” (AACREA, 2005:13); “La economía agraria ha evolucionado ya hace bastantes años en el sentido de ampliar el campo de estudio. Esta ampliación se produce por una parte de una forma horizontal estudiando además de la agricultura los demás elementos y problemática de la sociedad rural, creándose una disciplina que puede denominarse “economía rural” o “economía del desarrollo rural”. Por otra parte se amplía de una forma vertical estudiando la agricultura en el marco de las actividades que llevan los productos agrarios hasta el consumidor, creándose otra disciplina que puede denominarse “economía agroalimentaria” o “economía del sistema agroalimentario”. Ambas disciplinas pueden considerarse como ramas de la economía agraria pero pueden llegar a considerarse como disciplinas con personalidad propia” (Caldentey, 1998:38).

En este trabajo sostenemos que existe la posibilidad de desarrollar una visión más enfocada en las variables del negocio agropecuario y de trabajar a partir de procesos y sistemas que, sobre la base de un modelo de marketing con una orientación a lo agroalimentario, permita “potenciar el producto / servicio” a través del alineamiento conceptual de los miembros de la empresa. Planteamos la hipótesis de que existe la oportunidad de crear valor empresario a partir del desarrollo de un pensamiento basado en generar “valor simbólico” sobre los productos de la cadena agroalimentaria, utilizando el concepto de “producto imaginario” (en adelante, Pi) y a través de un modelo que alinea a las personas, aplicando una serie de herramientas actuales e innovadoras proporcionadas por el marketing.

Visión de cadenas

Tradicionalmente se usaban dos formas de identificar la procedencia de los agro-productos, una se centraba en el producto final y otra en el origen del alimento (denominación “desde el campo”). Esta división se hacía más marcada cuando se refería a la etapa primaria como sector agropecuario, a la intermedia de procesamiento como sectores industriales de la alimentación, para luego sumarse otros servicios intermedios como logística, financiamiento, etc. Finalmente se hablaba de la fase comercial (mayoristas, minoristas, supermercadistas, canales alternativos, etc). La cadena agroalimentaria resulta ser una forma de establecer una estrecha e integradora relación entre todas las partes que intervienen en los procesos. Una visión completa de cadena incluye: forestal-maderero, cuero-curtiembre-zapatos, la lana-sweater, el algodón-hilandería, entre otros sectores.

Podemos destacar productos en alto crecimiento como lo es la cadena oleaginosa, que adquiere cada vez mayor importancia, y dentro de éste, la soja, en especial por su gran crecimiento a lo largo de los últimos diez años. Nos preguntamos: ¿podríamos crear valor simbólico en botellas de 350 cm³ de aceite de soja con mayor cantidad de Omega 3 y 5 y de Vitamina E, por dar un ejemplo sencillo? ¿Sería un desafío empresario aplicar creatividad e innovación intensiva que nos lleve a manejar “experiencias agroalimentarias” (para usar la expresión de Schmitt, 1999) en clientes franceses que se deleiten con el “natural sabor y el contenido nutritivo” de un aceite potenciado de Soja Pampeana? Cuando se hacen investigaciones acerca del *top of mind* de la Argentina en el mundo, uno de los primeros productos que surgen es la carne. Existe un concepto especial y una alta valoración perceptual respecto al sabor de este agro-alimento.

Es interesante detenernos en el enfoque actual que se da a los conceptos de agro-negocios y cadenas: “El análisis convencional pretendía a través de una visión fragmentada y centrada en los sectores horizontales, entender el mundo de los negocios agrícolas y su contexto. Esta visión solía hablar, por ejemplo, de la producción agraria como un fenómeno que nace y muere en el establecimiento rural”. “Desde este punto de vista el concepto de agro-

negocios constituye una ruptura radical con el análisis convencional. Y el concepto de cadena de valor es, quizás, el mayor aporte al conocimiento realizado por el desarrollo de los agro-negocios, demostrando a la vez su importancia para la economía de los países productores de materias primas. El concepto de cadena apunta a abarcar la totalidad de las relaciones existentes entre las distintas partes que conforman un todo dirigidos a satisfacer las necesidades del cliente” (Alvarado Ledesma, 2004:43).

Nos encontramos ante un escenario de creciente posicionamiento del país como “generador de alimentos para el mundo”. Según la Asociación Argentina de Consorcios Regionales de Experimentación Agrícola (AACREA, 2005:3), “la Argentina tiene por delante una extraordinaria oportunidad para fortalecer su competitividad internacional y su inserción en la economía mundial, a través de una profundización de su especialización productiva en la cadena agroalimentaria que la ubica ya en primera línea entre los grandes países de alimentos. La producción se obtiene de la explotación de 36 millones de hectáreas entre cultivos anuales, perennes y bosques implantados”. Esto le da soporte a nuestra línea de investigación respecto a esta identidad de “especialista productivo de la cadena agroalimentaria” que nuestro país debe perfeccionar y que llegaría a potenciarse en mayor medida, según nuestra hipótesis, si estos “productos” pueden cubrir las “experiencias” y “sueños”¹ tanto del mercado local como de los internacionales (...) “El sistema agroalimentario argentino tiene una importancia económica y social fundamental. Primero porque es productor de alimentos para la población. Segundo porque es la base sobre la que se estructura gran parte del espacio geográfico y la ocupación del territorio con una población rural de 4 millones de personas. Tercero porque es el mayor empleador del país, con un 35% de la Población Económicamente Activa, trabajando de modo directo o indirecto en él. Cuarto, porque es la vía principal de ingresos de divisas, participando con más del 50% en las exportaciones. Quinto, es eje articulador de las economías regionales”.

Los cinco puntos analizados por AACREA detallan el marco total en el que se encuadran los agro-negocios, saliendo de la vieja lógica de ver separados a los sectores como: agropecuario, industrial, comercial, exportador

y hasta oficial. Hay una concepción bien integradora, que luego se complementará a través de la visión de “cadenas”, “redes” y de “clusters” productivos.

Algunas de las producciones han comenzado recientemente a funcionar de manera más ordenada a través de asociaciones, tal es el caso del IPCVA para promover el consumo interno y externo de carne bovina; Maizar (maíz), ACSoja (soja) o Asagir (girasol). Las mismas han avanzado en algunos casos desarrollando “mapas por cadenas”, evaluando el valor que genera cada etapa, sus formas de crecer y de generar nuevos usos que permitan aumentar los mercados, promover sus niveles de producción y también el valor de los productos finales a vender.

“El punto clave a tener en cuenta es que la creación de valor económico depende de la capacidad de la empresa de armar un portafolio de productos con fuertes y valiosos atributos diferenciales con respecto a los productos competidores. En este sentido, podemos decir que la empresa es innovadora cuando crea productos que los mercados necesitan, pero que hasta ese momento ni siquiera ha imaginado” (Levy, 1994:278).

Según nuestra hipótesis, el mayor valor que se pueda obtener sigue siendo un potencial a alcanzar. Se deben encontrar las oportunidades de crecer en la proporción de subproductos por un lado, y por el otro en llevar los subproductos a eslabones crecientes en la cadena, es decir a poder exportar: productos con marca, productos más elaborados, con identidad de origen, entre otros. También proponemos “productos con mayor proporción de Pi” en su ecuación de valor, es decir trabajando los conceptos de sabores, experiencias, momentos, calidad, garantía, factor orgánico, cercanía, origen, etc.

2. La Creación de Valor

Las empresas de la cadena agroalimentaria argentina tienen una interesante oportunidad trabajando sobre la base de amplificar el valor de sus productos y servicios teniendo en cuenta el valor simbólico podrían mejorar su com-

petitividad. Para avanzar en la construcción de este producto simbólico, nos detendremos en los aspectos que hacen al concepto de “amplificación del producto” (Peters, 1990). Este concepto distingue los siguientes elementos: el “producto genérico” que representa la función esencial (en el caso de la carne ovina diríamos que un corte cualquiera de carne); el “producto esperado”, es el genérico con el agregado de atributos sencillos (por ejemplo, que la carne esté fresca y sobre el espacio de la góndola del Supermercado); el “producto aumentado”, con rasgos particulares que el consumidor valora, en donde la diferenciación ante el competidor hace que desde “la oferta” se incorporen elementos apreciados (por caso, una receta de cocina exclusiva); y por último el “producto potencial”, todo lo que pueda sumarse al producto para que sea único y preferido desde la óptica de la demanda.

Ferré Trenzano continúa con este ejercicio de desagregar el producto y encontrarle al mismo componentes simbólicos o imaginarios. El autor se refiere a este análisis como la “disección del producto”: “El producto, para un hombre de empresa, no debe ser visto como el resultado de un proceso industrial, tampoco como el orgullo y la satisfacción de una empresa, de su gerente o de su propietario. El producto, para un hombre de marketing, debe ser considerado como un satisfactor, es decir, algo que está destinado a satisfacer unas necesidades determinadas” (Ferré Trenzano, 2003:9).²

Al respecto Monteverde realiza una interesante estructuración sobre el encuadre de los conceptos de “atributo” y “satisfactor”: “Una estrategia constituye una estructura de atributos físicos (diseño, servicio posventa, precio, distribución, argumentos, medios publicitarios, etc.) que se obtienen por medio de un proceso de conversión de todo tipo de recursos (financieros, humanos, tecnológicos) –configuración también de recursos– físicos del sistema empresa” (...) “Desde la perspectiva de la demanda, tal estrategia actúa como un vehículo-señal que es percibido y a su vez decodificado por el consumidor, configurando una determinada estructura de atributos percibido que denominaremos, siguiendo a Levy, Unidad perceptual (UP)” (Monteverde, 1992:10).

Existe una asociación interesante entre ambos, una relación que los une o separa según el grado de relación “sujeto-objeto”, “usuario-producto”,

“valor percibido-valor representacional”. Veremos también que la palabra “percepción” juega un rol interesante, pues vincula al “atributo” con el sujeto que demanda y podríamos decir que el nivel de vínculo entre ambos o afinidad entre atributo y sujeto se convierte en “satisfactor”. Esto es lo que transforma a ese producto en “diferente”, “valorado”, inspirador de una necesidad en un plano superior, a la que luego estudiaremos como “deseo”.

Por lo tanto, para crear este “plus de valor” contamos con dos vectores estratégicos, el efecto sinérgico que genera la visión de cadenas y el otro es el de crear la máxima diferenciación de los productos. El “plus de valor” creado, apunta a la sustentabilidad económica y empresaria y se convierte en una verdadera barrera competitiva.

La base conceptual

Vamos a destacar para nuestro análisis la perspectiva estratégica de Porter (1998:29) a partir de sus conocidas “estrategias competitivas genéricas”: “La base fundamental del desempeño sobre el promedio a largo plazo es una ventaja competitiva sostenida. Aunque una empresa pueda tener millones de fuerzas y debilidades en comparación con sus competidores, hay dos tipos básicos de ventajas competitivas que puede poseer una empresa: costos bajos o diferenciación”. “Los dos tipos básicos de ventajas competitivas combinados con el panorama de actividades para las cuales una empresa trata de alcanzarlas, los lleva a tres estrategias genéricas para lograr el desempeño sobre el promedio en un sector industrial: liderazgo de costos, diferenciación y enfoque. La estrategia de enfoque tiene dos variantes, enfoque de costo y enfoque de diferenciación”.

Ingresar en Porter nos resulta clave para entender que la elaboración de productos y servicios desde lo simbólico, trasciende el plano operativo, desde nuestra perspectiva, los agro-negocios deben proyectar esta estructura de pensamiento desde una óptica superior. Lo cual nos lleva al plano de la estrategia empresaria y es este autor el que ha servido como guía para definir en que tipo de mercados piensa desarrollar su accionar una empresa.

“Una empresa se diferencia de sus competidores si puede ser única en

algo que sea valioso para los compradores. La diferenciación es uno de los dos tipos de ventaja competitiva que una empresa puede poseer” (Porter, 1998:137). Destacamos este punto pues, si bien una estrategia genérica basada en costos es perfectamente lógica, en nuestro análisis encontramos a la “diferenciación” como fuente real de ventajas para generar un “plus”³ importante de valor.

Al respecto, he señalado anteriormente (Bindi, 2006:13) que “Cuando ingresamos en las potenciales fuentes de diferenciación, Porter opina: “Una empresa se diferencia de sus competidores cuando proporciona algo único que es valioso para los compradores más allá de simplemente ofrecer un precio bajo”. “La diferenciación permite que una empresa exija un precio superior, el vender más de su producto a un precio dado o el obtener beneficios equivalentes como una mayor lealtad del comprador durante caídas cíclicas y temporales” (Porter, 1998, pág. 138). Su razonamiento nos lleva también a uno de nuestros objetivos, que es el de crear bases de sustentabilidad cuando nos encontramos en el entorno de los agro-negocios, haciendo que las fluctuaciones de los precios internacionales de los commodities tengan un “efecto amortiguante” a partir de la diferenciación y mediante la creación de valor simbólico.”

“Ahora bien, tanto Wilensky como Monteverde aportarán sus críticas al autor desde la perspectiva simbólica. Refiriéndose a Porter, dice Wilensky : “Esto es, no advierte en la dinámica de los negocios la existencia de dos órdenes y recíprocamente dependientes: simbólico y material”. Monteverde también hace sus comentarios respecto a que si bien Porter es quien suma al tema con su trabajo, el ha dejado de lado los aspectos simbólicos en sus diferentes análisis (Monteverde 1992:23): “Si bien habla de conceptos tales como valor creado para los clientes a través de la diferenciación y segmentación, lo que puede llevar a pensar en una consideración de la dimensión simbólica de la estrategia, su enfoque es elemental, basado en las proposiciones microeconómicas clásicas, en el manejo de los recursos. Es decir en el manejo de la oferta”.

“Hemos señalado, si embargo, que si no obtenemos diferenciación en el plano simbólico de la percepción de nuestros productos por parte del

consumidor, no contaremos con verdaderas ventajas competitivas. Tendremos, en el mejor de los casos, ventajas competitivas derivadas de una diferenciación en el plano exclusivamente descriptivo, que al no ser percibidas como tales por el consumidor, no constituirá una verdadera ventaja diferencial”. Esta cita de Monteverde marcará bien el límite entre la diferenciación simple, de aquella que realmente es percibida como diferencial por la demanda: “...el negocio consiste en la obtención y mantenimiento de ventajas operacionales y simbólicas, ventajas en lo tangible e intangible, que indisolublemente ligadas se convierten en ventajas competitivas”.

Un caso interesante que podemos utilizar como ejemplo dentro de los agro-negocios es el de los fertilizantes, algo que en realidad resultaba ser una bolsa de 50 kg de urea, con el tiempo, las empresas fueron transformando en una ecuación de mayor valor. Todo ello a partir del mismo producto físico (la urea y su composición de N₂) y todo el “herramental” que permite construir Pi, ambos conformarán mayor facturación unitaria. La ecuación de valor fue creciendo a partir de la detección de necesidades en los productores, y esto dio lugar a desarrollar productos granulados de fácil utilización; la entrega a granel más económica y práctica. Ello significó: mejores precios, crecimiento de las carteras de clientes activos y mayores niveles de uso de fertilizantes como práctica de manejo por parte de los usuarios.

3. La visión integral del marketing (VIM) como aporte a la teoría del agro-marketing

La visión integral del marketing (VIM) propone una perspectiva de generación de riqueza en el marco de los agro-negocios, y está compuesta por tres “vectores” y cuatro “columnas”. Los primeros son justamente agentes que transportan ideas, arte, técnica, de un lugar a otro y permiten conducir la energía de una empresa hacia la arquitectura y construcción de valor para generar diferenciación competitiva en el marco de los agro-negocios. Las segundas son los soportes estratégicos y operativos de esta nueva forma de asociar el marketing con la empresa y su gerenciamiento, desde una “visión”

de tipo integradora. Veremos cada uno de estos elementos en más detalle.

Marketing herramienta: En este vector nos dirigimos específicamente a la “caja de herramientas” del marketing, al “paquete tecnológico” que nos permite “operar” en los agro-negocios para crear valor. Pero el marketing desde sus herramientas solamente no nos sirve para lograr el objetivo anteriormente expuesto. Necesitamos estar alineados desde la organización y crear una “cultura y mística” que nos permita crear conciencia en crear valor. Para esto hemos desarrollado un modelo específico de aplicación al que hemos denominado “modelo agro-marketing”.

Marketing filosofía empresarial: En una organización, para poder crear valor diferencial se debe contar con una filosofía empresarial con orientación específica. Una filosofía empresarial desde la óptica VIM está pensada y diseñada para hacer más fluida la relación entre la oferta y la demanda. La lógica de los negocios tiene en general su enfoque desde la oferta, desde una concepción más utópica se pueden mencionar slogans como “el cliente es el rey”, que estaban pensados para mostrar desde lo comunicacional, lo que en definitiva no se deba en la realidad de los negocios de las empresas. Sus enfoques partían de capturar desde la oferta todo lo que se pudiese absorber de la demanda.

Marketing de creación de valor: En este tercer vector planteamos aquellos aspectos directamente ligados con aspectos de un orden superior, con más anclaje en lo que hemos ido analizando como el “mundo simbólico” de los negocios, el consumo y los clientes. Este marketing es el tercer vector que integra la VIM y que a su vez se soporta en 2 columnas a las que hemos denominado Pi (producto imaginario) y marca. Con todo lo que de ellas se desprende en su valor amplificador sobre los productos / servicios.

El modelo agro-marketing

A continuación presento un breve esquema conceptual de cinco pasos donde sistematizo el proceso de marketing que se puede aplicar a un producto actual o potencial, a una unidad de negocios o a un portafolio completo de una empresa de la cadena agroindustrial.

En la primera etapa se analiza el “entorno”, partiendo por entender los mecanismos del consumo, la mente del consumidor y la aplicación de herramientas de investigación de mercados. En la segunda etapa se hace un grupo conformado por “segmentación – *targeting* – posicionamiento”, planteándose sus conceptos y los mecanismos que permiten su aplicación en un negocio de alimentos. La tercera etapa trata de la “estrategia”, tanto la estrategia genérica como las específicas del negocio, dirigiendo el pensamiento hacia objetivos empresariales concretos. La cuarta etapa agrupa las “variables” del marketing operativo –producto, precio, comunicación y canales– como una mezcla coordinada para lograr el mejor resultado. Finalmente, la quinta etapa es el tema del “valor”, cómo construir la diferenciación para llegar a productos mejores, distintos, valorados; para ello se tratan principios de “branding”, pensamiento creativo, mística y alineamiento organizacional.

Este esquema de cinco pasos lleva implícita la concepción de nuestra hipótesis relacionada con la creación de valor en productos agro-alimenticios, basado en la perspectiva de encontrar el valor “simbólico” en cada caso, entendiendo a la diferenciación como estrategia competitiva alineada con el crecimiento empresarial.

Nuestro enfoque de marketing está dirigido a la construcción de los potenciales negocios y demás contactos que se darán dentro de la cadena agroindustrial. No hace mucho que el marketing ingresa a esta cadena. En los '70 las empresas se enfocaban en acciones de venta con enfoques creativos en cuanto a acciones tácticas destinadas a impactar en los segmentos objetivos, representados por los productores agropecuarios. En los años '80 se trabajó con herramientas de marketing en forma incipiente en la Industria de agroquímicos, luego avanzaría a la de semillas, aunque en ese momento prevalecía la visión de las 4 P de Jeremy Mac Carthy, con un claro enfoque hacia el marketing operacional. Prevalecía la orientación con enfoque en Ventas, en donde todo arrancaba desde la fábrica, basándose las empresas en el valor originado “desde la oferta”. La realidad mostró que cuando todo el mercado actuaba de esa misma forma, cuando nos encontrábamos con un cliente cautivo, nada pasaba. Todo estaba bien. Mejor para las empresas y no tan bien para el cliente. El producto que estaba a su alcance no siempre representaba

un avance tecnológico significativo, ni tampoco contaba con “carteras” o “portafolios” de productos bien completos y con diferentes opciones.

Esta orientación comercial respondía a la implementación de tácticas (nivel marketing operativo) destinadas a contar con un producto, que llegaba a través de canales (*P de Place*), con un precio determinado y que requería de herramientas de alcance a los clientes basadas en la promoción (contactos personales, publicidad masiva, etc). La finalidad de las mismas estaba concentrada en la mayor ganancia por volumen vendido. El caso de las empresas proveedoras de Insumos de los '80, es un ejemplo de la existencia de esta filosofía. En el negocio de semillas, en donde el maíz requiere de una calibración por tamaño de las mismas; la percepción de los productores agropecuarios resultaba muy favorable a los calibres chatos en contraposición con los redondos.

Fundamentos: una semilla más sana, con mayor poder germinativo, más apreciada desde la perspectiva visual, entre otros. El nivel tecnológico se encontraba lejos de lo que sería 25 años después, los productores estaban asimilando el concepto de mejoramiento genético y todavía la extensión no llegaba a todos los campos.

Cuando la demanda presiona una oferta que en general produce 50% y 50% de cada uno de estos calibres, el desequilibrio ocasiona un fenómeno atractivo para muchas empresas que es el de la escasez. Un mensaje testimonial del momento decía: “no importa si son chatos o redondos, lo importante es que sean de nuestra marca”. En este escenario de la industria de semillas, con uno o dos jugadores, que contaban con semilla híbrida de maíz con una genética diferencial que permitía obtener “plus” de rendimientos en granos por hectárea de campo, un área de maíz en crecimiento y una soja apenas incipiente como opción de cultivo, la respuesta del mercado tuvo las siguientes características: los clientes aguantaron un tiempo más las reglas del juego; la presión de demanda por volumen atrajo a más competidores locales e internacionales; las empresas “seguidoras” y de “nicho” fueron cubriendo de a poco las necesidades no satisfechas de los clientes; entre los productores descubrir más de cerca y con mayor precisión los requerimientos manifiestos y no manifiestos comenzó a tener mayor importancia

y además tenía un repago importante; los productos pasaron a conformar “carteras” con mayor amplitud de opciones; la cultura de ventas fue complementándose y dando lugar al concepto de marketing.

A lo largo de la cadena el marketing se fue haciendo más necesario y de acuerdo a la complejidad del mercado y el cliente, va tomando más importancia. Un vino en una góndola, con su espacio en el estante, su botella y sus etiquetas con mensajes diferenciales, el valor de su marca, el reconocimiento por parte de los visitantes al supermercado, requieren una concentración con niveles de sofisticación crecientes. La concepción empresaria basada en el marketing, arranca diferente, diametralmente opuesta a la que vimos anteriormente en cuanto a una orientación de ventas. La perspectiva de marketing y sus “herramientas”, tienen su inicio en el mercado, es decir, alguien que un día se sentó para escuchar que le pasaba a un cliente que no estaba conforme.

El objetivo del marketing se enfoca en la ganancia empresaria a través de la satisfacción del cliente. El volumen se logra mucho más fácilmente si la gente está contenta, si siente que el producto representará para ellos: más rendimiento, más ganancias, más garantía de calidad y confiabilidad, más seguridad, más placer, más valoración por parte de los demás, más status, más durabilidad, más asociación con la marca, etc.

El concepto de valor fue incluido especialmente dentro del modelo agromarketing, como un “comodín” en el cual primero debemos recordar la importancia estratégica de crear y llegar al “plus de valor”. Luego servirá como soporte práctico de todo aquello que en términos de marketing nos permita crear diferenciación orientada a dar respuestas competitivas diferenciales.

Señalaremos los aspectos que nos presentan un desafío en términos de crear este valor diferencial para el consumidor, y que se conjugan en nuestra tesis de trabajar integralmente sobre la base del marketing para “comprender” y “accionar”.

En el caso del “producto aumentado”, ingresamos en un terreno en donde el producto está acompañado de elementos particulares que el consumidor valora, en donde la diferenciación ante el competidor hace que

desde “la oferta” se incorporen elementos apreciados. Es un poco más de lo que espera, algo como acompañar al corte de carne ovina con una receta de cocina exclusiva.

El “producto potencial” incluye el amplio abanico creativo de todo lo que pueda sumarse al producto para que sea único y preferido desde la óptica de la demanda; “surge de adicionar al producto agregado todos los adicionales, transformaciones y evoluciones que podría tener el producto. Representa el futuro del producto” (Petracca, 2003:28).

En el nivel del producto aumentado hay muchas oportunidades de aplicar “valor diferencial”, en el cuarto nivel de producto potencial, estamos frente a desafíos mayores, en donde pensamos que a partir de una VIM las empresas pueden alinear todos sus esfuerzos creativos para llegar a la “propuesta única” según la perspectiva de la demanda seleccionada. No descartamos en lo absoluto todo lo concerniente a las dos primeras circunferencias, productos genérico y esperado, por el contrario consideramos que ellos componen gran parte del Pf (producto físico) y en el caso del esperado, también ingresamos al terreno de la “ingeniería de servicios”, que mantiene siempre su relevancia en cuanto a las expectativas del consumidor referidos a su “experiencia total de compra”.

En el campo de nuestra investigación, podemos citar casos concretos de productos agroquímicos en donde un mismo Pf, dentro de un *packaging* y una marca diferente representaban el éxito comercial medido en base a dos parámetros cuantitativos: mayor volumen de ventas y mejores precios.⁴ Esto mismo ocurre con las marcas de las semillas y, si bien con precios diferenciales más reducidos, con productos de muy baja diferenciación como lo son los fertilizantes agrícolas.

Marketing como Filosofía Empresarial

En el marco de este estudio, crear valor requiere de una perspectiva o filosofía más amplia, que contemple la “involucración activa” de los directivos, miembros y colaboradores para lograr una mayor receptividad y capacidad para crear valor y aumentar la competitividad. Entre los errores

más importantes del marketing se incluye el no gestionar bien las relaciones con los *stakeholders* o colaboradores: “Hace tiempo, un empresario pensaba que el tamaño del pastel estaba fijado. Su conclusión: podía ganar el máximo pagando a sus colaboradores –empleados, proveedores, distribuidores– lo mínimo. Esta es una filosofía de suma cero. Actualmente cada vez hay más evidencia de que los resultados económicos varían en función del trato que se dispense a los colaboradores. Fred Reichheld, en su *Loyalty Rules*, describe muchas empresas exitosas que recompensan a sus empleados, proveedores y distribuidores generosamente, y esto genera un pastel mayor, incluida la porción que va para la empresa. La compañía atraerá a empleados, proveedores y distribuidores mejores y más motivados, y estos conseguirán, como equipo, superar a los competidores” (Kotler, 2004:64).

La filosofía empresarial también debe reconocer que los negocios requieren de cambios que los adapten y los alineen con las necesidades de sus clientes, pero que muchas veces ambas velocidades no logran un buen nivel de “sincronía”. Es en este aspecto donde reside una gran fuente de creación de valor empresarial: “Está ampliamente reconocido que los productos pasan por ciclos, que los llevan desde el crecimiento a la caducidad. No está tan bien reconocido que los modelos de negocios también pasan por ciclos y alcanzan la caducidad económica. Las prioridades de los clientes –los aspectos que son más importantes para ellos, que incluyen y van más allá del producto o servicio ofrecido– tienen una tendencia natural a cambiar; los modelos de negocios tienden a permanecer fijos. Cuando el mecanismo se empareja el modelo de negocios de una empresa con la estructura de prioridades del cliente se rompe, empieza a producirse la migración de valor” (Slywotzky, 1992:18).

El marketing como filosofía empresarial también debe alcanzar dos objetivos importantes: el alineamiento de las personas detrás de objetivos, y en paralelo, que los mismos sean motivadores y generados bajo “consensos eficaces” sobre las ideas y definiciones estratégicas y prácticas. En otras palabras, el “alineamiento organizacional” comienza con el esquema de visiones, estrategias y decisiones de la dirección y la gerencia en las empresas, que luego se “comparte” con la organización. Ello redundará en que “las

energías individuales se armonizan. [...] El alineamiento es la condición necesaria para que la potencia del individuo infunda potencia al equipo. Cuando hay poco alineamiento, la potencia del individuo agrava el caos y dificulta el manejo del equipo” (Senge, 1990:294-296).

Por último, el alineamiento también se aplica al caso de empresas con negocios basados en tecnologías emergentes, como es el caso de la biotecnología. La incorporación de los *traits* o eventos biotecnológicos cambiaron el mapa de los cultivos y también ampliaron el margen de beneficio. Esto último básicamente a través de la incorporación de valor desde la protección de los cultivos, y en forma más reciente e incipiente con los genes cualitativos que incorporan a los granos características de tipo nutritivas.

Veamos un poco más en profundidad este nuevo horizonte tecnológico, innovador y generador de valor que va a requerir de modelos más avanzados de gerenciamiento. El tema es estudiado en profundidad por el Prof. G. Day (Center for Global Competition and Innovation, Wharton): “Las tecnologías emergentes son innovaciones científicas que pueden crear una nueva industria o transformar una existente. Incluyen tecnologías discontinuas derivadas de innovaciones radicales (por ejemplo la bio-terapéutica, la fotografía digital, los superconductores a alta temperatura, los micro-robots o los ordenadores portátiles), así como tecnologías más evolucionadas formadas a raíz de la convergencia de ramas de investigación antes separadas [...] cada una de estas tecnologías ofrece una rica gama de oportunidades de mercado que proporcionan el incentivo para realizar inversiones de riesgo” (Day, 2001:24). Por otro lado, “las redes desempeñan un papel central en la gestión de tecnologías emergentes. Una multitud de jugadores generan y hacen circular conocimiento relevante; sin embargo, es extremadamente difícil cerciorarse de que conocimiento es más crítico para el éxito. La investigación sugiere que la elección de las nuevas tecnologías está íntimamente ligada a consideraciones sociopolíticas, y por lo tanto la estructura de esas redes de conocimiento puede influir fuertemente en el desarrollo de las tecnologías y en el éxito de las firmas” (Day, 2001:391).

Marketing de creación de valor

El marketing de creación de valor es el tercer vector componente del modelo VIM. Si una empresa tiene por objetivo crear valor diferencial, debe alinear su organización para poder girar en torno al mercado y sus necesidades, y debe crear las condiciones para responder en forma rentable a las mismas. El vector *herramental* nos presentaba al marketing desde su perspectiva de ciencia; por ello su columna estaba sistematizada a través del modelo agromarketing. El segundo vector, *filosofía empresarial*, nos marcaba el camino para alinear y preparar a la organización para estar motivada, explotando todo su potencial y energías creativas. El tercer vector, *creación de valor*, se incorpora al modelo para explorar las formas nuevas y potenciales de crear valor diferencial, con “mentalidad abierta”. Como se ha explicado, “muchos managers y organizaciones se jactan de ser abiertos, pero solo están practicando un juego más nuevo y avanzado. Esto se debe a que hay dos aspectos de la apertura, el participativo y el reflexivo. A menos que ambos estén integrados, la actitud de ser abiertos no producirá verdadera apertura. La apertura participativa, la libertad de expresar nuestra opinión, es el aspecto más aceptado de la apertura” (Senge, 1990:345).

El vector *creación de valor* podrá funcionar bien cuando desarrollemos en la organización, las energías de apertura participativa en cada uno de los miembros en forma personal y grupal. Los tres vectores están interconectados por *intersecciones sinérgicas*, en este caso concreto, estamos ante la intersección sinérgica entre marketing creación de valor y filosofía empresarial, ya que valor y motivación creativa serán como dos caras de la misma moneda.

Nuestro objetivo es pensar los agro-negocios desde la creación de valor con soporte en el entendimiento y comprensión del conceptos de atributos operacionales o físicos (diseño, servicios, precio, argumentos, distribución) y simbólicos (se basan en lo afectivo, en los sentimientos, emocionales, hacen a la cuestión de la imagen que transmiten).

El valor de lo simbólico, expresado desde el producto o servicio, parte de la oferta y se canaliza en una percepción que tiene como destino “la mente

del consumidor”: “El consumidor es quien siempre nace y concluye un negocio. El consumidor es, sobre todo, un animal simbólico” (Wilensky, 1997:26). Ingresaremos ahora en el fenómeno de lo simbólico desde el producto mismo. Nos hemos referido siempre al “producto imaginario” (Pi) como aquel que a través de estrategias específicas de marketing, logra incrementar su valor. Esto lo enfocábamos en los agro-negocios con la finalidad de hacerlos más competitivos, rentables y por sobre todo, más sustentables en el tiempo.

Veamos el tipo de producto propuesto por Cadén (citado por Petracca, 2003:29): “Otra clasificación y modelo de dimensiones que componen el producto, muy útil desde lo estratégico, divide a éste en tres dimensiones: Producto físico-funcional, es el producto concreto, tangible, orientado a cumplir las funciones que satisfarán la necesidad básica. Se describe en términos de apariencia, composición, rendimiento, caracteres organolépticos [...]. Producto imaginario: está orientado a la satisfacción del deseo, no de la necesidad funcional. Fue construido mediante la acumulación de materiales simbólicos contenidos en la comunicación empresaria, en la promesa de la marca y en el producto físico en sí mismo, en su *packaging*, etc. Es en el producto imaginario donde se dimensiona la complejidad del fenómeno del consumo de la modernidad (los símbolos). Mientras el producto físico-funcional apunta a la solución de una necesidad, o aspecto práctico, el producto imaginario apunta a una problemática psicológica;...el problema del deseo”.

A ello se suma un tercer producto desarrollado por Petracca (2003:30), el “producto económico” “... dado por una valoración cuantitativa representada en el precio y el costo. Esta cuantificación encierra aspectos de valoración y de comparación, por cuanto es, por un lado, la representación en términos monetarios del valor asignado a la satisfacción de una necesidad, la realización del deseo...”.

Nos detendremos en el producto imaginario según Wilensky (1997:12) es una herramienta subjetiva para satisfacer deseos: “Al producto imaginario lo vemos en la marca y su promesa simbólica (es el producto visto desde la demanda). [...] en la mayoría de los mercados competitivos el producto imaginarios se va distanciando del producto físico hasta construir un objeto

totalmente diferente (con vida propia)". El producto imaginario esta constituido por tres elementos importantes y que destacamos especialmente pues consideramos que son el eje conceptual para poder desarrollar valor simbólico a partir de ellos:

- Elementos *racionales* → se basan en argumentos racionales, hacen a su practicidad, pero son evaluados subjetivamente según el consumidor.
- Elementos *emocionales* → no vienen directamente del producto, sino que se van formando a partir de la percepción del consumidor.
- Elementos *comunicacionales* → se le incorporan al producto a través del mensaje que se transmite en la publicidad, y todo aquello que lo vincule al consumidor desde la comunicación.

Desde esta perspectiva no se trata de producir el producto desde lo tecnológico, sino que además de sus aspectos físicos debemos prever los que hacen al valor simbólico. Sólo una visión integral nos permitirá ver al producto en su totalidad.

El concepto de valor

El Prof. Grassl en "Creation of customer value" (2004) analiza el valor pensado desde una perspectiva múltiple, visto desde las empresas y desde los clientes. Para las empresas, el valor está compuesto por el ingreso que se puede lograr, menos los costos de generar ese ingreso. En el caso de los clientes, el valor está en los beneficios que le aportamos, menos los costos por obtener esos beneficios. Entre estas dos fórmulas, está el "valor económico creado", conformado por el "consumer surplus", más el "producer surplus", lo que equivale al "total surplus", en una ecuación positiva para ambos. El "total surplus" desagregado, nos permite conformar el cuadro completo de situación de creación de valor conjunto para empresas y clientes y se puede entonces definir como: valor para el consumidor menos precio para el consumidor, más el precio recibido por el productor menos el costo de producir. En ambos casos ingresos y costos dejan un total de "surplus de valor" para ambos. Cuando juntamos ambos creamos valor económico total.

Para Grassl, el “consumer surplus” es la diferencia entre el precio que el consumidor está dispuesto a pagar y el precio real del producto. Que esté dispuesto a pagar ese “surplus” va a depender del nivel de utilidad que le de el producto y la medida *percibida* de utilidad (beneficio). El “marketing management”, trabaja para influenciar en esta percepción de beneficio y lograr marcar ese excedente en el consumidor. La estrategia de marketing debe mirar las oportunidades en materia de costos y también las que permiten crear ventajas competitivas. Su enfoque es contundente acerca del marketing, que trata sobre crear valor para los clientes, ampliando de esta forma las oportunidades de crear su propio valor como empresas.

La fórmula de valor en función de cómo piensa el consumidor, es expuesto por Grassl de esta forma:

$$V = \frac{B}{C}$$

En donde V = valor desde la perspectiva del consumidor; B = beneficio y C = costos.

El autor llega a plantear cinco estrategias de marketing para maximizar el valor del consumidor:

1. *Estrategia basada en los beneficios*: se busca crear mayor valor, manteniendo los costos y aumentando los beneficios en la ecuación, se soporta en la diferenciación de productos y en la comunicación de los beneficios
2. *Estrategia basada en los costos*: reduciendo costos y manteniendo los beneficios constantes, poca percepción de diferenciación en los mercados y trabajar sobre la capacidad de comunicar la ventaja en costos
3. *Estrategia dual*: mejora de beneficios y reducción de costos, hay que tener la habilidad para diferenciar y reducir costos
4. *Estrategia de diferenciación*: se basa en mejorar los beneficios con la capacidad de no subir proporcionalmente los costos, se pueden reposicionar productos, avanzar a segmentos más pequeños con menor elasticidad al precio
5. *Estrategia de liderar en costos*: es lo opuesto de la estrategia 4, se reducen

los beneficios pero en menos medida que la reducción de costos, se reposicionan productos en segmentos de menores precios.

Sobre la base de la fórmula anterior, podríamos sustituir la C (costos desde la perspectiva del consumidor), por la P de precio, que es la expresión monetaria del bien. Nos interesa utilizar la P, para marcar que en función de una estrategia empresarial de creación de valor basado en productos diferenciales, el precio es una consecuencia sistémica de todo lo que hagamos en términos de B (beneficios percibidos y esperados).

$$V = \frac{B}{P}$$

De esta forma, en mercados en donde lo que se busca es crear mayor valor, el consumidor no está mirando el precio para tomar la decisión de comprar, por el contrario, lo que realiza en su mente es un rápido ejercicio de “análisis de valor”.

Desde esta perspectiva, nuestro trabajo pasa a tener relevancia en la medida que pensamos en todo lo que maximice V (valor). B (beneficio) resulta ser la verdadera ecuación en donde el consumidor “pone en su balanza mental”, lo que le representa gastar o invertir en V. Por lo tanto la P (precio) será una consecuencia directa de todo lo que podamos crear en términos de construcción de un B maximizado. Ello dependerá de elementos y percepciones provenientes del Pf (producto físico) como del Pi (producto imaginario), ambos nos darán como resultante el Pe (producto económico), que en definitiva resulta ser el V (valor) en términos de nuestra demanda objetiva.

Tenemos que trabajar sobre los *beneficios funcionales* a través de una arquitectura de productos y en base a los conceptos de Pi y amplificación de valor. Todo esto confluye en diferenciación. La tarea es encontrar los mecanismos necesarios para crear este valor en forma sistemática dentro de las empresas de agro-negocios. Primero, entendiendo el entorno, luego delineando una visión empresarial con este enfoque, y finalmente operando estratégicamente sobre una base metodológica que permita llegar a estos objetivos de diferenciación competitiva.

Este “surplus de valor” tiene relación con nuestro “plus de valor” que busca generar y maximizar el diferencial creado para los clientes. El “plus de valor” se alinea con crear mayor valor real y percibido. Se apalanca mucho en la fuerza total del sistema VIM para lograrlo. En el siguiente gráfico presentamos este esquema, en donde el VIM compuesto por sus 3 vectores y 4 columnas, alinean toda su estructura en la “creación de valor económico” a través del “plus de valor”. Recordemos que: VIM (visión integral del marketing); MH (marketing herramental); M.agrom (modelo agro-marketing); MFE (marketing filosofía empresarial); MAVS (modelo de amplificación de valor simbólico); MCV (marketing de creación de valor); Pi (producto imaginario) y Marca. Creando este “plus de valor”, a través del desarrollo y aplicación del Modelo VIM, podremos diferenciarnos de los competidores y buscar en paralelo la fidelización de los clientes, para que esta ventaja sea sustentable en el tiempo.

La marca

Nos hemos enfocado especialmente en una estructura mental alineada con la creación de valor. Hemos definido a la diferenciación como la estrategia que nos lleva a pensar productos y servicios desde una perspectiva de agregar elementos percibidos desde lo físico o funcional y también desde los simbólico. Definimos también dentro del vector marketing creación de valor, dos columnas que le dan sostén. Una de ellas el Pi, y la segunda la marca.

La marca es también una parte de la creación simbólica que da lugar a un Pi de mayor valor: “Aunque desde una perspectiva industrialista a veces es difícil percibirlo, en los mercados competitivos los negocios dependen más de las marcas que sustentan el producto imaginario (Pi) que de las tecnologías que sustentan el producto físico (Pf). Es que generalmente la marca es el mayor y mejor valor agregado que una empresa puede ofrecerle a sus clientes: un Piaget es mucho más que un reloj y una Nike mucho más que una zapatilla. [...]Es importante destacar que el cuidado en la elección de un nombre de marca se debe a que una vez establecida es muy complejo y costoso cambiarlo (Wilensky, 1991: 185 y 186).

Las marcas son instrumentos de marketing que resultan columnas de gran sostén para el vector *marketing creación de valor*, como elemento asociado estrechamente al Pi, como segunda columna de nuestro vector. Si la relacionamos con el valor creado a través del “plus de valor”, vemos que la marca resulta ser una columna crítica en esta construcción, que se traduce en el Pi que podamos desarrollar: “Las marcas generan un *premium price* que impacta profundamente en el resultado final de las compañías, pero ese precio no puede ser desproporcionadamente superior al de la competencia” (Wilensky, 1998:18).

En el marco de una estrategia de diferenciación, el posicionamiento la marca es una tarea clave: “Las marcas que están bien posicionadas ocupan unos lugares específico en la mente del consumidor. Son similares, pero distintas a las marcas competidoras en formas identificables. Se asemejan y diferencian de las de los competidores de un modo identificable. Las marcas con mayor éxito mantienen su posición creando puntos de paridad en aquellas áreas en las que sus competidores están intentando encontrar una ventaja y, al mismo tiempo crean puntos de diferencia para conseguir ventajas sobre los competidores en otras áreas” (Keller, 2004:13).

Vamos a enfocarnos en algunos aspectos relacionados con la marca y su aporte a la creación de valor: “Como ente simbólico las marcas están en un punto –frontera– entre los enfoques semióticos, psicológicos, económicos y marketineros. Las marcas son depositarias de las necesidades, las expectativas, los sueños y las aspiraciones de millones de consumidores. Son, simultáneamente, una empresa, un producto, un servicio, una fuente de información, un medio de identificación, una identidad, un valor agregado y una imagen publicitaria” (Wilensky, 1998:15-16).

Cada uno de los elementos de la cita anterior, dan sustento a nuestra hipótesis de *creación de valor* en los agro-negocios partiendo de una construcción sistémica de productos basados en una *diferenciación* percibida y valorada por los consumidores. La marca en esta descripción más detallada, si bien forma parte del P (producto total), la hemos desagregado del Pf y Pi para verla con más detalle, destacando la importancia de participación para la construcción de un producto con marcadas ventajas competitivas.

Podríamos sintetizar el razonamiento a través de la siguiente fórmula:

$$\text{Marca} = \text{empresa} + \text{producto} + \text{información} + \text{identificación} + \\ \text{identidad} + \text{valor agregado} + \text{imagen publicitaria}$$
$$\text{Valor} = P + \text{Marca}$$
$$P = P_f + P_i$$
$$P_e = P_f + P_i + \text{Marca}$$
$$\text{Valor} = P_e$$
$$\text{Valor} = \text{todo lo que la empresa construya en términos de } P_e$$

En la fórmula destacamos especialmente el P_e (producto económico), como señal de valor total de un producto, marcando especialmente la desagregación que se puede efectuar, y la necesidad de integrar muchos elementos valorativos que le permiten ser diferente a los competidores y por lo tanto proveer de mayores beneficios a los usuarios.

4. Modelo de creación de valor simbólico (MAVS)

El modelo de amplificación de valor simbólico es la columna específica que da sustento estratégico y táctico al vector *marketing filosofía empresarial*. De un modo similar al modelo agro-marketing, en asociación con el vector *marketing herramental*, el MAVS nos permite ordenar, detallar, asignar, y sintetizar procesos que consideramos claves para crear valor empresarial en los agro-negocios, a partir de la *diferenciación*.

Partimos aquí de la premisa que los agro-negocios pueden aumentar su valor sobre la base de la maximización de la competitividad, a través de la creación de valor simbólico. Planteamos el tema como una combinación entre una filosofía empresarial (alineada con la creación de valor simbólico), el alineamiento de los recursos humanos y la aplicación de herramientas del marketing. Para ello debe haber un compromiso y un convencimiento sobre el camino hacia un cambio de pensamiento generalizado en busca de la diferenciación. Pasos más avanzados en esta línea deben involucrar a las

áreas de marketing como interfases dinámicas y proactivas que hagan de nexo entre las necesidades existentes y latentes de los usuarios y logren crear el suficiente valor simbólico en sus propuestas como forma de “diferenciación” y de creación de riqueza.

El modelo de agro-negocios comienza desde una perspectiva de cadena integrada (esto no es una condición necesaria pero sabemos que se crea mayor valor si existe una integración estratégica entre los eslabones) y luego continúa con el producto como elemento central del esquema de trabajo.

El primer eje del modelo es el alineamiento organizacional, que se desprende del producto. Seleccionamos cuatro elementos de definición estratégica de este eje. Primero, la *concientización* sobre la visión general hacia una organización en donde la cultura de sus integrantes, entiende que la empresa diferencia sus productos con la finalidad de crear el “plus” de valor para su cartera de clientes. Para ello se hace necesario aplicar procesos ordenados de *cambio*, punto sobre el cual pensamos que hay que investigar en profundidad, ya que los integrantes de una organización pueden dar un giro de 180° a la orientación de su trabajo. El *compromiso* es el tercer elemento y hace énfasis en las líneas de mandos altos, medios y de supervisión, para que después se adopte en toda la línea. Las organizaciones comprenden la nueva orientación y las herramientas aplicativas necesarias a partir de la *capacitación*.

El segundo eje del modelo está compuesto por los procesos sobre la organización, que incluyen los siguientes elementos: formar *alianzas sólidas con proveedores y clientes*, que partan de planes conjuntos de mediano y largo plazo que les permitan una mayor integración; fomentar la *creatividad e innovación*, como filosofía de trabajo clave para que una empresa pueda crear valor simbólico, abriendo la mente a nuevas perspectivas se puede lograr diferenciación, aplicar el *marketing de las experiencias*, que apunta a construir experiencias y no sólo ofrecer productos y servicios, y es quizás el mecanismo de diferenciación donde la creación de valor simbólico encuentre su mayor expresión.

El tercer eje es el de los procesos sobre el producto, que es la concepción tradicional del marketing que actúa sobre el desarrollo del producto o servicio.

En nuestro caso nos basamos en los modelos clásicos de autores como Kotler (1992,1996) o Lambin (1988) desde una óptica más europea. En lo referente a procesos sobre el producto, nuestro aporte sobre la creación de valor en los agro-negocios da un enfoque especial a la secuencia diseño, construcción de marca o *branding*, *packaging*, comunicación y servicios. En efecto, los productos requieren de un *diseño* que tendrá fundamentos de diseño industrial en lo que hace a su componente de Pf (producto físico) pero que también reflejará componentes de tipo simbólico para lograr el Pi (producto imaginario). En lo referente al *branding* y *packaging*, la creación de valor debe darle al producto “la promesa de la marca” (en expresión de Wilensky) y la presentación del producto es uno de los primeros transmisores comunicacionales fundamental para crear diferenciación y valor. El cuarto elemento es la comunicación: el “rol estratégico de la política de comunicaciones consiste en que a través de ella se construye y controla el producto imaginario. Y ese control se torna crítico cuando se asume que los clientes sólo pueden pensar la realidad a partir de algún modelo de ella. En consecuencia, la política de comunicaciones se ocupa de asegurar el dominio empresario sobre esa lectura imaginaria que el mercado hace del producto” (Wilensky, 1991:217 y 218).

El quinto elemento del eje procesos sobre el producto es el de los *servicios*, pensados no sólo desde la concepción tradicional, sino con un pensamiento creativo que marque diferencias a través del armado de “experiencias” para el consumidor. No hay que repetir procesos estandarizados que se desarman y son descubiertos fácilmente por el cliente cuando quien opera el servicio se “sale de libreto”.

Conclusiones

A lo largo de este trabajo hemos planteado la discusión sobre la necesidad de considerar la sustentabilidad de la cadena agroalimentaria, manejando el concepto de diferenciación y la construcción de valor mediante una visión integrada del marketing, a través del Pi, la Marca y el trabajo alineado en esa dirección por parte de las organizaciones.

Partiendo de los conceptos vertidos por Kotler, apunté que los mecanismos de diferenciación, con enfoque en la sustentabilidad empresarial, deben ser solidificados a través de un proceso integral en la empresa. El propósito de nuestro trabajo es aprovechar la oportunidad existente a nivel global para que las empresas relacionadas con los agro-negocios lleguen a ser más sustentables y competitivas en el tiempo. A tal fin hemos planteado caminos estratégicos y líneas conceptuales a partir de las cuales se puede llegar a ser más competitivo.

Nuestra propuesta se enfoca en los *beneficios funcionales* a través de una arquitectura de productos sobre la base de los conceptos de Pi y ampliación de valor. Se analizaron y estudiaron “tres vectores” conceptuales que aportan a la diferenciación y a la generación de valor para las agro-empresas, que responden a una “visión integral del marketing”, con cuatro columnas que lo sostienen: “Modelo agro-marketing”, “Pi”, “efecto marca” y “modelo de proceso internos”. El estudio de estas cuatro líneas conceptuales o (columnas), con un enfoque en el alineamiento organizacional, apunta a motivar y potenciar las capacidades creativas y de innovación de los integrantes de las empresas, hacia una meta común en la creación de valor en mercados muy dinámicos y con alta velocidad de cambios.

Finalmente podemos agregar que, una cadena perfectamente ajustada, que sepa encontrar mecanismos de diferenciación competitiva en agro-alimentos, tiene el potencial de un alcance mundial vía exportaciones. La Argentina es un exportador eficiente y competitivo en esta área, y está abierta la oportunidad de crear mayor diferenciación y por lo tanto obtener la posibilidad de ingresar en nuevos mercados a mayor precio de venta.

Consideramos que se puede crear valor empresarial en los agro-negocios a partir de un pensamiento basado en la diferenciación y generación de valor simbólico en sus productos y servicios, utilizando el concepto de producto imaginario y valor marcario, a través de un modelo basado en una visión integral del marketing.

NOTAS

- 1 “Sueños” es un concepto expresado por Tom Peters en su seminario en Buenos Aires a fines del 2005 y que se refiere a la expresión máxima de los deseos y las necesidades que tenemos las personas, en este caso frente al consumo de productos de la agroindustria.
- 2 Para un resumen gráfico de estos conceptos ver Bindi (2006:9).
- 3 El “plus” de valor no es sencillo de crear, no es solo un deseo, se hace realidad sobre la base de crear algo realmente diferente. Si bien nuestra base de pensamiento estratégico en Marketing parte de la diferenciación como estrategia competitiva, sabemos que una diferenciación novedosa en el mercado, también puede ser copiada en plazos breves y que solo generando barreras competitivas altas, se puede lograr la sustentabilidad de la diferenciación en el tiempo. Por eso esta idea del “plus” de valor nos parece motivadora en el sentido de generar un objetivo que alinee a la organización en este camino de construcción.
- 4 Tal fue el caso de Monsanto con el procesamiento del principio activo glifosato, que bajo la marca comercial Roundup y el paraguas de servicios y soporte técnico de los ingenieros de la empresa, se comercializó en los niveles más altos del mercado en valor / litro de herbicida por utilizar.

BIBLIOGRAFÍA

- Asociación Argentina de Consorcios regionales de Experimentación Agrícola (AACREA), “Agroalimentos Argentinos II”, TEMAS Grupo Editorial, Buenos Aires, 2005.
- Bindi, Ricardo, “Creación de valor en los agro-negocios a partir del producto imaginario”, *E-Journal Técnica Administrativa*, Enero-Marzo, Vol.5:25, 2006, disponible en <http://www.cyta.com.ar/ta0501/v5n1a2.htm>
- Bindi, Ricardo. “Creación de valor en los agro-negocios a partir del producto simbólico”, *Newsletter N° 14, Maestría en Gestión de la Empresa Agroalimentaria*, UCA, Noviembre 2004.
- Caldentey, Alberto, *Nueva Economía Agroalimentaria*, Editorial Agrícola Española, Madrid, 1998.
- Day, George, y otros, *Wharton y la gerencia de tecnologías emergentes*, Ediciones B Argentina SA. Vergara / Business, Buenos Aires, 2001.
- Foro de la Cadena Agroindustrial Argentina, “Evaluación de impactos económicos y sociales de políticas públicas en la cadena agroindustrial”, Noviembre 2007.
- Ferré Trenzano, José María, *Estrategias de productos y servicios*, Editorial Océano, 2003.
- Grassl, Wolfgang, *Marketing Strategy: Creation of Customer Value*, Tesis Doctoral, St. Norbert College, 2004.

- Grassl, Wolfgang, "Management between Art & Science", Discurso Inaugural, Mona Institute of Business, 1997.
- Keller, Kevin L., "The brand report card", en *Nuevas tendencias del Marketing*, Deusto, Buenos Aires, 2004 (2002).
- Kotler Philip, *Los Diez Pecados Capitales del Marketing*, Ediciones Gestión, Barcelona, 2004.
- Kotler, Philip, *Mercadotecnia*, Prentice Hall, 6° ed., 1996.
- Kotler, Philip, *La Dirección de Mercadotecnia*, Prentice Hall, 7° ed., 1992.
- Lambin, Jean Jacques, *Marketing Estratégico*, Mc Graw Hill, España, 1988.
- Levy, Alberto, *Liderando en el infierno*, Editorial Paidós, Buenos Aires, 2003.
- Levy, Alberto, *Marketing Avanzado*, Ediciones Granica, Barcelona, 1994.
- Molinari Carlos, *Marketing Agropecuario*, Ed. Thomson Learning Argentina, Buenos Aires, 2006.
- Monteverde, Alberto, *Estrategias para la Competitividad Internacional*, Editorial Macchi, Buenos Aires, 1992.
- Peters, Tom, *Del Caos a la Excelencia*, Ed. Folio, Barcelona, 1990.
- Petracca, Eduardo, *La Creación de Valor para el Accionista y el Consumidor*, Ediciones Errapar, 2003.
- Porter, Michael E., *La ventaja competitiva de las naciones*, Editorial Vergara, Buenos Aires, 1991.
- Porter, Michael E., *Ventaja Competitiva*, Compañía Editorial Continental, 17° reimpresión, 1998 (1° ed. 1987).
- Senge, Peter, *La quinta disciplina*, Ediciones Granica, Buenos Aires, 1990.
- Schmitt, Brend, *Experiential Marketing*, The Free Press, 1999.
- Slywotzky, Adrián J., *La migración del valor de la empresa*, Paidós Empresa, 1992.
- Wilensky, Alberto, *La promesa de la marca*, Temas Grupo Editorial, 1998.
- Wilensky, Alberto, *Marketing Estratégico*, Fondo de Cultura Económica, 2° edición, Buenos Aires, 1997.
- Wilensky, Alberto, *Política de Negocios*, Editorial Tesis S.A., Buenos Aires, 1991.

EL MODELO DE NEGOCIO EN LA INDUSTRIA DE LOS DIARIOS ARGENTINOS*

*Ignacio Manuel Sanguinetti***

Resumen: La rentabilidad de los periódicos en la Argentina se encuentra afectada por la competencia con nuevos canales de acceso a la información, una menor circulación, la constante migración de pauta publicitaria a otros canales de comunicación y los aumentos de los costos de impresión. Aquí analizo las fuerzas que están comprometiendo la rentabilidad de la prensa escrita. A tal efecto se realizaron encuestas a las principales empresas del sector para obtener información cualitativa sobre los distintos factores que afectan la rentabilidad del negocio y conocer las percepciones sobre las estrategias más eficientes para enfrentarlos. El análisis cualitativo fue complementado con indicadores cuantitativos referidos a circulación, pauta publicitaria y balances de empresas. Concluyo que es necesario abandonar el enfoque del diario tradicional para dar lugar a la “generación de contenidos” a través de los nuevos canales de acceso y la distribución de información.

Introducción

Con más de 100 años, la prensa escrita es una de las primeras industrias argentinas. Su trayectoria es tan extensa que incluso puede asignársele un rol fundamental en la conformación nacional: los diarios argentinos no

* El presente trabajo forma parte de la serie de investigaciones desarrolladas en ESEADE durante el año 2008 gracias al financiamiento de la Beca F. Zorraquín. Constituye una versión mejorada y actualizada de la tesis de MBA de la Universidad Torcuato Di Tella (junio 2007). Agradezco el invaluable aporte de Dario D’Atri y a todos los entrevistados para esta investigación, sus testimonios han sido fundamentales.

** Investigador y Profesor (ESEADE/ Univ. Nacional de La Plata). Master en Administración de Negocios (Universidad Torcuato Di Tella). nachomanuel@yahoo.com.ar

sólo precedieron el nacimiento institucional del país y sus provincias, sino que desde sus propias páginas estas instituciones fueron discutidas, modeladas y observadas.

Varios diarios de provincias y ciudades argentinas son hoy el mejor puente a la historia viva de la región y su gente. Pero no es la historia de la prensa el tema de este breve trabajo –por cierto, ejercicio intelectual que será seguramente más rico que el aquí llevado adelante–, sino las fuerzas que hoy enfrentan los gerentes de los diarios, en particular de las provincias argentinas, para preservar la rentabilidad de su negocio, requisito indispensable para una prensa libre y, consecuentemente, para seguir cumpliendo la noble misión de sus fundadores.

Un somero repaso histórico sobre la industria de la prensa muestra que han sido tres las fuentes de fuerzas que la afectaron: la económica (recurrentes crisis macroeconómicas, cambios de precios relativos en sueldos e insumos, caída de publicidad y circulación), la políticas (cambios de gobiernos provinciales y nacionales que, a través de un sistema de premios y castigos con la pauta de publicidad oficial o la “judicialización” de las diferencias ideológicas, pueden poner al borde de la quiebra un diario¹ y la tecnológica (para la prensa regional (correspondiente a provincias y ciudades argentinas) fue un verdadero desafío la aparición de la radio, luego la TV, más tarde la TV por cable –con mayores programas locales– y, a partir de 1998, los medios digitales que permiten la masividad de lo regional).

Esta última fuente, la tecnológica, en los últimos años se ha transformado en un volcán que no para de arrojar nuevos formatos y canales de acceso a la información. Ya no es sólo Internet como otra forma de acceder al diario de la mañana, sino una multiplicidad de canales: celular (con video, audio y texto), PDAs (Palm, Blackberry), radio por Internet, TV por Internet y hasta pantallas en la vía pública a bajo costo.

Diez años atrás, Internet y la telefonía celular sólo transmitían texto y voz. Hoy se han vuelto en sí mismos canales que permiten desarrollo de contenidos multimedia. Los contenidos se han hecho intercambiables entre canales. El mismo video utilizado por la televisión puede ser convertido para computadoras a través de Internet, para video de iPods y telefonía

celular. Dependiendo de las preferencias del destinatario (usuario, lector, oyente u televidente) texto, gráfica, video, fotos o sonido puede accederse desde cualquier medio digital.

Los informes anuales del *Project for Excellence in Journalism* (2005, 2006, 2007) vienen señalando que “los diarios no se extinguirán al final de la década pero no está claro cómo serán”. Se arriesgan a decir que “la información seguirá existiendo pero el diario ya no será el único referente de producto informativo de calidad”.

Sin embargo, en el último informe (2009) se sostiene que “la industria del periódico finalizó un 2008 de angustia e inició el 2009 muy cerca del borde del precipicio. Casi todos los periódicos están ahora llevando a cabo recortes tan profundos y rápidos que el simple esfuerzo para lidiar con el bajón en la economía sirve de distracción a los esfuerzos por reinventar la economía del negocio.

Los pronósticos continúan, pero la clave para que una empresa editora de un diario se encuentre herida de muerte o no, es el lugar en que se piense. Concretamente, según el mercado que considera que compite o competirá. Si sólo se reconoce en el mercado de noticias diarias impresas en un papel, claramente su futuro está amenazado. Menor lectura en ese formato, menor publicidad en ese formato, aumento del costo de papel y costos de distribución privados, son suficientes causas como para decretar su corta vida. Sin embargo, si cambia su forma de entender el negocio y se ubica en el negocio de la información periodística tiene un panorama alentador. Sus más de 100 años de sacar un diario todas las mañanas (o tardes) le permite contar con un capital invaluable para los nuevos escenarios: marca. Si esta empresa se ubica en el mercado de la información periodística, con la tecnología y la innovación, podrá recuperar la iniciativa como así también su rentabilidad operativa o al menos evitar que siga cayendo.

A continuación analizaremos las distintas variables que afectan a los diarios de las provincias y ciudades argentinas: caída de la circulación, menor publicidad gráfica, aumento de los insumos (papel), cambios de hábitos en el acceso a la información, nuevos canales de acceso a contenidos y masificación de Internet y telefonía celular.

Recordamos que nuestra hipótesis señala que la intensidad competitiva se exagera con lo cual los diarios deberán repensar su negocio y explorar nuevos formatos. Se buscará demostrar que las salidas van de la mano de la incorporación de tecnología e innovación en su utilización.

Caída de circulación

La venta de los diarios cae en todos los mercados desarrollados. El crecimiento mundial de 1,3% durante el 2008 y 8,8% en los últimos cinco años que trata de destacar la WAN (World Association of Newspapers), como síntoma de una industria vigorosa, esconden el fenomenal crecimiento de mercados en desarrollo como China e India. En los últimos cinco años la circulación aumentó alrededor del 50% en estos dos países.

La tendencia global sigue siendo decreciente como en las últimas tres décadas. En Europa, por ejemplo, las ventas de diarios cayó 1,7% en 2008 pese al empuje de países de reciente incorporación a la Unión Europea e Irlanda (éste último país con una escalada en la circulación del 15%). Otra realidad se vive en Francia (-1,55%), Reino Unido (-2,66%), Alemania (-2,1%) y España (-2,14%). El Cuadro 1 muestra la tendencia europea en los últimos años, con una clara caída en mercados desarrollados.

En los Estados Unidos, también durante el 2008, las ventas de diarios bajaron 5% según la Newspaper Association of America (NAA). En ciudades como Massachusetts la circulación cayó 7,3% según el Audit Bureau of Circulations. Grandes diarios metropolitanos están sufriendo pérdidas aún mayores. *Dallas Morning News* cayó 14,3%, *Los Ángeles Times* un 4,2% y *The Miami Herald* perdió 5,5%. En tanto, diarios nacionales como *USA Today* y *The Wall Street Journal* aún pueden mostrar pequeñas ganancias en circulación, mientras que *The New York Times* cayó 1,9%.

En el caso de la Argentina, la circulación local comenzó a recuperarse lentamente desde mediados de 2003 tras varios años de caídas, pero la industria dista de alcanzar los niveles de volúmenes de ejemplares del 2000 y está muy lejos de la situación que vivió en años previos, como 1997 o

Cuadro 1. Evolución de la difusión diaria de periódicos en la Unión Europea (en miles de lectores)			
País	1996	2004	1996/2004
Alemania	25.456	22.095	-13,2
Reino Unido	19.604	16.485	-15,9
Francia	8.656	7.934	-8,4
Italia	5.881	5.737	-2,5
España	4.143	4.284	3,4
Holanda	4.753	4.063	-14,5
Suecia	3.874	3.652	-5,7
Austria	2.382	2.57	7,9
Finlandia	2.335	2.255	-3,4
Bélgica	1.621	1.486	-8,3
Dinamarca	1.631	1.325	-18,7
Grecia	758	618	-18,4
Portugal	697	604	-13,4
Irlanda	544	548	0,7
Luxemburgo	135	115	-14,8
Total UE	82.47	73.771	-10,5
Fuente: World Association of Newspapers, 2005.			

1998. La crisis económica ha dejado su mella incluso en la cantidad de diarios: en 1995 había en la Argentina 190 diarios, tras la crisis quedaron alrededor de 145. Según datos del Instituto Verificador de Circulación (IVC), la merma de la venta de diarios respecto a 1998 es del 22%. La circulación total de diarios en la Argentina, ajustada por estimaciones propias (varios diarios no auditan sus ventas) fue de 1.272.000 ejemplares promedio de lunes a domingo durante el 2007. Respecto a este número, la caída de circulación comparada con 1998 sería aún mayor, alrededor del 25%.

Tras concluir la recuperación y comenzar lo que podría denominarse etapa de crecimiento económico “genuino”, se ha vuelto a reflejar la tendencia de estancamiento de ventas aunque de manera dispar, algunos diarios sí han podido avanzar² pero otros aún pierden. El diario *Clarín*, es uno de los

diarios que muestra la menor recuperación de sus ventas, y mantiene una caída del 35% respecto a 1998.

En tanto, los especialistas en prensa de las provincias argentinas consultados para esta investigación, sostienen que en relación con las décadas del ochenta y el noventa la circulación actual se encuentra reducida en un 15 a un 25%, y respecto a 1998 la baja de la circulación es de 11%.

Las cifras de circulación auditadas muestran que la mayoría de los diarios aún siguen buscando recobrase luego de la fuerte caída pero varios de ellos ya muestran síntoma de agotamiento. En el caso del mendocino *Los Andes*, éste pierde respecto a 1998 un 22%. Al salteño *El Tribuno*, un diario muy castigado durante el período de crisis, aún le resta transitar un largo camino de recuperación; cayó un 18%. En la provincia de Tucumán, su diario cabecera, *La Gaceta*, no ha experimentado una baja exorbitante como *El Tribuno*, pero ha salido de la crisis con una importante pérdida de circulación respecto a 1998, ya que pierde el 17%. El caso de *El Diario de Paraná* es extremo. Su tirada se estabilizó en los últimos meses con una merma del 50% respecto a 1998. En parte, esta pésima performance se explica también por la aparición de un nuevo diario, Uno de Paraná, que comenzó su actividad cuando el otro ya venía cayendo un 30% en circulación. En Córdoba, los diarios de la provincia tuvieron un comportamiento dispar. El principal de ellos, *La Voz del Interior*, perdió fuerte en el 2004 pero luego logró recobrase a tasas cercanas a la venta que tenía en 1998. En la ciudad de Santa Fe el vespertino *El Litoral* muestra una curva caída similar a la que experimentaron otros diarios cabeceras como *Los Andes*, *La Gaceta* y *El Tribuno* pero con una salvedad que debe ser tenida en cuenta: desde el 2004 enfrenta la competencia de un matutino, *Uno de Santa Fe*. En cambio, en la ciudad de Rosario, *La Capital* se ha transformado en la excepción del país, al sumar circulación respecto a 1998.

En la actualidad el panorama no es menos alentador. Quien más invierte en predecir la tirada de los diarios para planificar su producción, la empresa Papel Prensa S.A., que abastece el 75% del papel de los diarios argentinos, señala en el último balance de 2008 que el volumen de producción de papel para este año respecto al año pasado no se modificará (42.600 toneladas de papel).

Para hacer aún menos alentador el panorama de venta de diarios, un estudio de la consultora LatinPanel, señala que la compra de diarios en la Argentina de por sí es alta si se la compara con el resto de los países de América Latina. En la mitad de los hogares argentinos se compra al menos una vez por semana un matutino. En tanto, el 13% de los hogares compra el diario todos los días. A su vez, el estudio arroja que los anunciantes valoran los diarios argentinos porque los lectores son, en general, público de buen poder adquisitivo. ¿Pero esto es así? No pareciera reflejarse en la pauta publicitaria.

Publicidad

La inversión publicitaria mundial alcanzó en 2008 los 491.634 millones de dólares, un incremento del 1,3% respecto a 2007. El dato no es bueno porque los niveles de inversión se mantienen estables en cada región: 37% en los EEUU y Canadá, 25% en Europa, 4% a África y sólo 6% en América Latina con 29 mil millones de dólares. Brasil mantiene el liderazgo con una inversión publicitaria total de 8 mil millones de dólares, le sigue México con casi 3 mil millones de dólares y la Argentina con 1.678 millones de dólares.

La televisión es el principal medio en América Latina, alcanza inversiones publicitarias cercanas al 45% de la torta total. El punto más alto lo alcanza México que captura casi el 60% de la inversión realizada y el punto más bajo es Colombia que sólo acapara el 38%, muy cerca de la Argentina con el 41%.

Un dato a tener en cuenta es que los medios gráficos en América Latina en el 2008 perdieron terreno en relación con el 2007. Su participación sobre el total de la inversión publicitaria había sido del 25%, mientras que en 2008 fue del 22,6%. Parte de ese terreno perdido lo ganó la radio, que pasó del 6,6% en 2007 a una participación del 7,3% del total invertido en América Latina. También el crecimiento de la publicidad en vía pública, pasó de 4,5% en 2007 a 5,6% en 2008.

La inversión publicitaria en medios gráficos en la Argentina sigue estando muy por encima de la media regional. Según Mediamap, los medios gráficos argentinos acaparan el 34% de la inversión total, cuando en el país que le sigue (Chile) ese tipo de medios apenas llega al 27,24%. Los diarios argentinos solos, es decir, sin contar revistas, logran casi un 28% de la torta publicitaria. El porcentaje adquiere relevancia si se lo compara con México, donde los medios gráficos reciben sólo el 12% de la inversión publicitaria.

El caso de la Argentina

Según la Asociación Argentina de Agencias de Publicidad (AAAP), durante el año 2008 la inversión publicitaria total en la Argentina fue de 7.773 millones de pesos, un crecimiento del 22% en comparación con el 2007. La cifra mantiene la tendencia alcista pero aún lejos de superar la posición histórica alcanzada en 1998, pues en gran parte este incremento contiene efecto inflacionario. Por ejemplo, la torta publicitaria de 2008 alcanza sólo el 91% de la torta publicitaria de 1998 indexada a valores actuales (Inversión Publicitaria en 1998 ajustada según inflación IPC 1998/2008 = \$8.475 millones). El desvío de los presupuestos de las empresas hacia otras herramientas de comunicación que no se computan como inversión publicitaria, es decir, caída del volumen publicitario, es una de las causas que explican que aún no se recupera el monto publicitario de 1998.

Durante el 2008 hubo un fuerte aumento de tarifas que rondó un promedio del 25% para la TV abierta, un 15% para la TV por cable, un 14% para la Radio, un 20% para los Diarios y un 13% para las Revistas. Dentro de esta recuperación de la inversión publicitaria, la inversión en la vía pública alcanzó su pico histórico de 1998, pues tuvo en el 2008 un crecimiento real del 35%.

Para los diarios, la mala noticia es que la evolución de la publicidad está correlacionada con la circulación que no muestra vigor y con un agravante. Cuando la economía cae, la publicidad en los diarios lo hace por tres y cuando la economía vuelve a la senda del crecimiento, tarda más tiempo en recuperarse sin alcanzar la plenitud previa a la crisis.

Tras la fuerte caída de la publicidad gráfica durante la crisis (2001-2002) –casi ausencia absoluta según la plaza–, la recuperación estuvo lejos de los niveles de inversión de la década del noventa. El PBI cayó 11,3% respecto al año anterior y ocasionó una caída del mercado publicitario del 36%.

Esta misma situación se había vivido en 1995 tras la crisis mexicana (conocido como el “efecto Tequila”), que impactó negativamente en el PBI argentino en un 4,3%, con la correspondiente caída en la publicidad de aproximadamente un 15% respecto al año anterior.

Durante el 2008, el incremento de la inversión en publicidad en gráfica respecto al 2007 estuvo sustentado por la suba de tarifas; el incremento neto en avisos fue negativo (-1%).

Año	Millones de \$	Variación anual
1996	1480	
1997	1721	16%
1998	1871	9%
1999	1679	-10%
2000	1371	-18%
2001	1184	-14%
2002	842	-29%
2003	1091	30%
2004	1367	25%
2005	1609	18%
2006	1991	24%
2007	2209	11%
2008	2907	25%

Fuente: AAAP.

La participación de los medios gráficos sobre la torta publicitaria también cae alarmantemente. En el 2007 se llegó a su piso más bajo en 10 años: 34%.

Cuadro 3. Evolución de la participación de inversión publicitaria en medios gráficos argentinos sobre el total de la inversión publicitaria

Año	Participación
1996	43,76%
1997	45,14%
1998	47,39%
1999	43,53%
2000	40,25%
2001	40,41%
2002	41,91%
2003	41,55%
2004	41,45%
2005	38,79%
2006	37,32%
2007	34,80%
2008	35,31%

Fuente: AAAP.

A su vez, los diarios del interior durante el 2008 se quedaron con apenas el 3,8% de la torta cuando en 2007 acapararon 4,2% del monto total invertido en publicidad.

Cuadro 4. Evolución de la participación de los diarios del interior en la inversión publicitaria en medios gráficos

Año	Participación
1996	2,57%
1997	2,38%
1998	3,22%
1999	3,34%
2000	3,88%
2001	3,86%
2002	4,74%
2003	4,61%
2004	4,58%
2005	4,27%
2006	4,20%
2007	3,84%
2008	3,80%

Fuente: AAAP.

Según Jorge Buisel Quintana, gerente comercial CMI medios regionales, comercializadora de publicidad de medios del interior, en los últimos años se ha visto una reducción de participación de medios regionales en la torta total de inversión. “Se ha reducido fuertemente en las plazas de menores y se concentró en los grandes diarios, sobre todo Rosario, Córdoba y Mendoza”.

Publicidad oficial

Uno de los temas sensibles sobre la publicidad en los diarios es el manejo de la pauta oficial. Adira (Asociación de Diarios del Interior de la República Argentina) denunció discriminación en la publicidad del gobierno nacional, señalando que los diarios del interior son postergados y pidiendo un análisis racional de la distribución de pautas publicitarias. El hecho que despertó el reclamo de Adira en febrero del 2007 fue la falta de inclusión de la prensa regional en el anuncio de la licitación para setecientas escuelas en nueve provincias.

Según Adira, del 15 de febrero al 15 de mayo de 2006, Presidencia de la Nación, por medio de la agencia Télam, colocó 33 avisos similares en cada uno de los tres diarios más importantes de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires –*La Nación*, *Clarín* y *Página 12*–, en tanto que el medio del interior con más avisos fue *La Voz del Interior*, con sólo cinco avisos y de niveles de circulación que lo ubican como tercer diario del país.

Esta distribución pareciera no ser eficiente si se tiene en cuenta que los diarios locales o regionales, según Adira, suponen el 90% de la circulación en muchas ciudades del interior, y que además, quienes compran los diarios de Buenos Aires, en muchos casos también compran el diario local.

A su vez, dos estudios independientes sobre la distribución de la publicidad gubernamental del Gobierno Nacional y gobiernos provinciales sostienen que la asignación o no de publicidad estatal es utilizada como castigo a quienes informan de modo crítico, o recompensa para quienes respaldan la gestión.

El análisis de Poder Ciudadano, una organización no gubernamental que promueve la participación cívica, demostró que durante el 2005 *La Nación*, el segundo diario del país por circulación con 163.000 ejemplares de lunes a domingo, recibió un 17% menos en ingresos por publicidad gubernamental que *Página 12*, aún cuando llega a más del triple de lectores en días de semana. En tanto, la revista *Noticias*, crítica del gobierno, no recibió ningún aporte por publicidad gubernamental.

En el 2006 la Iniciativa Pro-Justicia de Open Society (un grupo radicado en Nueva York que promueve reformas legislativas en todo el mundo) y la organización no gubernamental argentina, Asociación por los Derechos Civiles, también examinaron la distribución de publicidad gubernamental en el informe titulado “Una Censura Sutil: Abuso de publicidad oficial y otras restricciones a la libertad de expresión en Argentina”, que reveló “una cultura enquistada de abuso persistente por parte de funcionarios de gobiernos provinciales que manipulan la distribución de publicidad con fines políticos y personales” e indicó que tales decisiones tiene efectos especialmente “insidiosos” en las provincias en las cuales la publicidad oficial es crítica para la supervivencia de muchos medios.

En una de las cuatro provincias analizadas, Tierra del Fuego, los medios reciben 75% de sus ingresos por publicidad de parte de dependencias gubernamentales. Aún cuando los medios nacionales dependen menos de la publicidad gubernamental, afirmó el informe, “esto no impide que el gobierno nacional asigne publicidad según lo que sólo se puede describir como favoritismo político”.

En una encuesta nacional de periodistas, realizada por Foro de Periodismo Argentino (Fopea), el 53% de los consultados identificó la dependencia de los medios con respecto a la publicidad oficial como el problema más acuciante que enfrenta la profesión. Estos resultados, divulgados en noviembre, se basaron en datos provistos por 282 respuestas de un cuestionario elaborado por el grupo y enviado a periodistas en todo el país.

Aumento en el costo del papel

A fines de 2003 los diarios debieron comenzar a ajustar sus precios de tapa para contrarrestar los efectos de la inflación en sus costos ante un panorama de lenta recuperación de la publicidad. Antes de la crisis, más del 30% de los costos de los diarios estaban dolarizados.

Dentro de los aumentos de los costos, el insumo que se transformó crítico por su fuerte incidencia en los balances de los diarios fue el papel. En la Argentina, tras la crisis, su precio acompañó la cotización del dólar en un ciclo internacional de subas en el valor del insumo.

A pesar de que cada diario, por el tipo de compra y negociación (cupos) que ha logrado con su proveedor tiene su propio precio, el Balance de Papel Prensa S.A. (empresa que abastece más del 75% del papel utilizado por los diarios argentinos) muestra el fuerte incremento del insumo. La línea “Costo de mercaderías vendida” arroja que durante el primer trimestre de 2007 respecto a mismo trimestre del año pasado, el incremento fue del 51%.

Los balances de los diarios presentados en la Inspección General de Justicia muestran más datos sobre el aumento de la incidencia del papel y su consecuente erosión de rentabilidad. Para *Clarín*, por ejemplo, los costos por ventas (en el cual el papel tiene una fuerte participación) en el 2007 y 2008 se incrementaron en mayor proporción que los ingresos por publicidad. Su último balance disponible muestra que pese al incremento de la publicidad del 23%, se deteriora la relación Venta de Publicidad / Costo de Ventas, pasando del 93% al 95%.

Otra forma de ver el aumento de la incidencia del papel en los diarios, pero específicamente en la prensa regional, es la comparación del costo de una tonelada de papel (una bobina, según su diámetro pesa entre 700 y 900 kilogramos) con relación al valor de una página de publicidad de “tarifa nacional”. A principios de 2006 un diario de 12 mil ejemplares de una ciudad relevante del interior del país podía comprar cuatro toneladas de papel con los ingresos de una página entera de publicidad, a fines del 2007, lograba comprar dos toneladas. Durante el 2008, las tarifas de

publicidad experimentaron una importante recuperación pero el precio del papel siguió su ritmo, hasta llegar a 2.200 pesos la tonelada.

A “grosso” modo se puede calcular que para un diario formato tabloide de alrededor de 56 páginas (peso total de alrededor de 200 gramos) el costo del papel alcanza los 50 centavos. Es decir, un costo (sólo papel) que apenas es cubierto por el precio de tapa –entre el 45 y el 50% del ingreso por éste se queda en manos del canal de distribución (los repartidores de diarios, o “canillitas”).

El incremento del papel se ha hecho presente en la disminución de revistas dominicales en determinados diarios del interior del país. Durante el 2004 hasta mediados del 2005 varios diarios del interior del país volvieron a editar revistas dominicales propias o de terceros tras discontinuarlas durante la crisis. Sin embargo, durante el 2006, un tercio de estos diarios decidieron nuevamente quitarlas o reemplazarlas por productos propios tipo suplementos con menores costos operativos. Una revista dominical que tenía un costo de producción de 23 centavos por ejemplar para diarios cabecera de ciudad en 2004 pasó a tener un costo de 52 centavos en 2008.

Cambios de hábitos

Como mencionamos, en los últimos treinta años hubo una reducción de la lectura del diario que en cierta medida obedeció a la posibilidad de satisfacer la necesidad de información mediante otros medios de comunicación. Esta tendencia parece exacerbarse en los últimos años transformándose en un fuerte desafío al atacar no solo su caja sino también el principal capital que tienen los diarios para aprovechar la multiplicidad de accesos a la información, su marca.

Un relevamiento en la Universidad Nacional de la Plata, realizada por la Facultad de Periodismo y Comunicación Social, muestra que los futuros profesionales de esa ciudad no leen el diario local. Sólo el 18% de los encuestados (alrededor de 300 estudiantes) manifestaron leer el diario como rutina diaria.

El costo del diario³ no ha sido señalado como una restricción, sólo adujeron desinterés el tipo de información presentada por los diarios locales. El relevamiento señala además que la radio es el medio preferido por los estudiantes para acceder a la información local, y en particular las radios FM. En segundo lugar Internet y las carteleras o sus propios compañeros cuando desean actualizarse sobre la agenda universitaria.

Esta tendencia se viene replicando en distintos estudios de mercado en otras ciudades de la Argentina, como así también en plazas de economías desarrolladas. Cada vez más gente elige otros medios de comunicación (radio, TV, Internet) para informarse.

Un informe a cargo del Innovations International Consulting Group señala que los diarios estarían perdiendo su posición de “autoridad informativa” en sus respectivos mercados, debido a alternativas, la mayoría gratuitas, como la radio, y debido a los cambios generacionales, más aún cuando algunos comportamientos periodísticos y empresariales han devaluado sus marcas. A su vez se registran cambios de hábitos en su consumo: disminuyen los lectores y compradores diarios los días laborables y aumenta la lectura y la compra durante el fin de semana, en especial los domingos. Algunos informes, como el de la American Press Institute, afirman que el diario del domingo –con mayor oferta de contenidos y promociones– se ha convertido en competencia para los diarios de la semana. La gente encuentra allí toda la información que requiere, sintetizada, analizada y estructurada de forma tal que hace atractiva y fácil su lectura.

Según el IVC, la circulación de *La Voz del Interior* es superior los domingos en un 60% a la de los demás días. Su tirada es, en promedio, de 63 mil ejemplares diarios de lunes a sábados y de aproximadamente de 105 mil los domingos. En el caso de *Los Andes* de Mendoza, esta tendencia se profundiza, el diario del domingo llega a triplicar el diario de semana, y la tirada aumenta un 133%.

Este cambio de hábito decidió aprovechar al máximo el empresario Fontevecchia con su diario de domingo *Perfil*, que comenzó con una circulación de cuarenta mil ejemplares y hoy alcanza los 60 mil. El dato curioso es que ha logrado incorporar nuevos lectores de determinadas

zonas de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires sin afectar fuertemente a su potencial competidor *La Nación*.

La atención a los diarios sólo se revitaliza cuando hay acontecimientos de fuerte implicancia local. En el caso de un diario de la provincia de Buenos Aires (8.700 ejemplares), la tirada alcanza números de los años ochenta (13.000 ejemplares) cuando ocurre algún hecho trágico (asesinato, accidente, etc.) con nombre y apellido de protagonistas locales. Este efecto permite cierto optimismo en la prensa regional. Según un estudio de la Oficina de la Justificación de la Difusión (OJD), en España, luego del profundo cambio que implicó la llegada de la TV local (cable) y las radios durante la década del 80 y 90, los diarios regionales se estabilizaron y hoy, mientras los diarios nacionales ven mermar sus tiradas por la llegada de nuevas formas de acceso a la información, los diarios regionales ibéricos mantienen su penetración y tiradas.

El informe *The State of the News Media* del 2006, también señala este efecto. Dentro de las seis tendencias que identifica el informe, una de ellas que es “los grandes diarios metropolitanos y nacionales son los más afectados” por el nuevo escenario, pero “se defienden mejor los diarios locales”.

De todas formas, un dato a tener en cuenta entre las consecuencias de la llegada de nuevos canales de acceso a la información es que todas las audiencias, incluso la de diarios impresos, se han fragmentado, poniendo en riesgo el diario *multi-target* para toda la familia. Así, las grandes audiencias están en extinción. Hasta en la televisión se divide con los nuevos canales específicos. Las radios han multiplicado sus perfiles. De esta forma los diarios regionales, para competir en mercados donde antes su penetración los hacía líderes deberán definir su posición en un ecosistema más especializado, personalizado y donde la audiencia pide seleccionar más. Tal vez la receta será ir a lo extremadamente local con nombres propios en cada una de las historias contadas.

Audiencia en Internet

Según datos del World Digital Media Trends, la OECD, y el World Fact Book (CIA, 2008) el mundo estaría dividido en tres áreas según su nivel

de acceso a Internet. Los países escandinavos, Estados Unidos, Australia, Reino Unido, Alemania, Países Bajos, Nueva Zelanda, Corea, Japón y Portugal, tienen más del 75% de penetración de Internet; Austria, Bélgica, República Checa, Francia, Irlanda, Italia y España tienen entre 50 y 75%, y Argentina, Brasil, Canadá, Chile, China, Colombia, Grecia, Hungría, India, México, Polonia, Rusia, Sudáfrica, Turquía, Venezuela tienen menos del 50% de la población con acceso a Internet.

Pero el dato relevante es que a nivel mundial las noticias son un destino popular de los usuarios. Una investigación de Nielsen NetRatings señala que la mayoría de la población con acceso a Internet accede regularmente a noticias y sitios de información en todo el mundo, especialmente en los Estados Unidos (74%), Francia (74%), Suiza (69%) y el Reino Unido (67%).⁴ La mala noticia es que los sitios de noticias más populares en el mundo son las grandes marcas de Internet como Yahoo!, MSNBC y CNN, aunque entre los 10 primeros hay diarios como *The New York Times*, *Gannett* y *USA Today*.

Según cifras de la NAA, los lectores de diarios digitales rejuvenecen la audiencia de los diarios y hacen crecer a los periódicos norteamericanos un 14% entre los lectores de 25 a 34 años y un 9% entre los más jóvenes (15% y 10%, según las últimas cifras). En total, unos 65 millones de norteamericanos son ya lectores de prensa digital, lo que representa uno de cada tres internautas, con un crecimiento del 25% en 2008 sobre el año anterior.

Cifras del Pew Research Center for the People & the Press señalan que la audiencia de los diarios digitales creció 25% en 2008 y registra un aumento de más del 250% desde el año 2000. Según KPMG Internacional, el 70% de los jóvenes españoles menores de 25 años se informa exclusivamente por Internet. Mientras que el 34% de los encuestados en España, elige Internet como fuente preferida de información, un 26% prefiere la prensa escrita, un 25% la televisión y un 11% se decantan por la radio.

Internet en la Argentina

Según la consultora D'Alessio, en la Argentina la cantidad de usuarios de Internet pasó de 4.9 millones de personas en octubre de 2003 a más de 16 millones de personas en mayo de 2008 (definiendo a los usuarios de Internet como la persona que utiliza Internet independientemente del lugar desde donde accede y de la cantidad de veces que se conecta). El informe observa que el acceso a Internet seguirá sumando usuarios porque cada vez más gente se conecta desde el trabajo y desde las instituciones educativas. Y, a su vez, el contexto económico colabora para incorporar Internet en el hogar, principalmente de banda ancha. Quienes se han incorporado en el último año son jóvenes de clases medias bajas y bajas, y los adultos de clases medias y medias altas.

A su vez, la investigación concluye que Internet comienza a tener “peso” propio como medio y genera grandes cambios en el mundo de las comunicaciones. El 81% de los usuarios accede diariamente y comienza a competir en entretenimiento con la TV y como medio de comunicación con el teléfono. En materia informativa tiene un atributo único como medio: la actualización permanente de las noticias que genera nuevos hábitos. Mientras que antes las personas se informaban básicamente en dos momentos del día (al salir y al regresar a su hogar), ahora el diario *on line* permite informarse durante todo el día.

El informe señala entre otros datos, que:

- Internet continúa con su movimiento de desplazamiento de otras actividades en 8 de cada 10 usuarios. Y las “desplazadas” son principalmente la TV y el teléfono.
- Internet se encuentra presente a lo largo de todo el día en los hogares. En la primera hora compite en interés con la radio. A la tarde es el medio que predomina. Durante el “prime time” comparte el tiempo de los usuarios con la TV. De 22 a 24 hrs la TV cobra ventaja, a partir de ese momento el usuario se “desconecta”. Internet ya no es un bloque y las diferentes funciones que cumple compiten entre sí por el tiempo del usuario. Durante la mañana es pareja la incidencia de la lectura de diarios

on line con la navegación. A partir de ese momento predomina junto a otras funciones.

- Internet continúa funcionando como el medio de conexión entre el lugar de trabajo y el mundo exterior. Para 8 de cada 10 usuarios no interfiere en las actividades laborales, retrasando el horario de salida.
- El diario *on line* acompaña durante todo el día a los Internautas que se conectan desde su trabajo. El pico en la lectura de diarios *on line* se produce a la mañana, pero luego continua, ganando espacio a la navegación. A partir de las 19 hs. ya en su hogar, 5 de cada 10 usuarios prenden la TV pero 3 quedan conectados a Internet hasta las 22 hs.

Telefonía móvil

El teléfono móvil es otro canal de extrema relevancia para los diarios regionales que producirá cambios e innovaciones en la prensa ya que es el instrumento más masivo y democrático. La penetración de la telefonía móvil en el mundo en 2006 alcanzó el 100% de la población en Europa, y más del 95% en EEUU. Según el informe DigiWorld América Latina 2007, la penetración en la región se triplicó en los últimos años y duplica las líneas de telefonía fija. A finales de 2007, el nivel de penetración de la telefonía celular alcanzará el 50% de la población.

En la Argentina, según un informe de la consultora Investigaciones Económicas Sectoriales (IES), las líneas de telefonía móvil efectivamente activas, alcanzaron 37 millones, el grado de penetración es tan alto que la industria inició su “etapa descendiente”.

La popularidad mundial de la telefonía móvil permite estimar, según la empresa española ADS Media, especializada en publicidad en telefonía móvil, que la inversión mundial en este canal en el año 2011 alcanzará los nueve mil millones de dólares. El optimismo –la cifra es similar a la que alcanza la inversión en Internet este año en Europa–, obedece a que el 93% de los usuarios están dispuestos a aceptar este tipo de publicidad a cambio de servicios gratuitos, entre ellos contenidos.

Ocurre que recibir contenidos gratis o mensajería bonificada a cambio de publicidad se ha convertido en el premio preferido por los usuarios más jóvenes. Para las empresas esta alternativa es muy interesante, la tecnología vinculada a la telefonía móvil permite integrar las bases de datos de usuarios y segmentar la publicidad, de acuerdo con las características del receptor. Este servicio ha despertado ya el interés de anunciantes de sectores como los bancos, automotrices y entretenimiento. Los formatos publicitarios que se incluyen a los SMS enviados por un usuario, los vídeos o formatos publicitarios para portales WAP, se encuentran entre los servicios publicitarios de marketing móvil más solicitados por los anunciantes.

Otro canal digital aunque menos difundido es el que hoy se denomina el libro electrónico. La consultora Claves sostiene que una de las amenazas para la industria es el surgimiento del papel electrónico debido a sus menores costos y menor impacto ambiental. Antes que termine la década se podrá comprar tecnología flexible como papel electrónico o televisores enrollables que serán un sustituto de los periódicos tradicionales o las revistas de papel. Las páginas electrónicas podrán situarse en la parte trasera de una computadora, y los usuarios podrán descargarse presentaciones de *e-papers*, para luego utilizarlos físicamente como si se tratara de un libro o un periódico.

Ingreso por publicidad digital

Los ingresos publicitarios acompañan el incremento de la audiencia en Internet en todo el mundo según su nivel de desarrollo. En el 2008, en Europa, esta inversión alcanzó los diez mil millones de euros según un estudio de la International Advertising Bureau Europe y PricewaterhouseCoopers.

El Reino Unido es el país con mayor presupuesto de publicidad digital, alcanzando el 39% del total invertido en Europa, le sigue Alemania con el 22%, Francia (15%) y los Países Bajos llegaron a convertirse en el cuarto mercado más grande del sector.

La publicidad en buscadores (Google), con un 45% de la inversión, se convirtió en la herramienta más demandada por los anunciantes, seguida

de los anuncios clasificados y directorios (22%) y el marketing por correo electrónico (1,6%).

En el Reino Unido el empuje digital es mayor y por ello aumentan los casos de convergencias de redacciones como *The Guardian*, *The Times* o *Financial Times*. La BBC está inmersa en una gran operación de convergencia digital (televisión, radio, internet) y ha convertido ese objetivo en el argumento principal de la renovación de su licencia.

Un estudio de Deloitte señala que los editores británicos creen que la publicidad digital suma y no resta a la de papel. Esperan conseguir el 40% de sus ingresos de Internet en 2012 después de los crecimientos de los últimos dos años.

Estados Unidos

En los Estados Unidos, según Price Waterhouse Coopers y la International Advertising Bureau (IAB), los ingresos publicitarios *on line* alcanzaron en 2008 los 21 mil millones de dólares, un aumento del 8,5% respecto a 2007.

La publicidad en Internet representa ya en los Estados Unidos el 8% de la torta total, lejos aún del idílico 10% de cuota que defienden los expertos, pero aumentando su participación (en el 2005 era el 4,7% de la torta publicitaria).

El dato significativo en este mercado es que aumenta la publicidad *on line* en medios tradicionales respecto a sus rivales en Internet como Google y Yahoo. Los datos provienen de unos de los primeros estudios que busca echar luz en la publicidad *on line* de los diarios realizado por el grupo Veronis Suhler Stevenson (VSS). Hoy la participación de medios tradicionales es del 37% de la publicidad en Internet, cuando en 2000 era de 20%.

En el Congreso de la WAN en junio de 2007 en Ciudad del Cabo, Sudáfrica, la NAA presentó un informe que estima que los diarios de los Estados Unidos lograrán el 25% de sus ingresos publicitarios por Internet en el año 2011, con un crecimiento anual del 35% en un escenario con la publicidad en papel estancada o con ligeros descensos.

La Argentina

Como ya se mencionó en esta investigación, la Asociación Argentina de Agencias de Publicidad estimó que la inversión en publicidad en la Argentina en 2008 fue de 7.773 millones de pesos, cifra algo superior a la estimación realizada por Mediamap, el dato relevante fue que para ambos estudios la inversión en Internet ya alcanza el 3% del total.

Los datos del 2008 se completan con la versión del Internet Advertising Bureau de Argentina (IAB), 23% de crecimiento respecto a 2007 y una torta total de publicidad *on line* en la Argentina de 300 millones de pesos. Empresas de telecomunicaciones, bancos, automotrices y firmas de cuidado personal, fueron los principales auspiciantes en ese año.

Se estima que en pocos años la publicidad *on line* alcanzará en el mix de medios global una participación superior al 5% como en países desarrollados. Las razones del aumento de la inversión en particular para la Argentina en el 2008 fueron: aumento de internautas, experiencia positiva de los anunciantes y mayor interacción que la publicidad tradicional.

Una reciente investigación de Enrique Carrier (especialista en Internet) y Alejandro Prince (presidente de la consultora Prince & Cooke), sostiene que durante el 2008 la cantidad de usuarios en Internet (todo aquel que se conecta un par de veces a la semana durante, por lo menos, una hora para usar algunas aplicaciones como navegar, chatear, bajar fotos, mandar mails), alcanzó los 16 millones de personas. Pero para estos autores el dato más interesante es la mayor cantidad de horas que los usuarios pasan navegando: “El desarrollo de la banda ancha y las conexiones en hogares, en ambientes de trabajo o en los cybers colaboraron a que se generaran más contenidos. Hace unos años había menos portales, menos servicios. Hoy, hay un montón de cosas para hacer. La combinación de estas dos variables, que se van retroalimentando y hace que la gente navegue más tiempo. Eso implica también un desafío creativo para quienes generan los contenidos porque tienen que abarcar un espectro más grande”.

Por esta razón los investigadores consideran que la publicidad *on line* “está muy lejos del techo de todo lo que puede hacerse en la publicidad

online. “Este mercado sólo puede crecer, pensar que se está llegando a un techo sería ridículo”, sostienen y pronostican: “Los medios más chicos se mantendrán con los enlaces publicitarios o con pautas más pequeñas, mientras que las grandes inversiones irán hacia los medios que traten temas más populares”.

El somero panorama de la industria de la prensa regional que se presentó en las páginas precedentes muestra que la industria enfrenta una fuerte transición que pone en riesgo su supervivencia. Podríamos decir que las bases que garantizaron su rentabilidad durante el siglo pasado están amenazadas, pero el nuevo escenario no termina aún de llegar, y mucho menos se vislumbra una rentabilidad que pueda reemplazar la ecuación de valor de los fundadores de los diarios regionales.

Vimos que la prensa regional, al igual que en el mundo desarrollado, vuelve a su senda de menor circulación una vez que se recuperaron las tiradas luego de la crisis. Un dato no analizado, es que estas menores tiradas a su vez, cuentan con un menor precio de tapa respecto a niveles pre-crisis ajustados por inflación. Los diarios han visto muy arriesgado ajustar el precio de tapa en tanto que sí se han animado con la tarifa publicitaria.

También mostramos cómo la torta publicitaria para diarios de las provincias y ciudades de la Argentina se reduce. A su vez, que en los últimos años los diarios deben lidiar con un insumo crítico como el papel. Su incidencia en el costo de venta se ha vuelto excesivo. Todas las ecuaciones de retorno de suplementos, revistas (anabólicos) deben ser recalculados casi diariamente.

También se ha mencionado cuestiones puntuales como la reducción del ocio durante la semana que se hace palpable con la nueva competencia del diario del domingo.

Por otro lado, la industria de la prensa regional enfrenta fuerzas que afectan particularmente su dominio de la agenda local, a través de una mayor competencia con otros diarios pero también con radios locales y la TV por cable, también con producciones locales.

El mismo desafío que presentan los nuevos canales de acceso a la información que obligan a reaccionar. Sitio en Internet, telefonía móvil y otros

tipos de dispositivos aumentan su penetración cambiando los hábitos de informarse y fragmentando audiencias.

Antes de presentar un análisis de las salidas sugeridas en esta investigación para que los diarios regionales puedan aprovechar estos cambios de escenarios, es necesario tener en cuenta algunas de las tendencias que se están vislumbrando a nivel mundial.

Tendencias mundiales

Michael Rogers, “futurista” y encargado de señalar las tendencias para el *The New York Times*, en una entrevista brindada a Gastón Roitberg de *La Nación* adelantó que “los medios del futuro serán fundiciones digitales”. Para el especialista, el cambio clave es el creciente poder de los dispositivos móviles y portátiles para el consumo del contenido de los medios. Dichos dispositivos serán más poderosos pero también las redes a las que estarán conectados serán mucho más veloces, lo cual permitirá crear una experiencia más valiosa en la pantalla chica. Estima que dentro de cinco años es posible que las personas utilicen exclusivamente dispositivos móviles en vez de computadoras portátiles de la misma forma en que en la actualidad vemos a personas usando más computadoras portátiles que de escritorio.

Los videos y el audio serán mucho más comunes en los sitios web que ahora, dominados por el texto. Para entonces, estima que se habrá perfeccionado la capacidad para introducir las secciones que se pueden cliquear (hipervínculos) directamente en el video, de manera que se podrá emplear el video, más que el texto, como principio organizador de las historias interactivas.

Ante este contexto, Rogers considera que todas las compañías dedicadas a los medios de difusión se convertirán en “fundiciones digitales”, como las fundiciones de acero, en las cuales toda la información será capturada en forma digital y luego “empacada” y enviada de diversas maneras (por medio de video, Internet, audio, impresión). Para ello es importante que se reúna la información de forma integrada para lograr la máxima eficiencia.

Las historias aparecen primero en el sitio web y luego en una versión impresa, que seguirá teniendo una importante audiencia y será rentable, será “lo mejor de la versión digital”, un sub-producto de esa versión *on line*. El principio rector: es mucho más fácil tomar un producto digital y convertirlo en una versión impresa que hacerlo al revés.

The New York Times no sólo está analizando nuevas formas de entrega relacionadas con los dispositivos móviles, también le está prestando atención al living de los hogares con archivos de audio (podcasts, en idioma inglés) y videos que, con el equipo correcto, se pueden ver en la pantalla grande.

Otra voz autorizada es Mario García, director de García Media Group, con sede en los Estados Unidos, uno de los más prestigiosos consultores de diarios del mundo quién rediseñó casi cuatrocientos cincuenta diarios. Durante su disertación en el Congreso de la WAN de 2007 sostuvo que los diarios que quieren subsistir a la era de la tecnología deberán ofrecer su información *on line* y por teléfono celular: “Debemos comprender que es *on line* donde ocurre la acción y debemos reabrir nuestros recursos periódicos” en ese terreno, sostuvo García y reafirmó la nueva trayectoria informativa: la información de un acontecimiento importante se ofrece en un primer momento mediante una alerta enviada al correo electrónico o al teléfono celular y después se lee *on line*, antes de terminar por los periódicos en papel a la mañana siguiente.

Ante este escenario, interesa poco que los diarios repitan la información dos horas después de que haya sido ofrecida en primera instancia. Pero deberán aprender a proponer a los lectores nuevos artículos con otros ángulos. Los diarios tienen que prepararse mejor para “el segundo día” presentando novedades, consecuencias, reacciones y otros elementos nuevos que añadir a los que ya el público ha conocido por televisión, radio o internet.

Estas tendencias señalan que uno de los primeros pasados que deberían dar los diarios para estar preparados para enfrentar los nuevos escenarios de acceso a la información es la fusión de las redacciones digitales e impresas. Es una tendencia que ya está en marcha en diarios de mercados desarrollados como *The New York Times*, *The Daily Telegraph* (Reino Unido), y *Die Welt* (Alemania), y que está llegando a otros mercados: M. Makhanya, editor

del *Sunday Times*, diario líder Sudafricano con más de 100 años de vida, anunció que su diario se convertirá en el primero de su país en tener redacción integrada.

Por su parte, Mike van Nielrke, editor general de Fairfax, un poderoso conglomerado de medios australiano lo aconsejó a todos los periódicos también en el Congreso de la WAN a través de su ponencia “Adaptarse o morir: las salas de redacciones en la cuerda floja”. Para el editor, esto es una tendencia inevitable pues “las audiencias ya están integradas”.

Pero hay excepciones, pues el consenso no es total. El *Washington Post*, otro diario emblemático de los EEUU, decidió sostener las dos redacciones, la del diario impreso y la del digital, en espacios separados. En su versión virtual, este diario edita más temas de política internacional que en su versión impresa.

En la Argentina, esta tendencia ya está instalada, los diarios *La Nación* y *Clarín* han avanzado en ese camino pero es este último diario el que ha desarrollado un plan concreto de cambios que lleva a la fusión de las redacciones. Mediante una gran H en la mesa de redacción del diario, hoy trabajan codo a codo los responsables de la página y los editores del diario.

Ya en 2006 *Clarín* había apostado fuerte a su página web. Mediante un renovado diseño otorgó mayor despliegue a contenidos diferentes a los de la edición impresa, una imagen inspirada en los blogs. En particular, los anunciantes están satisfechos con el nuevo formato que permite publicidades más grandes y mejor integrados en las páginas de contenidos, al estilo de *NYtimes.com* o *Washingtonpost.com*. El Informe del Día, una pieza redactada para la edición digital que se publica después del mediodía, ha sido un éxito y el equipo del diario argentino estudia la mejor forma de abordarlo cada día.

Tras este éxito, han lanzado *IECO.com* el suplemento de economía que también utiliza la pata digital con su propio sitio *on line* para continuar la versión de domingo y adelantar las noticias de la versión impresa del domingo siguiente.

Los periodistas de cara al cambio

Makhanya sostuvo en su disertación que su diario también adelantó la capacitación de periodistas para redacciones interactivas, busca periodistas entrenados en multimedia y multiplataformas. “Usamos medios digitales para guiar a nuestras periodistas a la versión impresa y la versión impresa para guiar a nuestros lectores a la versión *on line*”, dijo.

Michael Rogers, en tanto, no considera que los periodistas tengan que ser expertos en todos los formatos (escritura, toma y edición de fotografías, filmación de videos, grabación de entrevistas en audio, etc.). Algunos serán más hábiles para hacer algunas cosas, además de que no será necesario que sepan todo. Es el caso de las noticias de último momento, no es necesario tomar fotografías al mismo tiempo que se escribe la nota. El analista sí considera que los periodistas del futuro deberán “ver” en todos los tipos de formatos posibles. O sea, deberán poder mirar una historia y decir: aquí se podría utilizar un video y aquí hay un audio muy valioso, pero también deberíamos confeccionar una base de datos y una animación. Otros miembros especializados del equipo pueden ser los encargados de producir en la práctica estas partes, pero los periodistas tienen que decidir qué acciones son necesarias.

En este sentido, la capacitación en ciertas tecnologías digitales será buena pero no obligatoria, de igual forma en que los periodistas gráficos del siglo no necesitaban saber cómo dirigir una imprenta. Al buscar la “capacitación sobre tecnología digital” (como la edición en video o audio, o el desarrollo de software) no se debe desentender lo esencial, el hecho de brindar información. Las bases del periodismo siempre se aplicarán: cómo abordar una historia, cómo investigar y entrevistar, cómo ordenar una historia para que informe y, a la vez, conservar la atención del lector. Estas aptitudes son vitales independientemente del medio que utilice el periodista.

Hay, de todos modos, algunas aptitudes nuevas que también se tornarán importantes: la capacidad para crear un blog, saber cómo incorporar vínculos en una historia, hacer interactuar a la audiencia en debates y en anuncios, y la capacidad para escribir artículos más cortos pero que contengan mucha información.

Propuestas para la industria de prensa regional

Esta investigación propone algunas salidas para la prensa regional ante este panorama complejo:

- Generar contenidos propios (locales e hiper-locales) para distribuir por los nuevos canales de acceso a la información: Internet, celulares y PDA (Palms, Blackberry).
- Consolidar en sitios propios la búsqueda locales de propiedades, empleos, automotores y comercio electrónico.
- Producir contenidos multimedia.
- Comenzar con la capacitación de “Mojos” (*mobile journalists*).
- Desarrollar plataformas de periodismo participativo y redes sociales.
- Diarios más pequeños con menor utilización de papel pero preservando disponibilidad para la publicidad.
- Versiones impresas extremadamente locales.
- Preparar al lector con artículos de “segunda lectura”.
- Apuntar a una edición de diario/revista de fin de semana de “tercera lectura”.
- Consolidar imprentas, que sean pocas y eficientes.
- Combinar mix de publicidad impresa y *on line*.
- Consolidar empresas por región (integrarse en una sola editora).

Antes de detallarlas con mayor profundidad cada una de las iniciativas es necesario dejar en claro que los diarios deberían tener en cuenta tres cuestiones fundamentales.

La primera cuestión fundamental, y que pareciera no estar en línea con las conclusiones de esta investigación, es no desesperarse por salir al ruedo con nuevos formatos. Pese a que se ha dejado constancia de algunas tendencias consolidadas a nivel mundial, cada país y, en particular, cada plaza, tiene sus propios tiempos. Los errores se pueden pagar caros y tal vez sin posibilidad de una segunda oportunidad. Por ello, cada una de las incursiones en los nuevos canales de accesos a la información deben ser de impacto controlable. Es decir, a través de pruebas piloto, con resultados que puedan ser debidamente mensurados y extrapolados a escenarios de mayor inversión.

El segundo punto, en parte relacionado a la advertencia anterior, se resume en “no matar la vaca lechera”. Los análisis y estimaciones indican que las versiones impresas convivirán con las digitales por mucho tiempo. Esto es una muy buena noticia en tanto la necesidad de *cash flow* para enfrentar los nuevos escenarios es alta y de largo aliento. En todo caso, los diarios regionales deberían redoblar esfuerzos para tener una versión impresa lo más rentable posible. Aplicar todos los secretos y estrategias para sacar el mayor provecho de un mercado en declinación.

Por último, se deberá cuidar como nunca la marca, el capital de mayor valor para ingresar con éxito en los nuevos canales de acceso a la información. Ello exige redoblar el compromiso con la verdad y aumentar la calidad en el tratamiento de la información. En particular, mantener alta la exposición en el segmento de los más jóvenes y lanzar campañas de marketing que apunten a que la marca se transforme en un sinónimo de la plaza. Es la marca la que permitirá que alguien baje a su teléfono celular un flash del diario de su ciudad desde cualquier lugar del mundo, lea un mail de alertas, no descarte un mensaje de texto o utilice como página de inicio de navegador de Internet la página web de un diario regional.

Volviendo al desarrollo de las propuestas, agregaré que:

- Generar contenidos propios para distribuir por los nuevos canales de acceso a la información es la apuesta más simple y ya transitada por varios diarios incluso en la Argentina. Los dos principales diarios de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires tienen este tipo de servicios. *Clarín* y *La Nación* ofrecen parte de sus contenidos para celulares, a 0,20 centavos el mensaje de texto, en tanto que las versiones para bajar en Palms o leer por Blackberry no tienen costo.
- Para consolidar en sitios propios la búsqueda locales de propiedades, empleos, automotores y comercio electrónico hay que dejar de lado la versión “clasificados *on line*” para pasar a desarrollar sitios específicos de búsqueda de automotores, empleo y propiedades en la plaza. El *Día de La Plata* y *La Voz del Interior*, entre los diarios regionales, se desataca con sus portales e-auto y e-propiedades.

- Fusionar la redacción digital con la redacción del diario impreso es uno de los puntos de partida para adquirir los reflejos y las capacidades necesarias para explotar los nuevos canales de acceso a la información. Una sola redacción es el paso previo para la redacción multimedia que ya se están montando en diarios de las principales ciudades del mundo. Es la manera más natural de integrar a periodistas de distintas generaciones en la utilización de nuevas herramientas tecnológicas. En la Argentina algunos diarios han comenzado a trabajar en esta dirección: *La Nación*, *Clarín* y *La Voz del Interior*.
- Una vez que los periodistas han logrado incorporar tecnología, los diarios regionales deberían comenzar con la producción de especiales multimedia (videos, imágenes, audio, texto, infografía, ilustraciones) que puedan ser visualizado a distintos formatos: iPhone, PDAs, MP4, Internet, de fuerte anclaje local con protagonistas reconocidos en la plaza. Estos especiales multimedia serán la punta de lanza para la televisión digital, formato en el cual los diarios (por marca y capacidad de producción de contenidos) van a correr con ventaja.
- Por otro lado, el “Mojo” es un periodista que ya tiene incorporado en su manera de “ver” la noticia los distintos formatos que puede utilizar para su mejor presentación. No necesariamente debería ser un “nativo tecnológico”, puede ser un periodista con trayectoria gráfica pero una particular habilidad para incorporar tecnología. Este periodista sale a la “calle” con su notebook, cámara digital y grabador digital y transmitir a la página web del diario de acuerdo al formato que mejor pueda “presentar” la información. Será un recurso indispensable para las primicias. Desde donde se encuentre podrá ir alimentando la noticia colgada en la página web del diario con videos, fotos, textos o audio y, eventualmente luego, en la redacción, escribir la respectiva nota de “segunda lectura” para la versión impresa del día siguiente.
- El desarrollo de ciudades digitales, donde gran parte de las relaciones entre el gobierno local y sus ciudadanos comienza a pasar por canales digitales (trámites, reclamos, pagos, capacitación, consultas, etc.) es una tendencia inevitable. Con mayor o menor velocidad los gobiernos locales

comenzarán a ofrecer canales digitales a su comunidad. El diario debería hacer punta en esta tendencia que implica una inminente “alfabetización digital” de la mayoría de la población de la plaza. Todo tipo de información local debería estar en la página web de “su diario” (farmacias, padrones electorales, colegios, teléfonos, direcciones de dependencias públicas, guías de trámites, empresas de servicios públicos, cines, restaurantes, etc.).

- Desarrollar plataforma de periodismo participativo y redes sociales es una herramienta que permitirá al diario generar una sensación real de comunidad. Habilitando la publicación de videos, fotos, audio y textos de los lectores, el diario se posiciona como “el espacio” de la cosa pública en la plaza.
- La “tabloidización” (diarios más pequeños con menor utilización de papel pero preservando disponibilidad para la publicidad) parece inevitable. Muchos diarios que han ido a este formato justifican la decisión con un ahorro del papel del 10%. De todas formas el alto costo del papel debería obligar a los editores de diarios a buscar formas de medir el “rating” de cada una de las secciones. Se debería dejar de lado la tradición o la costumbre para decidir la publicación de una sección en función de las ventas y tracción publicitaria.
- A lo largo de esta transición tecnológica que atraviesan los diarios, la versión impresa deberá mantener la rentabilidad y en la medida de lo posible incrementarse. Una de las alternativas, es seguir al *Tribune-Herald* de Waco (Texas). Según el estudio del caso realizado por Randy Craig en “Redesign starts, ends with readers”, publicado en abril pasado en *Inlandpress.org*, un correcto rediseño y un incremento de la agenda local puede mejorar las ventas significativamente. Los editores del diario descubrieron que la apatía era la principal dificultad para incrementar las ventas e implementaron una serie de cambios que los llevó a recuperar lectores fuertemente. Algunos de ellos fueron: mayor cobertura de cuestiones locales vinculadas a las artes y el entretenimiento con caras y nombres de la ciudad; menos títulos en la tapa del diario y sólo locales, acompañados con fotos de protagonistas, artículos de profundidad sobre historias de personajes

locales de interés; mejor presentación gráfica, y énfasis en los hechos positivos. El caso del *Tribune-Herald* muestra que la población prefiere enterarse de las noticias nacionales e internaciones por otros medios (TV, radio, Internet) en tanto que aún mantiene un fuerte interés por el diario local cuando necesita enterarse de lo que sucede en su ciudad. Esta información debería ser utilizada a la hora de asignar presupuestos dentro de un diario regional, espacios o encarar un rediseño.

- Preparar al lector con artículos de “segunda lectura”. La multiplicidad de medios que permiten acceder a información al instante obliga a las versiones impresas a ofrecer a los lectores una versión de los hechos enriquecida. Cada vez más el lector accede al diario de la mañana conociendo las noticias. En esto, el diario regional puede sacar rédito de cuestiones nacionales al concentrarse en exclusividad en la repercusión local de un suceso. Artículos de segunda lectura implican hacer foco en las repercusiones e implicancias locales: análisis.

- Apuntar a una edición de diario/revista de fin de semana de “tercera lectura”.

Durante los fines de semana la venta de diarios se mantiene o crece respecto a la venta en la semana. Los esfuerzos por torcer estas inevitables tendencias deberían ser anulados, los resultados no lo justifican. Por el contrario, deberían pensarse estrategias para alcanzar mayor rentabilidad durante el fin de semana. Una alternativa es generar un diario con una dinámica de revista, de mayor cuidado editorial, que permita su lectura semanal y a un costo diferencial.

- Consolidar imprentas: Un estudio de Jim Rosenberg y Mark Fitzgerald, calcula los beneficios que obtuvieron distintos diarios de los Estados Unidos al consolidar en una sola imprenta moderna y eficiente todas sus impresiones. Para la Argentina esto implica un desafío no menor, pero un ejemplo alentador que debería ser tenido en cuenta por los diarios son los centros de distribución que crearon las grandes cadenas de supermercados para satisfacer sus demandas logísticas.
- Mix de publicidad impresa y *on line*: Vincular los anuncios impresos y *on line* en paquetes conjuntos con seguimiento del anunciante sobre visita

a su publicidad *on line*. Buscar la mejor estrategia para no “canibalizar” la publicidad impresa.

- Consolidar empresas por región (integrarse en una sola editora). Esta es una alternativa que atañe exclusivamente a los accionistas. Ya hay experiencia en la Argentina con el Grupo Vila-Manzano y CIMECO. Es una alternativa válida para generar sinergia y enfrentar los nuevos escenarios donde los factores claves de éxito serán la inversión en tecnología, la escala que permita bajar costos y la capacidad de innovación.

Conclusión

A lo largo de este trabajo se ha intentado resaltar la creciente intensidad competitiva de la industria de la prensa regional. Como consecuencia, la rentabilidad del modelo de negocio exclusivamente basado en el diario impreso está amenazada. Pero también señalé oportunidades para ampliar la visión del negocio; la tecnología está generando nuevos canales de acceso a la información y esa tecnología se masifica rápidamente justificando el incremento de pauta publicitaria en esos nuevos formatos. A su vez, las empresas editoras de diarios regionales tienen un capital que puede transformarse en un factor clave de éxito para explorar estos nuevos canales: su marca. Sin embargo, no es un capital inalterable, depende en gran medida de su llegada diaria a la sociedad. Si no reaccionan de modo adecuado, las empresas editoras de diarios pueden perder ese capital. Así, cobran sentido las palabras de Vittorio Sabadi: “Ya no será el más grande el que se coma al chico, sino el más veloz el que vencerá al lento”.

NOTAS

- 1 Algunos casos emblemáticos son las intervenciones durante el gobierno de facto 1976-1983 (La Opinión, de Trenque Lauquen, 1976) o las confiscaciones de segundo gobierno peronista (La Prensa, 1953).

- 2 Un caso excepción, al menos en la ciudad de Buenos Aires, ha sido el dominical *Perfil* que cumplió su primer año de auditoría del IVC y su promedio se fijó por encima de los 60.000 ejemplares. El periódico de Fontevicchia había comenzado el año vendiendo 40.000 ediciones.
- 3 Hoy en la ciudad de La Plata las empresas editoras se empobrecen juntas a través de una cruda guerra de precios: se pueden conseguir diarios por 25 centavos, 50 centavos y 70 centavos.
- 4 Les siguen Alemania y Australia con 64%, Brasil 63%, España 61%, Japón 60% e Italia con 59%.

REFERENCIAS

Las entrevistas fueron realizadas durante los meses de junio y julio de 2007 mediante cuestionario enviado por correo electrónico. Sólo una de ellas (Arturo Guardiola) fue realizada telefónicamente.

El cuestionario fue:

- 1) ¿Cuáles son los principales desafíos (amenazas) que enfrenta su diario?
- 2) ¿Qué están haciendo para neutralizar estas amenazas?
- 3) ¿Cómo ve el futuro del diario regional? ¿Qué escenario considera que va a tener que enfrentar *La Voz del Interior*

Personas encuestadas

- Bianco, Pablo, Gerente de Marketing de *La Voz del Interior* (Córdoba).
- Buisel Quintana, Jorge, Gerente Comercial de CIMECO S.A. (Buenos Aires).
- D'Atri, Darío, Director de Nuevos Proyecto de *Clarín* (Buenos Aires).
- Etchevehere, Sebastián, accionista y director de *El Diario* de Paraná (Entre Ríos).
- Garrigós, Octavio, responsable web de *Los Andes* (Mendoza)
- Griffithis, Waldo, Director de *Jornada* (Chubut).
- Guardiola, Arturo, Director de *Los Andes* (Mendoza)
- Jornet, Carlos, Director de *La Voz del Interior* (Córdoba).
- Lagier, Jerónimo, Gerente de Marketing de *El Territorio* (Misiones).
- Libardi, Daniel, Director de *El Ancasti* (Catamarca)
- Peltzer, Gonzalo, Director de *El Territorio* (Misiones).
- Querejeta, Patricia, accionista de *Noticias de la Costa* (Río Negro).

- Samaniego, Fernando, Director General de Diversificación e Internacionalización de Vocento (segundo multimedia de España), ex Director General de Cimeco S.A.
- Salomón, Marcos, Director de *El Diario de la Región* (Chaco)
- Veragua, Ernesto, Director de *Época* (Corrientes)

BIBLIOGRAFÍA

Adira (Asociación de Diarios del Interior de la República Argentina) (2004): Solicitada “Dios atiende en Buenos Aires”, publicada en la mayoría de los diarios de las provincias argentinas y de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires, 23 de junio.

La Nación (2004): “ADIRA denuncia discriminación en la publicidad del Gobierno”, 15 de julio, en http://www.lanacion.com.ar/nota.asp?nota_id=618636

Arte Gráfico Editorial Argentino S.A (*Clarín*) (2006): “Memoria y Estados Contables al 31 de diciembre de 2006”, Presentados en forma comparativa, Bolsa de Comercio de Buenos Aires.

Audit Bureau of Circulations (ABC) (2005, 2006, 2007): Informes de circulación, Agencia de verificación de circulación de diarios y revistas de Estados Unidos.

Carrier, Enrique y Prince, Alejandro, (2007): “Internet: Creciendo y cambiando”, Internet Advertising Bureau (IAB).

Consultora CLAVES (2006), “Síntesis sectorial de la industria de celulosa y papel”, Boletín sectorial.

Craig, Randy, (2007): “Redesign starts, ends with readers”, publicado en www.Inlandpress.org, (Abril).

D’Alessio Irol (2006): “Informe Internet en la Argentina”, octubre. <http://database.interlink.com.ar/dalessio/action.lasso>

Foro de Periodismo Argentino (Foepa) (2006): “Encuesta nacional de periodistas”, http://www.foepa.org/Etica/Encuesta_sobre_Periodismo

Fitzgerald, Rosenberg and Mark, (2007): “Squeezing Money From Iron”, *America’s Oldest Journal Covering the Newspaper Industry* (Abril).

Instituto Verificador de Circulación de Argentina (IVC), (1998, 1999, 2000, 2002, 2003, 2004, 2005, 2006 y 2007): Boletines mensuales.

- Iniciativa Pro-Justicia de Sociedad Abierta (2006): “Libertad de información y de expresión”, elaborado bajo el programa del Instituto de la Sociedad Abierta.
- Janischewski, Charlotte (2007): “Freno económico al potencial digital”, *Revista Intercambio Técnico*, Asociación Técnica de Diarios Latinoamericanos, Número 82 (Febrero).
- Mediamap (2005, 2006): “Informe anual sobre los medios de Argentina”, elaborado por la central de medios Brand Connection.
- Meyer, Philip, (2005): *The Vanishing Newspaper: Saving Journalism In The Information Age*, University of Missouri Press.
- Roitberg, Gastón (2007): “Los medios del futuro serán fundiciones digitales”, reportaje a Michael Rogers, futurista y encargado de señalar las tendencias para *The New York Times*, en *La Nación*, 11 de junio. http://www.lanacion.com.ar/nota.asp?nota_id=915650
- Papel Prensa S. A., (2007): “Memoria y Estados Contables”, Bolsa de Comercio de Buenos Aires, Primer Trimestre.
- Sideri, Máximo, (2007): “*The New York Times* sueña con la Red”, en *La Nación*, 12 de febrero, http://www.lanacion.com.ar/nota.asp?nota_id=882832
- Project for Excellence in Journalism (2006, 2007, 2008): “The State of the News Media”, en <http://www.journalism.org/>
- Universidad Nacional de la Plata (UNLP) (2007): “Encuesta sobre el acceso a la información entre estudiantes”, Facultad de Periodismo y Comunicación Social, estudiante Marina Martino.
- World Association of Newspapers (WAN) (2006, 2007): “World Digital Media Trends Index”, en <http://www.wan-press.org/index.php3>
- World Association of Newspapers (WAN) (2007): “Youth Media DNA, Decoding youth news and information consumers globally”, en <http://www.comminit.com/en/node/244080>

DOSSIER

EMPRESA Y UNIVERSIDAD: PERCEPCIONES DE LOS PROFESIONALES UNIVERSITARIOS*

*María Fernanda Arias ***

Introducción

Un estudio del Banco Mundial nos habla sobre el incremento del financiamiento privado de la educación universitaria en los países de la OCDE, con excepción de Francia, y sobre el aliento que tratan de poner los gobiernos para que las universidades sean flexibles a los cambios y demandas del sistema productivo (Banco Mundial, 2002). Sin embargo, a diferencia de lo que sucede en países europeos y en América del Norte donde la relación con la empresa es considerada positiva, en la Argentina existen recelos tanto por parte del medio académico como empresarial para estimular esta relación.

En este estudio nos proponemos poner en evidencia las dificultades para reducir la brecha entre el sistema universitario y el sistema productivo, considerando la posibilidad de acciones integradas con el objetivo de reducir las distancias entre ambos sistemas. Entre ellos y de forma no exhaustiva, pueden enumerarse los regímenes de pasantías de estudiantes universitarios, el reclutamiento de profesionales y la transferencia de investigación universitaria a las empresas.

* Este trabajo es fruto de la investigación “Desarrollo local, empresa y universidad”, financiada por la Beca F. Zorraquín. Debemos aclarar que es una parte preliminar de la misma y que se concentra sólo en algunas categorías de análisis elegidas para desarrollar el tema.

** Doctora en Ciencias Políticas, Universidad Católica Argentina. Investigadora (CONICET/ESEADE). fernanda.h2o@hotmail.com

Nuestra hipótesis es que en la Argentina tanto las universidades como las empresas recelan mutuamente de sus intereses, y consideran que son disímiles. Consecuentes con su procedencia social y económica, algunas empresas se oponen a la gratuidad y al ingreso irrestricto en las universidades¹ considerando que el gasto público en este sentido es muy alto e ineficiente. También critican la preparación de los futuros egresados y su aporte al desarrollo del país. A diferencia de los empresarios norteamericanos o europeos más acostumbrados a trabajar con las universidades y a realizar convenios de consultoría con los diferentes departamentos de las instituciones de altos estudios, los ejecutivos argentinos no le dan demasiado crédito a la formación universitaria. Sostienen la idea de los siglos XIX y XX, de que la universidad continúa siendo una “torre de marfil” que forma al individuo en un mundo irreal de normas y valores que luego en la sociedad no se sostienen y que la investigación en la universidad no tiene fines prácticos sino solamente teóricos.

El estudio analiza la representación social (RS)² de los profesionales de algunas empresas innovadoras ubicadas en el Gran Buenos Aires,³ empresas que desde los años 90 han realizado algún tipo de innovación en su producto, proceso, comercialización, organización interna e investigación y desarrollo. El eje central de la investigación parte del análisis de las representaciones sociales de los profesionales de las empresas seleccionadas acerca de la relación entre empresa y universidad. Dentro de este eje se tienen en cuenta tanto los factores que favorecen, como aquellos que pueden estar obstaculizando esta relación.

Metodología

Se realizaron catorce encuestas a profesionales de empresas innovadoras del Gran Buenos Aires. Estas encuestas eran estructuradas y fueron intencionales. Es decir, no se realizó un muestreo probabilístico sino que se contactaron por teléfono sin mediar ninguna otra metodología de selección. De las encuestas se realizaron una a una empresa de cosméticos, una a una

empresa tabacalera y una a una empresa metalúrgica. Las once restantes tuvieron lugar en empresas o laboratorios químicos.

Más adelante se fueron entrevistando profesionales de empresas con interrogatorios en profundidad. O sea se descartaron las preguntas estructuradas y se fue dejando contestar con tranquilidad y más tiempo a los profesionales. Se realizaron, hasta ahora, ocho entrevistas en profundidad. Los entrevistados fueron contactados a través de conocimientos previos de las personas o en otros casos, llamando a la oficina de Recursos Humanos de la empresa para que nos comunicaran con los candidatos a los que se quería entrevistar.

Elegimos las entrevistas en profundidad para poder aproximarnos mejor a las representaciones sociales de los entrevistados en relación a su percepción acerca de la relación empresa-universidad. Muchos fueron los temas que se tocaron a lo largo tanto de las encuestas como de las entrevistas: las competencias que da la universidad a la que concurrieron, las competencias requeridas para los puestos de trabajo dentro de la empresa, las competencias para evaluar a los profesionales de la empresa, el régimen de pasantías universitarias, la capacitación, los convenios con las universidades, la transferencia tecnológica y científica, el desarrollo local como producto de la participación de las universidades y empresas locales.

En este trabajo los puntos a analizar fueron en primer lugar las competencias (las que brinda la universidad, la que se espera del profesional que ya trabaja en la empresa y la de los posibles candidatos a ocupar un puesto de trabajo) y en segundo lugar, las representaciones de los profesionales sobre la relación de la empresa con la universidad en algunas de sus manifestaciones (pasantías, becas, transferencias, consultorías, etc.).

I. Las competencias del profesional universitario

Análisis de las competencias

El debate sobre las competencias profesionales data de los años '60 con el cambio en las modalidades del trabajo, cuando la verticalidad dio paso a la

horizontalidad en la gestión laboral, el puesto pierde sentido en sí mismo y se califica a las personas que lo ocupan. Las posiciones pueden tener determinadas características genéricamente pero el que le da la forma o el modo en que va a funcionar va a ser el empleado. Se asume que los factores que producen una labor efectiva tienen que ver con las competencias genéricas y específicas que tiene el empleado. Además, su desempeño no estará relacionado sólo con sus saberes sino también con otros factores como su capacidad de comunicación, sus interrelaciones sociales, su responsabilidad, compromiso etc. El conjunto de calificaciones intelectuales, actitudinales y éticas que son eficaces para resolver un determinado problema se llaman competencias.

La competencia es la capacidad que todo ser humano necesita para resolver, de forma autónoma y eficaz, las situaciones de la vida. Se fundamentan en un saber profundo, no sólo saber qué y saber cómo sino saber ser persona en un mundo cambiante y competitivo (Beneitone et al., 2007). Es decir, las competencias provienen de tres fuentes principales, las actitudes, los rasgos de personalidad como características innatas al individuo y los conocimientos. Sin embargo, las competencias individuales o personales deben distinguirse de las competencias profesionales que se expresan en términos de acciones y resultados esperados para las situaciones laborales en que acaece el proceso productivo ya que un empleo de bibliotecario no requerirá las mismas características que uno de bancario (Lévy-Leboyer, 2002:18).

El enfoque de competencias se halla en el centro del debate hoy en día. Si bien algunos teóricos todavía creen que se trata de visiones muy utilitaristas que en realidad miden a los profesionales por su éxito en sus ocupaciones laborales, tanto los organismos internacionales, como las universidades y el mundo del trabajo han tomado su terminología del enfoque de competencias.

Para este estudio, tanto en las entrevistas en profundidad como en las encuestas, seleccionamos cuatro preguntas clave a profesionales universitarios en puestos directivos de industrias innovadoras del conurbano bonaerense:

1. ¿Qué competencias le dio su universidad que le resultaron útiles para su carrera laboral?

2. ¿Qué competencias no le brindó la universidad?
3. ¿Qué competencias busca en los candidatos a puestos de trabajo en la empresa?
4. ¿Qué competencias valora en los profesionales que ya están trabajando en la empresa?

En primer lugar, debemos decir que los entrevistados provienen de carreras diferentes. Si bien la mayoría son profesionales de carreras llamadas “duras” como ingeniería, hay también una significativa proporción de entrevistados provenientes de carreras humanísticas: ciencias políticas (2), Relaciones del Trabajo (1), Administración de empresas (2). En el caso de las encuestas, la mayoría son bioquímicos con la excepción de dos Licenciados en Ciencias Políticas y un Licenciado en Administración de Empresas.

Competencias que le dio la universidad al entrevistado

En líneas generales, los profesionales están contentos con su formación. Afirman que el pasaje por la universidad es primordial porque el alumno se abre a un mundo nuevo e infinito, además de la capacidad por relacionarse con otra gente. Así lo ilustra Segundo, de Petrobras:

“Yo parto de la base que para entrar en el mundo empresario es imposible, salvo contados casos en determinadas situaciones, si uno no pasa por la universidad. Y esto no sólo por lo instructivo, de por sí es importante... Pero al margen de eso, (por) la apertura de la mente, la posibilidad de relacionarte.”

Los profesionales admiten haber recibido en su mayoría una buena formación técnica y teórica. Sin embargo, aprecian que la gran dificultad se presenta cuando entran al mundo empresario sin haber tenido una experiencia laboral. Todos ellos, encuentran una salvedad en su formación, que es demasiado teórica y poco práctica:

“... para mí (la enseñanza en la universidad) era demasiada teoría y sentía que nunca la llevaba a la práctica y que hasta el momento que no lo llevé a

la práctica no lo llegué a terminar de comprender...Entonces al momento de llevarlo a la práctica “¡ah! a esto era así”, uno lo ve de forma más global entonces es más fácil de comprender. Por ahí, no sé, creo que le haría falta un poco más de práctica, encontrarle la manera de que las materias no sean tan densas de teoría, teoría, teoría” (Romina, de Tenaris).

Romina, licenciada en Relaciones del Trabajo, agrega que tal vez el ingeniero o el químico necesita más formación teórica pero en el caso de su profesión, es necesario que los estudios estén más orientados a la práctica.

Una profesional italiana de Administración de Empresas, considera que los universitarios argentinos estudian las cosas superficialmente y que además los estudios son demasiado memorísticos:

“Creo que a veces tenemos dos problemas: por un lado no se profundizan los conocimientos específicos de las disciplinas, o sea como que las cosas se dan cada vez más superficialmente. En ingeniería, en física, no sé, para dar un ejemplo banal, una vez había Análisis I, II y III y ahora por ahí nos quedamos con Análisis I.5, no llegamos al tercer nivel. Digamos, no sé si es el ejemplo pertinente... Y por el otro, por ahí, hay una forma de estudio que es justamente un poco memorística y cuando el profesional es sacado de lo que estudió de memoria y llega a tener que enfrentarse a la realidad, sobre la práctica (aprende) claramente, no ve que se replica todo como lo estudió en un libro, falta esa capacidad, por ahí, de re contextualizar el conocimiento en otra situación” (Silvana, de Siderca).

Cuando a esta persona se le preguntó qué veía diferente con su formación universitaria europea, manifestó que era mucho más abierta, los alumnos podían elegir libremente las materias que querían cursar, promovían los viajes al exterior, conociendo el mundo y además, tenía una formación cultural más amplia. Aunque admitía que era mucho más generalista, le había servido para adaptarse más rápidamente a otros escenarios culturales.

Otro licenciado en Administración de Empresas expresaba que la universidad argentina enseñaba meros conocimientos teóricos con estas palabras:

“Pero... hay alguien que es uno de los padres del pensamiento estratégico, un alemán que tuvo su época a fines del siglo XIX, un tal Von Clausewitz y él decía que ningún plan de batalla, un militar prusiano, resiste el contacto de la realidad. O sea ningún plan resiste lo que los hombres hacen con eso. Y muchas veces con la teoría pura eh, sucede eso, siempre sucede eso. La teoría pura está muy bien, nos enseña, tenemos que estudiarla hasta para saber hacia dónde nosotros deseamos seguir en términos de pensamiento pero el reproche es que no es sólo teoría, la vida sucede muchas veces en una dimensión totalmente diferente y hasta uno sabe que la teoría, igual que las leyes, se formulan a partir de realidades preexistentes que no la condicionan. Y tal vez ese sea el reproche... (A la universidad)” (Carlos, de Henkel).

Ahora bien, aunque los estudios demasiado teóricos hayan sido una de las falencias señalada por todos los entrevistados, algunos dudaban si la aplicación práctica de los conocimientos debería corresponder a la universidad y si no se deberían aprender una vez dentro de la empresa. Mario, de Petrobrás admitía, sin embargo, que era una habilidad que no se tenía en cuenta en los estudios universitarios:

“... Yo estoy muy conforme con lo que la universidad me dio. No puedo quejarme, ni tampoco hacer una crítica en ese sentido. Me parece que lo que la universidad no me dio son precisamente las cosas que uno adquiere en el lugar, estando en el lugar y trabajando en algo concreto, lo que es insertarse dentro de una organización, relacionarse en una organización tanto con colaboradores que reportan a uno en este caso, o con colegas, con pares, o bien con niveles superiores. Ese trabajo de estar inserto en una organización y vincularse y relacionarse con diferentes partes de una organización es algo que yo lo fui aprendiendo y creo que todavía sigo aprendiéndolo desde que empecé a trabajar... a mí me da la sensación de que no se enseña (en la universidad) , y con esto no pretendo condenar a nadie, pero creo que es algo que se puede desarrollar, creo que es algo que se puede trabajar, me parece que en determinadas situaciones o en determinadas personas es algo que no está.”

Para otro ingeniero de Petrobrás, el tema era difícil de explicar: por un lado consideraba que su formación era excelente pero dudaba si la universidad debería preparar para la práctica. También afirmaba que no se enseñaba el ambiente social circundante a su posición laboral y que ese estudio recién él lo fue a buscar recientemente cuando se inscribió en una Maestría en Sociología:

“Te voy a decir qué, pero tengo mis dudas si eso lo tiene que dar esta carrera. Yo creo que esto de formar a una persona muy desde el punto de vista ingenieril, técnico, altamente técnico y en una diversidad de temas... y creo que toda esa formación básica estuvo muy bien estructurada, bien elaborada, bien transmitida, creo que queda la cuota del tema social, la cuestión que tiene que ver con las interrelaciones dentro de una organización, que dentro de una organización uno va viendo que juega un papel muy importante. Digamos, yo diría el concepto de la cuestión social dentro de la empresa” (Juan José, de Petrobras).

Otro ingeniero químico refiriéndose a las fortalezas y debilidades de sus estudios universitarios consideraba que la universidad no daba lugar a que el alumno tuviera un aprendizaje no formal y también señalaba la necesidad de la reactualización de las materias:

“...¿Qué me faltó? Yo creo que me hubiera faltado más tiempo porque no estaba bien organizada la facultad entre los distintos horarios que tenían las cátedras... Que la facultad, la universidad se ordene, para pensar que ese es un ser humano que está tomando clases, y que ese ser humano no sólo está para esto sino que también está para capacitarse en alguna otra cosa fuera de la facultad” (Guillermo, de Petrobras Lubricantes).

Esta es otra óptica. La universidad ocupa mucho tiempo en la vida del ser humano y esto es debido a que es desorganizada. Es “culpable” por no permitir que el alumno se prepare en otras habilidades como la lengua extranjera y la computación. O sea en actividades que no tiene que dar la universidad

sino la sociedad. Por otro lado, señalaba el mismo entrevistado que “la tercera cosa que creo que es importante, la actualización que deben tener todas las cátedras. Muchas cátedras siguen estudiando o poniendo máquinas o tecnología que han quedado obsoletas. Lo que yo le reclamo a la Facultad es que tenga más velocidad de actualización en sus planes de estudio, en las tecnologías que difunden, en los materiales que utilizan para enseñar”.

En líneas generales, los entrevistados se mostraron satisfechos con su aprendizaje. Las críticas se refieren a la enseñanza memorística, demasiado teórica y desactualizada; también, a la desorganización de la universidad pública y a la ausencia de una enseñanza de las interrelaciones sociales en una empresa, pero en este caso, el entrevistado dudaba si eso realmente era una falacia de la universidad o se aprendía con la experiencia.

Competencias buscadas por los empleadores

Llegamos al punto en que los entrevistados se refirieron a las competencias que se buscaban en los candidatos para entrar en las empresas. En líneas generales, optimizaron la capacidad de trabajo, el compromiso con la empresa, la capacidad para trabajar en grupo y la toma de decisiones individuales. O sea, se inclinaron a privilegiar las condiciones actitudinales tanto personales como sociales en lo respecta al compromiso con la empresa, la responsabilidad, el trabajo en equipo y la pronta solución de los problemas. Por otro lado, también se tuvieron en cuenta los conocimientos teóricos, la resolución rápida de los problemas y la organización de los temas, lo cual sería una competencia más intelectual:

“Una vez que uno sabe que viene la persona que cumple con determinados requisitos técnicos. O sea, está egresado de carreras... empieza a mirar otras cuestiones. Yo siempre digo, no le voy a pedir mucha experiencia a un chico muy joven y que recién sale de la universidad. Sería contraproducente. Pero sí le voy a pedir... esa predisposición natural a trabajar, a ser responsable... Pero lo percibe en las conversaciones. Si la persona que tengo enfrente es una persona que realmente uno ve, que ‘mirá este fin de semana tenemos

que matarnos detrás de tal estudio...’ y sabemos que vamos a contar; o si sabemos que es una persona que va a venir con una actitud, ‘bueno, para mí fin de semana en realidad’...” (Segundo, de Petrobras).

También Segundo manifestaba que se necesitaba una disposición especial para trabajar en equipo:

“Después el resto se aprende, se desarrolla, además creo que hay una dinámica de trabajo mucho más en equipo y menos verticalista que lo que seguramente hubo hace unos años...Y la verdad que hasta que decidimos para dónde vamos, nos juntamos y todos hablamos en libertad de (consenso), a mí me toca la última decisión...”

También por el trabajo que desarrolla la compañía, es necesaria la capacidad para resolver problemas por uno mismo:

“Entonces, porque el tipo de trabajo que nosotros hacemos requiere primero solucionar cuestiones, nosotros trabajamos mucho con el director general de la compañía. A veces pide algo que pareciera ser un imposible y sin embargo tenemos que ver como salimos para hacerlo... Entonces yo tengo que ver gente que dice, “no importa, sentémonos y vemos como lo sacamos”, y no que diga “bueno, no, la verdad esto es imposible, está pidiendo un disparate”... Uno empieza a descubrir gente que la puede sacar para adelante, o que espera que le diga lo que tiene que hacer, que tiene, que sepa tomar una decisión propia. Acá tenemos, primero cubrimos el área de la compañía que ocupa todo el país, entonces, la gente por ahí viaja y se encuentra con situaciones y dice “mirá, tuve que hacer A o B”, está bien” (Segundo, de Petrobras).

Segundo considera que la iniciativa personal es propia de su actividad que tiene que ver con la comunicación institucional y supone una pronta respuesta, por ejemplo, al tratar con los medios periodísticos. Es decir, la persona de la empresa debe estar capacitada para resolver problemas sin tener que

pedir constantemente ayuda a la compañía. Debe tener capacidad de decidir rápidamente sobre problemas que pueden acaecer y que son urgentes:

“Acá hay cuestiones ambientales... de repente se cae un camión, se derrama y hay que salir corriendo a ver cómo atajamos un penal de esa naturaleza. Entonces se espera que la gente diga “che bueno, a ver qué tengo que hacer”, (Segundo, de Petrobras).

Silvana, en cambio, se refiere a una competencia más intelectual, como la capacidad de leer informes, mails, etc., y discernir qué es lo importante:

“Creo que una de las competencias básicas es tener profesionales capaces de seleccionar, jerarquizar y priorizar información. O sea, la capacidad de leer el contexto y todas las informaciones que están en el contexto que pueden ser reportes, percepciones, observaciones, análisis, mails, digamos, estamos bombardeados de información, la capacidad de ponerla en orden, saber privilegiar y construir, digamos, una decisión.”

Otra competencia señalada es la de tener capacidad de aprender, trabajar en equipo y no inquietarse frente al cambio:

“Bueno, me parece que estamos hablando ya de una persona que ingresa con un piso importante, que es una formación universitaria, entonces para mí es prioritario la avidez por aprender todo aquello que la universidad no le ha podido enseñar... se requiere también desarrollar la conciencia de que a pesar de estar a punto de recibirse no saben todo acerca de lo que es la vida de las organizaciones, la humildad y la apertura y las ganas necesarias de aprender los procesos desde el origen, no? Y eso no es algo con lo que los jóvenes profesionales ingresan... En las organizaciones, como digo, hay cuestiones que no se aprenden tan fácilmente como es la relación entre sectores, la relación entre pares, cómo lograr que el otro haga algo que yo necesito que haga. Eso implica desarrollar las capacidades de relacionarse, las capacidades de que también la organización vea en

esa persona alguien confiable, alguien con la humildad suficiente como para encarar una relación que va a durar mucho tiempo, no?, pero que requiere, bueno, empezar de abajo. Entonces me parece que eso es importante” (Piantino, de Petrobras).

Piantino opina que se necesita suficiente humildad para percatarse de que no se sabe todo al entrar en una empresa y lo primero que destaca es la capacidad de relacionarse.

También Carlos, de Henkel, considera importante que la persona que entre a la empresa no se asuste frente al cambio, que es inevitable. Él mismo se pone por ejemplo dado que cuando empezó a trabajar existía el telex y el pool de dactilógrafas:

“... no percibir el cambio como una molestia sino de tomarlo que sucede continuamente y que nos enriquece, hace que la vida sea divertida y nos abre nuevas oportunidades. Nos interesa especialmente (que) la gente joven que tenga capacidad de aceptar el error como una oportunidad de aprendizaje.” También relacionado con la buena disposición ante el cambio, Carlos explica que como es una multinacional, el profesional debe tener avidez por conocer otras culturas, otras lenguas, que le guste viajar y que pueda disfrutar de esa vida internacional.

Evaluación de las competencias de los profesionales

La evaluación del desempeño laboral del profesional universitario se relaciona en gran medida con la capacidad de trabajar en equipo. Los entrevistados consideraron que el trabajo en equipo es primordial por distintas causas: porque las empresas están organizadas actualmente en forma de equipos de trabajo; porque existe una mayor lealtad hacia un equipo de personas que hacia una empresa impersonal; porque trabajan en forma integrada, etc.

“La gente trabajando conforma equipos y ya ahí tiene que ver bastante más con lo que son las relaciones interpersonales, donde las personas que saben

trabajar en equipo, son sinceros, son francos, tienen lealtad en lo que se refiere al ámbito laboral (Segundo, de Petrobrás)”.

El trabajo en equipo sirve además para conocer mejor a las personas y evaluarlas:

“Cuando usted ve un grupo de seis, siete personas es mucho más fácil mirar, que mirar a una sola persona. Usted claramente ve su vocación personal, el manejo de grupo, el manejo de las relaciones interpersonales y también la capacidad como profesional... Eso se conjuga, y da mejores profesionales que resuelven más rápido sus problemas. Y usted cuando se da cuenta que a una persona le da muchísimo más trabajo que a otra persona, usted indirectamente ya está eligiendo a una persona para que sea elegido para otro puesto en el día de mañana” (Guillermo, de Petrobras Lubricantes).

Pero también hay empresas que estandarizan las evaluaciones de desempeño:

“Entonces, bueno, trabajamos sobre esa evaluación estandarizada que tiene una línea actitudinal, de actitud, y otra línea aptitudinal, que es de aptitudes, y esta línea ya es más en lo técnico, como se desarrolló técnicamente. Y la actitudinal es el aspecto más del tipo de trabajo con su jefe, con sus pares, con sus colegas de casa central. Y hay una cantidad de ítems” (Carlos, de Henkel).

Es importante destacar el papel que juegan las actitudes o sea la personalidad y las motivaciones en la evaluación. Esto difiere de las estandarizaciones de las evaluaciones. Digamos que luego de las evaluaciones dirigidas desde la empresa, es el jefe inmediato el que evalúa según sus percepciones.

“Este es un tema particularmente difícil y al que hay que tenerle mucho respeto, porque estamos evaluando una persona, uno no valora el comportamiento de un tanque, de una bomba que está largando fluido, Pero al evaluar

el desempeño de una persona hay que tratar de ser cuidadoso, muy cuidadoso. Y entonces estas estructuras tan estandarizadas, hay que ponerles una cuota de humanismo. Con mucho cuidado en no caer en amiguismos” (Juan José, de Petrobrás).

En suma, podríamos afirmar que las competencias que más distinguen los profesionales que han participado en la selección del profesional y lo han evaluado a lo largo de su desempeño laboral se podrían categorizar en las siguientes dimensiones:

- Competencias técnicas: conocimiento y habilidades propias de su profesión.
- Competencias interpersonales: trabajo en equipo.
- Competencias corporativas: responsabilidad y compromiso con la empresa
- Competencias personales: humildad para aprender, capacidad de trabajo.
- Competencias de pensamiento: toma de decisiones en forma personal, capacidad de aprender.

Las características señaladas coinciden con otras mediciones que se han efectuado en países europeos y en el resto de Latinoamérica, con la excepción de que en ellos los empresarios eligieron antes de nada el compromiso ético, las restantes competencias son similares (Trunk et al, 2006).

Si nos referimos a las encuestas que realizamos a los profesionales, a la hora de elegir nuevos profesionales, ellos señalaron las siguientes preferencias: el trabajo en equipo (ocho menciones), aplicar la teoría a la práctica (ocho) y trabajar en situación de crisis (seis). En cambio, a la hora de evaluar a los empleados, las competencias más mencionadas son las siguientes: el trabajo en equipo (catorce), el compromiso con la empresa (nueve) y el liderazgo (seis). Como podemos apreciar, los datos de las encuestas coinciden con los de las entrevistas en profundidad.

II. Representaciones de los profesionales sobre la relación de la empresa con la universidad

La relación empresa-universidad ha sido un tema muy debatido entre los investigadores que analizan la reforma de la educación superior. A grandes rasgos existen tres grupos diferentes:

Aquellos que consideran que la relación debe fortalecerse porque beneficia a ambas instituciones (son los que defienden a ultranza la orientación de la universidad de acuerdo a las necesidades del mercado)

Quienes se oponen a que esta relación se estreche por miedo a que la universidad abandone su misión como promotora del pensamiento no utilitarista y desinteresado.

La posición que se coloca entre las dos primeras considera adecuada una relación entre la universidad y la empresa dependiendo del modo en que ella se conforme. Un estudio reciente ejemplifica cómo las relaciones entre los empresarios del vino en una zona de Italia y en otra de Chile conforman una asociación con las universidades locales que en algunos casos supone emprendimientos que benefician el conocimiento y pueden ser difundidos al resto de las empresas y en otros casos, son meras transferencia de conocimiento a corto plazo, lo que no tiene una relevancia importante para el resto de la sociedad (Giulani y Arza, 2008).

Sobre la base de estos conceptos, se preguntó a los profesionales y directivos cuál era concretamente la relación que existía entre su empresa y la universidad, el tipo de relación existente (pasantías, capacitación, transferencia de conocimiento, investigación y desarrollo) y cuál de ellas le parecía que debía fomentarse. Si bien no todos contestaron cada una de las preguntas se pudo descifrar qué era lo importante para ellos, cuál era su representación social de la cuestión. En líneas generales, vieron como positiva la relación con las universidades pero, en la mayoría de los casos, la principal función de las universidades era la de preparar a los futuros profesionales en aquellas calificaciones que el mercado disponga como necesarias. En otras palabras, la universidad es vista, en general, como una usina de profesionales:

“...bueno, se vincula (la industria y la universidad) de muchísimas formas. Hay una instancia que es justamente toda la relación que se genera a la hora de buscar talentos, y particularmente la organización Techint y Tenaris como empresa de la organización, se presenta sistemáticamente en todas la universidades, lo (...) de interés de la empresa y promociona, se autopromociona como posible empresa a donde ir a trabajar” (Silvana, de Siderca).

Pero la acción de la empresa en este caso es más proactiva, no sólo va a buscar talentos a la universidad sino que administra políticas diseñadas para estudiantes:

“En segundo lugar tenemos una forma de relacionarnos que es la colaboración directa con proyectos de becas para incentivar el estudio para estudiantes universitarios de la carrera en donde nosotros tenemos interés. Uno de los programas es el *Roberto Rocca Education Program* a través del cual se financian becas mensuales a estudiantes que eligen carreras de ingeniería, de física... digamos, relacionadas con el quehacer de la empresa” (Silvana, de Siderca).

Cuando le preguntamos a esta profesional porqué creía que las becas se orientaban a los estudiantes de carreras de las ciencias duras, respondió que

“Es mi percepción. Creo que el pensamiento científico, el amor para las ciencias se tiene que desarrollar de temprana edad y (silencio) y si eso no ocurre después es difícil llegar a amar la ciencia cuando uno ya es más grande. Y, por otro lado hay seguramente cierta mística negativa alrededor de la matemática, de la física, de la química, que digamos, asusta o amedrenta a la persona a la hora de elegir. Y creo que hay que repensar un poco cómo a nivel, en los niveles inferiores del sistema educativo tratamos todos de volver a reequilibrar la porción y tratar de desmitificar la mala matemática” (Silvana, de Siderca).

Por otro lado, la misma persona cree que la reforma educativa de los años 90⁴ no ayudó a que el amor por las ciencias se propagara, porque “las ciencias

duras sí requieren de mucho método, de mucha disciplina a la hora de estudiar y creo que eso, un poco por ahí puede afectar... Y nosotros nos comparamos con otras ciudades y tenemos una única escuela técnica en la ciudad de Campana. Una única escuela técnica que fue pensada para 700 alumnos y alberga 1300. Tenemos otras tres en Zárate y dos en Escobar, pero de alguna forma, en una ciudad de 90 mil habitantes una única escuela técnica..."

Otro entrevistado consideró que, así como las empresas desean tener conexiones con la universidad a fin de captar talentos, así también las universidades consideran necesario establecer vínculos con las empresas ya que les abre un campo laboral más amplio a sus alumnos:

"Yo creo, bueno, también, justamente ayer estábamos por firmar un convenio con la Universidad Tecnológica Argentina muy importante desde Petrobras. Las empresas están ávidas, perdón las universidades están ávidas de acercarse a las empresa primero porque también les pueden ofrecer a sus alumnos contactos con empresas (...) y eso claramente es un atractivo importante... Así como el contacto con universidades de otros países... porque a un estudiante le interesa estar en una universidad que o bien tiene relaciones con alguna compañía por razones muy legítimas. ...Y obvio que es la posibilidad de trabajar posterior a los estudios" (Segundo, de Petrobras).

Lo más común es que la relación que se establezca con la universidad esté relacionada con la búsqueda de talentos a través de pasantías que se les ofrecen a los futuros profesionales o a los profesionales jóvenes. La universidad se constituye en un semillero de profesionales y las empresas se apresuran para captar a los elementos humanos más calificados.

Una profesional manifestaba que el régimen de pasantías era difícil y que la selección de los estudiantes, muy estricta:

"Se empieza con lo que llamamos pasantías de verano. En mi caso yo ingresé así por una pasantía de verano, son estrictos, o sea, nadie deja de pasar por una instancia que es la entrevista grupal. Son estrictos con eso, eh, creo, o sea es mi percepción que son estrictos con eso..." (Romina, de Tenaris).

La universidad facilita la incorporación del trabajo al régimen de pasantías:

“... la mayoría de las búsquedas están orientadas a ingeniería, bueno a la parte de administración, contaduría, bueno, física seguramente. En realidad estamos abiertos a la persona, el estudiante que haya terminado o no, porque hay un programa de pasantías para estudiantes universitarios. Presentan su currículum en la base de datos, hay una página donde puede ingresar sus datos. No es que privilegiemos algunas facultades pero se dan ciertas tendencias, que ciertos estudiantes de ciertas universidades, en general tienen más acceso a la empresa porque cuajan más con el perfil” (Silvana, de Siderca).

En otra empresa petrolera, también existían medidas muy concretas de selección y captación. En este sentido, las empresas están muy organizadas:

“...el Programa de jóvenes profesionales es un programa, como digo, gestionado por la Gestoría de Recursos Humanos donde se definen una serie de vacantes en diferentes sectores de toda la organización y lo que se hace luego es un proceso de entrevistas. Se va a las universidades, se contacta con las universidades, se comunica a las universidades cuál es la iniciativa en cuanto a incorporar tanta cantidad de profesionales. Las universidades comunican esto a los estudiantes que están prontos a recibirse y aquellos que tienen interés en participar de estos procesos de selección, bueno participan, y normalmente participan más candidatos de los que la compañía necesita incorporar pero finalmente hay muchas incorporaciones en ese sentido” (Mario, de Petrobrás).

La relación posterior en lo que respecta a la formación de los profesionales que trabajan en la empresa está limitada al contrato o el convenio con ciertas universidades para realizar cursos especializados. Sin embargo, es muy común que los entrevistados mencionen los cursos *in company*, es decir, los que se realizan dentro mismo de la empresa con profesores que son contratados a centros de estudios o que son empleados con experiencia dentro de la empresa. Lo novedoso para la Argentina es que la empresa Siderca

haya creado una universidad corporativa para formar a sus empleados calificados y no calificados en la ciudad de Campana:

“El 23 de junio inauguramos el edificio académico de la Tenaris University que es una universidad corporativa. Y acá hago una aclaración, la llamamos universidad, no expide títulos formales, no es una universidad reconocida desde el punto de vista público como universidad, pero organiza en un marco muy parecido al de las universidades comunes y corrientes todo lo que es la capacitación interna para el personal administrativo que hace carrera gerencial, los managers y los operarios y técnicos” (Silvana, de Siderca).

Es interesante que algunos de los ejecutivos entrevistados vean positivamente estas universidades corporativas que, con excepción de Siderca, se hallan en otras regiones. Por ejemplo, la universidad corporativa de Petrobras está situada en Río de Janeiro, se llama CENPES (Centro de Aperfeccionamiento e Pesquisas de Petróleo) y se dedica a la formación de los funcionarios de Petrobras y básicamente a la investigación.

En relación con las universidades corporativas, un profesional de la empresa Henkel nos explicaba que en su empresa la organización de cursos “a medida” preparados por universidades con las cuales se realizan convenios, se denomina universidad corporativa:

“Comenzamos con el concepto de universidad corporativa hace cuatro años atrás, cinco años atrás, que si bien no es algo absolutamente eh nuevo, desde el punto de vista de concepto a nivel corporativo acá en la región Mercosur... Sí, lo llamamos, es un concepto de universidad corporativa donde comenzamos a desarrollar los programas... No como una respuesta a necesidades puntuales que se identifican en los procesos de evaluación de personas, sino como algo que tiene que ver con el conocimiento esperado de una persona. De hecho no, no, no funciona con instalaciones físicas sino que funcionan a través de una plataforma de acuerdos con universidades eh, por eso que comentaba del IAE⁵ (...) Pero el diseño es propio de la empresa. Lo cual nos garantiza que el curso que diseñamos en la Argentina

o que se diseñó en Brasil, va a ser reproducido de la misma manera en otros países...Sí, sí, son desarrollos a medida” (Carlos, de Henkel).

Otra empresa multinacional, IBM, desarrolló desde hace pocos años su gerencia en actividades académicas. Pero otras son sus metas, ya que en vez de capacitar a sus empleados, diseñan cursos de capacitación para alumnos y profesores de las distintas universidades para que puedan utilizar sus productos:

“... lo que tenemos que ofrecer básicamente son los programas focales como cursos de software, materiales educativos, programas subvencionados como descuentos para... programas de calificación que son reconocimiento a los estudiantes que obtienen determinadas cualidades o competencias mediante el uso del software. Lo reconocemos juntamente con la universidad. También ofrecemos conferencias en las universidades sobre temas...en tecnología pero que pasan por otros temas en donde IBM tiene algo que aportar... como por ejemplo que vaya un gerente nuestro a contar su experiencia como...distintos temas pero siempre tirando hacia los elementos de tecnología” (Ricardo, de IBM).

Hasta aquí lo que pudimos revelar es que los profesionales tienen un interés significativo en su relación con las universidades, que se desarrolla a través de convenios para realizar pasantías y convenios de capacitación tanto para los empleados como para los estudiantes universitarios con respecto a los productos de las empresas (como en el caso de IBM). Sin embargo, la corriente de crear universidades corporativas en algunas empresas, si bien son centros de capacitación que no expiden títulos universitarios, hablaría de una desconfianza de las corporaciones con respecto a las instituciones de enseñanza superior respecto de la educación continua.

Actividades de investigación

Otro tema interesante en la relación empresa-universidad es lo respectivo a las actividades de investigación. En la mayoría de los casos, ésta se aprecia

como escasa pero no se asume una posición clara respecto a la importancia que debería o no tener el tema. Se aprecia que no es un tema de agenda para los profesionales.

Un ejecutivo de la empresa Henkel explicaba que las innovaciones tecnológicas y científicas venían de dos centros del exterior, uno en Alemania y otro de los Estados Unidos. Lo que se hacía en la Argentina en tema de investigación y desarrollo era la adaptación de las nuevas tecnologías o nuevos productos a las necesidades locales. De cualquier manera, esa adaptación se realizaba directamente en la empresa, sin necesidad de solicitar ayuda a centros de investigaciones locales.

Algunos de los entrevistados, inclusive aquellos que tienen a su cargo las RRHH o la comunicación externa, no saben con certeza si existen convenios con universidades, lo que demuestra la ausencia de una preocupación concreta:

“Eso es un área que maneja directamente el área del Centro de Investigación. Siempre hubo una fuerte compenetración pero en los últimos años leí que se firmaron convenios, acuerdos, hay estudiantes de posgrado que vienen a hacer acá sus pasantías de investigación, se está generando realmente ese intercambio de personas que finalmente son las que llevan incrustado el conocimiento” (Silvana, de Siderca).

Es interesante notar como la entrevistada vuelve al tema de las pasantías, en este caso, a las de investigación. Una noticia corporativa que se puede ver en la página web de la compañía es que se firmaron convenios con el CONICET para que sus investigadores realizaran trabajos en las plantas, pero no está claro si son desarrollo de conocimiento o, en realidad, son pasantías para que el investigador termine su posgrado.

Otro entrevistado señaló que la relación entre la investigación que se realiza en las universidades y las empresas no es como en los Estados Unidos:

“Desde mi percepción, primero la relación empresa y universidad en Estados Unidos es una relación que tiene muchísimos años entonces, está cimentada

en algo mucho más sólido. Primero hay un respeto institucional mutuo, la empresa sabe lo que no tiene que ir a hacer a la universidad y la universidad sabe perfectamente que es lo que no tiene que pedirle a la a la empresa. Creo yo, mi percepción que en ese juego de relación cada uno sabe su rol, además la universidad tiene una entidad aún mucho mayor que la empresa” (Segundo, de Petrobras).

Este entrevistado reconoce que el respeto es mutuo y que en todo caso, la universidad tiene más prestigio social que las empresas. Por otro lado, observa que

“Me da la sensación que la empresa está como en un segundo plano respetuoso y legítimamente asumido, no es un segundo plano de, bueno, resignación, no, no, la empresa sabe que acá la que manda es la universidad porque tiene la investigación, tiene... en fin cuestiones hasta ajenas a lo enteramente económico que la empresa sabe, entonces me da la sensación que eso está, la sociedad lo entiende, lo comprende y lo comparte” (Segundo, de Petrobras).

El mismo entrevistado comentó que se trataron de realizar convenios con universidades argentinas pero que no llegaron a su fin por la desconfianza. Cuando preguntamos de quién provenía la desconfianza, contestó

“Es mutua, quizás más de la universidad que de la empresa. Tenemos una proyección (...) que la universidad todavía hay una cuestión, no sé, parece un terreno más delicado, hasta ideológico de decir, no la empresa va por allá, la universidad por acá. En general las universidades en Argentina, lo mío es una proyección muy personal...Este... esa cosa de que la universidad está más volcada hacia lo académico y demás y lo que viene de la empresa...es impuro” (Segundo, de Petrobras).

Cuando se le preguntó si existían convenios de investigación con las universidades locales, contestó que éstas eran muy escasas:

“En realidad, es poca. Ahí yo creo que esa es una de las ramas en las que no hay... tenemos que profundizar el desarrollo. Yo, en mis casi ocho años en IBM, cuando nos acercábamos a organismos públicos para tratar de trabajar en conjunto, ellos nos pedían mucha investigación. O sea traer mucho la investigación que se hace afuera, acá. Y fue una cosa que nosotros localmente queríamos. Pero los centros de investigación ya están más cerrados. Ahí la cosa, es diferente porque se empiezan a jugar otros (intereses)” (Segundo, de Petrobras).

Ahondamos luego en la percepción del entrevistado acerca del hecho de que no se utilizara la ciencia argentina para desarrollar productos innovadores para su empresa:

“Pasa que el hecho que se genere un aplicativo nuevo (un producto o una tecnología)... Son muchas las condiciones que se dan para que una persona empiece a trabajar y eso no sólo lo protegen mucho los países como Estados Unidos, sino que las condiciones están más dadas para que eso suceda en países como Estados Unidos que como para que suceda en Argentina. Lo que pasaba es que una vez el desarrollo de determinado programa ya estaba o se había inventado, entonces bueno, mirá este piloteo se puede mejorar, ahora si mandalo para allá, que lo mejoren allá porque tienen las condiciones. O sea, nadie negaba ni las condiciones ni capacidad. Pero las condiciones primigenias para que surja es también una cuestión más cultural, no sé cómo llamarlo...” (Segundo, de Petrobras).

En suma, este entrevistado mencionaba que los productos nuevos se desarrollaban en los Estados Unidos y que los argentinos lo adaptaban, pero al tratar de explicar por qué la innovación primaria se realizaba en la IBM americana, lo hacía a partir de la protección de los Estados Unidos con respecto a la difusión del conocimiento y lo que él llamaba cuestión cultural. Esto último puede sintetizarse en que es más fácil hacer las innovaciones en los Estados Unidos por la protección del gobierno y porque la relación entre la empresa y la universidad es más fluida y menos conflictiva.

Otro funcionario de IBM opinó que los investigadores en donde IBM tiene sus grandes laboratorios (son seis) tienden a trabajar con sus colegas universitarios de la nación donde están. Es por ello que la investigación básica se realiza en los centros mundiales cercanos a los laboratorios de la empresa y sus integrantes trabajan con más facilidad y confianza con sus colegas conocidos en el ambiente local.

De modo similar, un empleado de Petrobras admitió que las innovaciones científicas y tecnológicas se realizaban en la Universidad de Petrobras en Brasil, CENPES:

“Habría que abrir el enfoque entre lo que es Brasil y lo que es el resto del país. En lo que es Brasil, sí. Profundamente, tiene un vínculo muy estrecho (la investigación y la empresa), es más, Petrobras tiene dentro de lo que es su estructura organizacional un área que internamente llama la Universidad de Petrobras, que es un área en la que Petrobras fortalece y estimula todos los conocimientos técnicos relacionados con las carreras y profesiones que necesita para seguir evolucionando como organización empresarial” (Mario, de Petrobras).

Si comparamos los resultados de las entrevistas en profundidad con las encuestas que hemos realizado, las opiniones son similares. La relación se basa principalmente en pasantías, y bolsas de trabajo para los alumnos de las universidades. En segundo lugar, aparece la capacitación; en tercer lugar, la consultoría con centros de investigación y sólo en último lugar la investigación. En este caso, se nombró una actividad de investigación que financia una de las empresas y luego un contacto y transferencia de tecnología que tiene lugar entre un laboratorio farmacéutico y la Universidad Nacional de Córdoba.

Lo más destacado es que frente a la pregunta ¿Qué debía reforzarse en la relación empresa-universidad?, la mayoría de las respuestas se refiere a las pasantías y no a la creación de conocimiento, que no forma parte de las aspiraciones de los profesionales o del planteo de los mismos.

La conclusión es que en las representaciones sociales de los profesionales universitarios de empresas innovadoras no existe la concepción de que sea

importante una relación más estrecha entre empresa y universidad para la creación conjunta de conocimiento. Por otro lado, la empresa no es la única culpable de tal situación. La investigación en la Argentina es baja. De acuerdo a una investigación de la Organización de Estados Iberoamericanos, el único país latinoamericano cuya inversión en I&D superaba en 2006 el umbral del 1% del PBI era Brasil, con un 1,02%; Chile ocupaba el segundo lugar con un 0,67%, mientras que la Argentina (0,49%) y México (0,46%) se encontraban por debajo de la media regional del 0,63% (OEI, 2008). Los parámetros con los países desarrollados es todavía más extremo. Por otro lado, en su mayoría, son las universidades públicas las que han hecho más investigación pura y aplicada y recién en los últimos años, universidades privadas como el Instituto Tecnológico de Buenos Aires (ITBA) han incrementado sus actividades de investigación. Por otro lado, la investigación que necesitan las empresas son básicamente en ciencias duras y ellas son más numerosas en las universidades públicas que en las privadas, con excepción de las técnicas como el ITBA.

En líneas generales, la relación empresa- universidad en lo que se refiere a la investigación es muy escasa. O bien se trata de convenios de consultoría o lugares en donde puedan trabajar los becarios o investigadores que están realizando sus doctorados pero existe poca relación en lo que se refiere a transferencia de conocimientos. En líneas generales, el conocimiento se importa de los centros mundiales, de los Estados Unidos, Alemania o Brasil (en el caso de Petrobras). La percepción de los entrevistados sobre este tema es que, en la mayoría de los casos, no es un asunto relevante en su agenda. Cuando se profundiza la búsqueda de la causa real, se apela a consideraciones culturales, como la animadversión mutua entre la universidad y la empresa o la falta de gente calificada local.

En cuanto a la investigación y desarrollo, las empresas grandes se manejan con los conocimientos adquiridos externamente. No hay desarrollo de I&D local en las propias empresas. Además, dependen de centros de investigación extranjero. La innovación viene de afuera con la excepción de algunas empresas chicas, de laboratorios que poseen convenios con universidades o tienen laboratorios internos como son los laboratorios medicinales o veterinarios.

Conclusiones generales

Las percepciones de los profesionales en empresas innovadoras del Gran Buenos Aires respecto de la relación de sus empresas con la universidad son que ellas no son conflictivas pero tampoco demasiado fluidas.

Los profesionales entrevistados están satisfechos con su educación universitaria. Sin embargo, consideran que es demasiado teórica y que debería enfatizarse en las cátedras la conexión con la realidad. En cambio, las universidades son fuentes de reclutamiento de candidatos para ocupar puestos en las empresas. En este sentido se evalúan los conocimientos técnicos, que en su mayoría piensan que son buenos, pero sobre todo, otras cualidades que en general no provienen de la universidad o la universidad carece de medios para formar a los alumnos como son la capacidad de trabajar en grupo, la responsabilidad, la toma de decisiones rápidas, la autonomía individual, etc.

En cuanto a la relación directa con la universidad se basa principalmente en la captación de talentos a través de becas de estudio y sobre todo, pasantías en la empresa. En lo que cabe a la investigación, se hace poco. No se problematiza sobre la ausencia de contactos con los centros de investigación en las universidades. Se acepta, sin más, que las innovaciones en I&D, vengan de las casas centrales y les es difícil explicar esta problemática. Es más, pareciera que ello no es un dilema para la empresa en cuanto a su imagen y compromiso social.

NOTAS

- 1 En la Argentina el sistema universitario de gestión pública es gratuito y el ingreso es formalmente irrestricto.
- 2 La representación social es aquella imagen que tienen los actores sociales sobre un determinado tema. Esa imagen no siempre responde a conocimientos fundados en el propio razonamiento o experiencia sino que está relacionada con el sentido común que se crea en la mente de un actor cuando éste se interrelaciona con la sociedad. Es así como se pueden descubrir distintas concepciones que son compartidas por muchos actores sociales y que nacen cuando estos se comunican entre sí. Es muy útil para estudiar la actitud de ciertos profesionales acerca de diferentes cuestiones que hacen a su vida laboral. Véanse

los estudios sobre representaciones sociales realizados por Serge Moscovici y sus seguidores, entre ellos Jodelet (1989).

- 3 El Gran Buenos Aires está constituido por los veinticuatro partidos que se encuentran alrededor de la Ciudad de Buenos Aires, la capital de la República Argentina. Es una zona tradicionalmente fabril, con un alto índice de familias pobres y una alta densidad poblacional.
- 4 La reforma educativa de los años '90 en la Argentina tuvo dos objetivos: la reforma de la escuela media y la reforma del sistema universitario. Aquí se refiere a la reforma del sistema medio en el que se modificó su organización y en algunos casos, disminuyeron las horas de ciencias físico-matemáticas.
- 5 El IAE es la escuela de negocios más importante de la Argentina. Pertenece a la Universidad Austral.

BIBLIOGRAFÍA

Banco Mundial, 2002. *Constructing Knowledge Societies: New Challenges for Tertiary Education*, April.

Beneitone, Pablo et al. (ed.) 2007. *Reflexiones y Perspectivas de la educación superior en América Latina. Informe final 2004-2007*, Universidad de Deusto.

Giulani, Elisa y Arza, Valeria, 2008. "What drives the information of "valuable "University-Industry linkages? An under explored question in a hot policy debate", SPRU Electronic Working Papers Series 170, University of Sussex, July.

INDEC, "Primera y Segunda Encuesta Nacional de Innovación y Conducta Tecnológica de las Empresas Argentinas (1992/96 y 1998/2001)", Estudios del Indec No.38.

Jodelet, Denise, 1989. *Les représentations sociales*, Paris: PUF.

Lévy-Leboyer, Claude, 2002. *Gestión de las competencias. Cómo analizarlas, como evaluarlas, cómo desarrollarlas*. Barcelona: Ediciones gestión.

Organización de Estados Iberoamericanos, 2008, *El estado de la ciencia*, http://www.oei.es/salactsi/el_estado_de_la_ciencia.pdf

Trunk Sireca, Nada, Bojan Nastav, Dusan Lesjak and Viktorija Sulcic, 2006. "The Labour Market, Graduate Competences and Study Program Development: A Case Study" en *Higher Education in Europe*. Vol.13, No 1, April.

RIIM

Revista de Instituciones, Ideas y Mercados

Pautas para la presentación de artículos

1. Los trabajos deben ser enviados por correo electrónico, a: riim@eseade.edu.ar
2. Los artículos serán evaluados por el Editor General de la Revista y por dos expertos antes de su aceptación para publicación.
3. En ciertos casos se aceptarán artículos publicados anteriormente en otro idioma y que merecen ser difundidos en castellano.
4. La extensión máxima del artículo será de 10.000 palabras incluyendo gráficos, cuadros, notas y referencias bibliográficas.
5. Con un asterisco en el título remitiendo al pie de la primera página se indicarán comentarios, agradecimientos, etc.; con doble asterisco en el nombre del autor remitiendo al pie de la primera página se indicará su título, posición académica actual y dirección de correo electrónico.
6. Cada artículo debe ir precedido de un resumen en inglés y español, de no más de 50 palabras cada uno.
7. Los artículos deben tener una bibliografía al final, ordenada alfabéticamente, con las siguientes formas:

a) Libros: uno a tres autores

Conesa, Francisco; Nubiola, Jaime (1999): *Filosofía del Lenguaje*, Barcelona: Herder.

b) Libro: más de tres autores

Benegas Lynch (h), Alberto; Chafuen, Alejandro A.; Loncán, Enrique J. et al. (1984): *Cristianismo y Libertad*, Buenos Aires: Fundación para el Avance de la Educación.

c) Libro: editor o compilador en lugar de autor

Yarce, Jorge (ed.) (1986): *Filosofía de la Comunicación*, Pamplona: Ediciones Universidad de Navarra.

d) Artículo en libro con editor (o compilador)

Llano, Alejandro: “Filosofía del Lenguaje y Comunicación” (1986), en Yarce, Jorge (ed.): *Filosofía de la Comunicación*, Pamplona: Ediciones Universidad de Navarra.

e) Artículo en publicación periódica (journal)

Ravier, Adrián (2006): “Hacia un Estudio Comparativo de las Teorías Económicas Defendidas por Joseph Schumpeter y Ludwig von Mises”, *Libertas* 44 (Mayo), pp. 251-326.

8. Formatos a seguir

El artículo se enviará como documento adjunto en Word, con fuente Times New Roman N° 12, a simple espacio. Todas las páginas deberán numerarse.

El texto principal debe estar alineado a la izquierda, sin espacios entre párrafos y sin sangrías ni tabulaciones. El título del artículo y los subtítulos deben ir en negrita y en minúsculas.

Las citas extensas dentro del texto principal deben ir en párrafo aparte con espacio anterior y posterior de 1, y sin comillas.

Los gráficos y cuadros deben presentarse en archivo aparte (Excel o Word) indicando el número (correlativo), título, fuente y notas. En su lugar deben colocarse en el texto principal la referencia de número y el título.

Las notas y referencias bibliográficas que agreguen contenido al cuerpo del documento deben incluirse al final del documento de acuerdo al siguiente estilo:

a) Libro: uno a tres autores

Conesa y Nubiola, 1999: 13.

b) Libro: más de tres autores

Benegas Lynch (h) et al, 1984: 145.

c) Libro: editor o compilador

Yarce (ed.), 1986: 214.

d) Artículo en libro o publicación periódica

Llano, 1986: 10-12.

Cuando se indique una referencia bibliográfica solamente, ésta se incluirá en el texto principal entre paréntesis, siguiendo el mismo estilo.

Fe de erratas | RIIM N° 49

En el artículo de Alberto Benegas Lynch (h), “Bases de la constitución de ESEADE”, en la página 9 donde dice:

“En esa reunión, recuerdo que fue el primero en formular reflexiones y preguntas la cual efectuó con un evidente grado de simpatía hacia las ideas expuestas lo que significó un estímulo para los demás participantes en vista de su prestigio personal.”

Debe decir:

“En esa reunión, recuerdo que fue el primero en formular reflexiones y preguntas la cual efectuó con un evidente grado de simpatía hacia las ideas expuestas lo que significó un estímulo para los demás participantes en vista de su prestigio personal. En esa reunión de empresarios participó Manuel F. Ayau, Rector y fundador de la Universidad Francisco Marroquín de Guatemala que fue establecida, precisamente, para contrarrestar la influencia socialista en casas de estudios latinoamericanas, tal como lo recordó en esa oportunidad José Heriberto Martínez, entonces Presidente de la Academia Nacional de Ciencias Económicas de nuestro país. Por mi parte, conocía bien esa Universidad puesto que fui su primer profesor visitante, institución que, a su vez, fue una de mis principales fuentes de inspiración.”