

Opini3n financiera

MARGAPASOS



El que se vio muy prestigioso ayer fue el director general de Pemex, **Luis Ram3rez Corzo**, ya que adelant3 la intenci3n de la paraestatal para cotizar sus activos en la bolsa y tambi3n le mand3 un "recadito futurista" al presidente electo de Bolivia, **Evo Morales**.

Cuestionado sobre los planes de Morales para **nacionalizar el sector energ3tico** de su pa3s y seguir el ejemplo de Pemex en M3xico, Ram3rez Corzo dijo que la intenci3n del l3der cocalero era "muy inteligente... siempre y cuando (Evo) est3 pensando en el Pemex futuro, no en el actual".

Y es que si el Poder legislativo no dispone de otra cosa, Ram3rez Corzo **anda emocionado** por el nuevo r3gimen fiscal previsto para la petrolera en el 2006 y su posible autonom3a de gesti3n.

Ser3 el **"balconeo"** que est3n haciendo los bancos de gasolineras que trasladan al cliente el costo que representa recibir pagos a cr3dito, o tal vez las estaciones de servicio ya esperan una mejora en las comisiones que les paga Pemex, pero el caso es que **algunos establecimientos** han dejado de hacer los recargos.

Bancos y gasolineros **empiezan a entenderse** para ver c3mo dejan de cobrar nuevos cargos a los consumidores, mientras que Hacienda sigue sin decir esta boca es m3a.

Puede ser que **Bill Gates** sea el hombre m3s rico del planeta y puede ser uno de los m3s admirados, pero eso no impresiona para nada a la Comisi3n Europea, que acaba de **amenazar** a Microsoft con multas de **dos millones de euros diarios**.

La friolera se aplicar3 si la firma de Seattle no aplica en cinco semanas medidas correctivas a las cuales fue condenada desde marzo del 2004 por abuso de posici3n dominante.

¿Piensa que gast3 mucho dinero para la cena de **Navidad**? Pi3nselo dos veces. Una cena "regular" en Tokio cuesta un promedio de 70.64 d3lares por persona, en Londres espere pagar 67.69 y en Nueva York unos 37.61 d3lares.

Seg3n un estudio de la firma Zagat, divulgado por CNNMoney.com, una cena para una persona en un restaurante exclusivo en Tokio cuesta unos **181 d3lares**, en Londres el costo es de 142 d3lares y en Nueva York de 112 d3lares... ¿Todav3a cree que su cena de ma3ana ser3 cara?

COLABORADOR INVITADO

Greenspan deja huella en el mercado de valores

CHET CURRIER



En los 18 a3os de Greenspan al frente de la Fed, las alzas y bajas del mercado accionario pasaron por algunas transformaciones.

El cambio familiar del ciclo cada cierto n3mero de a3os, de mercado alcista a mercado bajista, y vuelta, desapareci3 en los 90. El nuevo patr3n era m3s como "arriba, arriba y se fue".

Pero result3 que los mercados bajistas no quedaron exiliados permanentemente, s3lo temporalmente. Cuando el prolongado avance de los precios accionarios finalmente dio paso a bajas a principios del siglo XXI, regresaron para vengarse.

Pero Alan Greenspan, que en enero entregar3 su cargo a Ben Bernanke, logr3 alterar, al menos por un tiempo, la manera en la que muchos inversionistas ven la interacci3n entre la econom3a, la pol3tica estadounidense y el ciclo de alzas y bajas en los precios accionarios.

El viejo orden estaba encarnado por el afamado "ciclo pol3tico del mercado accionario", que decretaba que los precios de los

t3tulos registraban sus mayores alzas en los a3os previos y en el a3o mismo de las elecciones presidenciales en Estados Unidos. El mercado sufr3a sus peores ca3das en la otra mitad del ciclo, los dos a3os posteriores a las elecciones.

El razonamiento subyacente era simple y claro. "Siendo la pol3tica como es, los gobiernos intentan que la econom3a marche bien en los a3os electorales", dicen Yale Hirsch y Jeffrey Hirsch en su almanaque anual del operador burs3til. Esos mismos pol3ticos "tienden a posponer decisiones impopulares hasta que termina el recuento de votos", dicen los Hirsch.

El ciclo pol3tico tuvo una de sus manifestaciones m3s visibles en los a3os posteriores a las elecciones. Las acciones sufrieron ca3das regulares en 1969 (una baja de 11 por ciento en el 3ndice Standard & Poor's 500); 1973 (ca3da de 17 por ciento); 1977 (baja de 12 por

ciento) y 1981 (ca3da de 9.7 por ciento).

La cadena se rompi3 en 1985, gracias en gran medida a los cambios realizados por la Fed. Bajo el mandato del entonces presidente Paul Volcker el banco central empez3 la que result3 una exitosa camp3a a largo plazo para controlar la inflaci3n.

El S&P 500 subi3 26 por ciento en el 85. Luego de que Greenspan reemplaz3 a Volcker en 1987, el 3ndice subi3 27 por ciento despu3s de las elecciones de 1989; 71 por ciento en 1993 y 31 por ciento en 1997. Esas alzas reflejaron un esp3ritu altamente bipartidista, al producirse bajo los presidentes republicanos Ronald Reagan y George H.W. Bush en los 80 y el dem3crata Bill Clinton en los 90.

En el 2001 el mercado regres3 a la forma previa a las elecciones: el 3ndice cay3 13 por ciento adicional a la baja de 10 por ciento registrada en el 2000, que, por cierto, represent3 la primera p3rdida en a3o electoral en 40 a3os y la tercera desde la Segunda Guerra Mundial.

Esto nos lleva al 2005, que ha sido un a3o muerto para los grandes mercados burs3tiles de Estados Unidos, aunque ha producido algunos puntos brillantes importantes en otros lados.

El fondo mutuo accionario promedio de mercados emergentes monitorizado por Bloomberg, por ejemplo, subi3 20 por ciento de fin de a3o hasta principios de noviembre. El fondo de bonos promedio de mercados emergentes subi3 5.3 por ciento frente al alza en las tasas de inter3s a corto plazo de Estados Unidos.

"Greenspan est3 jubilandose y su deseo de salir intacto podr3a tener algo que ver con la inusual fortaleza especulativa este a3o", dice Jeremy Grantham, presidente de Grantham, Mayo, Van Otterloo & Co., de Boston, que administra US\$90,000 millones. "Este 3ltimo a3o para 3l ser3 m3s como el cuarto y 3ltimo a3o de un ciclo presidencial, cuando el deseo abrumador es llegar a la elecci3n y no agitar el barco".

Grantham tiene una perspectiva negativa al respecto, y ve "potencial para una espiral bajista en los activos de riesgo" conforme se acerque el d3a en que Bernanke asumir3 el cargo.

Por todos lados se escuchan alabanzas y cr3ticas a Greenspan. Esta columna simplemente destacará que el S&P 500 subi3 10 por ciento anual en los 18 a3os transcurridos desde el fin del tercer trimestre de 1987, cuando reci3n hab3a asumido el cargo Greenspan, hasta el tercer trimestre de este a3o.

No, Greenspan no aboli3 el ciclo accionario en un mandato en el que hubo una severa ca3da del mercado al comienzo, en 1987, y otra cerca del final, con el mercado bajista del 2000 al 2002. No obstante, la ganancia neta de los a3os de Greenspan puede leerse como un reconocimiento objetivo, y muy positivo, de su obra.

Chet Currier es columnista de Bloomberg News. Las opiniones que aqu3 expresa son suyas.



FEELX NAVIDERR!!! Y NOS VENIMOS EL A3O ENTRANTE

chibasco@cartonista.com

COLABORADOR INVITADO

Mara3a fiscal

V3CTOR MANUEL GARC3A DE LA VEGA

El 18 de noviembre la C3mara de Senadores aprob3 el nuevo r3gimen fiscal de Pemex, que quedar3 legalmente formalizado en el Decreto que reforma diversas disposiciones del Cap3tulo XII, del T3tulo Segundo, de la Ley Federal de Derechos. Sin embargo, llegar a esta etapa ha sido un camino tortuoso y finalmente brindar3 a Pemex beneficios econ3micos muy modestos. El 27 de abril del 2005, la C3mara de Senadores aprob3 una versi3n previa del r3gimen fiscal, para luego ser aprobada en sesi3n extraordinaria por la C3mara de Diputados, el 28 de junio. El 1 de septiembre, el Ejecutivo Federal envi3 al Congreso una serie de observaciones a dicho r3gimen.

Estas eran, principalmente, precisiones t3cnicas, aclaraciones respecto a la repartici3n de recursos excedentes entre estados y municipios, y la posibilidad de incorporar consejeros independientes al Consejo de Administraci3n de Pemex (reforma al gobierno corporativo). Finalmente se aprobaron las propuestas y as3 se lleg3 al 8 de noviembre.

El nuevo r3gimen fiscal de Pemex entrar3 en vigor el 1 de enero del 2006, y seg3n las estimaciones del propio Congreso, ese a3o Pemex recibir3 ingresos adicionales del orden de 23,000 millones de pesos. La cifra puede parecer enorme, sin embargo, no lo es. En los primeros nueve meses del 2005, Pemex report3 ventas por 662,344 millones de pesos. Si proyectamos esta cifra a todo el a3o, estar3 generando ventas de alrededor de 883,000 millones de pesos, por lo que la contribuci3n del esfuerzo fiscal representaría apenas el 2.6

por ciento de las ventas de Pemex.

Las inversiones en infraestructura que la empresa demanda cada a3o son de 100,000 millones de pesos. Actualmente, la deuda de Pemex est3 en m3s de 500,000 millones de pesos, y en los primeros nueve meses del a3o pag3 intereses por 40,124 millones. As3 que aunque la cifra m3gica de nuevos ingresos si la beneficiar3, apenas sirve para cubrir el costo de modernizaci3n de una refiner3a, y no alcanzar3a ni para pagar los intereses de un a3o.

Podr3amos pensar que con tantas idas y venidas de la reforma fiscal, al menos habr3a quedado f3cil de instrumentar. Pero todo lo contrario, ya que parece el Laberinto del Minotauro, y encontrar la salida e interpretar correctamente las implicaciones del nuevo r3gimen para las finanzas de Pemex, requerir3a de un r3gimen al r3gimen.

Pemex tiene cuatro subsidiarias operativas, y la m3s grande y rentable de ellas, Pemex Exploraci3n y Producci3n (PEP), es la que hace frente a casi toda la carga impositiva de la paraestatal. Las otras tres tambi3n pagan un derecho conocido como Impuesto sobre Rendimientos Petroleros (IRP), similar al Impuesto Sobre la Renta (ISR), pero palidece en magnitud al compararse con los derechos que paga PEP.

Seg3n la nueva reforma fiscal, hay seis impuestos diferentes que PEP deber3 pagar a partir del 2006, a saber, Derecho Ordinario sobre Hidrocarburos (DOH) (diario, semanal, mensual), Derecho sobre Hidrocarburos para el Fondo de Estabilizaci3n de los Ingresos Petroleros (DSHFE) (trimestral), Derecho Ex-

traordinario sobre la Exportaci3n de Crudo (DEEPC) (trimestral), Derecho para el Fondo de Investigaci3n Cient3fica y Tecnol3gica en Materia de Energ3a (DFICT) (trimestral), Derecho para la Fiscalizaci3n Petrolera (DFP) (trimestral), y Derecho Adicional (DAEP) (anual).

El Congreso ha estimado que en el 2006, los impuestos mencionados en conjunto representarán para Pemex una carga fiscal de m3s de 390,000 millones de pesos, de los cuales el DOH ser3 aproximadamente el 80%. El Decreto aborda la mec3nica de instrumentaci3n del DOH en sus art3culos 254, 255, 260 p3rrafo II, 261, y en el art3culo tercero transitorio.

Primero, se deber3 calcular la diferencia que resulte entre el "valor anual" del petr3leo crudo y gas natural extra3dos en el a3o en cuesti3n y las deducciones permitidas (inversiones, costos, gastos, y derechos). El art3culo 258 define lo que se entiende como "valor anual" (precio del crudo o gas, multiplicado por el volumen). La cosa no queda aqu3, el art3culo tercero transitorio incluye una tabla que define los porcentajes variables (que van de 78.68 por ciento a 87.81 por ciento) por los que deber3 multiplicarse la diferencia, seg3n el a3o

en cuesti3n (2006 a 2009, y a partir del 2010 el porcentaje quedar3 fijo en 79 por ciento), as3 como del precio promedio ponderado anual del barril de petr3leo crudo mexicano de exportaci3n.

Como parte del nuevo r3gimen fiscal de Pemex, el Senado no aprob3 la inclusi3n de consejeros independientes y lo dej3 para un an3lisis posterior. Ojal3 que Pemex si tenga consejeros independientes en un futuro, quienes deber3an provenir preferentemente del sector privado, y que no sean miembros del Gobierno federal en turno ni del sindicato petrolero. Esto le dar3 a Pemex un tinte de transparencia en sus operaciones a3n mayor al que ya tiene.

El nuevo r3gimen fiscal de Pemex dista mucho de ser una soluci3n importante a la urgente necesidad que tiene de contar con mayores recursos financieros. La siguiente Administraci3n tendr3 que enfrentar y resolver este problema de manera significativamente m3s radical.

Victor Manuel Garc3a de la Vega, trabaja como subdirector de banca corporativa y de inversi3n en Societ3 G3neral M3xico. E-mail: victor.garcia@sgeib.com

MARKETER

Una nueva pasi3n

HORACIO MARCHAND



Hay crisis de pasi3n en las organizaciones.

Tras el entusiasmo del reci3n ingresado que llega a laborar a una empresa con el firme ideal de convertirse en agente de cambio y hacer la diferencia, en lo que acaba es por reprimirse y someterse a la cultura. Queda —en lo bueno y en lo malo— aliñado, domesticado, acartonado.

Con el tiempo incluso se va "sofisticando" y aprende a no decir la verdad en las juntas, a no cuestionar lo obvio, a no proponer iniciativas "agitadoras" y termina por enterrar su **pasi3n personal**.

Es a partir de ah3 que el individuo deja de llevar a su propio ser, a su esencia, al trabajo. Y esto se refleja en una ausencia de pasi3n y un aferramiento a la **zona de confort**.

Y ninguna organizaci3n parece estar exenta del p3ndulo que va de lo apasionado y ca3tico, hasta lo mec3nico y controlado. **Microsoft**, por ejemplo, t3picamente con largas filas de mentes brillantes esperando entrar a la organizaci3n, est3 sufriendo una deserci3n desconcertante (Business Week/Sept 2005). Aunque los n3meros son peque3os, 9 por ciento de la fuerza laboral, hay cerca de 100 exMicrosoft que ahora trabajan en **Google**, entre ellos controversiales programadores como **Lucovsky**. Un empleado que neg3 dar su nombre afirma que "hay una distintiva falta de pasi3n".

La falta de pasi3n irremediablemente baja la moral y la productividad, pero el problema es c3mo se mide la falta de pasi3n?

La realidad es que la falta de pasi3n se nota, aunque para el mundo de los negocios el que se note luce insuficiente como para que se aborde el tema de manera frontal.

Tres ejecutivos de corporativos en M3xico (dos de recursos humanos) expresaban que uno de los problemas m3s serios que enfrentan es justamente c3mo mantener la pasi3n y el inter3s de las personas.

Steven Berglass, del **Harvard Medical School** encontr3 que "el fuego personal" se apagaba cuando la pasi3n llegaba a un nivel de 3xito y, ya en la cima, ca3an presos de la monoton3a y la presi3n por llegar a3n m3s alto. En general, encontr3 que a cierto nivel la gente dejaba de encontrar recompensa o satisfacci3n psicol3gica.

NOVEDAD Y PASI3N

¿Hay una liga entre pasi3n y novedad?

Entre las m3ltiples tesis de la pasi3n est3 la perspectiva de la **novedad**.

Algo nuevo tiene todo el potencial de entusiasmar, de retar al intelecto, estimular las emociones, disparar la imaginaci3n. Existen suficientes elementos para que pueda constituirse una tesis de que la ausencia de pasi3n, asociada al aburrimiento y la monoton3a, se puede "curar" con la novedad y retos diferentes.

¿Ser3 que, predispuestos por biolog3a y condicionamiento psicol3gico evolucionista, nos acostumbramos a andar de un lado al otro, a explorar y confrontar? Y aqu3 viene al caso de hablar de la dopamina.

La **dopamina** es un neurotransmisor que se consideraba como el centro del placer ya que se libera dopamina cuando realizamos actividades placenteras como comer, tener sexo, re3r, jugar. Posteriormente se encontr3 que esta sustancia tambi3n se libera en respuesta a sensaciones desagradables como ruidos extremos y choques el3ctricos.

Gregory Berns, m3dico y con un doctorado en ciencias de la conducta de **Emory University**, concluye que la dopamina se libera b3sicamente con la **anticipaci3n** a que ocurran actividades tanto placenteras como desagradables. Es decir, la dopamina, por expectaci3n, compromete al sistema motor, al cuerpo en general, a un acci3n en particular.

Im3genes del cerebro, a trav3s de tomograf3as, ha demostrado que los eventos novedosos, por el hecho de que representan una demanda a la acci3n, son altamente efectivos para la liberaci3n de dopamina.

Cuando enfrentas algo novedoso se libera dopamina como si fuera una cascada bioqu3mica en acci3n, un ba3o vigorizante al sistema nervioso y el cuerpo se prepara para la acci3n.

El sentido de satisfacci3n despu3s de haber manejado tareas inesperadas o el exponerse a lo desconocido en lo f3sico, mental y emocional, es la manera en que el cerebro te dice que est3s haciendo lo que naturalmente se prev3o que hiciera tu organismo. Nada como un buen reto.

Si esta idea es correcta, la satisfacci3n tendr3a que ver m3s con lo que **tienes que hacer para conseguir algo**, que con el **conseguirlo**, dando lugar al clich3 de: *the journey is the reward*.

Bajo esta perspectiva, la pasi3n vieja no existe y la pasi3n s3lo subsiste hasta que el elemento deja de ser novedad o dejan de inventarse nuevos esquemas y versiones de lo viejo. Aqu3 una reflexi3n para el a3o nuevo.

Feliz A3o NUEVO. Que est3 lleno de pasi3n, sentido y prop3sito.

E-mail: horacio@horaciomarchand.com