

La amarga historia de Charles Ponzi

# La Argentina no desea experimentos ni más teorías monetarias geniales

**El plan de convertibilidad con tipo de cambio bajo es la perfecta versión macroeconómica del famoso esquema de Ponzi. La treta está en mostrar finanzas públicas equilibradas merced a la sobrevaluación cambiaria.**

**Eduardo Conesa**  
para El Cronista

En el Cronista del viernes 10 de junio se reproduce textualmente una expresión del ministro de Economía que no tiene desperdicio, porque revela errores de concepto que vale la pena comentar, porque están en el corazón mismo de la actual política económica y porque serán la fuente de graves padecimientos por parte de nuestro pueblo, o alternativamente, serían pérdidas por parte de nuestros acreedores, porque en realidad el plan de convertibilidad con tipo de cambio bajo es, en el fondo, un esquema similar a los ideados en la década de 1920 por Charles Ponzi, un famoso financista bostoniano que no dejó un buen recuerdo entre sus acreedores. Nuestro pueblo ya ha sido conejo de Indias para la experimentación de supuestas teorías monetarias geniales y no desea más experimentos con su propio cuerpo. Algunos acreedores extranjeros, por el contrario, parecen todavía dispuestos a experimentar, pero es probable que esta vez las circunstancias determinen que el experimento sea a su costa.

Ante la mala calificación del riesgo crediticio internacional argentino efectuado por la calificadora Standard & Poor's, el ministro de Economía, sin duda quejoso y fastidiado afirmó: "Lo que determina la solvencia de un país es su situación fiscal y si se observa a la Argentina, se notará que estamos en muy buena situación. Tenemos un presupuesto equilibrado y la relación de deuda a PBI es una de las más reducidas entre las naciones deudoras".

Acepto la premisa provisoria de que la sanidad fiscal argentina es aceptable. Aunque en esto peque por un optimismo excesivo y en realidad el Estado argentino sea insolvente, como veremos luego. Pero donde debo rechazar de plano la afirmación ministerial por falsa es cuando afirma que la situación fiscal solamente determina la solvencia externa de una nación. La deuda externa está denominada en moneda extranjera y por lo tanto el país debe generar dos clases de superávits: superávit fiscal para pagar los intereses de la deuda en pesos, y también suficiente superávit comercial para poder comprar el consiguiente excedente de divisas

con el producido en pesos del superávit fiscal. Si para pagar los intereses en dólares el país necesita seguir endeudándose en dólares, sea mediante endeudamiento público o endeudamiento privado, estamos en un esquema de Ponzi. Esta es la situación actual y la situación futura mientras el tipo de cambio real sea tan bajo como de uno a uno.

Según lo que se expresa en el recuadro, se concluye que el plan de convertibilidad con tipo de cambio bajo es la perfecta versión macroeconómica del famoso esquema de Ponzi. El renobrado financista bostoniano del decenio de los años veinte que causara tantos dolores de cabeza a sus incautos acreedores. ¿Dónde está la treta ahora? En mostrar finanzas públicas aparentemente equilibradas merced a la sobrevaluación cambiaria. Si el Gobierno tiene que pagar 4.000 millones de dólares de intereses de la deuda pública externa por año y sobrevalúa el peso al igualarlo a un dólar, le bastará un superávit fiscal de 4.000 millones de pesos para pagarlos. Pero si el tipo de cambio estuviera a su valor de equilibrio de largo plazo de 2,5 pesos por dólar,

necesitaría un superávit fiscal de 10.000 millones de pesos (4x2,5=10). En otras palabras sobrevaluando el peso mejora artificialmente la solvencia fiscal, y si los acreedores externos son tan tontos como para creerse la teoría de que lo único importante es la solvencia fiscal, entonces bingo!!! la macroeconomía al estilo Ponzi triunfa.

Contrariamente a las afirmaciones del ministro que transcribí antes, al analizar la solvencia del Estado argentino debemos analizar, aparte de la sanidad fiscal, también el sector externo. Pero debemos desear el cociente de deuda externa sobre PBI, porque acá se repite nuevamente la treta de Ponzi. En efecto, al convertir el PBI de pesos a dólares al tipo de cambio artificialmente sobrevaluado, agrandamos artificialmente el PBI en dólares del denominador, y entonces obtenemos un índice excelente: 80.000 millones de deuda externa (pública+privada) sobre 250.000 millones de dólares de PBI nos arroja el excelente índice del 32%. Si en cambio, convirtiéramos el PBI de 250.000 de pesos a dólares, al verdadero tipo de cambio de equi-

SECTOR PUBLICO NO FINANCIERO BASE CAJA SIN INTERESES				
CONCEPTO	Millones de pesos corrientes			
	1990	1991	1992	1993
1. Ingresos Corrientes	9.931,0	28.624,0	38.758,2	44.698,3
1.1. Tributarios	8.659,0	25.773,0	36.351,2	41.287,0
1.2. No Tributarios	642,0	2.257,0	1.993,9	2.655,9
1.3. Superávit Cte. Emp. Públicas	630,0	594,0	423,1	755,4
2. Ingresos de capital	308,0	2.268,0	1.892,1	667,8
2.1. Privatizaciones	308,0	2.194,0	1.786,7	523,3
2.2. Otros	0,0	74,0	105,4	144,5
3. Gastos Corrientes	8.260,0	25.876,0	33.900,8	38.215,1
3.1. Nación	2.453,0	7.444,0	8.624,5	9.873,0
Salarios	1.657,0	4.954,0	5.463,8	6.474,4
Bienes y Servicios (*)	616,0	1.686,0	2.259,9	3.054,1
Otros	180,0	804,0	902,1	334,4
3.2. Trans. a Provincias	2.700,0	9.199,0	12.819,6	13.543,8
3.3. Prestaciones de la Seg. Social	3.107,0	9.233,0	12.656,4	14.796,3
4. Gastos de Capital	983,0	1.896,0	1.838,1	1.506,5
5. Ahorro Corriente (1-3)	1.671,0	2.748,0	4.867,4	6.483,2
6. Superávit primario sin privatizaciones (5+2-4)	688,0	926,0	3.134,7	5.121,2
7. Superávit primario (5+2-4)	997,0	3.210,0	4.927,4	5.644,5

(\*) Incluye ciertos gastos de capital  
Nota: En el año 1993, se incluyen acreditaciones de Boon Provisional por \$ 212,5 millones. No se incluyeron los ingresos de la privatización de YPF.  
Fuente: Secretaría de Hacienda.

libro de largo plazo que es de 2,5 pesos por dólar, nos da 100.000 millones de PBI y entonces el índice de endeudamiento sube al 80%, que es elevado.

El índice más revelador para medir el endeudamiento de un país es el que relaciona deuda externa total, pública y privada, con exportaciones, porque la deuda externa se paga exportando más. Y este índice pone al descubierto la falacia del esquema de Ponzi en que estamos, porque como exportamos muy poco, el índice es desastroso: 80.000 millones de deuda dividido por us\$ 15.000 millones de exportaciones nos arroja un índice del 533%, uno de los peores del mundo.

El déficit o superávit fiscal está íntimamente entrelazado con los déficit o superávit del sector privado y con el déficit externo en cuenta corriente del país como un todo. Las relaciones de las cuentas nacionales mencionadas antes así lo demuestran. El Estado argentino, competirá con el sector pri-

vado de servicios no transables para comprar las divisas que necesitan para pagar sus deudas externas, divisas que sólo el otro sector de la economía, el de los transables, genera genuinamente. Por ello, para analizar la solvencia en dólares del Estado y de las empresas argentinas debemos analizar el crecimiento de las exportaciones y el de las importaciones. Particularmente, la solvencia de las empresas del sector servicios endeudadas en dólares se tomará muy comprometida cuando tengan que competir con el Estado argentino para adquirir los dólares de las escasas exportaciones existentes. El sector exportador está impedido de invertir y crecer porque la sobrevaluación cambiaria le arrebató las ganancias y su generación interna de fondos. Ergo, las exportaciones crecerán poco o decrecerán, y siempre correrán por atrás de las importaciones. Habrá tres grandes demandantes de dólares: los importadores, las empresas de servicios endeudadas en dólares y el Estado endeudado en dólares. Y solamente dos oferentes del verde barato al cambio de 1 a 1: primero los exportadores cada vez más pobres y diminutos, y segundo los prestamistas externos. Como el déficit comercial va agrandándose sin remedio, los acreedores externos se darán cuenta finalmente de que son prácticamente los únicos proveedores de crecientes cantidades de divisas a un barril sin fondo, y que nuestro plan de convertibilidad con dólar barato era en realidad... un esquema de Ponzi!!! Los acreedores no tendrán más remedio que reconocer la propia torpeza por aceptar los razonamientos capciosos de nuestro Ponzi. Finalmente, alguien les recordará que existe un viejo principio del derecho que viene de la época de los romanos que dice *propium turpiudinem allegans non est audiendus* nadie puede alegar su propia torpeza en su defensa). ♦

E.C.

Copyright El Cronista

BALANZA COMERCIAL					
Año	Millones us\$		Variación porcentual		
	Export.	Import.	Saldo	Export.	Import.
1986	5.862,0	4.724,0	2.128,0		
1987	6.960,2	5.818,8		-7,2	23,2
1988	9.133,0	5.322,0	3.811,0	43,6	-8,5
1989	9.579,3	4.203,2	5.376,1	4,9	21,0
1990	12.352,5	4.076,7	8.275,8	28,9	-3,0
1991	11.977,8	8.275,3	3.702,5	-3,0	103,0
1992	12.234,9	14.871,8	-2.636,9	2,1	79,7
1993	13.090,4	16.786,0	-3.695,6	7,0	12,9

FUENTE: INDEC.

## Si se termina el ahorro en dólares

# El país se convertirá en un barril sin fondo

Es sabido que por virtud de una identidad de las cuentas nacionales, el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos es igual al déficit fiscal más el déficit del sector privado. Si el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos alcanza a 13.000 millones de dólares, como probablemente ocurrirá en 1994 en nuestro país, y si, por otra parte, el déficit fiscal es nulo, como afirma el ministro, entonces el déficit del sector privado debe necesariamente ser de 13.000 millones de dólares. Esto significa que el sector privado se está endeudando con el exterior por ese monto, o está sacrificando activos externos por esa suma, o una combinación de ambos y por esta vía está suministrando las divisas que el gobierno compra para pagar sus obligaciones externas. La combinación podría ser, por ejemplo, que las empresas privadas prestatarías de servicios públicos estén con-

trayendo deudas en el exterior por 7.000 millones de dólares, con el aval de la tarifa en dólares convenida con el gobierno. Y, por otra parte, pequeños agricultores e industriales están consumiendo sus ahorros en dólares para enjugar pérdidas por 6.000 millones. Con lo cual se cumpliría la identidad de las cuentas nacionales.

Supongamos que para fines de 1994 se acaba el ahorro en dólares acumulado con anterioridad por los argentinos. Los acreedores extranjeros sacarán sus cuentas: la Argentina como país gana 15.000 millones al año en exportaciones de bienes y servicios. Pero importa bienes y servicios reales por 23.000 millones. Además, debe pagar 5.000 millones de intereses por sus deudas anteriores. En conjunto, la Argentina tiene cobros corrientes de 15.000 millones y gastos externos de 28 mil a pagar. O sea un déficit de *cash flow* de 13.000 millones que crece sostenidamente. En 1992 ese déficit fue de 8.300 millones. En 1993 de 10.000 millones. Toda esta masa de dinero creciente es deglutida por nuestro país como un barril sin fondo. ¿Se invierte en el sector exportador argentino lo suficiente como para generar divisas para pagar la creciente deuda que se va generando? Decididamente no, porque no hay rentabilidad en la exportación. ¿Por qué no hay rentabilidad en la exportación? Porque el tipo de cambio está al 40% de su valor real histórico. En otras palabras, existe un impuesto implícito a las exporta-

ciones del 60%. ¿Se invierte en industrias que sustituyan importaciones eficientemente? Tampoco, pues no hay rentabilidad en ese sector. Conviene directamente importar antes que sustituir importaciones. ¿Adónde van estos 13.000 millones de dólares de déficit? Simplemente al consumo, o a invertirse en el sector de los servicios u otras actividades no transables de la economía. En consecuencia, bajo el plan de convertibilidad, la Argentina se convirtió en un barril sin fondo, que consume todos los préstamos que se le otorgan y no repagará nada porque el sector servicios, el único que invierte, no genera exportaciones. ♦

## Balanza versus deuda

# Cómo evalúa Standard & Poor's

La calificación de riesgo que Standard & Poor's efectúa sobre la Argentina tiene importancia fundamental no sólo para el país sino también para las empresas locales. Ocurre que los inversores institucionales estadounidenses tienen fuertes restricciones para invertir en títulos de naciones que no hayan conseguido la categoría de *investment grade*, respetando normas dictadas en ese sentido por la Securities and Exchange Commission (SEC).

En esa situación se encuentra —justamente— la Argentina. La evaluadora internacional le asigna una nota de BB menos, es decir por debajo de la categoría de *investment grade*, que ostentan sólo dos países latinoamericanos: Chile y Colombia.

Uno de los parámetros fundamentales que considera S&P es la capacidad de repago del país, en relación a su balance comercial frente al endeudamiento. Según Domingo Cavallo, la Argentina debería ubicarse un par de escalones por encima de México y Venezuela, con lo cual alcanzaría la preciada calificación de *investment grade* (a partir de una BBB-). ♦

**VIAJE EN RADIO TAXI Y GANE UN OKm.**

NUEVO TELEFONO  
**956 - 1200**

**radio taxi pídale**  
Servicio las 24 hs.  
incluyendo días feriados

**Autos al instante en toda la ciudad**