

LOS LIMITES DEL MODELO

Por Marcelo Zlotogwizda
Enfoque Pág. 8

EL TURNO DE LOS JUBILADOS

Por Alfredo Zaiat
El buen inversor Pág. 4

CONSULTORAS INTERNACIONALES, BANQUEROS, EXPERTOS LIGADOS A CAVALLO Y LA COTIZACION BURSATIL DE LA PRIMERA SEMANA DEMUESTRAN QUE EL GOBIERNO SUBVALUO YPF EN UNA CIFRA QUE OSCILA DE 670 A 4400 MILLONES DE DOLARES

DE REGALO

✓ El Gobierno vendió cada acción a 19 dólares

✓ En la Bolsa llegó a cotizar a 23 y el viernes cerró a 20,9

✓ Una consultora local evaluó que el precio de corte debería haber sido 23,29

✓ Una consultora extranjera concluyó que el valor correcto era 31,54

✓ La subvaluación de la empresa significa menores recursos para jubilados y provincias petroleras

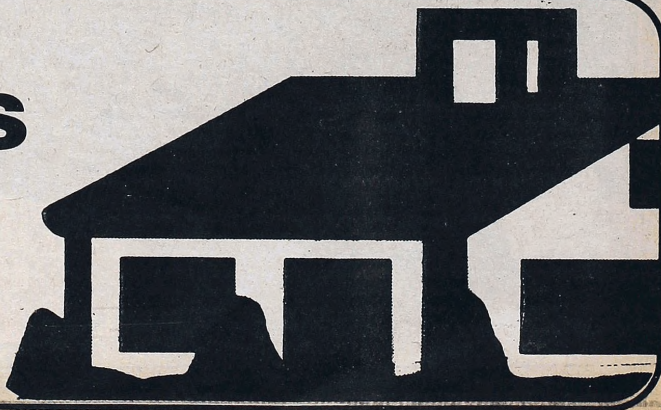
PRESTAMOS HIPOTECARIOS

PARA LA ADQUISICION DE VIVENDA FAMILIAR

Banco de la Ciudad le posibilita la oportunidad de contar con su vivienda propia, a través de un PRESTAMO HIPOTECARIO en dólares.

Florida 302 y Sucursales. Consultar a los Tel.: 325-7713/2746/2670

 **banco de la ciudad**



Y PF

(Por Marcelo Zlotogwiazda) A 19 dólares por acción, YPF se vendió muy barata. No porque lo haya dicho Wall Street o la Bolsa porteña, donde el papel se catapultó hasta un techo de 23 el miércoles pasado. Mucho más relevante que la cotización de unas cuantas jornadas en mercados muy volátiles y con alto contenido de especulación, es que nueve de cada diez de los financistas que estudiaron la operación, así como casi todos los petroleros e incluso un prestigioso aunque desconocido experto en el tema que está muy ligado a Domingo Cavallo, aun-

que no participa de su equipo de funcionarios, admiten en privado que el precio de corte fue muy bajo. Más aún: además de esas opiniones cualitativas pero muy poco precisas, son abundantes los informes técnicos que circulan indicando cuantitativamente la magnitud del regalo que hizo el Gobierno. CASH accedió a dos valuaciones de YPF que ubican el precio correcto de cada acción en 23,29 y en 31,54 dólares. En el primer caso la subvaluación ascendió a 1513 millones de dólares. En el otro, a escafofrantes 4428 millones. De esta manera, se benefició a los compradores y se redujo el ingreso para los jubilados y las provincias petroleras que, por ley del Congreso, serán los destinatarios de lo que se recaudó.

La sociedad de Bolsa Buenos Aires Stock (BAS) contrató un estudio de YPF para poder asesorar a sus clientes con bases sólidas acerca de la conveniencia o no de participar del negocio. El trabajo, que lleva como título "Consideraciones sobre el valor de YPF", arrojó un valor 23,29 por cada una de los 353 millones de acciones, o de 8220 millones de dólares para el total de la empresa, es decir 1513 millones de dólares más que el resultante de multiplicar la cantidad de acciones por los 19 dólares de precio de corte que determinó Carlos Menem, según él mismo se vanaglorió el martes en Estados Unidos.

El trabajo de BAS se realizó con la metodología del *valor actual*, tomando en cuenta el flujo de ganancias que generará la empresa en los

primeros diez años y los activos y pasivos que quedarían como residuo al final de esos diez años.

Para ellos, el valor actual de los primeros diez años de beneficios (es decir el equivalente en dinero de hoy de lo que YPF ganará hasta el año 2003) es de 3414 millones de dólares, si se utiliza una tasa de descuento del 10 por ciento anual.

En el paper los técnicos explican que "el principal factor a considerar en relación con el valor actual de los beneficios esperados es la ventaja o cuasi-renta de que dispone YPF hoy por controlar el 50 por ciento del negocio del downstream (refinación y comercialización) en Argentina: gracias a esto YPF tiene una ventaja gracias al costo de importar productos terminados y al castigo por el transporte del crudo local. Esto es que con un precio internacional cercano a los 20 dólares por barril para el tipo de petróleo West Texas Intermediate, YPF aprovecha una cuasi-renta de 4 dólares por barril proveniente de la diferencia entre lo que le cuesta extraer el barril (18 dólares) y lo que le costaría comprarlo a algún nuevo competidor". Traducido al lenguaje común, la apreciación anterior significa que YPF —y lo mismo es válido para Shell y ESSO— gozan de la ventaja de que el sector petrolero, lejos de ser competitivo, está altamente oligopolizado debido a que ningún potencial interesado que quisiera ser oferente podría hacerlo, ya que no dispone ni de las facilidades portuarias, ni de la capacidad de almacenamiento, ni de la infraestructura y logística de transporte y estaciones de servicio como para poder importar crudo o productos terminados que compitan con los de las petroleras locales. Esta situación les permite a éstas cobrar precios superiores a los internacionales y lograr así una cuasi-renta.

Pero además, a esos 3414 millones se le agrega el valor presente de los activos, tanto de bienes de capital e inmuebles como de las reservas. Esto es así porque, más allá de la capacidad de generar beneficios, al final de los diez años YPF seguirá disponiendo de activos que deben ser tomados en cuenta para una correcta valuación. Si al total se le resta el valor presente de los pasivos (ver cuadro 1), se llega a "un precio de equilibrio de 23,29 dólares por acción, superior a la banda estimativa sugerida por el Gobierno de entre 17 y 20 dólares por acción".

Romance en un 28 de junio

En horas tempranas del pasado lunes 28 de junio, el Herold Institutional Research (HIR), una de las más reconocidas consultoras de Estados Unidos, faxeó a sus clientes los resultados de su valuación de YPF. A diferencia de la anterior, la metodología empleada no fue la del *valor actual*. HIR calculó directamente el valor que tienen hoy los activos, dedujo de eso los pasivos de largo plazo, y llegó así al valor del patrimonio neto de la empresa: 11.135 millones de dólares (ver cuadro 2). En el fax, HIR señala que "el precio de corte esperado de 20 dólares por acción coloca a YPF con un pronunciado descuento del 37 por ciento en relación a nuestra estimación de 31,54".

Pero el precio por acción ni siquiera fue 20. Ese mismo 28 de junio a la tarde, luego de una de las habituales pulsedas entre Menem y Cavallo, el Presidente terminó madrugando a su ministro para anunciar que cada acción se vendería a 19, lo que implica un precio para la empresa de 6707 millones, es decir 4428 millones o 40 por ciento menos que el resultado de HIR.

Pocos días antes de ese 28, *The Wall Street Journal* publicó una nota sobre esta privatización, donde se afirma que "de acuerdo con algunos puntos de vista, los inversores tienen una oportunidad de comprar reservas baratas", y cita a Arthur Smith de HIR diciendo que "a 18,50 por acción los inversores van a estar pagando entre 1,8 y 2,0 dólares por barril de petróleo o su equivalente en gas, mientras que las compañías petroleras que cotizan en Bolsa están valuadas a razón de 5 a 7 dólares por barril de reservas. Esto explica por qué el deal ha generado tanto romance".

Además de resaltar la importancia de YPF como una de las primeras doce empresas del mundo en términos de reservas que cotizan en Bolsa, Smith se muestra excitado por las perspectivas que tiene la empresa en el negocio de gas: "Ahora YPF está vendiendo a 95 centavos los mil pies cúbicos, pero el año próximo el Gobierno va a eliminar los controles al precio de gas, y se espera que suban hasta 1,30". Sería un gran cosa para YPF, que produce la mitad del gas en Argentina (también para Bidas, Total y Astra), pero muy preocupante para el futuro industrial del país.

En el artículo del diario neoyorquino también opina Jean van de Walle, gerente de Administración de Carteras de Alliance Capital: "Hay que tener en cuenta que se está comprando una transformación", de una empresa que era manejada como un ministerio a otra que podría reducir bruscamente sus costos.

En base a eso, Douglas Terreson, de Putnam Energy Resources, cree que la utilidad de YPF podría trepar de 1,65 dólar por acción en 1993 (582 en total) a 2,40 (847 millones) en 1994, "es decir que los inversores estarían comprando un salto en las ganancias del 45 por ciento a un precio (suponía 18,50) 7,7 veces mayor que las ganancias de un año, lo que significa una relación precio-ganancia sumamente atractiva". Como ejemplo, en las bolsas de Chile y México la relación promedio de precio y ganancias es de 15, es decir que el costo de la acción se recupera en el doble de tiempo que YPF. Terreson agrega que "es muy probable que en los próximos dos años veamos un aumento en los márgenes de ganancias de YPF".

Si Terreson termina acertando con las ganancias futuras de YPF, los 23,29 dólares por acción que calcu-

CUADRO 1

VALUACION DE BAS

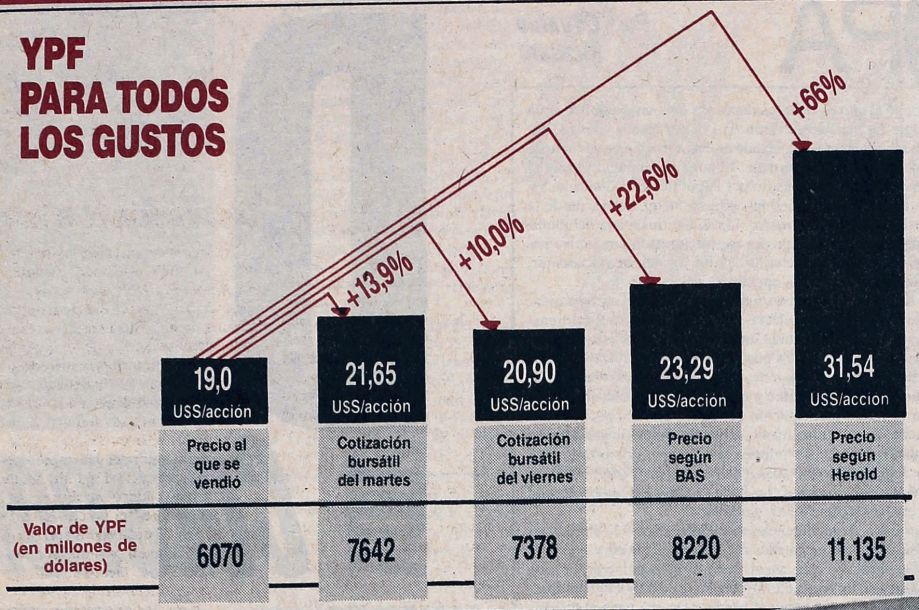
	en millones de dólares
A. Valor presente neto de las utilidades	3.414,0
B. Valor presente neto de los activos (sin reservas)	820,0
C. Valor presente de las reservas de crudo y gas	5.042,0
D. Valor presente de los pasivos	(1.056,0)
Total	8.220,0

CUADRO 2

VALUACION DE HEROLD INSTITUTIONAL RESEARCH

	en millones de dólares
A. Reservas probadas de crudo	7.816,0
B. Reservas probadas de gas	3.812,0
C. Reservas probables	527,0
D. Otros activos	1.320,0
E. Capital de trabajo	81,0
F. G & A capitalizados	(1.060,0)
G. Pasivos de largo plazo	(1.361,0)
Total	11.135,0

YPF PARA TODOS LOS GUSTOS



ló BAS a partir de utilidades anuales de 600 millones por año, quedarían subestimados. Al respecto, gente que presencié alguna de las exposiciones que José Estenssoro hizo en Europa para publicitar la venta aseguran que el titular de la empresa pronosticó beneficios anuales de 1000 millones de dólares.

Justificaciones

En una discusión con su almohada, hasta Cavallo aceptaría que al menos un precio de 23 dólares por acción hubiese sido lo razonable. Por algo habrá sido que él mismo pronosticó una inmediata suba de 20 por ciento. Pero además, seguramente no desconoce que uno de los más reputados académicos en petróleo que él respeta sobremedida sostiene que el valor de la empresa oscila entre 7000 y 10.000 millones de dólares, lo que equivale a un precio por acción de 20 a 28.

Aunque nadie del Gobierno aceptaría jamás públicamente que la empresa fue malvendida, en cierta medida el propio Cavallo ya dio las justificaciones del caso, al repetir hasta el cansancio que uno de los objetivos más sagrados de esta operación fue evitar que la acción cayera una vez abierta su cotización en Bolsa. Y no hay mejor estrategia para impedir que algo caiga que ubicarlo muy cerca del piso.

Esa obsesión, que en la city se popularizó como "la fobia por el efecto Telecom" (la acción se vendió a 4,20 y ahora está a 3,0), tiene un origen económico y otro político, que a decir verdad no son más que dos caras de la misma ficha.

Desde el punto de vista económico, Economía aspira a que la presencia internacional de YPF sea un factor inductor para que se mantenga el ingreso de capitales (condición indispensable para la continuidad del programa). Pero además, pretende que la experiencia sea lo suficientemente exitosa como para que las futuras colocaciones de las acciones que el Estado mantiene en empresas privatizadas (gas, electricidad) o en vías de privatización (correos) tengan buen eco. Ambos objetivos correrían serios riesgos si la cotización de YPF repite una curva descendente como en Telecom.

A la vez, esas metas económicas —la continuidad del programa y la posibilidad de seguir privatizando al estilo YPF— coadyuvan al fin político del Gobierno: la supervivencia de la convertibilidad, por razones obvias; la posibilidad de seguir privatizando porque arrimará los fondos para poder seguir cancelando deuda con los jubilados.

Compartida o no, esta justificación para el bajo precio de YPF sue-

na mucho más lógica que otro tipo de argumentos que se esgrimieron estos días. Uno sostenía que al valor real de la empresa había que castigarlo por el riesgo argentino de, por ejemplo, una eventual futura "renacionalización", como declaró a *The Wall Street Journal* un ejecutivo del banco de inversión estadounidense Kidder, Peabody & Co. A esta altura, esa posibilidad parece tan improbable y lejana como el advenimiento de un gobierno de izquierda en Argentina.

Otros dijeron que al final de cuentas el precio no fue tan bajo porque las solicitudes de compra se mantuvieron dentro de la banda 17-20 dólares por acción que estableció el Gobierno. Demostrar esta afirmación requeriría reiterar la subasta con una banda indicativa de, por ejemplo, 22-25 para ver cuánto es la demanda. De más está decir que el experimento es imposible.

En comparación con todo esto, donde entran en juego miles de millones de dólares, hasta parece secundaria la pequeña derrota que Cavallo sufrió en Estados Unidos el lunes pasado a manos de los dos bancos que manejaron la operación, Merrill Lynch y CS First Boston. Sabiendo que aún así el precio era bajo y luego iba a repuntar, el ministro quiso establecer el corte muy cerca de 20, pero los bancos de inversión impusieron 19, para de esa forma maximizar el cupo que les correspondía a sus grandes clientes (a 19,75 muchos fondos de pensión y grandes compañías de seguros del exterior hubiesen quedado afuera) y elevar las comisiones que les correspondía.

Los perjudicados —si cabe esa calificación para quienes cobrarán en efectivo 3040 millones de dólares— serán los jubilados y las cinco provincias petroleras que hubiesen recibido 1513 millones más si el precio hubiera sido 23,29, o 4428 millones si el de cada acción se hubiera colocado a 31,54.

CON LUPA

Por Osvaldo Siciliani

Durante el año pasado, los depósitos del banco público de la ciudad de La Plata se elevaron en 158 por ciento y los préstamos en 66 por ciento, calculando ambas variaciones en moneda de poder adquisitivo constante. El auge fue inducido sobre el conjunto del sistema bancario por la política económica en vigencia después de la hiper del '90 y, principalmente, desde la convertibilidad. En este marco, la entidad financiera del municipio platense encaró su propia reestructuración productiva para revertir un reciente deterioro en los resultados y conseguir, además, mayor eficiencia operativa.

Los directivos del banco solicitaron para ello el asesoramiento de varias de las más selectas consultoras privadas. La transformación de las estructuras internas, sus rutinas administrativas y la redefinición de los puestos de trabajo estuvieron a cargo de Bértora, Harteneck e Itron reformularon los sistemas informáticos. Dagnino Pastore y Asociados se está encargando de evaluar la futura participación del banco en el negocio de los Fondos de Pensión. Finalmente, el estudio Salomón intervino en el desarrollo de nuevos productos bancarios informatizados con formas de pago magnetizadas, y la Escuela de Disciplinas Bancarias de la Universidad de La Plata da diversos cursos a fin de elevar el nivel técnico de los gerentes.

La tormenta de inteligencias así desatada sobre la entidad no pudo lograr que sus resultados mejoraran tan rápido como para abultar el último balance anual, que resultó positivo en escasos 137.000 pesos. En parte, ello se debió a la disminución del spread entre las tasas que cobra el banco y las que paga al depositante. Otro factor de importancia fueron los pagos por el retiro voluntario de 133 empleados y funcionarios. Esto equivale a la mitad de la planta permanente que continuaba en el banco al comienzo de este año.

Entre las iniciativas tomadas durante el último año se incluyó la emisión de 5 millones de dólares en Obligaciones Negociables, a cuatro años de plazo y con un interés del 10 por ciento anual. La disposición de estos fondos es relevante para el banco, cuyo patrimonio es apenas superior a los 10 millones de pesos. El lanzamiento de los papeles de deuda reforzaría el financiamiento a PyME del área con préstamos de mediano y largo plazo, a consorcios vecinales para encarar obras de infraestructura y, también, a proyectos de inversión inmobiliaria.

BANCO MUNICIPAL DE LA PLATA



Tan fácil... como pegar una estampilla.

Así de fácil... !

Utilizar el servicio de ANDREANI POSTAL es sumamente sencillo. Se completa el sobre de la carta con los datos del destinatario y del remitente, aclarando los correspondientes códigos postales. Luego, se adhiere la estampilla de ANDREANI POSTAL y se deposita la carta en el buzón habilitado en la receptoría más cercana.

Así de simple... !



Usted cuenta con receptorías ANDREANI POSTAL en todo el país. Podrá reconocerlas fácilmente por el buzón de Andreani instalado

o consultar al tel: **28-0051** para saber cuál es la receptoría más próxima a su domicilio.

Así de rápido... !

Con ANDREANI POSTAL usted asegura que su correspondencia llegue a destino **en sólo 24 hs.**

Así de seguro... !

Contra el envío de cada pieza postal usted recibe un talón - comprobante que garantiza la certificación del envío y con la seguridad que sólo puede ofrecerle una empresa líder en servicios: ANDREANI.



Andreani llega. Siempre. Antes.



Santo Domingo 3220 - Tel.: 28-0051/0052/0053/4046/4186/4195 - 28-4199/4376/4884 - 21-4194 - Fax: 28-3939/2925 (1292) Barracas - Buenos Aires

DEUDA CUESTION

PAISES	PBI 1990 (millones de dólares)	Deuda
ARGENTINA (**)	226.000	
AMERICA LATINA (**)	909.989	
Alemania	1.488.210	
Bélgica	192.390	
Dinamarca	130.960	
España	491.240	
Francia	1.190.760	
Grecia	57.900	
Irlanda	42.500	
Italia	1.090.750	
Países Bajos	279.150	
Portugal	56.820	
Reino Unido	975.150	

(**) Finales de 1992, Argentina PBI a valores Fuente: Elaborado sobre la base de "Informe Banco Mundial, "World Economic Outlook"

(Por Naúm Minsburg) Muchos sostienen que el cumplimiento de las obligaciones emergentes de la deuda externa constituyeron y siguen constituyendo el principal obstáculo para la superación de la situación social y económica de América latina en general y de Argentina en particular. La denominada "década perdida" —la del 80— demostraría la validez de esa opinión. Sin embargo, las experiencias de otros países indican que la deuda externa no es necesariamente una limitación insuperable.

A fines de 1992 la deuda externa de América latina alcanzaba un importe total de 450.875 millones de dólares, lo que equivalía al 49,5 por ciento del producto bruto total de la región. En el caso argentino, la deuda externa total ascendía a 62.500 millones, lo que representaba el 36,2 por ciento del "nuevo" PBI.

Ese endeudamiento fue la contracara de una colosal fuga de capitales, que según prestigiosas instituciones financieras del exterior llegó al 50 por

ciento. En Argentina esa evasión alcanzó cerca de 50.000 millones. Obviamente, para ejecutar tamaño vaciamiento los sectores dominantes, contaron con la complicidad de los gobiernos y de la banca internacional.

Ese perverso endeudamiento provocó que los capitales no se tradujeran en obras concretas —ni públicas ni privadas—, ni tampoco en la renovación de la infraestructura.

Para colmo, una vez que la región quedó con esa pesada carga sobre sus espaldas, los acreedores designaron al Fondo Monetario con el objetivo de recuperar, implacablemente, las deudas que ellos mismos se habían encargado de fomentar. El resto de la historia es muy conocido. La aceptación incondicional de los diversos planes impuestos por el FMI en sus distintas variantes de ajuste recesivo fueron la causa principal del retroceso socio-económico que sufrió América latina: el PBI per cápita cayó un 7,3 por ciento entre 1981 y 1992; las exportaciones totales de bienes que en 1981 eran de 99.795 millones, sólo subieron a 126.000 en 1992; en 1990 el 46 por ciento de la población total era pobre, que traducido a número de personas significó un aumento de 83 millones respecto de los 113 millones de pobres que había en 1970.

Sin embargo, no era inexorable que la deuda externa generara esa crisis. Los doce países de la Comunidad Económica Europea tenían en 1990 una deuda pública bruta total de 3561 billones de dólares, monto que equivalía al 59,4 por ciento del PBI total (ver cuadro).

Pero en esos países, los recursos fueron utilizados conscientemente como fuentes financieras para promover el crecimiento impetuoso de sus economías. En el caso de Estados Unidos, su deuda es la más grande del mundo, con 3881 billones. Pese a ello siguió creciendo y se mantiene como primera potencia mundial.

La diferencia es que los países centrales no tuvieron que aceptar las condiciones que el FMI le impuso a América latina.

Los organismos financieros y las autoridades de los países desarrollados tienen un evidente doble discurso que no se cansan de predicar. Por un lado la receta de las cuentas en orden, del superávit fiscal, de la dismi-

GUIA 1993 de la ADMINISTRACION ESTATAL

1 tomo con sistema de actualización cada 30 días. 8.000 informaciones permanentemente renovadas.

Ministros, secretarios, subsecretarios, asesores, diputados y senadores de todo el país. Fuerzas Armadas, Embajadores, Directivos de Organismos del Estado. Gobiernos de Provincia, etc., etc. Banco de Datos. Curriculum.

Es una nueva publicación de "Ediciones de la Guía Relaciones Públicas".

Consultenos: 393-9054 322-2914

Malpú 812 2° C (1006) Buenos Aires

Reciclado

de empresas, oficinas, casas, Contratación directa con gremios asociados

albañilería, electricidad, telefonía, aire, acústica, pisos, revestimientos, tabiques.

791-0685 - 796-0109 - 440-2230

CON LUPA

Por Osvaldo Siciliani

Durante el año pasado, los depósitos del banco público de la ciudad de La Plata se elevaron en 158 por ciento y los préstamos en 66 por ciento, calculando ambas variaciones en moneda de poder adquisitivo constante. El auge fue inducido sobre el conjunto del sistema bancario por la política económica en vigencia después de la tuper del '90 y, principalmente, desde la convertibilidad. En este marco, la entidad financiera del municipio platense encará su propia reestructuración productiva para revertir un reciente deterioro en los resultados y conseguir, además, mayor eficiencia operativa.

Los directores del banco solicitaron para ello el asesoramiento de varias de las más selectas consultoras privadas. La transformación de las estructuras internas, sus rutinas administrativas y la redefinición de los puestos de trabajo estuvieron a cargo de Bértora. Hartenack e Itron reformularon los sistemas informáticos. Dagnino Pastore y Asociados se está encargando de evaluar la futura participación del banco en el negocio de los Fondos de Pensión. Finalmente, el estudio Salomón intervino en el desarrollo de nuevos productos bancarios informatizados con formas de pago magnetizadas, y la Escuela de Disciplinas Bancarias de la Universidad de La Plata da diversos cursos a fin de elevar el nivel técnico de los gerentes.

La tormenta de inteligencias así desatada sobre la entidad no pudo lograr que sus resultados mejoraran tan rápido como para abultar el último balance anual, que resultó positivo en escasos 137.000 pesos. En parte, ello se debió a la disminución del spread entre las tasas que cobra el banco y las que paga al depositante. Otro factor de importancia fueron los pagos por el retiro voluntario de 133 empleados y funcionarios. Esto equivale a la mitad de la planta permanente que continuaba en el banco al comienzo de este año.

Entre las iniciativas tomadas durante el último año se incluyó la emisión de 5 millones de dólares en Obligaciones Negociables, a cuatro años de plazo y con un interés del 10 por ciento anual. La disposición de estos fondos es relevante para el banco, cuyo patrimonio es apenas superior a los 10 millones de pesos. El lanzamiento de los papeles de deuda reforzó el financiamiento a PYME del área con préstamos de mediano y largo plazo, a consorcios vecinales para encargar obras de infraestructura y, también, a proyectos de inversión inmobiliaria.



BANCO MUNICIPAL DE LA PLATA

Tan fácil... como pegar una estampilla.

Así de fácil...!

Utilizar el servicio de ANDREANI POSTAL es sumamente sencillo. Se completa el sobre de la carta con los datos del destinatario y del remitente, aclarando los correspondientes códigos postales. Luego, se adhiere la estampilla de ANDREANI POSTAL y se deposita la carta en el buzón habilitado en la receptora más cercana.

o consultar al tel: 28-0051 para saber cuál es la receptora más próxima a su domicilio.

Así de rápido...!

Con ANDREANI POSTAL usted asegura que su correspondencia llegue a destino en sólo 24 hs.

Así de simple...!

Usted cuenta con receptoras ANDREANI POSTAL en todo el país. Podrá reconocerlas fácilmente por el buzón de Andreani instalado



Andreani llega. Siempre. Antes.

Santo Domingo 3220 - Tel.: 28-0051/0052/0053/4046/4186/4195 - 28-4199/4376/4584 - 21-4194 - Fax: 28-3939/2925 (1992) Barracas - Buenos Aires

GUÍA 1993 de la ADMINISTRACIÓN ESTATAL

1 tomo con sistema de actualización cada 30 días. 8.000 informaciones permanentemente renovadas. Ministros, secretarios, subsecretarios, asesores, diputados y senadores de todo el país. Fuerzas Armadas, Embajadores, Directivos de Organismos del Estado. Gobiernos de Provincia, etc., etc. Banco de Datos. Currículum.

Es una nueva publicación de "Ediciones de la Guía Relaciones Públicas".

Consulten: 393-9054 322-2914 Mapa 812 2° C (1006) Buenos Aires

Reciclado

de empresas, oficinas, casas, Contratación directa con gremios asociados

albañilería, electricidad, telefonía, aire, acústica, pisos, revestimientos, tabiques. 791-0685 - 796-0109 - 440-2230

Deuda y PBI

PAISES	PBI 1990 (millones de dólares)	Deuda pública bruta (porcentaje del PBI)	Deuda pública bruta (millones de dólares)
ARGENTINA (*)	226.000	36,5	82.500
AMÉRICA LATINA (*)	908.589	49,5	450.875
Alemania	1.484.210	41,7	617.000
Bélgica	192.300	134,4	258.572
Dinamarca	130.960	86,7	87.350
España	491.240	44,7	219.570
Francia	1.180.700	47,1	556.857
Grecia	67.800	119,5	80.874
Irlanda	42.500	98,0	41.650
Italia	1.090.750	103,5	1.128.550
Países Bajos	276.150	79,8	220.203
Portugal	96.620	65,5	63.193
Reino Unido	975.150	34,4	335.451

(*) Finales de 1992. Argentina PBI a valores actualizados. Fuente: Elaborado sobre la base de "Informe Sobre el Desarrollo Mundial 1992" Banco Mundial, "World Economic Outlook" Enero 1993 (FMI) y CEPAL.

DEUDA CUESTION DE USO

(Por Naim Minnsburg) Muchos sostienen que el cumplimiento de las obligaciones emergentes de la deuda externa constituyeron y siguen constituyendo el principal obstáculo para la superación de la situación social y económica de América latina en general y de Argentina en particular. La denominada "década perdida" -la del 80- demostraría la validez de esa opinión. Sin embargo, las experiencias de otros países indican que la deuda externa no es necesariamente una limitación insuperable. A fines de 1992 la deuda externa de América latina alcanzaba un importe total de 450.875 millones de dólares, lo que equivale al 49,5 por ciento del producto bruto total de la región. En el caso argentino, la deuda externa total ascendía a 82.500 millones, lo que representaba el 36,2 por ciento del "nuevo" PBI.

Ese endeudamiento fue la contracara de una colosal fuga de capitales, que según prestigiosas instituciones financieras del exterior llegó al 50 por ciento en 1992. En Argentina esa evasión alcanzó cerca de 50.000 millones. Obviamente, para ejecutar tamaño vaciamiento los sectores dominantes contaron con la complicidad de los gobiernos y de la banca internacional. Ese perverso endeudamiento provocó que los capitales no se tradujeran en obras concretas -ni públicas ni privadas-, ni tampoco en la renovación de la infraestructura. Para colmo, una vez que la región quedó con esa pesada carga sobre sus espaldas, los acreedores designaron al Fondo Monetario con el objetivo de recuperar, implacablemente, las deudas que ellos mismos se habían encargado de fomentar. El resto de la historia es muy conocido. La aceptación incondicional de los diversos planes impuestos por el FMI en sus distintas variantes de ajuste recesivo fueron la causa principal del retroceso socio-económico que sufrió América latina: el PBI per cápita cayó un 7,3 por ciento entre 1981 y 1992; las exportaciones totales de bienes que en 1981 eran de 99.795 millones, sólo subieron a 126.000 en 1992; en 1990 el 46 por ciento de la población total era pobre, que traducido a número de personas significó un aumento de 83 millones respecto de los 113 millones de pobres que había en 1970. Sin embargo, no era inexorable que la deuda externa generara esa crisis. Los doce países de la Comunidad Económica Europea tenían en 1990 una deuda pública bruta total de 3561 millones de dólares, monto que equivale al 59,4 por ciento del PBI total (ver cuadro).

Pero en esos países, los recursos fueron utilizados conscientemente como fuentes financieras para promover el crecimiento impetuoso de sus economías. En el caso de Estados Unidos, su deuda es la más grande del mundo, con 3881 millones. Pese a ello siguió creciendo y se mantiene como primera potencia mundial. La diferencia es que los países centrales no tuvieron que aceptar las condiciones que el FMI le impuso a América latina.

Los organismos financieros y las autoridades de los países desarrollados tienen un evidente doble discurso que no se cansan de predicar. Por un lado la receta de las cuentas en orden, del superávit fiscal, de la dismi-

La Argentina está endeudándose nuevamente como a fines de los 70. La historia podría repetirse si esta vez los recursos tampoco se usan para promover el crecimiento, como sí lo hacen los países centrales.

nución de los gastos públicos, del no endeudamiento, y del pago religioso de los servicios de la vieja deuda. Muchos de esos ingredientes no forman parte de las políticas de los países centrales. En todo el mundo existe, y por supuesto también en Argentina, gran avidez de recibir capitales, que pueden conseguirse a través de inversiones productivas de riesgo o recurriendo a un nuevo endeudamiento interno o externo. Lo peligroso -algo que incipientemente se percibe en Argentina- es que esos recursos externos sean destinados otra vez a compensar el déficit comercial en lugar de usarlos para la reconversión económica. Argentina está endeudándose nuevamente como a fines de los 70. La historia podría repetirse si esta vez los recursos tampoco se usan para promover el crecimiento, como sí lo hacen los países centrales.

El sistema líder en el mundo.

Las estaciones de trabajo del sistema Action Office, diseñado por Herman Miller, son la herramienta seleccionada por las empresas de vanguardia, para el equipamiento integral de sus oficinas.

Sistema ACTION OFFICE

Un sistema increíblemente versátil adaptable a todo tipo de tareas.

Colección

Sistemas de amueblamiento para el equipamiento de oficinas, viviendas, sanatorios, industrias y laboratorios.

(Por Marcelo Matelanes) La Fundación Universidad de Belgrano publicó recientemente una serie de trabajos compilados por Vittorio Orsi, quien fuera fundador y durante muchos años responsable del Grupo SADE y, entre otras cosas, secretario de Planeamiento de este gobierno en 1991. El libro, que contiene varios trabajos del propio Orsi, se titula *Reflexiones. ¿Quién le teme a la sociedad abierta?* y agrupa diversos textos que fueron presentados al año pasado en un curso de formación de alta dirigencia, en un seminario sobre educación y en el foro de reflexión democrática.

El ordenamiento temático del libro es coherente, aborda desde las ideas directrices para el pensamiento y la acción estratégicas, hasta reflexiones sobre el actual desorden mundial, y pasa por las instituciones democráticas, la ciencia y tecnología, la energía, las ventajas competitivas y el MERCOSUR. Puede lamentarse, no obstante, que los artículos que componen el libro sean la réplica exacta de las ponencias de sus autores, sin mayor valor agregado respecto de lo que debe ser un texto escrito. En ese sentido, y en plena época de la calidad, la excelencia y el esfuerzo comunicacional, tanta repetición evocados por los autores, la lectura de las más de 400 páginas de esta obra puede tornarse temeraria.

Partiendo de las ideas de Durand y Popper -última que no se haya dejado hablar más a estos autores- Orsi destaca las bondades de las sociedades abiertas, medidas en términos de participación ciudadana, independencia y equilibrio entre los poderes del Estado, importancia creciente del Parlamento, seguridad jurídica, educación y empleo. Democracia, desarrollo y competitividad constituyen para Orsi términos inseparables de una misma ecuación de sociedad abierta, destacándose a su vez la preocupación ética y ecológica a todo lo largo de la obra.

Orsi señala asimismo la condición "problemática del progreso de las comunidades, improbable y difícil en una sociedad con desequilibrios entre los poderes y excesiva concentración del poder político y económico". Pero sus argumentos, si llegan a ser tales, no superan el estadión de lo que podría denominarse un *testimonio de vida*. Legítimo como tal, sí, y tal vez irreducible a toda crítica, pero entonces a enunciar el verdadero color y no titular la obra como *reflexiones*. Ellas suplen a disertar, discutir, polemizar, debatir, interrogar, problematizar y toda una serie de actividades del espíritu especulativo que no están presentes ni en Orsi ni en la gran mayoría de los restantes autores, entre los que se destacan Livio Kuhl -otro ex funcionario y ex empresario- y Roberto Rocca, presidente del Grupo Techint.

Los textos relativos al sistema educativo y al ciencia y técnica son los más sólidos de la obra, así como aquellos que tratan el tema de las ventajas

ORSI, ROCCA, KUHLE Y CIA.

Ex funcionarios y muy importantes hombres de negocios son algunos de los autores de los trabajos que la Editorial de la Universidad de Belgrano compiló en un libro llamado "Reflexiones. ¿Quién le teme a la sociedad abierta?"



Rocca y Kuhl, por su parte, reclaman una visión industrial del país, con políticas industriales activas y un "profundo cambio en la cultura productiva de las clases dirigentes argentinas". Rocca propone, por su parte, "...convencer al establishment político-económico de gobierno y de los demás centros de poder de la estricta correlación entre política industrial y

desarrollo, y entre desarrollo y educación". Para luego remarcar: "...mis esperanza de que el modelo renano de Europa continental, más sensible a las comunidades y a sus contenidos sociales, menos abierto a los riesgos de estragos del desorden de mercados, sea el modelo mejor para nuestro país". En todo caso, en esta propuesta de sociedad abierta, hay algo que no cierra. Cuando se analizan las formas y los contenidos del gran lobby empresario en términos de mayor competitividad vía desvolución, deterioro salarial o menores impuestos, por ejemplo. ¿De qué estamos entonces hablando? O mejor dicho, ¿podemos hablar así?, cuando se es parte cada vez más hegemónica de un todo cada vez más concentrado. Por de pronto, el carácter abierto de la sociedad argentina parece estar más próximo al que Roberto Rossellini filmara en *Roma, città aperta* (1945) que al de Darhendorf y Popper.



POSTGRADO DIPLOMA IN COMPUTING AND INFORMATION SYSTEMS (Diploma en Computación y Sistemas de Información) Título profesional otorgado por la UNIVERSITY OF OXFORD

Estos estudios serán ofrecidos por ORT de Argentina en acuerdo exclusivo con la UNIVERSIDAD DE OXFORD. Los exámenes que estarán redactados en español, serán supervisados localmente, y enviados posteriormente a la UNIVERSIDAD DE OXFORD para su evaluación definitiva.

El plan de estudios está dirigido a graduados de carreras terciarias o universitarias con interés en la utilización de sistemas informáticos en la organización y gestión de empresas e instituciones, permitiéndoles completar su formación, realizando un curso a nivel profesional, orientado hacia la aplicación práctica de los conceptos de Tecnología de la Información en los negocios, la industria y las organizaciones. Será especialmente contemplada la situación de graduados en Sistemas o en Ciencias de la Computación, que acrediten formación previa en temas afines con este Postgrado.

Duración: 1 a 2 años. Inicio: Agosto. Cierre: 1994. Quedada 1514 (Alm. Av. Libertad 9700). Los aspirantes deberán solicitar entrevista individual. Llamar después de las 14 hs. Teléfonos: 785-7856 - 785-7871/7871 (px 232) - Fax: (04-1) 785-1557.

Deuda y PBI

Deuda pública bruta c/porcentaje del PBI	Deuda pública bruta (millones de dólares)
36,5	62.500
49,5	450.875
41,7	620.583
134,4	258.572
86,7	87.350
44,7	225.970
47,1	560.857
115,5	66.874
98,0	41.650
193,5	1.128.350
79,6	222.203
65,3	37.103
34,4	335.451

datos actualizados.
Informe Sobre el Desarrollo Mundial 1992
"Stock" Enero 1993 (FMI) y CEPAL.

DE USO

La Argentina está endeudándose nuevamente como a fines de los 70. La historia podría repetirse si esta vez los recursos tampoco se usan para promover el crecimiento, como sí lo hacen los países centrales.

nución de los gastos públicos, del no endeudamiento, y del pago religioso de los servicios de la vieja deuda. Muchos de esos ingredientes no forman parte de las políticas de los países centrales.

En todo el mundo existe, y por supuesto también en Argentina, gran avidez de recibir capitales, que pueden conseguirse a través de inversiones productivas de riesgo o recurriendo a un nuevo endeudamiento interno o externo. Lo peligroso—algo que incipientemente se percibe en Argentina—es que esos recursos externos sean destinados otra vez a compensar el déficit comercial en lugar de usarlos para la reconversión económica.

Argentina está endeudándose nuevamente como a fines de los 70. La historia podría repetirse si esta vez los recursos tampoco se usan para promover el crecimiento, como sí lo hacen los países centrales.

(Por Marcelo Matellanes) La Fundación Universidad de Belgrano publicó recientemente una serie de trabajos compilados por Vittorio Orsi, quien fuera fundador y durante muchos años responsable del Grupo SADE y, entre otras cosas, secretario de Planeamiento de este gobierno en 1991. El libro, que contiene varios trabajos del propio Orsi, se titula *Reflexiones: ¿Quién le teme a la sociedad abierta?* y agrupa diversos textos que fueran presentados el año pasado en un curso de formación de alta dirigencia, en un seminario sobre educación y en el foro de reflexión democrática.

El ordenamiento temático del libro es coherente, aborda desde las ideas directrices para el pensamiento y la acción estratégicas, hasta reflexiones sobre el actual desorden mundial, y pasa por las instituciones democráticas, la ciencia y tecnología, la energía, las ventajas competitivas y el MERCOSUR. Puede lamentarse, no obstante, que los artículos que componen el libro sean la réplica exacta de las ponencias de sus autores, sin mayor valor agregado respecto de lo que debe ser un texto escrito. En ese sentido, y en plena época de la calidad, la excelencia y el esfuerzo comunicacional, tantas veces evocados por los autores, la lectura de las más de 400 páginas de esta obra puede tornarse *temeraria*.

Partiendo de las ideas de Darhendorf y Popper—última que no se haya dejado hablar más a estos autores—, Orsi destaca las bondades de las sociedades abiertas, medidas en términos de participación ciudadana, independencia y equilibrio entre los poderes del Estado, importancia creciente del Parlamento, seguridad jurídica, educación y empleo. Democracia, desarrollo y competitividad constituyen para Orsi términos inseparables de una misma ecuación de sociedad abierta, destacándose a su vez la preocupación ética y ecológica a todo lo largo de la obra.

Orsi señala asimismo la condición "problemática del progreso de las comunidades, improbable y difícil en una sociedad con desequilibrios entre los poderes y excesiva concentración del poder político y económico". Pero sus argumentos, si llegan a ser tales, no superan el estadio de lo que podría denominarse un *testimonio de vida*. Legítimo como tal, sí, y tal vez irreducible a toda crítica, pero entonces a enunciar el verdadero color y no titular la obra como *reflexiones*. Ellas suponen discutir, disertar, polemizar, debatir, interrogar, problematizar y toda una serie de actividades del espíritu especulativo que no están presentes ni en Orsi ni en la gran mayoría de los restantes autores, entre los que se destacan Livio Kuhl—otro ex funcionario y ex empresario—y Roberto Rocca, presidente del Grupo Techint.

Los textos relativos al sistema educativo y al de ciencia y técnica son los más sólidos de la obra, así como aquellos que tratan el tema de las ventajas

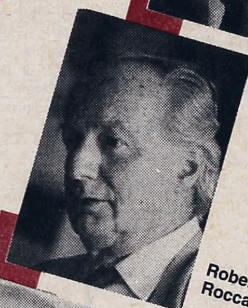
ORSI, ROCCA, KUHLE Y CIA.

Ex funcionarios y muy importantes hombres de negocios son algunos de los autores de los trabajos que la Editorial de la Universidad de Belgrano compiló en un libro llamado "Reflexiones. ¿Quién le teme a la sociedad abierta?"

Vittorio Orsi.



Roberto Rocca.



Livio Kuhl.



competitivas y de los modelos ganadores y perdedores del orden económico mundial. En todos estos sentidos, Michael Porter y Michel Albert, cuyas obras recientes fueran tratadas en CASH, están omnipresentes, aunque no siempre citados como fuentes. En realidad, las argumentaciones inspiradas en esos autores son las que hacen a la fortaleza de esta obra. Lo demás, salvo honorables excepciones, abunda en lo testimonial, rayando a veces la expiación de conciencia.

REFLEXIONES

¿Quién le teme a la sociedad abierta?

LIBROS

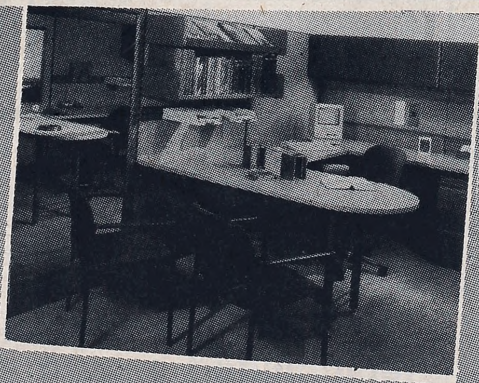
desarrollo, y entre desarrollo y educación". Para luego rematar: "...mi esperanza de que el modelo renano de Europa continental, más sensible a las comunidades y a sus contenidos sociales, menos abierto a los riesgos de estragos del desorden de mercados, sea el modelo mejor para nuestro país". En todo caso, en esta propuesta de sociedad abierta, hay algo que *no cierra*. Cuando se analizan las formas y los contenidos del gran lobby empresario en términos de mayor competitividad vía devolución, deterioro salarial o menores impuestos, por ejemplo. ¿De qué estamos entonces hablando? O mejor dicho, ¿podemos hablar así?, cuando se es parte cada vez más hegemonía de un todo cada vez más concentrado. Por de pronto, el carácter *abierto* de la sociedad argentina parece estar más próximo al que Roberto Rossellini filmara en *Roma, città aperta* (1945) que al de Darhendorf y Popper.

El sistema líder en el mundo.

Las estaciones de trabajo del sistema Action Office, diseñado por Herman Miller, son la herramienta seleccionada por las empresas de vanguardia, para el equipamiento integral de sus oficinas.

Sistema ACTION OFFICE

Un sistema increíblemente versátil adaptable a todo tipo de tareas.



* Colección

Florida 890, 1º piso, 1005, Buenos Aires
311-9073, 312-9600 FAX 312-2615.

Sistemas de amoblamiento para el equipamiento de oficinas, viviendas, sanatorios, industrias y laboratorios.



ORT Argentina
World ORT Union



University of Oxford
Delegacy of Local Examinations

POSTGRADO DIPLOMA IN COMPUTING AND INFORMATION SYSTEMS

(Diploma en Computación y Sistemas de Información)
Título profesional otorgado por la UNIVERSITY OF OXFORD
Delegacy of Local Examinations.

Estos estudios serán ofrecidos por ORT de Argentina en acuerdo exclusivo con la UNIVERSIDAD de OXFORD.

Los exámenes que estarán redactados en español, serán supervisados localmente, y enviados posteriormente a la UNIVERSIDAD de OXFORD para su evaluación definitiva.

El plan de estudios está dirigido a graduados de carreras terciarias o universitarias con interés en la utilización de sistemas informáticos en la organización y gestión de empresas e instituciones, permitiéndoles completar su formación, realizando un curso a nivel profesional, orientado hacia la aplicación práctica de los conceptos de Tecnología de la Información en los negocios, la industria y las organizaciones.

Será especialmente contemplada la situación de graduados en Sistemas o en Ciencias de la Computación, que acrediten formación previa en temas afines con éste Postgrado.

Duración: 1 a 2 años Iniciación Agosto Ciclo 1993-94

Quezada 1514 (Alt. Av. Libertador 6700)

Los aspirantes deberán solicitar entrevista individual. Llamar después de las 14 hs.
Teléfonos: 785-7956 • 782-7671/7971 (int. 232) • Fax: (54-1) 782-1557

EL TURNO DE LOS JUBILADOS

Los financistas hicieron un negocio redondo con YPF: con la inicial suba de las acciones ganaron entre 10 y 15 por ciento sin poner un peso. Los pocos pequeños ahorristas que participaron en su segmento —ese tramo fue copado por grandes inversores— tienen la posibilidad de obtener una utilidad del 30 por ciento en un año. No quedan dudas de que a los jubilados les conviene canjear sus BOCON por acciones de la petrolera.

(Por Alfredo Zaiat) Durante el mes que duró la subasta de YPF la mayoría de los banqueros estaba seguro de que la compra de acciones de la petrolera sería un negocio muy bueno. Pero luego de que Domingo Cavallo anunciara el precio de corte a 19 pesos por unidad —un peso menos que el techo de la banda de referencia—, los financistas ya no dudaron de calificar la operación como brillante. Por esos peculiares atributos que tiene la alquimia financiera, los especuladores que se desprendieron rápidamente de las acciones de YPF —que no fueron pocos— ganaron entre 10 y 15 por ciento de su capital invertido sin la molestia de desembolsar ni un peso de sus bolsillos.

Esa diferencia increíble obtenida en pocas horas fue aprovechada por los pesos pesado del mercado. Tanto en Nueva York como en Buenos Aires, los bancos y corredores que participaron de la subasta desmintieron, sin cuidar las apariencias, la afirmación de Cavallo de que los compradores de YPF fueron inversores de largo plazo.

También resultó un chasco la "inauguración del capitalismo popu-

lar", como sostuvo exageradamente el ministro, un par de días después de informar el precio de corte en un intento de justificar el económico valor de venta de las acciones. Lo cierto es que menos de la mitad del cupo asignado para los pequeños ahorristas fue cubierto por éstos. El resto fue aprovechado por grandes inversores. Ante la avalancha de ofertas que se había registrado en el tramo mayorista, los financistas sugirieron a sus clientes más importantes la presentación de solicitudes a nombre de varios de sus familiares en el segmento minorista.

Para aquellos que participaron en ese tramo del remate y no liquidaron inmediatamente su tenencia —la mayoría de los pequeños ahorristas—, además de la ganancia de capital que ya brindó YPF deben contabilizar una renta adicional. En el caso de mantener los papeles por un año recibirán como premio un 3 por ciento más de acciones —otro 2 por ciento a los 18 meses—, que sumado a los dividendos que repartirá la empresa (los especialistas calculan por lo menos un 10 por ciento en el primer ejercicio) y al incremento que ya tuvo la cotización de la acción, su patrimonio inicial se valorizaría casi un 30 por ciento.

Esta promesa de ganancia y el debut espectacular de YPF en la Bolsa deberían alejar dudas a los jubilados acerca de la conveniencia de canjear sus BOCON por acciones. Obviamente que esta alternativa es válida para aquellos jubilados que no tienen urgencias por hacerse del dinero con la venta de los bonos.

El trueque que propone el Gobierno les brinda la posibilidad de desprenderse de los BOCON incrementando sustancialmente su patrimonio hasta conseguir casi el 100 por ciento del valor nominal de su deuda original, pasivo que fue cancelado en su momento con esos títulos. En el can-

je, Economía reconocerá un precio superior al actual (en el caso del BOCON II en pesos, por ejemplo, con su última cotización el premio es de 25 por ciento), que sumado a la suba de la acción de YPF y a los futuros dividendos que repartirá la empresa, han de significar una mejora entre 35 y 50 por ciento para el patrimonio de los jubilados, dependiendo de la serie de BOCON que tenga en su poder.

La cantidad de \$ que existen (en millones)

	en \$	en u\$s
Circ. monet. al 1/7	9710	
Base monet. al 1/7	11.745	
Depósitos al 28/6		
Cuenta corriente	2265	
Caja de ahorro	2262	
Prazos fijos	4310	

Nota: La circulación monetaria es la cantidad de dinero que está en poder del público y en los bancos. La base monetaria son los pesos del público y de los bancos más los depósitos de las entidades financieras en cuenta corriente en el Banco Central. Los montos de los depósitos corresponden a una muestra realizada por el BCRA.

Dólar

(Cotización en casas de cambio)

Viernes anterior	0,9980
LUNES	0,9985
MARTES	0,9990
MIÉRCOLES	0,9990
JUEVES	0,9985
VIERNES	0,9980
SUBA/BAJA	—

Acciones

	Precio (en pesos)		Variación (en porcentaje)		
	Viernes	Viernes	Semanal	Mensual	Anual
	25/6	2/7			
Acindar	1,33	1,285	-3,4	0,4	-14,6
Alpargatas	0,76	0,75	-1,3	2,0	5,9
Astra	2,56	2,44	-4,7	-1,6	-9,5
Atanor	0,57	0,487	-14,6	-0,6	-50,3
Bagley	4,60	4,35	-5,4	1,2	-11,7
Celulosa	0,293	0,36	22,9	16,1	-20,0
Comercial del Plata	4,37	4,40	0,7	0,0	-19,3
Siderca	0,535	0,563	5,2	5,2	-15,3
Banco Francés	11,20	11,00	-1,8	0,0	25,0
Banco Galicia	5,78	5,95	2,9	1,2	22,2
Indupa	0,67	0,671	0,2	8,2	39,8
Ipako	1,35	1,36	0,7	8,8	-33,3
Ledesma	1,01	1,05	4,0	5,0	82,6
Molinos	6,95	6,98	0,4	2,2	-8,2
Pérez Companc	5,00	4,73	-5,4	-3,7	-11,0
Nobleza Piccardo	4,85	4,60	-5,2	-2,1	-4,2
CINA (ex Renault)	28,70	27,60	-3,8	-1,4	-0,1
Telefónica	3,89	3,80	-2,3	-1,6	24,8
Telecom	3,15	3,07	-2,5	-1,9	5,9
Promedio bursátil	—	—	-2,0	-1,0	1,1

Inflación

(en porcentajes)

Julio	1,7
Agosto	1,5
Septiembre	1,0
Octubre	1,3
Noviembre	0,5
Diciembre	0,3
Enero 1993	0,8
Febrero	0,7
Marzo	0,8
Abril	1,0
Mayo	1,3
Junio	0,7
Julio*	1,0

Inflación acumulada desde julio de 1992 a junio de 1993: 12,2%.

* Estimada.

Tasas

	Lunes	Viernes
Plazo fijo a 30 días	0,8	0,8
Caja de ahorro	0,4	0,4
Call money	0,4	0,9

Nota: La tasa de interés es efectiva mensual. Todos los valores son promedios de mercado y para los plazos fijos se toma la que reciben los pequeños y medianos ahorristas.



Depósitos en Dólares

Banco de la Ciudad le brinda lo que usted prefiere rentabilidad segura y garantizada.



banco de la ciudad

ME JUEGO

MARCELO A. SUVA

Director de Merchant Bankers asociados (MBA) Salomon Brothers, Inc.

¿El aumento de la cotización de YPF indicaría que la empresa fue malvendida?

—No es suficiente ver la cotización de los primeros días para asegurar que YPF se vendió barata. Creo que el precio fue razonable, pues lo que se ofertaba era una empresa en proceso de transformación. Puede ser que dentro de dos años veamos que YPF se vendió barata, dado el potencial de crecimiento de la empresa. Pero la pregunta que hay que hacerse no es si fue bajo o alto el precio, sino si la venta se realizó en el mejor momento.

—¿Usted que opina?

—Fue un momento oportuno para las necesidades del país. En cambio, si el objetivo era maximizar los ingresos con la privatización de YPF, dejando de lado las actuales restricciones (necesidades fiscales, el compromiso de cancelar deudas con los jubilados y la proximidad de las elecciones), se podía haber vendido mejor más adelante.

—Si el precio no fue bajo, ¿por qué la acción subió tanto en el primer día de cotización?

—No creo que haya subido mucho. Es normal que los papeles de una empresa que tuvieron una colocación exitosa suban apenas empiezan a cotizar. El incremento del precio de YPF fue razonable comparado con otras colocaciones de papeles en el mercado internacional.

—Telecom también subió mucho luego de su venta. ¿Piensa que puede suceder algo similar con YPF?

—No creo que con YPF pueda pasar lo mismo que con Telecom. Es cierto que esta telefónica subió mucho al principio y luego se desplomó, demostrando que se había vendido cara. Pero ahora el Gobierno ha fijado un precio razonable para la petrolera, que permitió el ingreso al mercado de inversores institucionales. De esta forma, Domingo Cavallo quiso evitar repetir la experiencia de Telecom.

—¿Recomendaría a los jubilados el canje de BOCON por acciones de YPF?

—Por supuesto que les conviene realizar el trueque. De todos modos, hay que analizar cada caso en particular. No tengo dudas de que el jubilado que no tiene la intención de desprenderse de los títulos por lo menos en los próximos doce meses debe canjearlos por acciones de YPF. Eso sí, debe tener en cuenta que la inversión en acciones es más riesgosa que la de bonos.

—¿Cuál es la perspectiva de la acción en el mediano plazo?

—No creo que registre grandes variaciones en el corto plazo. Se moverá en un rango de 21 a 23 pesos por unidad. Para más adelante, a medida que se vayan conociendo los resultados de los próximos trimestres, el papel tiene posibilidades de realizar un recorrido interesante.

—Por último, ¿se juega a afirmar que el tipo de cambio no se modifica durante este año?

—Sí. Y creo que tampoco sufrirá variaciones el año próximo.



Presidente de EE.UU., Bill Clinton, y vice Al Gore.

EE.UU. seis meses después

BILL AUN ESPERA

A mediados del mes pasado, Bill Clinton pudo iniciar su contraofensiva. En el punto más bajo de su prestigio arremetió con una catarata de datos optimistas sobre la marcha de la economía. Pero las dudas volvieron a aparecer poco antes de finalizar junio: el vicepresidente Al Gore, titular del Senado, debió comparecer personalmente para destrabar la votación sobre el Presupuesto '94 y evitar la derrota al proyecto oficial.

Ya en julio, cuando la administración demócrata inicia la segunda mitad de su primer año de mandato, el secretario del Tesoro, Lloyd Bentsen, admite que hay tantas luces como sombras en el horizonte. "No podemos decir que la economía se haya recuperado por tener uno o dos meses con buenos indicadores. No hay garantías de que hayamos superado la recesión."

Aquella madrugada en que Gore desempeñó una votación que estaba 49 a 49 —faltaban pocos minutos para las 3— se rompió un plazo de 20 años sin necesidad de que un presidente recurriera a su segundo para conseguir el OK de los senadores al plan presupuestario. Y eso que el proyecto finalmente aprobado es muy distinto del que Clinton envió al Congreso.

Si bien se mantiene el objetivo de reducir el déficit en medio billón de dólares durante los próximos cinco años, la Casa Blanca, la Cámara de Representantes y el Senado resolvieron hablar en lenguajes diferentes a la hora de definir qué impuestos aumentar y qué gastos recortar (la idea inicial era limitar las erogaciones en 267 mil millones y elevar los tributos en 249 mil millones).

Lo curioso es que esa confusión se verifica entre Clinton y sus correligionarios del Capitolio. Con una mayoría de 258 demócratas contra 176 republicanos, el Presupuesto fue aprobado en la Cámara hace cuatro semanas por apenas 6 votos de diferencia. Mientras, en el Senado —ya con cambios sustanciales en el texto—, el empate se debió a que 6 demócratas se unieron a la bancada republicana y votaron contra el incremento en las partidas sociales y la suba de impuestos sobre ganancias de capital.

De ese modo, bajo la presión de los republicanos y los aliados demócratas que representan a los estados petrolíferos o productores de cemento, aluminio y carbón, el Senado sepultó el impuesto sobre la energía. Este debía alcanzar a todos los combustibles, con una expectativa de recaudación de poco más de 72 mil millones de dólares, y fue sustituido por un impuesto sobre la gasolina que rendirá 21 mil millones y recaerá sobre la cla-

La administración demócrata cumple medio año de gobierno sin lograr todavía el OK del Congreso al decisivo proyecto del presupuesto para 1994, que prevé una reducción del déficit de medio billón de dólares en cinco años. Luces y sombras en la marcha económica

se media, ya que las compañías aéreas estarán eximidas.

La diferencia será cubierta con un aumento en la contribución de cada asalariado a la seguridad social y con el corte de gastos en los planes de asistencia a la vejez (Medicare). El proyecto volvió a la Cámara, donde una "comisión de conferencia" va a intentar consolidar un texto que no sea tan diferente de las intenciones oficialistas, al punto de forzar al presidente a vetarlo. La incógnita se develará recién a principios de agosto.

De todos modos, un eventual veto llevaría la discusión hasta el próximo invierno boreal y Clinton habría perdido prácticamente un año en la ejecución de un proyecto que no sólo necesita gastar menos sino también orientar lo que gasta para estimular a la actividad privada y generar empleos.

Al fin de cuentas, la economía continúa presentando señales de una debilidad mayor que la prevista. El producto bruto creció apenas 0,7 por ciento en el primer trimestre y declinaron inesperadamente 1,6 por ciento las encomiendas industriales en mayo, por tercer mes consecutivo.

Clinton se había manifestado optimista dos semanas atrás al revelar que la inflación de mayo fue de apenas 0,1 por ciento y que el índice de desocupación al 1° de junio a 6,9 por ciento, el mejor dato del último año y medio, lo que representó la creación de 750 mil nuevos empleos.

También destacó el presidente la caída en la tasa de interés para la compra de viviendas, una recuperación en la venta de inmuebles (al más alto nivel desde 1986) y un aumento de 1,6 por ciento promedio en el promedio salarial abonado en abril y mayo. Para apoyar su paquetepresupuestario, Clinton añadió que por cada 10 dóla-

res de reducción del déficit, 5 vendrán de cortes en los gastos gubernamentales; 3,5 del aumento de impuestos a los ricos; y 1,25 de la clase media, mientras las familias con menos de 30 mil dólares de ingresos anuales serán eximidas.

Después se conoció el informe del Federal Reserve Board (el banco central norteamericano), preparado para el encuentro de "open market" que se celebrará la próxima semana. Allí se dice que la economía "creció de un ritmo lento a moderado" en mayo y comienzos de junio, mientras la expectativa es que continúe esa parsimonia.

Según el FED, las manufacturas se mantuvieron estáticas o avanzaron en la mayoría de las áreas y las ventas minoristas alcanzaron en general niveles más altos. Pero las empresas demoraron la contratación de personal por la incertidumbre sobre el impacto que tendrán los posibles aumentos de impuestos y la reforma de la asistencia médica nacional.

PERIPLO

MINERIA. América latina se transformó en la mejor salida para la crisis del sector minero de Estados Unidos, centro de fuertes presiones por parte de los ecologistas y acosado por los elevados costos de las licencias, afirmó *The Wall Street Journal* esta semana. Según el matutino de negocios, esos tres factores determinaron que las inversiones de empresas de ese rubro de EE.UU. y Canadá duplicaron el año pasado sus inversiones en relación a 1991, mientras en Estados Unidos cayeron un 13 por ciento en los dos últimos años.

HUNGRIA. El gobierno húngaro aprobó un histórico trueque con Rusia por valor de 800 millones de dólares, por el cual recibirá 22 avanzados cazas MIG-29 a cambio del cancelamiento de casi la mitad de la deuda comercial que mantiene Moscú. Ese intercambio es la primera transacción del género entre los ex aliados del Pacto de Varsovia y establecería un precedente, ya que el gobierno ruso carece de recursos y podría pagar sus compromisos dando un uso adicional a su industria de defensa.



Bónex

Serie	Precio (en pesos)		Variación (en porcentaje)		
	Viernes 25/6	Viernes 2/7	Semanal	Mensual	Anual
1984	96,50	96,60	0,1	-0,5	5,9
1987	93,30	93,50	0,2	0,0	13,4
1989	89,10	88,20	-1,0	-0,9	19,4

Nota: Los precios son por las láminas al 100 por ciento de su valor sin descontar las amortizaciones y rentas devengadas.

Bónex en dólares

Serie	Precio		Variación (en porcentaje)		
	Viernes 25/6	Viernes 2/7	Semanal	Mensual	Anual
1984	97,00	96,75	-0,3	-0,6	5,2
1987	93,30	93,10	-0,2	-1,0	12,6
1989	89,20	88,35	-1,0	-0,7	19,3

Nota: Son los precios que hay que pagar por las láminas de 100 dólares.

LA GALERA

Juncal 2161 1° "B" Tel.: 826-9800/9134/9173

☐ COMPOSICION Y FOTOCOMPOSICION LASER
☒ Gran variedad tipográfica ☒ Composición de libros y revistas
☒ Armados publicitarios ☒ Servicio de caderfeira
☒ Rapidez en las entregas ☒ Originales de balances, planillas, etc.

(Por Marcelo Zlotogwiazda)
 Los datos definitivos de junio han terminado de confirmar que la recaudación tributaria está firmemente estancada, lo que profundiza las dudas acerca de la viabilidad a mediano y largo plazo del actual esquema económico. Sin embargo, la interrupción en la tendencia alcista de los ingresos impositivos no constituye una amenaza para la Convertibilidad de carácter fiscal: su consecuencia más relevante es que obstaculiza la estrategia diseñada por el equipo económico para mejorar el tipo de cambio real sin necesidad de devaluar.

El pasado jueves 24, durante un debate con Pablo Gerchunoff que la revista *Criterio* organizó en el auditorio del Banco Río, cuando las preguntas de la gente pusieron en el centro de la discusión el atraso cambiario y el futuro perfil industrial, Juan José Llach argumentó enfáticamente en contra de la devaluación. El secretario de Programación dijo que "devaluar no es otra cosa que bajar el salario. Propongo que se derogue el término *devaluación* y sustituirlo en el diccionario por *bajar salarios*. Gracias a que nosotros tenemos recursos naturales y no necesitamos importar alimentos, nuestra moneda siempre tiene que ser más fuerte que otras. De hecho, salvo periodos excepcionales como en los años '80, la Argentina siempre tuvo un tipo de cambio bajo y los salarios siempre fueron tanto más altos que en el resto de América latina como lo son ahora. Es decir que la Argentina está bendecida para tener altos salarios en dólares. No obstante, nosotros si pensamos que resulta imprescindible duplicar las exportaciones, y pensamos que para eso es absolutamente prioritario reducir el costo laboral, que no significa reducir los salarios

sino los impuestos al trabajo. Nuestra primera prioridad es ahora disminuir el costo laboral, y la meta es bajar los aportes patronales a la mitad, hasta el 16,5 por ciento. Si no lo hicimos hasta ahora es porque no contamos con los recursos como para compensar la rebaja en los aportes".

En ese sentido, el estancamiento en la recaudación anula por el momento toda posibilidad de aumentar la competitividad internacional de la Argentina por la vía de una reducción en los costos que eleve el tipo de cambio efectivo. Guiándose por la propia lógica de Llach, ello implicaría la imposibilidad de cumplir con la meta "prioritaria" de duplicar las exportaciones, objetivo que para la versión '93 de Cavallo es un requisito necesario porque un país como la Argentina no puede vivir indefinidamente del ingreso de capitales.

Es decir que aunque con una recaudación estancada en 3200 millones el Gobierno puede seguir cumpliendo las metas fiscales y aprobando las inspecciones del FMI, ese status quo no le alcanza para mantener el programa en el mediano plazo.

Son varias las causas del freno que registran los ingresos tributarios. Por empezar, desde el programa del Teatro Cervantes de noviembre pasado, el propio Cavallo ha eliminado o rebajado varios impuestos, en una estrategia que tendría como punto culminante la disminución de los aportes patronales.

Además, con las lluvias y el frío de mayo también llegó el final del auge en la demanda y producción a niveles agregados, aunque con creciente disparidad entre sectores: el ritmo de actividad se mantiene firme en autos, electrodomésticos y productos farmacéuticos, pero ha

decrecido en otros rubros.

En tercer lugar, y vinculado con lo anterior, se ha comenzado a percibir un cambio de actitud hacia el cumplimiento de obligaciones tributarias por parte de muchos empresarios y comerciantes ubicados en ramas que no la están pasando bien. Una consulta a algunos estudios contables reflejó que una porción importante de los clientes han comenzado a instruirlos para que aumenten el porcentaje de *negro* en las contabilidades. Acorralados por la crisis individual, muchos están volcándose hacia el primer término de la ecuación rentabilidad-miedo a la DGI. Sin duda se trata de un lamentable retroceso en la lucha antievasión que ha encarado el Gobierno.

Tal vez porque ellos mismos se están convenciendo de lo riesgoso que resulta seguir confiando a ciegas en esa estrategia, esta semana se conoció que Economía impuso cupos a la importación de papel, medida que apunta a atenuar las penurias del sector pero también a suavizar el déficit comercial. Como era de esperar, el anuncio provocó el rechazo de los fundamentalistas dogmáticos de la apertura, que creen que sólo con *laissez faire* a ultranza habrá un salto de competitividad industrial y precios internos iguales a los internacionales, sin importarle que en ese esquema "no queden consumidores para comprar los productos por culpa de la falta de empleo", tal como agudamente apunta el informe que la consultora Cede distribuyó el viernes. Ese mismo informe señala que "la decisión oficial de fijar cupos para la importación de papel nos parece una medida en el sentido correcto y un cambio de tendencia fundamental hacia la aplicación de políticas industriales puntuales y activas".

BANCO DE DATOS

Bancos extranjeros

Varias entidades financieras del exterior desembarcaron en Buenos Aires en los últimos tres años, instalando oficinas de representación. Pero también hubo varias que decidieron emprender el retiro de estas playas. En este último grupo se encuentran el Bank of America, el Barclays, el BCCI y el Di Napoli, entidades que no poseían una extensa red de sucursales. Otros bancos no se fueron pero decidieron abandonar el negocio minorista, desprendiéndose de sus agencias. Esta estrategia fue seguida por el Santander, el BEAL y el Chase Manhattan; política que también está implementando en estos meses la Banque Nationale de Paris. También se produjo una fusión: el Manufacturers y el Chemical, unión que se dio a nivel mundial. En el mercado es un secreto a voces que dos bancos están preparando sus valijas. El caso más conocido es el del Lloyds (puso en alquiler cuatro de sus siete pisos de su monumental casa central) y el Bank of Canadá. Por otro lado, en los últimos años los bancos más agresivos en su política de expansión de sucursales han sido el Citibank y el Deutsche Bank.

San Jorge

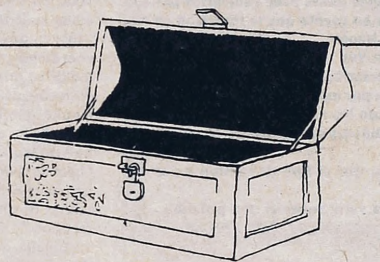
Petrolera San Jorge y la Corporación Financiera Internacional descubrieron una nueva e importante acumulación de petróleo en el área neuquina Huantraico, que es controlada en un 85 por ciento por la petrolera mientras que la subsidiaria del Banco Mundial tiene el 15 restante. Huantraico es la única de las áreas que se adjudicaron en el Plan Houston que está produciendo cantidades significativas de crudo (3300 metros cúbicos diarios, equivalentes al 3,5 por ciento del total del país). Cuando el área salió a concurso durante el gobierno anterior generó gran controversia en la apertura de sobres el SUPE llenó el salón de papel higiénico y jabón porque muchos argumentaban que el negocio no implicaba riesgo geológico alguno.

Río

Los ejecutivos del Banco Río del grupo Pérez Companc tienen esta semana motivos para sentirse más que satisfechos. La Obligación Negociable que acaba de emitir el Río por 150 millones de dólares recibió por parte de las agencias Broda-Domínguez-Econsult y PCA la máxima calificación: triple A, un escalón más arriba que la que consiguió su principal competidor (el Galicia). La Comisión Nacional de Valores aprobó la oferta pública de ese papel, que tendrá una duración de cinco años y cotizará en las bolsas de Buenos Aires y de Luxemburgo. La colocación de los títulos en el mercado internacional estará a cargo de Goldman Sachs. Por otro lado, una de las principales calificadoras de riesgo internacional, Moody's, otorgó al Río la nota B1 a la próxima emisión de bonos por 100 millones de dólares, papeles que cotizarán en Estados Unidos. Esa calificación es la más alta que puede tener una entidad argentina.

EL BAUL DE MANUEL

Por M. Fernández López



Con un caño

A cien años de la *Riqueza de las Naciones*, escribía el autor de la Constitución nacional: "Si hay un país en que esté probado que la riqueza es el poder, ése es la República Argentina. ¿Dónde está allí el poder? En Buenos Aires, es decir, donde está la riqueza del país todo concentrada". Poco más tarde, añadía: "El gobierno civil —dice Adam Smith—, en tanto que tiene por objeto la seguridad de las propiedades, es, en realidad, instituido para defender a los ricos contra los pobres, o bien a los que tienen alguna propiedad contra los que no tienen ninguna. Conforme a esta gran verdad histórica, la provincia de Buenos Aires, que es la que más propiedades y propietarios contiene de todas las provincias argentinas, es la más interesada en que el gobierno exista como institución regular y eficaz para defender la seguridad de sus fortunas".

No era accidental la referencia a Smith. La doctrina económica de la Constitución, según el propio Alberdi, es la de Adam Smith. Nada más natural, pues, que vincular al gobierno con la concentración de la riqueza. Pero el texto de Smith incluye otros matices: "La *avaricia* y *ambición* del rico, y la *aversión* del pobre al trabajo, son pasiones que mueven a atropellar la propiedad. Siempre que hay *gran propiedad*, hay *gran desigualdad*. Por cada hombre riquísimo hay al menos 500 pobres, y la opulencia de los menos supone la indigencia de los más. La opulencia del rico desata la indignación de los pobres, que por la necesidad se ven arrastrados a invadir las posesiones de aquél. Sólo al amparo del magistrado civil puede el dueño de esas propiedades dormir seguro cada noche. En todo momento lo rodean enemigos desconocidos, a los que nunca provocó, ni tampoco puede apaciguar, y de quienes sólo puede protegerse con el brazo poderoso del magistrado civil, siempre alzado para castigar".

Concentración de la riqueza en pocas manos, extensión de la pobreza, represión gubernamental. ¿Qué está y qué falta, en la Argentina de hoy, de esa secuencia smithiana? El modelo de "modernización excluyente" logró los dos primeros puntos: la privatización del Estado dio en propiedad activos de enorme valor a un reducido número de grupos empresarios —concentró la riqueza—; el debate sobre pobres nuevos o crónicos reveló la magnitud del fenómeno en esta sociedad de satisfiechos y pobres. De estos últimos, los ocupados ven aumentar su explotación: prolongarse su jornada laboral y desaparecer el descanso dominical. Los desocupados —la mayoría de los jóvenes lo son—, al margen del mercado, deben optar entre el hambre o el robo, es decir, la violencia. Por casos: colectiveros asesinados al sur, intrusiones y golpizas al oeste. Y un modelo que genera violencia para mantenerse necesita represión, cuya antecala son los presagios de "nuevas Madres de Plaza de Mayo", el control sobre la prensa, la vigilancia ideológica. El ministro del ramo bien puede inscribir en su escudo el lema pseudomedieval: "A Dios rogando, y con un caño dando". Smith no se equivocó.

Saxo explicito

Pocas veces una referencia de Adam Smith se hizo obsoleta en tan corto lapso. Su obra, publicada el 9 de marzo de 1776, hablaba de las "colonias británicas de América del Norte", que poco más de cien días después, el 4 de julio, dejaban de serlo. Las mencionaba como caso ejemplar del "estado progresivo" de una sociedad, cuyos signos eran crecimiento económico y demográfico y salarios elevados. "Lo que da origen a una elevación en el salario de la mano de obra no es la cuantía de la riqueza nacional, sino el continuo aumento de la misma. Los salarios son más elevados en los países que se enriquecen con mayor rapidez. La señal más decisiva de la prosperidad de un país nos la da el aumento del número de sus habitantes. En las colonias de Norteamérica el aumento de habitantes se duplica en 20 o 25 años. La mano de obra se encuentra allí tan bien pagada que una prole numerosa no es una carga para los padres. La demanda de trabajadores, es decir, los fondos destinados a su manutención, crece a una velocidad mayor que la de la mano de obra disponible." La escasez de mano de obra, que Smith señalaba en 1776, siguió por más de un siglo: en el Este, por el éxodo de colonos hacia el Oeste, en el Oeste por el avance de la frontera sobre nuevos territorios deshabitados. Sobre las primitivas colonias se erigió la primera república burguesa de la historia.

Expansiva e imperialista, la república se agrandó comprando o arrebatando territorios: Manhattan, adquirida a los indios por 60 florines de mercaderías (1626); la compra de Luisiana a Napoleón (1803) por 15 millones de dólares; compra de Florida a España (1819) a cambio de una deuda de 5 millones de dólares; Texas, segregada de México y luego anexada (1836-45); Nuevo México y California, tomados a México (1848); Alaska, comprada a Rusia (1867) por 7,2 millones de dólares; Puerto Rico, obtenido por el Tratado de Paz de París (1898), etc. Al cabo, alcanzada la costa oeste, quedó un país-continente limitado sólo por los océanos, un coloso con excepcional dotación de recursos naturales, a corta distancia de Europa.

El lema del quinto presidente, James Monroe, "América para los americanos", y la "política del garrote", del vigesimosexto, Theodore Roosevelt, simbolizan la política hacia el sur. El afán de controlarlo por un sistema interamericano a partir de 1890, la Unión Panamericana (1910) y la OEA (1948); la planificación de su desarrollo (Alianza para el Progreso, Programa para las Américas); el apoyo a gobiernos dictatoriales; el financiamiento de los "contras"; el bloqueo a Cuba por 30 años; o la invasión a las "repúblicas", tornan asimétrica y dolorosa toda relación carnal: "Yo no te permito subsidiar tu exportación siderúrgica, pero yo subsidio mi exportación agrícola; tú no puedes desarrollar tecnología misilística, pero yo envío 24 misiles sobre poblaciones civiles; tú debes pagarme si quieres utilizar los medicamentos que yo he inventado".