

En nuestra [Nota de Economía N°1 \(Nde1\)](#) analizamos los aspectos macroeconómicos del proyecto económico de Cambiemos, centrando nuestra atención en la dinámica del sector externo y el financiamiento del sector público para concluir que al menos **un sector del Gobierno puede estar inclinado a evitar nuevos incrementos del tipo de cambio y viabilizar políticamente el programa de Gobierno por el camino del endeudamiento externo.**

Los primeros datos de nuestro **Observatorio de la Deuda** confirman la agresiva “vuelta al mercado de capitales” que está protagonizando el sector público argentino desde el cambio de Gobierno a fines de 2015: a la fecha se acumulan emisiones de deuda externa por **USD 40,8 MM** en menos de 7 meses de gestión.

En el plano político, la estrategia de “apreciación y deuda externa” puede ser funcional para que el “ala política” del Gobierno administre el conflicto social que expone y potencia el proyecto de Cambiemos. En efecto, la estabilización del sector externo por la vía de la deuda, a corto plazo, resta dinamismo al tipo de cambio y por lo tanto, al proceso inflacionario. Una baja de la inflación en un contexto donde empiezan a impactar las recomposiciones salariales por el cierre de paritarias otorga dinamismo al salario real (que en cualquier caso no podrá recuperar la caída del primer semestre y cerraría el año con una caída de -4,3% promedio anual) y puede sugerir una tibia recuperación del consumo y la actividad hacia fines de 2016.

Por otro parte, **el endeudamiento público otorga espacio para un mayor gradualismo fiscal** y permite al Gobierno enfrentar los diferentes conflictos que se van sucediendo poniendo la caja del Tesoro al servicio de las prioridades políticas. Esto es tan así que **las tensiones propias de la relación Nación-Provincia parecen relajarse abriendo la posibilidad de que los sub-nacionales retornen al mercado de capitales de forma más**

fluida.

Nada de lo anterior implica que este esquema este exento de amplios riesgos. Como indicamos en la NdE 1, *“el programa en curso camina sobre un equilibrio precario y potencialmente inestable”*. En efecto, como todo esquema de crecimiento basado en deuda externa, las posibilidades de expansión a corto y mediano plazo quedan condicionadas por las posibilidades de financiamiento a las que acceda el país.

Pero además, **no es claro que la coalición de poder que sustenta el proyecto político de Cambiemos valide un esquema de este tipo**. En efecto, la estrategia de apreciación y deuda puede “suavizar” el ajuste sobre el salario y los trabajadores lo que claramente, va en contra de los objetivos buscados por una parte del propio equipo económico.

En efecto, **es sabido que cuanto mayor sea el tipo de cambio real, menor será el salario real de los trabajadores[1] y por lo tanto, más regresiva la distribución entre capital y trabajo**. Por lo tanto, aun cuando políticamente evitar una depreciación ayuda a las posibilidades electorales del Gobierno, **parte de los sectores de poder que han apoyado la candidatura de Macri esperan una suba más abrupta del tipo de cambio real, y por lo tanto, un mayor sesgo regresivo en la distribución del ingreso de forma de recomponer niveles de ganancias que el Kirchnerismo redujo**.

De ser así, **en los próximos meses se incrementarán sensiblemente las tensiones vinculadas a la determinación de la estrategia cambiaria**. Recientemente, el ministro Cabrera expresó que: “un dólar demasiado bajo nos genera problemas de competitividad y no es lo que queríamos, y es un tema de discusión dentro del gabinete económico sin todavía ninguna decisión ni respuestas tomadas sobre el tema”.

En definitiva, si el camino de trazado en la NdE1 se consolida, podría producirse un quiebre en el seno del poder económico que sustenta el Gobierno de Macri.

[1] Solo por citar dos trabajos recientes que analizan esta relación: Dvoskin y Feldman (2015): «Política cambiaria, distribución del ingreso y estructura productiva» (<http://repositorio.cepal.org/handle/11362/39987>), ó Gerhunoff y Rapetti (2016): “La economía argentina y su conflicto distributivo estructural (1930-2015)” (<https://ideas.repec.org/p/pra/mprapa/68275.html>).

Detalle de emisiones desde el cambio de gobierno

Fecha de Emisión	Emisor	Título	Monto Emitido (USD M.)	Fecha de Vencimiento	Tasa del Cupón	Rendimiento al 06/06/16
29/12/2015	República Argentina	Bonar 2016	1.057	2016	6,00%	1,92%
30/12/2015	República Argentina	Bonar 2022	4.498	2022	7,75%	-
30/12/2015	República Argentina	Bonar 2025	4.510	2025	7,88%	-
30/12/2015	República Argentina	Bonar 2027	4.690	2027	7,88%	-
09/03/2016	Buenos Aires	Buenos Aires 2024	1.250	2024	9,38%	9,38%
17/03/2016	IRSA	ON CLASE 2	360	2023	9,00%	9,15%
18/03/2016	YPF SA	ON CLASE XLVII EN DÓLARES	1.000	2021	8,50%	7,22%
22/04/2016	República Argentina	Bonar 2019	2.750	2019	6,25%	4,32%
22/04/2016	República Argentina	Bonar 2021	4.500	2021	6,88%	5,58%
22/04/2016	República Argentina	Bonar 2026	6.500	2026	7,50%	6,56%
22/04/2016	República Argentina	Bonar 2046	2.750	2046	7,63%	7,10%
05/05/2016	Provincia de Neuquén	Neuquén 2028 Exterior (L. NY)	235	2028	8,63%	8,23%
09/05/2016	República Argentina	Letras del Tesoro 91 días	223	2016	3,50%	-
09/05/2016	República Argentina	Letras del Tesoro 182 días	224	2016	3,89%	-
13/05/2016	Provincia de Mendoza	Mendoza 2024 Exterior (L. NY)	500	2024	8,38%	8,51%
18/05/2016	Banco Hipotecario	ON CLASE XXIX TRAMO 2	150	2020	9,75%	9,99%
19/05/2016	Chubut	Chubut 2023	50	2023	8,88%	8,82%
23/05/2016	República Argentina	Letras del Tesoro 91 días	251	2016	3,50%	-
23/05/2016	República Argentina	Letras del Tesoro 182 días	192	2016	3,70%	-
01/06/2016	CABA	CABA 2027 (L.NY)	890	2027	7,50%	7,54%
24/05/2016	República Argentina	Bonar 2020	1.142	2020	8,00%	5,17%
26/05/2016	República Argentina	Bonar 2024	225	2024	8,75%	5,94%
06/06/2016	República Argentina	Letras del Tesoro 91 días	268	2016	3,45%	-
06/06/2016	República Argentina	Letras del Tesoro 182 días	331	2016	3,75%	-
10/06/2016	Provincia de Córdoba	Córdoba 2021	725	2021	7,13%	-
10/06/2016	Buenos Aires	Buenos Aires 3 años	500	2019	5,75%	6,00%
10/06/2016	Buenos Aires	Buenos Aires 10 años	500	2026	7,79%	8,00%
10/06/2016	Cablevisión	ON Clase A	500	2021	6,50%	6,50%