

## UNA HIPÓTESIS SOBRE EL SESGO A LA DOLARIZACIÓN DE ACTIVOS DESDE EL ENFOQUE DE LAS FINANZAS CONDUCTUALES<sup>1</sup>

*Juan Miguel Massot*

*Universidad del Salvador. Instituto de Investigaciones en Ciencias Económicas y Empresariales. Rodríguez Peña 640, C1020 ADN, Buenos Aires. Argentina.*

*juanmassot1965@yahoo.com*

### Resumen

Recibido: 12/2020

Aceptado: 03/2021

#### Palabras clave

Dolarización de activos.

Crisis económica.

Riesgo.

Incertidumbre.

Selección de carteras.

Finanzas conductuales.

Las recurrentes turbulencias económicas y financieras en algunos países, como la Argentina, han conducido a sus residentes a adoptar el dólar como moneda de reserva de valor provocando lo que se llama como dolarización de activos. El objetivo de este artículo es presentar, desde la perspectiva de las finanzas conductuales, una explicación plausible sobre los procesos mentales involucrados, y cómo una decisión individual de gestión financiera pudo transformarse en un artefacto social. Se concluye que, en cuanto se concibe a los agentes como psicológicamente construidos, recurrentes y profundas crisis macroeconómicas los reconfiguran cognitivamente de manera permanente sesgándolos hacia los activos dolarizados en detrimento de los denominados en moneda nacional. Como consecuencia de ello, los agentes también se pueden inclinar a pensar que las crisis seguirán repitiéndose, y que serán profundas pero transitorias, lo cual permitiría explicar, al menos en parte, la persistencia de fenómenos como el bimonetarismo. Como efecto de la dimensión relacional de estos agentes y de una historia compartida, se puede generar un comportamiento agregado cuyo resultado es la conformación del dólar como un artefacto social de evasión y mitigación de daños económicos ampliamente difundido. Finalmente, lo antedicho tiene una implicancia macroeconómica. Una sociedad reconfigurada de esta manera reduce los grados de libertad al momento de decidir entre instrumentos de política, ya que la efectividad de algunos pudo haber sido afectada y, en el límite, no sólo resultar ineficientes sino capaces de generar efectos inversos a los esperados.

Copyright: Facultad de Ciencias Económicas, Universidad de Buenos Aires.

ISSN: 2250-687X - ISSN (En línea): 2250-6861

<sup>1</sup> Este artículo es una síntesis de la primera parte del capítulo “Los fundamentos microeconómicos de la dolarización de carteras” de la tesis para optar al título de doctor de la Universidad de Buenos Aires titulada “La Administración de Carteras de Activos Financieros Frente al Riesgo Sistémico. El Caso de la Dolarización y Fuga de Capitales en Argentina entre 1991 y 2015”.

## A HYPOTHESIS ON ASSET DOLLARIZATION BIAS FROM A BEHAVIORAL FINANCE APPROACH

*Juan Miguel Massot*

*Universidad del Salvador. Instituto de Investigaciones en Ciencias Económicas y Empresariales. Rodríguez Peña 640, C1020 ADN, Buenos Aires. Argentina.*

*juanmassot1965@yahoo.com*

### Abstract

#### KEYWORDS

Asset dollarization.  
Economic crisis.  
Risk.  
Ambiguity.  
Portfolio allocation.  
Behavioral finance.

Recurring economic and financial turmoil in some countries, such as Argentina, has led residents to adopt the dollar as a store of value currency, causing what is known as asset dollarization. In this framework, the residents of Argentina are the second holders of dollars per capita in the world, becoming this foreign currency as popular as the national one. The objective of this article is to present, from the perspective of behavioral finance, a plausible explanation on the mental processes involved, as well as how an individual decision of financial management could be transformed into a social artifact. It is concluded that, as soon as the agents are conceived as psychologically constructed, the recurrent and deep macroeconomic crises permanently reconfigure them cognitively, biasing them towards dollarized assets to the detriment of those denominated in national currency. Therefore, agents may also be inclined to think that crises will continue to repeat themselves, and they will be profound but transitory, which would explain, at least in part, the persistence phenomena as the bimonetarism. An effect of the relational dimension of these agents and a shared history, an aggregate behavior can be generated, the result of which has been the formation of the dollar as a widely disseminated social artifact of evasion and mitigation of economic damage. Finally, the foregoing has a macroeconomic implication. A society reconfigured in this way reduces the degrees of freedom when deciding between policy instruments, since the effectiveness of some could have been affected and, in the limit, not only result inefficient, but capable of generating inverse effects to those expected.

Copyright: Facultad de Ciencias Económicas, Universidad de Buenos Aires.

ISSN: 2250-687X - ISSN (En línea): 2250-6861

*Los “flujos son expulsados desde un país... por... uno o más factores  
en una lista compleja de miedos y sospechas”*

Charles Kindleberger citado por Lessard y Williamson (1985, p. 202)

*“El riesgo no existe fuera de nuestra mente y nuestra cultura,  
esto es, no es algo objetivo y externo”*

Paul Slovic y Elke Weber (2002)

## INTRODUCCIÓN

Con el paso de los años la Argentina se ha convertido en el segundo país tenedor de dólares per cápita del mundo luego de los Estados Unidos debido al extendido uso de esa moneda por parte de los residentes en las decisiones de ahorro e inversión, así como en algunas transacciones como la adquisición de ciertos inmuebles en parte del país (Llach, 2019).

Esta particularidad local es la que eleva la dolarización de activos de los argentinos a tema de investigación, lo cual va más allá de las fronteras de ese país, ya que implica examinar el caso extremo en el que una decisión financiera de gestión de riesgo, de lo más regular en la mayoría de los mercados financieros, llega a conformarse como un artefacto social de mitigación y evasión de daños económicos ampliamente compartido y a convertir al dólar en una “moneda popular” (Luzzi y Wilkis, 2019, p. 18-24).

Al respecto, el caso argentino contemporáneo tiene las características necesarias para poder teorizar sobre algunos aspectos de la dolarización de activos. Esto se debe a la conjunción de dos factores. Primero, se trata de un país de tamaño mediano y de muy alto desarrollo según el Índice de Desarrollo Humano del Programa de las Naciones Unidas para el Desarrollo (PNUD, 2019). Segundo, en las últimas cinco décadas ha experimentado recurrentes e intensas turbulencias y crisis económicas y financieras que, como conjunto, es inusual en los tiempos actuales. Lo antedicho, entonces, permite extraer de este caso histórico una información no trivial para indagar sobre los fundamentos del fenómeno de la dolarización de activos cuando es elevada, permanente y concluye en un persistente bimonetarismo.

Desde lo conceptual, este fenómeno remite a la gestión de carteras de activos en contextos económica y financieramente volátiles o de crisis, que generan los incentivos para que los agentes conviertan sus activos en moneda nacional en otros en divisas extranjeras -i.e. dolarización de activos-, los cuales pueden o no permanecer en el país. Cuando por esos motivos los capitales salen del país, la literatura los denomina salida o fuga de capitales en sentido estricto. De esta manera, la dolarización de activos y la salida o fuga de capitales no son conceptos equivalentes, aunque sí vinculados, y que, además, en no pocas ocasiones se utilizan de una manera equívoca o ambigua (Berg y Borenztein, 2000; Agatiello, 1990, p. 33-40).

También la dolarización de activos debe diferenciarse de la plena dolarización que es cuando un Estado reemplaza la moneda nacional por el dólar u otra divisa extranjera, no sólo para que cumpla el rol de reserva de valor, sino de unidad de cuenta, medio de transacción y de pago (Berg y Borenztein, 2000).

En este ensayo se adopta el concepto de dolarización de activos, y, más específicamente, la de los residentes en el país, porque es la que se corresponde con el rol preponderante que ha ganado el dólar en países inestables como la Argentina. La salida o fuga de capitales ha sido un caso particular de aquella, referido a ciertos grupos socioeconómicos o momentos históricos, y en lo que refiere al dólar como unidad de cuenta, medio de transacción y de pago, ha estado circunscripto a algunos períodos u operaciones específicas en la mayoría de los países en el que las divisas extranjeras tienen amplia circulación.

En ese marco, el objetivo de este artículo es presentar una explicación plausible desde la perspectiva de las finanzas conductuales de los procesos mentales involucrados en las decisiones de dolarización, y de cómo una acción individual pudo transformarse con el tiempo en un artefacto o mecanismo social con implicancias no triviales de política económica.

La formulación teórica fundamental del artículo puede sintetizarse en que, en cuanto se concibe a los agentes como psicológicamente contruidos, las recurrentes y profundas crisis macroeconómicas son capaces de reconfigurarlos cognitivamente de manera permanente, sesgándolos hacia los activos dolarizados en detrimento de los denominados en moneda nacional. Dada su dimensión relacional, comparten sus percepciones y decisiones sobre el riesgo macro contextual y el beneficio que les brinda la dolarización, generando de esta manera un comportamiento agregado. Es así como una decisión financiera individual de diversificación de riesgo se convierte, como resultado de un proceso histórico determinado y compartido, en un artefacto o mecanismo social ampliamente difundido y anclado en el centro de las decisiones humanas de algunas sociedades, como es el caso de la argentina. Esta disposición social o agregada tiene un impacto no menor en las economías de los países porque reduce los grados de libertad para diseñar y aplicar políticas macroeconómicas que permitan lograr simultáneamente los equilibrios interno, externo y social, así como una estrategia de desarrollo sustentable.

El artículo se divide en los siguientes títulos. Primero, se presenta una revisión de la literatura sobre la dolarización y salida de capitales de la Argentina. Segundo, la aproximación teórica del proceso mental que podría fundamentar la decisión de dolarización y cómo se puede explicar su evolución hasta llegar a ser un fenómeno social arraigado. Finalmente, las conclusiones.

## **REVISIÓN DE LA LITERATURA**

Los estudios tanto sobre dolarización de activos como sobre fuga de capitales les atribuyen a estos fenómenos tener un origen multicausal y se los ha examinado, tanto teórica como empíricamente, desde varias perspectivas, como las de la Economía y de la Sociología.

En cuanto a las primeras, las más prolíficas, lo han hecho desde dos enfoques presentados como mutuamente excluyentes.

El financiero o microeconómico, que se basa en el de gestión de carteras y los explican, básicamente, a partir de los diferenciales de rendimientos esperados ajustados por riesgo, considerando como dados los factores macroeconómicos, sociales y políticos. Sobre el caso argentino puede citarse el trabajo de Corso (2015) que, si bien realiza un análisis de la decisión de dolarización de los agentes en condiciones de ambigüedad, no aborda los factores subyacentes y los procesos mentales y sociales que conducen a la dolarización, así como tampoco las razones que permiten relacionar el macro contexto con la decisión financiera.

El sistémico o macroeconómico, por su parte, los examina desde la perspectiva agregada de la economía, utilizando para ello variables macroeconómicas como la tasa de inflación, el tipo de

cambio y el crecimiento económico, pero dejando aparte cualquier fundamentación microeconómica de la decisión de los agentes. Entre este tipo de estudios realizados sobre el caso argentino se encuentran los de Gulati (1985), Dooley (1986), Conesa (1986), Dooley, Henkie, Tryon y Underwood (1986), Cuddington (1986,1990), Rodríguez (1986); Agatiello (1990), Padilla del Bosque (1991), Guillén (1994), Damill y Fanelli (1994), Fanelli y Machinea (1994), Damill y Frenkel (2009), Basualdo y Kulfas (2000, 2002), Gaggero, Casparrino y Libman (2007), Burdisso y Corso (2011), Comisión Especial de la Cámara de Diputados de la Nación (2001); Gaggero, Rúa y Gaggero (2013), Rúa (2017) y Llach (2019).

Desde una perspectiva completamente diferente, Luzzi y Wilkis (2019) realizan una exhaustiva investigación sociológica del proceso histórico del país que da cuenta de la formación del mecanismo social “dolarización” y que les permite explicar cómo el dólar llegó a ser una “moneda popular”. Los autores, sin embargo, no examinan en profundidad los procesos internos de los agentes y su conexión con la dimensión social examinada.

En base a la literatura revisada, puede considerarse que existe un espacio para presentar un análisis de las variables y procesos psicológicos que han conducido al sesgo permanente a la dolarización de sus carteras, así como también brindar una explicación de cómo esta decisión individual evoluciona y llega a convertirse en un artefacto social de evasión y mitigación del daño económico que producen las crisis económicas y financieras.

## EL PROCESO INDIVIDUAL Y SOCIAL DE DOLARIZACIÓN DE ACTIVOS

### La racionalidad de los agentes

Los modelos teóricos de selección de carteras, entre los que se destacan los de Markowitz (1952, 1959, 1991) y Sharpe (1963), se basan en el supuesto de agentes individuales que maximizan sus beneficios bajo restricciones, consistentes con el planteo axiomático de la teoría de la utilidad esperada de von Neumann y Morgenstern (1953) y que aquí se denomina modelo estándar.

El citado enfoque ha sido ampliamente debatido, tanto en el plano teórico como empírico (Eeckhoudt y Loubergé, 2012; y Kahnemann, 2012, p. 351-361). Actualmente, sólo se lo puede aceptar como un caso particular de uno más complejo y holístico que abrevia en aportes realizados por disciplinas como la psicología, las neurociencias, la sociología y la antropología, algunos de los cuales se exponen a continuación.

Los conceptos y enfoques diferentes al del modelo estándar obligan a referirse al trabajo pionero, aunque contemporáneo al de von Neumann y Morgersten, de Herbert Simon, quien propuso en 1947 la teoría de la racionalidad limitada (Simon, 1972).

Simon señala que los agentes económicos toman decisiones parcialmente racionales o racionalmente limitadas (*bounded rationality*, en inglés), en el sentido del razonamiento lógico-matemático, ya que en esa tarea se ven influidos por otros factores, como su emocionalidad, la heurística -métodos rápidos o atajos que toma nuestro cerebro cuando está ordenado a actuar o a emitir un juicio-, la información y el tiempo disponibles para procesarla y completar tal acción.

En ese marco, no realizan elecciones óptimas, sino que hacen lo mejor que pueden o saben hacer, en el tiempo y con los recursos que disponen; esto es, toman decisiones que los dejan “suficientemente conformes” y que les permiten afirmar que han tenido un “comportamiento satisfactorio” en esa situación.

En el mismo sentido, Thaler (1980) explicó que debía establecerse una diferencia entre los agentes, a quienes dividió entre “econos” y “humanos”. Mientras los primeros cumplen con el requisito de consistencia interna del modelo teórico estándar, esto no ocurre con los “humanos”, cuyas conductas son, básicamente, inconsistentes. La inconsistencia radica en que estos últimos no utilizan solo su razonamiento lógico-matemático para tomar decisiones, sino también otros factores que forman parte de sus dimensiones psicológicas, emocionales y de entorno, constituyendo un todo en el que lo emocional y lo cognitivo son interdependientes.

Al respecto, las investigaciones de Tvesky y Kahnemann (1974, 1981, 1983), señalaron que los agentes toman decisiones siguiendo, esencialmente, un sistema heurístico, en el que tallan primeramente las emociones, la memoria y los efectos marco, con tendencia a la incorporación de diversos sesgos e inconsistencias.

La emoción resulta ser la primera variable excluida del modelo neoclásico y que es considerada crucial en los enfoques posteriores. Aquella puede definirse como “un conjunto de cambios fisiológicos, cognitivos, subjetivos y motores que nacen de la valoración (consciente o inconsciente) de un estímulo, en un contexto determinado y con relación a los objetivos de un individuo en un momento concreto de su vida” (Cotrufo y Ureña Bares, 2018, p.17).

En ese marco conceptual, entonces, la decisión no puede estar escindida de las emociones. A esto debe sumarse otro aspecto que resalta su centralidad, y es que un evento asociado a una emoción es recordado con mayor eficacia que otro que no cuenta con esa conexión debido a que concentró más la atención de la persona. Por ello, por ejemplo, según el impacto emocional que haya generado una crisis económica será su lugar en la memoria y, por lo tanto, en las futuras decisiones del agente (Cotrufo y Ureña Bares, 2018, p. 36-37, 122, 124).

Slovic, Finucane, Peters y MacGregor (2002) avanzan sobre el caso de las decisiones de los ejecutivos. Sugirieron que éstos lo hacen en base a sentimientos de agrado o desagrado y con escasa deliberación, efecto que denominaron “heurística afectiva”. De esta manera, una dimensión estrictamente emocional tendría una influencia, en ocasiones decisiva, en la gestión económica y financiera como puede ser el caso de la dolarización de carteras.

Las heurísticas y los sesgos son producto de la evolución que orientó todo el sistema cognitivo humano hacia la supervivencia. Permiten que el hombre tome decisiones intuitivas y emocionales, más rápidas y automáticas. Si bien en ocasiones son erróneas y tienen efectos perniciosos en su vida, han sido lo suficientemente eficientes para que los humanos sobrevivieran y se desarrollaran. A esta capacidad cognitiva Kahneman la denomina “sistema 1”. El “sistema 2”, por su parte, es el que se basa en el razonamiento lógico matemático, más lento que el primero, el cual es invocado para situaciones no recurrentes e importantes, para aquellas sobre las que no se tiene experiencia previa, y cuando se dispone tiempo y de recursos mentales (Kahnemann, 2012 p. 35-47).

Tvesky y Kahneman propusieron para el análisis de decisiones en condiciones de incertidumbre la teoría de las perspectivas (*Prospect Theory*, en inglés) en contraposición a la de la utilidad esperada de von Neumann y Morgenstern. Dicha propuesta teórica toma en cuenta la diversidad de variables antes señalada (Kahneman y Tvesky, 1979).

En una revisión posterior a su teoría, Kahnemann remarca que se basa en tres aspectos cognitivos que afectan las decisiones y que la diferencian de la otra: los puntos de referencia no son neutrales, la posibilidad de la disminución de la sensibilidad del sujeto a los cambios o shocks y la aversión a la pérdida (Kahnemann, 2012, p. 366-367).

Según los autores arriba mencionados el punto de partida o de referencia no es neutral porque la decisión está afectada por la sensación y la percepción del individuo, haciendo de aquel un elemento crítico para la evaluación que el decisor realice de las ganancias y pérdidas *ex ante* y *ex post*. Una

consecuencia importante de esto es el denominado efecto *status quo* por el que la aversión a las pérdidas puede conducir a que las decisiones estén sesgadas al punto de referencia (el pasado o punto de partida) o, en el mejor de los casos, a realizar cambios menores o marginales. En estos casos, para que los agentes reaccionen, puede hacer falta un shock sustantivo, como sería el caso de una crisis económica y financiera abrupta, profunda o prolongada. El comportamiento inercial y los rezagos en la toma de decisiones o en los cambios de comportamiento también podrían considerarse como un derivado en términos dinámicos de este sesgo (Kahnemann, 2012, p. 172, 355-381; 396-398; 425).

Es posible también que la sensibilidad a los cambios no sea simétrica; esto es, que no sólo sea relevante la variación absoluta sino la relativa a los activos disponibles; por ello, cuanto menor es el patrimonio, mayor es el efecto que tiene un mismo cambio absoluto sobre la economía del agente y, por ende, mayor es la precisión que debe obtener del análisis de la cuestión antes de decidir (Kahnemann, 2012, p. 367).

Finalmente, según Tvesky y Kahneman, los agentes tienden a valorar más las pérdidas que las ganancias. Cuando la pérdida puede ser ruinoso, la aversión al riesgo tiende a infinito y la persona evita el evento o no realiza la inversión, pero cuando las alternativas son sólo de pérdidas, el agente se inclina por la de mayor riesgo (Kahnemann, 2012, p. 369-373).

En un marco dominado por la emocionalidad y por la aversión a las pérdidas también aparecen los efectos de la desilusión y del arrepentimiento. En el primero, una pérdida inesperada puede tener un impacto emocional desproporcionado, y, en el segundo, la emoción que se genera implica una específica incorporación a la memoria episódica que tiende a afectar decisiones futuras para las que se invoque ese evento (Kahnemann, 2012, p. 372-375).

En 1981, Tvesky y Kahnemann proponen lo que se denomina el “efecto marco”. Según los autores las decisiones son afectadas por la manera en que se presentan tanto el problema como las alternativas u opciones disponibles. Este efecto podría revelar la importancia que pueden tener en las variaciones en los mercados financieros la manera en que se comunican medidas económicas y sus resultados, la información estadística, la estructura y presentación de resultados de encuestas y estudios de opinión, entre otras.

Richard Thaler también enunció lo que se denominó el “efecto dotación”. En ocasiones, las personas no valoran un activo en función de su precio y de la ganancia que les brinde, sino por el solo hecho de tenerlo a disposición; esto es, su beneficio o utilidad proviene de la sola tenencia o atesoramiento (Kahnemann, 2012, p. 377-390). Este aporte podría explicar, al menos en algunos casos, la acumulación de activos de reserva. Si bien ésta no brinda una satisfacción de por sí, tampoco está orientada a obtener un rendimiento. Su utilidad está en que le proporciona la tranquilidad de que puede disponer de ellos en el momento que lo requiera, lo cual, en definitiva, es su única función.

También en el plano cognitivo, los juicios relacionados con la decisión financiera más conveniente tienden a estar afectados de manera no trivial por el clima intelectual o los enfoques teóricos dominantes, algo que se acrecienta en círculos académicos y científicos consolidados en los que también pueden llegar a observarse juicios dominados por el sesgo de confirmación (Schiaffino, Crespo y Heymann, 2017; Pompian, 2006, p. 187-190).

Debe tenerse en cuenta también que, para algunos autores, “la emoción no sólo es desproporcionada a la probabilidad; también es insensible al grado exacto de probabilidad” (Kahneman, 2012, p. 421). Este vínculo entre decisión, emoción y probabilidad reviste especial importancia en las finanzas, debido, entre otras cosas, a la dificultad para mensurar la incertidumbre, cuestión que ya se había abordado en los trabajos seminales de Knight (1921), Keynes (2007, 1992, 1937) y Ellsberg (1961).

Relacionado con el rol de los sesgos y la emocionalidad de los agentes, en las últimas décadas se ha prestado creciente atención a la velocidad en la toma de decisiones, su vínculo con el temor o el miedo, y con el error o riesgo de error (Bouton, 2011; Desroches, 2011; Augé, 2014; Cavalletti, 2019). La incapacidad de procesar, razonar o ponderar crecientes volúmenes de información, los cuales se ven amplificados por la frecuencia de recepción, el efecto de los medios de comunicación masivos, de las redes sociales y de la interconectividad de alta velocidad de las organizaciones, contribuye a tomar decisiones por asimilación que pueden alimentar, en contextos inciertos, el vuelo a la calidad, familiaridad o confianza en materia de carteras de activos financieros (Keynes, 2007, p. 5-8; Keynes, 1992, p. 135-137).

No puede dejar de mencionarse, finalmente, que las decisiones de los agentes están afectadas por actitudes relacionadas con sus sistemas de valores y creencias derivadas de la cultura o religión en la que se inscriben. De hecho, este es el marco referencial último de todas las decisiones individuales y grupales, incluyendo las económicas y financieras (Kahnemann, 2012, p. 446 y ss., 473-4, 482-3; Cotrufo y Ureña Bares, 2018, p. 134-135; Salomon, 2001, p.37; Köhn, 2017, p. 33-34; Gómez, 2014; p. 135-148).

## **LOS EFECTOS DE LAS CRISIS EN LA REFORMULACIÓN COGNITIVA DE LOS AGENTES**

A partir de lo expuesto, se presenta a continuación cómo se construyen los rasgos de la personalidad de los agentes y de las sociedades, con especial énfasis en los efectos que les causan los shocks. Las características de estos últimos influirán sobre aquellos y, por lo tanto, en las decisiones individuales y colectivas. En dicho marco, la dolarización de activos será entendida como una decisión que es consecuencia de ciertos tipos de shocks que sufren individuos y sociedades que tienen determinados rasgos.

Los shocks o estresores son factores que desencadenan una reacción adaptativa del agente porque son percibidos como una amenaza, constituyendo así un elemento significativo en la construcción de su personalidad y, por ende, de sus futuras decisiones (Tafet, 2019, p. 10-13).

Dado el tema del ensayo, los que interesan son los estresores percibidos como negativos, esto es, las adversidades y situaciones no deseadas, así como también los imprevisibles o no esperados, porque permiten comprender cómo los agentes y sociedades se comportan o enfrentan esos eventos tan comunes en la economía y las finanzas, y por qué éstos pueden desencadenar procesos como una dolarización de activos (Feder, 2019, p. 27-31).

Desde otra perspectiva, los estresores relevantes son los psicosociales, ya que éstos comprenden las crisis económicas, las devaluaciones, los cracs bancarios, entre otros hechos, permitiendo abordar la cuestión tanto de cómo reaccionan los agentes de manera individual en el marco de sus interrelaciones sociales, así como de las sociedades en cuanto tal (Tafet, 2019, p. 17-18).

Además de los estresores externos o contextuales, interesan los generados por el mismo individuo a partir de la evocación de un acontecimiento previo reservado en su memoria de largo plazo. Mientras los primeros son objetivos, aunque dicha objetividad se desdibuje por efecto de su percepción y su interpretación, los segundos son altamente subjetivos, ya que la memoria, al ser evocada, reconstruye los eventos, incorporando o restando elementos, adicionando significatividad según la emocionalidad del momento, entre otras variables (Manes y Niro, 2016, p. 305; Tafet, 2019, p. 20-21; y Grote, 2009, como se citó en Massot, 2014).



Además del origen del estresor, importa su intensidad, duración y frecuencia, aspectos que son evaluados por el propio individuo y, por lo tanto, también subjetivos. Un evento severo no tiene por qué serlo en sí, basta con que el individuo así lo entienda. La percepción del evento, y la determinación de su origen y características, son los que desencadenan sus mecanismos defensivos.

Un incidente puntual, severo pero transitorio, genera lo que se denomina un estrés agudo; uno grave pero que se prolonga en el tiempo, un estrés crónico. Mientras el primero no tiende a reconfigurar la forma de pensar y actuar, el segundo sí, aumentando la sensibilidad a sucesos, y posiblemente, un estado de alerta permanente o de cierta duración (Tafet, 2019, p. 26-29). Este último es el que está asociado a situaciones socioeconómicas y políticas graves, prolongadas o recurrentes, que generan incertidumbre y situaciones de temor o desconfianza que marcan las futuras decisiones del sujeto.

Lo anterior conduce al concepto de miedo o temor, el cual surge cuando la percepción de estresores desencadena la sensación de una amenaza de perder algo valioso, como pueden ser los ahorros. Es consecuencia de una situación no elegida ni deseada, a veces inevitable, que puede ser impredecible y que genera inseguridad ante la incertidumbre de no poder controlarla o enfrentarla con las estrategias que se puedan aplicar. Ante esta situación, la respuesta del individuo puede ser la huida (evitar la situación), la lucha (enfrentarla), o la aceptación y adaptación (Tafet, 2019, p. 30-33, 51-53, 66; Polo y Llano, 1997, p. 34).

Entre los efectos más frecuentes del estrés crónico está el de la ansiedad. La ansiedad es un temor constante, difuso, por no estar totalmente identificado el estresor y sus efectos, algo que lo diferencia del miedo, en el que ambos están claramente identificados, aunque siempre subjetivamente, por el individuo. Muchos estresores sociales, como los contextos económicos inciertos, generan cuadros de ansiedad, porque son impredecibles, y pueden ser, además, recurrentes y potencialmente agudos (Tafet, 2019, p. 104-116; Pulcini, 2011).

Pulcini (2011) agrega que, cuando los agentes se enfrentan a situaciones inciertas pueden no actuar o quedar paralizados, así como que pueden sobre reaccionar, caer en la negación o en la formación de ilusiones, que es otra forma de negación.

En el caso de inacción, por ejemplo, las personas tienden a ajustar sus marcos teóricos personales a fin de reducir el impacto negativo de esa ansiedad y tomar, finalmente, una decisión, por lo cual la cuestión queda reducida a una postergación o procrastinación (Feixas i Viaplana, 2019, p. 95; Moreno Bote, 2019, p. 79; Keynes, 1937). En los casos de negación o de ilusión, el agente actúa, pero, al negar los hechos, no realiza ningún tipo de juicio plausible sobre el futuro. Esto implica que sus decisiones serán absolutamente irracionales, no emocionales, y que se fundarán en una desconexión de cualquier tipo de dato o inferencia razonable o emotiva sobre el futuro (Pulcini, 2011).

Como ya se ha señalado, Kahnemann considera que cuando el agente reacciona a las amenazas lo hace recurriendo al sistema 1 -rápido, intuitivo, emocional-, y, luego, según los casos, al sistema 2 -lento, cognitivo, lógico-matemático-. De esta manera, ejecuta el proceso de enfrentamiento a la amenaza en dos etapas.

En la primera, reconoce el evento como negativo, su naturaleza e intensidad, o incluso crea una categoría nueva si no lo encuentra disponible en su memoria. En la segunda, realiza una evaluación adicional para obtener una respuesta más ajustada. Esta última implica sopesar la amenaza y los recursos que tiene para enfrentarla, tanto internos como externos, actuales o nuevos, derivados de la creatividad humana y de su flexibilidad cognitiva (Kahnemann, 2012, p. 35-47; Tafet, 2019, p. 45-51, 54-57; Manes y Niro, 2016, p. 224-225).

El conjunto de capacidades y recursos que cree que dispone para enfrentar las amenazas constituye su capacidad innata y generada de resiliencia. La resiliencia, además, tiende a reconfigurarlo

cognitivamente, modificando sus esquemas mentales, valores y creencias, sobre él mismo y sobre su entorno (Feder, 2019, p. 32-39, 64; Feixas i Viaplana, 2018, p. 64-69; Manes y Niro, 2016, p. 160-162; Tafet, 2019, p. 124; Feder, 2019, p. 32-38).

La capacidad de acrecerse frente a la adversidad, que algunos autores incluyen en el mismo concepto de resiliencia, otros, como Taleb, la denomina antifragilidad. Remarca que ésta no puede escindirse de la ética, así como tampoco de la robustez del crecimiento, siendo estos elementos centrales en la reducción a la exposición a eventos extremos de muy baja probabilidad a los que denominó “cisnes negros” (Taleb, 2013, p. 25-32, 45, 252 y 469).

Vale señalar un caso especial que suele tener relevancia en el mundo económico y financiero. Antes de recurrir a la evaluación secundaria, puede pasar que la evaluación primaria no sólo desencadene el miedo, sino que genere un proceso recursivo, denominados “bucles de retroalimentación”, y generar situaciones de pánico, como los que motivan las corridas bancarias, pánicos financieros, y súbitos y masivos eventos de dolarización de carteras.

Ese proceso acontece cuando se detecta una situación de gran amenaza y fuera de control, que, con evocaciones de hechos pasados, subjetivos y alimentados en algunos casos con fantasías, concluyen en situaciones semejantes a la “suma de todos los miedos” que reducen la capacidad para recurrir al más cuidadoso análisis del sistema 2. Esto se suele profundizar o amplificar en ciertos contextos sociales o como efecto en la percepción de los agentes de la información recibida gracias a los medios masivos de comunicación. Además, no sólo puede provocar una reacción individual, sino también social, cuando es compartida con otros agentes gracias a las interrelaciones sociales, sean o no mediadas (Manes y Niro, 2016, p. 143-145, 153-160; Tafet, 2019, p. 48-49; Augé, 2014).

Como se indicó, algunos hechos o procesos, por su severidad o por su recurrencia, son capaces de reconfigurar el mapa cognitivo del individuo, su constructo personal, su genética y predisposición a respuestas futuras, y que, en la medida que es compartido con otros, modifican también los constructos sociales (Tafet, 2019, p. 60-65; Manes y Niro, 2016, p.126-132).

Cuando se dan esos cambios puede ocurrir que, si se repite el mismo evento, o algo que el agente asimile a él, surjan ideas como “no hay salida” o “siempre es lo mismo”. Éstas se referencian con una derrota, un abandono de la lucha que, en ocasiones, puede implicar la evitación, una transitoria inacción, o bien, la construcción o actualización de artefactos específicos, individuales y sociales, que le permiten hacer frente al estresor. En definitiva, fenómenos como la dolarización son producto del aprendizaje y la creatividad de los sujetos frente a un específico caso de adversidad. En ese tipo de situaciones también pueden rastrearse casos de erosión de las tramas sociales en las que pueden generarse tendencias individualistas (“sálvese quien pueda”, “sálvese a sí mismo”; “yo me salvo”) que colisionan con las construcciones colectivas (Tafet, 2019, p. 103-105; Manes y Niro, 2016, p. 157-158, 205; Feixas i Viaplana, 2019, p. 13-14, 20-24, 60-67, 79, 94-98; Feder, 2019, p. 65, 69-72).

También esos casos pueden derivar en una reconfiguración de la personalidad convirtiendo a una persona, o en ciertas circunstancias, a toda una sociedad, en “miedosa”, sesgándolas o inclinándolas a aceptar soluciones extremas, incluso autoritarias, abusivas o violentas (Polo y Llano, 1997, p.34; Cotrufo y Ureña Bares, 2018, p. 72-73, 76).

Los traumas o shocks negativos pueden generar otro tipo de efecto que es el de la habituación, el cual puede estar presente tanto en los individuos como en las sociedades.

En este caso, el efecto percibido de los eventos negativos recurrentes se reduce paulatinamente como producto del aprendizaje y la adaptación, el cual puede tener también asociados mecanismos de evasión y mitigación, automáticos o instintivos, que reducen el daño o efecto postraumático. Cuanto menor es la intensidad del estímulo, el acostumbramiento es más rápido, y cuando ya existe

una habituación y los estímulos desaparecen, al reemerger, el agente reacciona de la misma manera que antes lo hacía. En el caso del shock repetitivo, especialmente relevante para el caso de la dolarización, el proceso de adaptación se repotencia, es más rápido y difícil de erradicar, ya que se asientan los mecanismos de percepción, pero también los de evasión y mitigación de los efectos. Ahora bien, si se comprueba que una y otra vez los hechos no resultan tal como los imagina, comienza a debilitarse la respuesta condicionada derivada de la asociación entre lo pronosticado y el evento ocurrido, ajustándose de esa manera el comportamiento y la magnitud de las reacciones futuras. Si con el tiempo este factor de estrés se erradica, se habla de “extinción” (Manes y Niro, 2016, p. 146-149, 163, 269-271; Tafet, 2019, p. 59-60, 124-125).

Cabe señalar, sin embargo, que tanto los individuos como las sociedades difieren entre sí, y, por lo tanto, también sus grados de vulnerabilidad frente a los shocks, los procesos resilientes y los mecanismos que generan o han generado para evitar, mitigar, sobreponerse o superarse frente a la adversidad (Feder, 2019, p. 43-44).

Entonces, la exposición a eventos, la toma de decisiones, los errores -más que los aciertos- y los traumas, generan información al agente y producen efectos tales como el aprendizaje, la resiliencia y la habituación, se reconfigura su mapa cognitivo y le permite, por la metacognición, aunque no necesariamente, tomar decisiones en un sentido diferente, excepto el caso en que sus capacidades se vean disminuidas por una enfermedad o por otras causas (Cotrufo y Ureña Bares, 2018, p. 135; Kahnemann, 2012, p. 55, 63 y 69; Ortíz Terán y López Pascual, 2019, p. 31-41).

Como se ha podido notar, las condiciones contextuales y relacionales de las personas juegan un rol central en la toma de decisiones individuales, las cuales, a su vez, retroalimentan la dimensión social y contextual.

A continuación, se abordan un poco más detenidamente algunos aspectos de los casos arriba indicados que son de especial interés en este texto, como el pánico o los mecanismos sociales de evasión o mitigación de daño.

Las personas tienen la capacidad de inferir los estados mentales de otras personas, incluyendo intenciones y sentimientos, lo cual favorece la adaptación y la reacción anticipada, pero también la empatía, la colaboración, y la formación de valores compartidos y constructos sociales (Manes y Niro, 2016, p. 176-182).

Un caso especial es la influencia de grupos de presión o pertenencia a grupos que permite observar decisiones influidas por los comportamientos de masa. Hay decisiones que no resultan de una elaboración personal, sino que son decisiones grupales o asignables al grupo, tomadas por todos sus miembros o por una parte de él, haya o no participado en ese proceso el agente en cuestión (Myers, 2008, p. 205-211).

Vale señalar además que, así como para que ocurran algunas reacciones o se tomen ciertas decisiones se requiere cierto contexto, esto es, que la sociedad esté preparada para consentirlas o asimilarlas. Es más frecuente registrar procesos de erosión de la organización social o procesos sociales disociativos, consecuencias de una grave crisis económica, por ejemplo, en aquellas sociedades que tienen menor grado de integración o inclusión (Manes y Niro, 2016, p. 190, 242-244, 309-312).

Lo expuesto sobre cómo los agentes se enfrentan a las amenazas, al miedo y a la ansiedad, y el rol de los contextos sociales y de las relaciones interpersonales, permite desarrollar el concepto de “contagio”, fenómeno reiteradamente observado en los mercados financieros y que es la antesala de los pánicos, como los bancarios y financieros, y los procesos súbitos y masivos de dolarización.

El “contagio” se debe a que el principal canal de información sobre el contexto, las conductas y las decisiones de otros agentes son las emociones que se transmiten entre personas y grupos sociales, más que los razonamientos que se puedan compartir. En consecuencia, por una parte, el contagio permite comprender ciertas reacciones de los agentes individuales; por otra, es el mecanismo que explica los climas sociales de crisis, incertidumbre, miedo o ansiedad. Dadas sus características, cumplen un rol no trivial los medios de comunicación masiva, los rumores y las acciones de los formadores de opinión.

Por ello, se pueden observar consecuencias permanentes en el comportamiento de amplios colectivos y en la reconfiguración de la percepción de los eventos por toda una comunidad, a tal punto, incluso, que pueden desestimarse opiniones contrarias a las que se comparten, lo cual es también una señal del sesgo social de confirmación (Manes y Niro, 2016, p. 49-53, 76-79, 141-145; 159-160; 262-264; Pompian, 2006, p. 187-190; Schiaffino, Crespo y Heymann, 2017).

Asociado al tema del contagio, hay otro rasgo humano relevante, que es el de su “confiabilidad”. Las personas interactúan y aceptan la información del otro en función de los niveles de confianza que le otorguen a la otra persona o grupo social. No existe sociedad que no esté anclada en este valor que permite construir un algo en común, desde una idea sobre una cuestión hasta un sistema social complejo que mejora el bienestar o resuelve situaciones de incertidumbre o ambigüedad y que sirve para tomar decisiones (Manes y Niro, 2016, p. 344-347; Keynes, 1992, p. 135-137).

Entonces, tanto el contagio como la mera decisión por una u otra alternativa son el resultado de la confianza que deposita el individuo en la información que recibe de otro. Esta incluye a aquella que le inspire el accionar de terceros por considerarlos mejor informados, o con mayores capacidades o habilidades para la toma de decisiones, o por conocer el negocio, la empresa o el país. Lo inverso, esto es, la pérdida de confianza funciona de manera equivalente (Keynes, 1937, Keynes, 1992, p. 135-137).

En síntesis, situaciones de contagio, de histeria colectiva y de pánicos o corridas bancarias, financieras o cambiarias, pueden comprenderse a partir de este elemento de las relaciones humanas, que es el grado de confianza que se brindan entre los agentes y de la que comparten hacia cierta situación o activo, como puede ser el caso de la estabilidad del sistema bancario o del poder adquisitivo de la moneda nacional.

Para concluir este apartado, y a partir de las contribuciones seleccionadas y que se presentaron de manera muy abreviada, las decisiones de los agentes, incluyendo la dolarización de carteras, se basan en una serie de variables cuyo listado podría ser el siguiente:

- a. el sistema de creencias, en el que se incluyen la cosmovisión, la estructura de valores, la dimensión religiosa, entre otros;
- b. la dimensión emocional;
- c. el razonamiento lógico matemático;
- d. los sesgos cognitivos, la heurística, los errores y el ruido;
- e. el proceso de aprendizaje, en todas sus dimensiones, a partir de las experiencias pasadas, propias y ajenas, así como el relacionamiento personal y social en este proceso;
- f. el contexto social, político, intelectual y cultural, local y global, su inserción actual y esperada o deseada en el mismo;
- g. la mediatización de los eventos en la era de las tecnologías digitales de comunicación de acceso masivo;

h. los efectos que las enfermedades, especialmente psiquiátricas o padecimientos psicológicos, puedan tener sobre sus capacidades cognitivas.

Estas dimensiones, y las variables que las operacionalizan al momento de tomar una decisión, tienden a constituir en el agente un complejo entramado interno y contextual, racional y emocional, efectivo y deseado, real y percibido, pasado, actual y futuro, individual y relacional, que es la personalidad del agente, la cual puede definirse como “el conjunto de predisposiciones y patrones de pensamiento, emoción y acción que devienen relativamente estables en la forma de ser de una persona y que la distinguen de las demás” (Feixas i Viaplana, 2019, p.18).

## LA DOLARIZACIÓN COMO DECISIÓN PERSONAL Y SOCIAL

A continuación, se describe cómo los agentes toman decisiones dados sus rasgos innatos y construidos, y cómo pueden racionalizarse las decisiones de los colectivos a partir del relacionamiento humano, lo cual puede fundamentar tanto la dolarización de una cartera como también los fenómenos sociales que en la Argentina han llegado a denominarse como la “cultura del dólar”, la “sociedad dolarizada”, o las “mentes o cabezas dolarizadas”.

Visto cómo los agentes construyen su personalidad, base de toda decisión, desde la teoría de los constructos -individuales y sociales-, el proceso de toma de dolarización de activos podría describirse de la siguiente manera.

Una vez que el agente identifica que se encuentra frente a una elección entre dos alternativas -i.e. activos en pesos o en dólares-, procede a elegir entre futuros posibles imaginados mentalmente que, en cuanto tales, están signados por la incertidumbre (Moreno Bote, 2019, p.13, 115; Keynes, 1937).

Cuanto más realista sea, menos probable es que caiga en el error, para lo cual se nutre de su imaginación, de la memoria y de las emociones, las cuales brindan un grado de realismo adicional al experimentar *ex ante* lo que supone percibirá una vez acontecido el hecho producto de la elección. También entran a tallar aquí sus sesgos y las heurísticas, y la información que le suministren las experiencias de decisiones pasadas equivocadas. Sobre esto último hay que destacar que las decisiones erróneas, a diferencia de las acertadas, brindan información adicional al agente, cuya importancia aumenta en la medida en que los eventos son más significativos y más desacertadas sus decisiones (Moreno Bote, 2019, p. 14-15, 68).

La simulación mental de los futuros posibles es un proceso complejo y global. La memoria episódica, esto es, la experimentada o vivida personalmente por el agente, es la que, unida a la imaginación, procede a concebir los escenarios futuros. El agente se mueve, entonces, entre su pasado y los futuribles; la imaginación completa lo que la memoria actualiza, teniendo en cuenta que no lo hace de los hechos en sí, sino de la conversión que el agente forja de ese pasado, que nunca será exhaustivo sino recortado, resultado de un proceso complejo teñido, entre otros factores, por las emociones, las fantasías, los relatos y los hechos posteriores. También para ello toma en cuenta sus capacidades, tanto mentales como corporales; esto es, con qué recursos contará y su potencial proporción con cada opción. En síntesis, al generar los escenarios, el cerebro crea nuevo conocimiento, nuevas realidades futuras posibles en base al uso de una multiplicidad de recursos (Moreno Bote, 2019, p. 32, 109-110, 117-119).

La decisión se toma una vez que se ha acumulado la información necesaria que le permite asignar un nivel de confianza suficiente a la elección realizada. La información puede ser de cualquier naturaleza, no sólo económica y financiera. Toda la información, pasada y futura, lógica y

emocional, con todos los hábitos, sesgos y heurísticas, se integra y forma en el plano neuronal un mapa cognitivo que es la base de la toma de decisiones (Moreno Bote, 2019, p. 16, 75; Keynes, 1937; Keynes, 1992, p. 135-137).

Como la búsqueda de información requiere tiempo, es posible que en la medida que se vaya incorporando se cambie de opción, hasta que el grado de confianza sea tal, que decide por una de ellas (Keynes, 1937; Keynes, 1992, p. 135-137). El recuerdo de las emociones que le generó lo experimentado regulan también la acumulación de la información y amplifican una u otra por sobre las demás (Moreno Bote, 2019, p. 47, 51).

En los casos en que analiza las decisiones que espera tomen los demás agentes para tomar la propia, requiere un segundo grado de elaboración de los escenarios, ya que debe imaginar lo que otros imaginan como futuro. En materia financiera, este tipo de reflexión interior es corriente, y hasta buscada *ex professo* por el agente, ya que le permitiría, de acertar, maximizar beneficios o minimizar pérdidas.

La urgencia y asertividad en la elección también son factores para tener en cuenta. Tienden a tener una relación inversa, ya que la primera reduce el tiempo en la búsqueda de información y de la deliberación interior sobre las alternativas disponibles. Las consecuencias son la disminución del grado de confianza que puede formularse sobre las opciones y el aumento de la probabilidad de error. Tal como ya se ha señalado, en estas situaciones ganan relevancia las emociones, así como también los sesgos, las heurísticas y los hábitos. En casos extremos, pueden seguirse las decisiones de otros agentes o, incluso, la intuición o las corazonadas (Moreno Bote, 2019, p. 46-49, 76, 79; Keynes, 1937).

Debe remarcarse que, aún si el grado de confianza alcanzado es muy bajo o nulo, el agente decide de todas formas, lo cual no impide postergarla hasta lograr un nivel de confianza que, parafraseando a Simon, lo deje suficientemente conforme o comfortable.

En los casos signados por un alto nivel de incertidumbre como son los contextos de turbulencias económicas y financieras graves o recurrentes, y en la medida que no logre un grado de confianza suficiente en el tiempo que tiene disponible, el agente suele tender a sesgar su decisión hacia los activos que percibe como más confiables o familiares, aun cuando estime que la alternativa pueda ser más rentable. Esta situación en la que domina el sesgo a la familiaridad o confianza es propia de los contextos denominados ambiguos, en los que la decisión recae sobre aquella opción de la que puede formularse una probabilidad de ocurrencia de su rendimiento con cierto grado de certeza, dejando a un lado la otra que, aun cuando promete un mayor rendimiento, no se puede estimar razonablemente su probabilidad asociada (Moreno Bote, 2019, p. 76-79; Keynes, 1937; Keynes, 2007, p- 7-13; Keynes, 1992, p. 135-137; Ellsberg, 1961).

Entonces, en casos como el del mercado financiero de países con alto nivel de dolarización de activos, como es el caso del argentino, el agente sesga su cartera hacia los activos dolarizados porque, como resultado de la experiencia individual y social, los percibe como más confiables que los denominados en moneda nacional, y porque le brindan, en último término, la tranquilidad de ser la opción menos mala entre las disponibles en términos de la relación conservación del capital – rendimiento, aun cuando eso lo conduzca al mero atesoramiento de billetes en cofres de seguridad.

## CONCLUSIONES

El principal argumento que se propone en este ensayo es que las decisiones de dolarización de los agentes son consecuencia de crisis macroeconómicas graves y recurrentes, las cuales los han reconfigurado cognitivamente de manera permanente como resultado de su aprendizaje. La historia de crisis alimenta su sesgo hacia los activos dolarizados porque son los que les brindan confianza de resguardo de valor, más allá de cualquier consideración sobre su rentabilidad esperada.

El enfoque conductual utilizado explicaría por qué la dolarización también ha llegado a ser un mecanismo o artefacto psicosocial de evasión y mitigación del daño económico. Esto se funda en la dimensión relacional de agentes psicológicamente contruidos y de su interacción con el medio. También permite concebir la posibilidad de que la dolarización pueda ser persistente en el tiempo, acelerarse o desacelerarse, interrumpirse o revertirse parcialmente. Estas alternativas se basan en la percepción de los agentes de las circunstancias que les toca vivir y de los escenarios futuros que construyan. Finalmente, en la medida que estos piensen en que la economía atravesará recurrentes crisis y períodos de estabilización, es plausible una dinámica que no concluya en la plena dolarización, pero tampoco en el abandono de la divisa extranjera como activo de reserva.

Lo expresado tiene una clara e importante implicancia de política económica. Una sociedad reconfigurada de esta manera reduce los grados de libertad para decidir entre instrumentos de política, así como también las expectativas sobre el logro de los objetivos de cualquier política macroeconómica. Al respecto, una economía persistentemente bimonetaria no sólo tiende a impactar sobre la efectividad de la política fiscal y monetaria, sino que, incluso, puede implicar que lo recomendado para otros contextos nacionales o históricos tenga efectos inversos a los buscados.

En conclusión, la propuesta teórica permite dar cuenta de por qué Argentina es una economía bimonetaria o, en sentido más amplio, una sociedad bimonetaria, ya que brinda una argumentación sobre las decisiones individuales y colectivas de dolarización, su construcción, sus fluctuaciones y su persistencia en el tiempo.

## REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Agatiello, O. (1990). *Fuga de capitales de la Argentina*. Buenos Aires: Editorial de Belgrano.
- Augé M. (2014). *Los nuevos miedos*. Buenos Aires: Paidós.
- Basualdo E. y Kulfas M. (2000). Fuga de capitales y endeudamiento externo en la Argentina. *Realidad Económica*, 173, 76–103.
- Basualdo E. y Kulfas M. (2002). La fuga de capitales en la Argentina. En J. Gambina (comp.), *La globalización económico-financiera. Su impacto en América Latina* (pp. 59-96). Buenos Aires: CLACSO.
- Berg A. y Borensztein E. (2000). Full Dollarization. The Pros and Cons. *Economic Issues*, 24.
- Bouton C. (2011). La sima entre el saber y el poder. Sobre algunas modalidades contemporáneas del porvenir. En D. Innerarity y J. Solana, *La humanidad amenazada: gobernar los riesgos globales*, (pp. 33-46). Madrid: Paidós.
- Burdisso T. y Corso A. (2011). Incertidumbre y dolarización de cartera: el caso argentino en el último medio siglo. *Ensayos Económicos*, 1 (63), 41-95.
- Cavalletti A. (2019). *Vértigo*. Buenos Aires: Adriana Hidalgo Editora.
- Chen, N., Roll, R. y Ross S. (1986). Economic Forces and the Stock Market. *Journal of Business*, 59, 383-403.
- Comisión Especial de la Cámara de Diputados de la Nación (2001). *Informe Final de Fuga de divisas en la Argentina*. Buenos Aires: Siglo XXI.
- Conesa E. (1986). *Fuga de capitales. Política económica argentina y latinoamericana. Un análisis comparativo*. Buenos Aires: Instituto de Política Económica y Social.
- Corso E. (2015). Ambigüedad, aversión por la ambigüedad y reservas de valor en Argentina. *Estudios BCRA*, Documento de Trabajo 67.
- Cotrufo T. y Ureña Bares J. (2018). *El cerebro y las emociones: Sentir, pensar, decidir*. Barcelona: Salvat.
- Cuddington, J. T. (1986). Capital Flight: Estimates, Issues, and Explanations. *Princeton Studies in International Finance*, 58.
- Cuddington, J. T. (1990). Determinantes macroeconómicos de la fuga de capitales: una investigación econométrica. En D. Lessard y J. Williamson, *Fuga de capitales y deuda del tercer mundo* (pp. 101-118). México: Trillas.
- Damill, M. y Fanelli, J.M. (1994). La macroeconomía de América Latina: de la crisis de la deuda a las reformas estructurales. *Documento CEDES*, 100.
- Damill, M. y Frenkel, R. (2009). Las políticas económicas en la evolución reciente de la economía argentina. *Nuevos Documentos del CEDES*, 54.



- De Pablo, J. C. (2005). *La economía argentina en la segunda mitad del siglo XX*. Buenos Aires: La Ley.
- Desroches, D. (2011). Gestión del riesgo y aceleración del tiempo En D. Innerarity y J. Solana, *La humanidad amenazada: gobernar los riesgos globales* (pp. 47-68). Madrid: Paidós.
- Dooley, M. P. (1986). Country specific Premiums, Capital Flights and Net Investment Income Payments in Selected Developing Countries, *IMF DM 86/1*.
- Dooley, M. P., Helkie, W., Tryone, R. y Underwood J. (1986). An Analysis of External Debt Position of Eight Developing Countries Through 1990. *Journal of Development Economics*, 21 (2), 283-318.
- Eeckhoudt L. y Loubergé H. (2012). The Economics of Risk: A (Partial) Survey. En S. Roeser, R. Hillerbrand, P. Sandin y M. Peerson (ed.), *Handbook of Risk Theory*, vol. 1, pp. 113-134. Singapore: Springer.
- Ellsberg, D. (1961). Risk, Ambiguity, and the Savage Axioms. *The Quarterly Journal of Economics*, 75 (4), 643–669.
- Fanelli, J.M. y Machinea, J.L. (1994). Capital Movements in Argentina. Mimeo. Buenos Aires: CEDES.
- Feder D. (2019). *Resiliencia. Cómo la mente supera las adversidades*. Barcelona: Salvat.
- Feixas i Viaplanas (2019). *Personalidad, Significados personales y el sentido de identidad*. Barcelona: Salvat.
- Gaggero, J., Casparrino, C. y Libman, E. (2007). La Fuga de Capitales. Historia, Presente y Perspectivas. *Documento de Trabajo CEFID-AR*, 14.
- Gaggero, J., Rua, M. y Gaggero, A. (2013). Fuga de Capitales III. Argentina (2002- 2012). Magnitudes, evolución, políticas públicas y cuestiones fiscales relevantes. *Documento de Trabajo CEFID-AR*, 52.
- Gómez (2014). *La dimensión valorativa de las ciencias. Hacia una filosofía política*. Buenos Aires: Universidad Nacional de Quilmes.
- Guillén, R. L. (1994). La fuga de capitales en la Argentina, 1970-1987: un estudio empírico. *Ciclos*, IV (6), 123-143.
- Gulati S. K. (1985). Capital Flight through Faked Invoices 1977-1983. Mimeo, Columbia University.
- Kahneman D. y Tversky A. (1979). Prospect Theory: An Analysis of Decision Under Risk. *Econometrica*, 47, 263–291.
- Kahnemann D. (2012). *Pensar rápido, pensar despacio*. Madrid: Penguin Random House Grupo Editorial.
- Keynes, J.M. (1937). The General Theory of Employment. *The Quarterly Journal of Economics*, 51(2), 209-223.
- Keynes, J.M. (1992). *Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero*. México: Fondo de Cultura Económica.
- Keynes, J.M. (2007). *A Treatise on Probability*. Londres: Watchmaker Publishing.
- Knight F. (1921). *Risk, Uncertainty and Profit*. Chicago: The University Press Cambridge.

- Köhn J. (2017). *Uncertainty in Economics. A New Approach*. Singapore: Springer.
- Lessard D. R. y Williamson J. (1985). Financial Intermediation Beyond the Debt Crisis. *Princeton Policy Analysis in International Economics*, 12.
- Lessard D.R. y Williamson J. (1990). *Fuga de Capitales y Deuda del tercer mundo*. México: Trillas.
- Llach J.J. (2019). *El bimonetarismo de la Argentina. Descripción e hipótesis sobre sus causas y consecuencias*. Academia Nacional de Ciencias Económicas.
- Luzzi M. y Wilkis A. (2019). *El dólar*. Buenos aires: Crítica.
- Manes F. y Niro M. (2016). *El cerebro argentino*. Buenos Aires: Planeta.
- Markowitz H. (1952). Portfolio Selection. *The Journal of Finance*, 7 (1), 77-91.
- Markowitz H. (1959). *Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments*. New Haven: Yale University Press.
- Markowitz H. (1991). Foundations of Portfolio Theory. *Journal of Finance*, 46 (2), 469-77.
- Massot, J. M. (2014). Una aproximación a los conceptos de riesgo macroeconómico y de vulnerabilidad macroeconómica desde el enfoque de la “sociedad del riesgo global”. *Revista de Investigación en Modelos Financieros*, 3 (2), 9-37.
- Moreno Bote R. (2019). *¿Cómo tomamos decisiones? Los mecanismos neuronales de la elección*. Barcelona: Salvat.
- Myers D.G. (2008). *Exploraciones de la psicología social*. México: McGraw Hill.
- Ortiz Terán J. y López Pascual L. (2019). *Neuroeconomía. Neurociencia, psicología y economía: tres disciplinas en colaboración*. Barcelona: Salvat.
- Padilla del Bosque, R. (1991). Estimación de la fuga de capitales bajo diversas metodologías para los casos de Argentina, Brasil, México y Venezuela. Working paper, Centro de Investigaciones Económicas, Instituto Torcuato Di Tella.
- Polo L. y Llano C. (1997). *Antropología de la acción directiva*. Barcelona: AEDOS-Unión Editorial.
- Pompian, M.M. (2006). *Behavioral finance and wealth management: how to build optimal portfolios that account for investor biases*. Nueva York: John Wiley and Sons.
- Programa de las Naciones Unidas para el Desarrollo PNUD (2019). *Informe sobre el Desarrollo Humano 2019*. [http://hdr.undp.org/sites/default/files/hdr\\_2019\\_overview\\_-\\_spanish.pdf](http://hdr.undp.org/sites/default/files/hdr_2019_overview_-_spanish.pdf).
- Pulcini E. (2011). Reaprendiendo a temer: La percepción de los riesgos en la era global. En D. Innerarity y J. Solana, *La humanidad amenazada: gobernar los riesgos globales* (pp.163-180). Barcelona: Paidós
- Rodríguez, C. (1986). La deuda externa argentina. *Económica*, 32 (2), 261-296.
- Rúa, M. (2017). *Fuga de capitales IX: el rol de los bancos internacionales y el caso HSBC*. Buenos Aires: Ediciones Z.
- Salomon R.C. (2001). La ética en los negocios y la virtud. En R.E. Frederick (ed.), *La ética en los negocios*. Londres: Oxford University Press.

- Schiaffino P., Crespo R. F y Heymann D. (2017). Processing Uncertainty: Evolving Beliefs, Fallible Theories, Rationalizations, and the Origins of Macroeconomic Crises. *Journal of Applied Economics*, 20 (2), 305-328
- Sharpe W. F. (1963). A Simplified Model for Portfolio Analysis. *Management Science*, 9 (2), 277–293.
- Simon H. (1972). *El comportamiento administrativo*. Buenos Aires: Aguilar.
- Slovic, P., Finucane, M., Peters, E., y MacGregor, D. G. (2002). The affect heuristic. En T. Gilovich, D. Griffin, y D. Kahneman (eds.), *Heuristics and biases: The psychology of intuitive judgment*, (pp. 397–420). Londres: Cambridge University Press.
- Slovic, P. y Weber E. (2002). Perception of Risk Posed by Extreme Events. Paper prepared for discussion at the conference “Risk Management Strategies in a Uncertain World”, Palisades, Ney York, April 12-13.
- Tafet E. (2019). *El estrés. Qué es y cómo nos afecta*. Barcelona: Salvat.
- Taleb N. (2013). *Antifrágil*. Buenos Aires: Paidós.
- Thaler R. (1980). Toward a Positive Theory of Consumer Choice. *Journal of Economic Behavior and Organization* 1, 39-60.
- Tvesky A. y Kahnemann D. (1974). Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases. *Science*, 185 (4157), 1124-1131.
- Tvesky A. y Kahnemann D. (1981). The Framing of Decisions and the Psychology of Choice. *Science*, 211 (3), 453-458.
- Tvesky A. y Kahnemann D. (1983). Extensional versus intuitive reasoning: The conjunction fallacy in probability judgment. *Psychological Review*, 90(4), 293–315
- Von Neumann, J., Morgenstern, O. (1953). *Theory of games and economic behaviour*. Third edition. Nueva York: John Wiley and Sons.