

## **Frente a la mayor Salida de Capitales**

Por Ramiro Castiñeira. Economista jefe de Econométrica S.A

Desde junio de 2007 la economía afronta una significativa salida de capitales que acumula cerca de u\$s43.300 millones los últimos dos años, a un ritmo relativamente constante cercano a los u\$s22.000 millones anuales, magnitud equivalente al 6,5% del PBI por año.

Son varios los factores que permiten explicar esta persistente e intensa fuga de divisas. Cuestiones locales tales como la manipulación del IPC, el conflicto con el campo, el estancamiento en las negociaciones de la deuda en default, el alejamiento de los Organismos Internacionales, el proceso inflacionario de los últimos años, como también el fuerte aumento del Gasto público que llevó a una dependencia total del contexto externo para sostener el superávit fiscal, fueron todos factores que deterioraron la solidez de la macroeconomía local.

De hecho, el colapso financiero internacional deprimió los precios de las commodities y confirmó la debilidad fiscal al derrumbarse el superávit primario en más del 63% en los primeros 6 meses del año, magnitud que aumenta a más del 95% si no se consideran los nuevos recursos que genera la estatización de las AFJP.

El deterioro del superávit primario (que pasaría del 3 al 1% del PBI este año) si bien atenuó en alguna medida el desplome del nivel de actividad, lo cierto es que la falta de acceso a los mercados deja sin margen al Gobierno para continuar empujando la economía, por lo menos no sin generar incertidumbre sobre la capacidad de pago de los vencimientos de la deuda pública a mediano plazo, alentando la salida de capitales ante la percepción de un mayor riesgo de default y/o devaluación.

De hecho, la consolidación de estas expectativas no se atenuaron siquiera con la mayor oferta de dólares en la economía ante el incremento del superávit comercial en un 84% frente a los primeros seis meses del año pasado, producto de que las importaciones cayeron un 38% interanual –recesión mediante-, mientras que las exportaciones lo hicieron un 19% en igual periodo.

La mayor oferta de dólares lejos atenuar las expectativas e incrementar las reservas del BCRA, terminó financiando una mayor salida de capitales, tal como ocurre desde hace dos años. Es decir, la economía no logra retener los dólares que entran por la balanza comercial, imposibilitando cualquier posibilidad de recuperación económica.

- **La Salida de Capitales del 2001 fue Financiada el 100% por el Gobierno Nacional. Actualmente sólo el 2%.**

Si bien la salida de capitales ya suma u\$s 43.300 millones los últimos dos años, vale advertir que el BCRA sólo vendió u\$s967 millones de sus reservas al sector privado en igual periodo. Ello implica que el BCRA “*financió*” menos del 2,2% de la salida de capitales privados de los últimos dos años y consecuentemente que se “*autofinanció*” con los dólares que genera el propio sector privado, principalmente provenientes del superávit comercial.

Este 2,2% contrasta contra salida de capitales del 2001 cuando el Gobierno había financiado el 100% de la salida de capitales, mitad con pérdida de reservas, y mitad con un préstamo del FMI, generando una notable contracción de los agregados monetarios como de la actividad económica, además de una pérdida patrimonial al Estado Nacional de igual magnitud.

Es decir la existencia de un abultado superávit comercial actuó como escudo sobre las reservas, lo que evitó no solo que el BCRA se expusiera sus reservas sino también que atenúa el impacto sobre la economía, algo que queda en evidencia que se habla de recesión, pero no de colapso.

- **2010: Recuperar el superávit fiscal y el acceso al crédito.**

Mirando a Futuro, actualmente los principales factores que alientan la salida de capitales son el notable deterioro del superávit fiscal en combinación con la falta de acceso a los mercados de deuda.

En efecto, de no moderar la expansión del gasto público en el segundo semestre del año, el Gobierno podría verse obligado a aumentar el tipo de cambio no sólo para aumentar la recaudación en pesos de los tributos vinculados al comercio exterior, sino al mismo tiempo licuar parte del gasto público mediante inflación. No saber como será el inminente ajuste fiscal es el principal factor que alienta actualmente la salida de capitales.

La reducción del superávit primario de del 3% al 1% del PBI entre 2008 y 2009, si bien no lleva a un déficit financiero significativo (cercano al 0,5% del PBI al considerar los intereses netos de ANSES y BCRA), implica no sólo que el Gobierno ya no dispone de margen para actuar en forma contracíclica sobre el nivel de actividad sin poner en duda su capacidad de pago de la deuda, sino también que empieza a financiar su déficit primario, bien con depósitos públicos, o bien con emisión monetaria “*camuflada*” como utilidades del BCRA.

En ambos casos, implica que el Gobierno volcará pesos al sector privado para financiar su déficit, sin por ello aumentar el stock de reservas del BCRA. Todo lo contrario, el BCRA puede ver reducir su stock de reservas, a medida que el Gobierno paga la deuda en dólares, pero la salida de capitales no permite reponerlas, tal como sucede desde hace dos años.

Más pesos en el sector privado y menos dólares en el BCRA es la combinación para alinear las expectativas a una devaluación, alimentando la salida de capitales.

Paradójicamente, las recientes elecciones legislativas donde el Gobierno perdió amplios grados de libertad en materia de política económica en manos de la oposición, igualmente no permite dilucidar cual será la evolución de las cuentas fiscales del año entrante.

En efecto, si buena parte del arco político legisla en 2010 medidas económicas pensando en el rédito político para 2011, entonces al populismo oficial, se sumará el populismo opositor, combinación que difícilmente resista la delicada situación fiscal, y en consecuencia, la moneda nacional.