

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%