



NOTAS DE ECONOMÍA N° 1 EL MODELO DE CAMBIEMOS

Junio 2016

 itegaweb.org | germanabdala.com.ar

 ITE

 consultas@itegaweb.org

 @itegaok

ite
· F · U · N · D · A · C · I · O · N ·
GERMAN ABDALA

CLAVES DE LECTURA

La **profunda liberalización del mercado cambios** emprendida por el gobierno de Cambiemos en sus primeros meses **fue probablemente el giro (de corte netamente ortodoxo), más importante de política económica de los últimos años.**

En un escenario global recesivo y con nuestro principal socio comercial en crisis, **la apertura irrestricta tiende a imponer un duro ajuste sobre las condiciones de vida** de los argentinos, fundamentalmente, de sus sectores populares.

Para el Gobierno, **el endeudamiento externo (y muy probablemente, la apreciación del tipo de cambio) es un mecanismo eficiente para “saltar” esta restricción externa y evitar un mayor ajuste de la actividad económica y el empleo.**

Un nuevo ciclo de endeudamiento de la escala que está planteando el Gobierno, no hubiera sido posible si no fuese por los niveles de deuda externa pública históricamente bajos, situación “heredada” de la anterior administración.

En este sentido, **el programa económico de Cambiemos ingresa en los próximos meses en un período crítico.** La apuesta oficial, es que pasado el cimbronazo del primer semestre, se consolidará la baja de la inflación, dando lugar a una recuperación en el salario real y dinamizando la actividad. **La estrategia del gobierno requiere de fuertes ingresos de capitales (públicos y privados)** para que desde mediados de julio el fin de la cosecha no marque también el fin de la aparente estabilidad cambiaria, **lo que llevaría a que se profundice el ajuste.**

INTRODUCCIÓN

En diciembre de 2015, la primera medida económica de importancia de la administración Macri fue la abrupta liberalización del mercado de cambios. Esta medida estuvo en el centro de la propuesta de política económica desarrollada por Cambiemos, e implicó una reconfiguración fundamental en el funcionamiento macro-institucional de la economía argentina.

La desregulación del sector externo deja expuesto el devenir de la economía nacional a las tendencias que impone el mercado global (en términos comerciales y financieros), reduciendo y condicionando el espacio de intervención pública en materia fiscal, monetaria, cambiaria y laboral.

Dado un escenario global recesivo y con nuestro principal socio comercial en crisis, la apertura irrestricta tiende a imponer un duro ajuste sobre las condiciones de vida de los argentinos, fundamentalmente, de sus sectores populares.

Sin embargo, para el Gobierno, el endeudamiento externo es un mecanismo eficiente para "saltar" esta restricción externa y evitar un mayor ajuste de la actividad económica y el empleo. Es decir, en una economía plenamente liberalizada al movimiento de capitales, el acceso al financiamiento internacional es condición *sine-qua-non* para garantizar la consistencia política del programa económico en curso.

En este sentido, el balance de divisas de 2016 marcará el pulso de la dinámica macro. El proyecto de "ajuste a dos velocidades" que presentó el Ministro Prat Gay a inicios de año, se basa en un "moderado" ajuste fiscal junto con una fuerte contracción monetaria, que solo es alcanzable con un importante ingreso de divisas por cuenta capital (i.e. deuda externa).

Sin los dólares necesarios para garantizar un equilibrio en el sector externo, el tipo de cambio se depreciará de forma acelerada, presionando sobre la tasa de inflación, y alejándose de la ya incumplida meta de inflación.

A su vez, el mayor aumento en los precios, implicará una caída del salario real y de la actividad económica, afectando negativamente los ingresos del fisco y tornando imposible de cumplir la meta fiscal sin un mayor y más pronunciado ajuste en el gasto público. Es decir, en la lógica del programa macrista, sin deuda externa se profundizaría el escenario de inflación, recesión, ajuste y crisis.

Por el contrario, al menos a corto plazo, el acceso a crédito externo (tanto para el gobierno nacional, como para los estados provinciales y el sector privado) puede ser clave para estabilizar el mercado de cambios, favorecer la baja de la inflación y financiar el esquema fiscal del gobierno, evitando que las tendencias recesivas se proyecten a 2017, dando espacio político al Gobierno para encarar las elecciones de medio término.

LIBERALIZACIÓN Y METAS: UN “AJUSTE A DOS VELOCIDADES”

El 17 de diciembre de 2015 el Banco Central de la República Argentina (BCRA) emitió la Comunicación “A” 5850¹ mediante la cual liberalizó el funcionamiento del Mercado Único y Libre de Cambios (MULC).² En lo inmediato, esta medida implicó devaluar un 40% el tipo de cambio oficial e inició un proceso de ajuste en la economía nacional, potenciado luego por el incremento de tarifas y las presiones sobre el mercado de trabajo.

De forma más profunda, esta medida tendió a modificar de manera sustancial el soporte institucional sobre el que opera el mercado de cambios en particular, y la política monetaria en general.

Esto es así porque, dada la historia Argentina, situaciones de incertidumbre o desequilibrio en el mercado de cambios, incrementan la demanda de dólares por motivos precautorios y presionan al alza el precio del dólar. A su vez, el aumento en el tipo de cambio se traslada a precios, acelerando la tasa de inflación y erosionando el poder de compra del salario, con efectos adversos sobre el mercado interno y el empleo.

¹ <http://www.bcra.gob.ar/Pdfs/comytexord/A5850.pdf>. Esta Comunicación fue modificada en múltiples oportunidades posteriormente, con el objetivo final de la liberalización plena del mercado, situación que se verificó en la segunda quincena de Abril.

² Además de liberar el MULC, el BCRA liberalizó las tasas de interés y las comisiones que los bancos cobran a clientes.

En un mercado desregulado, la política monetaria cuenta con un solo instrumento a fin de evitar que la inestabilidad del tipo de cambio resulte en una fuerte devaluación, con conocidos efectos inflacionarios y recesivos. Este instrumento es la determinación de la tasa de interés.

Esto se debe a que la tasa de interés juega un rol central en la determinación de la demanda de pesos por parte del sector privado. Se demandarán más pesos si, como mínimo, la tasa de interés supera la tasa de devaluación esperada. Así, es de esperar que cuanto más alta sea la tasa de interés en pesos, menor será presión que habrá sobre el dólar.

El límite a este razonamiento viene dado por los efectos recesivos que generan altas tasas de interés sobre el crédito, el consumo y la inversión. Esto es evidente: tasas más altas implican mayores costos para el crédito (y la inversión), alentando la especulación financiera en detrimento de la actividad productiva. En una economía monetaria, el menor crecimiento del producto y del empleo, limita la capacidad de crecimiento futuro de la economía y se convierte en una fuente de atraso relativo permanente. Así, es fundamental para la consistencia del actual programa económico evitar a corto plazo interrupciones en el mercado de cambios.

En este contexto, el 13 de enero de 2016, el Ministerio de Hacienda y Finanzas Públicas (MHyFP) anunció el programa de Metas Macroeconómicas que se propone alcanzar la gestión de Macri en los próximos 4 años.³

Más allá del severo error de diagnóstico⁴ implícito en la meta de inflación para 2016 (25% anual), la trayectoria esperada para esta variable sugería la intención de profundizar un fuerte ajuste monetario durante el primer año de la gestión. En efecto, si para la gestión económica de Cambiemos, la reducción en la tasa de inflación es prioritaria y es el BCRA quién debe velar por el cumplimiento de esta meta, el sesgo de la gestión monetaria tiene que ser severamente contractivo y así lo es.

³ <http://www.economia.gob.ar/wp-content/uploads/2016/01/Presentaci%C3%B3n-APG-2016-01-13.pdf>

⁴ Durante la campaña, el ministro Prat Gay había sugerido que los precios internos incorporaban un tipo de cambio de 15 \$/USD, por lo que la liberalización del MULC no tendría efectos inflacionarios. Este grosero error conceptual quedó en evidencia demasiado rápido, y a los pocos meses el BCRA anunció el Programa Monetario 2016, reconociendo que no sería posible alcanzar la meta anunciada para 2016.

Al mismo tiempo, y luego de un poco de maquillaje en la contabilidad, la meta anunciada para la reducción del déficit es de -1 p.p. en 2016. El cumplimiento de dicha meta se encuentra lejos de estar garantizado debido a una serie de medidas tomadas, muy cuestionables en términos de equidad tributaria, como la reducción de las retenciones al agro y las modificaciones en el impuesto a las ganancias (que beneficiaron a poco más del 10% de los trabajadores de mayores ingresos). De esto se desprende que, contrariamente a lo esperado, no parece ser intención del equipo económico profundizar el ajuste fiscal durante el año en curso.⁵

Por supuesto, un profundo ajuste monetario en un contexto de gradualismo fiscal y mercado de cambios liberalizado deja de manifiesto que el programa en curso camina sobre un equilibrio precario y potencialmente inestable, lo cual puede implicar dificultades para sostener el tipo de cambio y contener las presiones inflacionarias en el mediano plazo.

Desde el comienzo, las mayores dudas que genera el esquema macro se centran sobre las posibilidades de financiamiento que dispone el Tesoro para cerrar el programa de caja⁶, habiendo limitado el financiamiento monetario del BCRA.

El avance del programa fiscal arrojaría para todo 2016 un resultado primario de -3,1% del PIB (-5,3% si se excluyen rentas de BCRA y ANSES), en un escenario en el que el gasto primario desacelera y se acerca a la dinámica de crecimiento de los ingresos.

De esta manera, el resultado primario sin rentas de la propiedad alcanzaría a un déficit de \$345MM, mientras que considerando el pago por intereses de deuda y las asistencias del BCRA (utilidades y ATs) y ANSES la necesidad de financiamiento se reduce a \$219MM.

⁵ De acuerdo a las metas anunciadas, la mayor caída en el déficit fiscal se espera para 2018.

⁶ <http://www.economia.gob.ar/wp-content/uploads/2016/05/presentacion-programa-financiero-2016.pdf>

Necesidades de Financiamiento 2016

En \$MM y % del PIB

| | En \$MM | En % del PIB |
|-------------------------------------|--------------|--------------|
| Necesidades SPN | | |
| Déficit Primario (sin BCRA y ANSES) | \$345 | 5,3% |
| Servicios de Deuda (neto SP) | \$136 | 2,1% |
| Total | \$481 | 7,4% |

| Fuentes SPN | | |
|------------------------|--------------|-------------|
| BCRA* | \$160 | 2,4% |
| Utilidades | \$80 | 1,2% |
| Adelantos Transitorios | \$80 | 1,2% |
| ANSES (FGS) | \$63 | 1,0% |
| Total | \$223 | 3,4% |

| | | |
|-----------------|--------------|-------------|
| Bono GAP | \$258 | 4,0% |
|-----------------|--------------|-------------|

Nota: (*) Las utilidades del BCRA se estiman en \$80MM, dejando espacio por "restricción política" de \$70MM/\$80MM de ATs, en línea con la "restricción normativa" dada la pauta de crecimiento de la base monetaria. De esta manera, de cumplirse la "restricción política" de asistencia al Tesoro Nacional, quedarían aproximadamente \$70MM de utilidades potenciales sin utilizarse (de acuerdo con un resultado cuasifiscal 2015 de \$150MM).

En este escenario, la proyección indica que el resultado fiscal (Primario sin BCRA y FGS-ANSES) empeoraría en 0,4 p.p. De esta manera, para cumplir con la meta fiscal planteada inicialmente sería necesario reducir el gasto primario o bien incrementar los impuestos en un monto aproximado de \$90MM. Es importante destacar que esta proyección ya incluye los recortes en materia de subsidios y de empleo público, así como también la actualización del mínimo no imponible que se anunció a comienzos de año, aunque no se considera un posible cambio en las escalas del impuesto a las ganancias.

Proyección de Resultado Fiscal del SPN, 2016

En % del PIB y en \$M

| Concepto | 2014 | 2015 | 2016 |
|-------------------------------------|----------|----------|----------|
| En % del PIB | | | |
| Resultado Primario | -1,0% | -2,1% | -3,1% |
| Resultado Primario sin BCRA y ANSES | -4,1% | -4,9% | -5,3% |
| Resultado Financiero | -2,8% | -4,6% | -5,2% |
| En \$MM | | | |
| Resultado Primario | -\$38MM | -\$105MM | -\$201MM |
| Resultado Primario sin BCRA y ANSES | -\$157MM | -\$244MM | -\$345MM |
| Resultado Financiero | -\$110MM | -\$225MM | -\$338MM |

Asumiendo que la brecha en moneda extranjera ya se encuentra financiada con la colocación a buitres, el *roll over* intra-sector público y con organismo internacionales, al Programa Financiero del Tesoro le faltan unos \$258 MM en 2016. Una política monetaria de sesgo contractivo, no parece el mejor escenario para financiar el esquema de política fiscal. O al menos, no lo es si no se quiere inducir una mayor contracción en el crédito al Sector Privado No Financiero.

Sin embargo, el financiamiento de la brecha en pesos con deuda en dólares puede cumplir dos objetivos macro: cerrar el programa fiscal y al mismo tiempo, estabilizar el mercado de cambios y por lo tanto, el dólar.

Aun cuando el Gobierno anunció que no planea nuevas emisiones en el mercado internacional de deuda en 2016, en los últimos meses la Secretaria de Finanzas se embarcó en un agresivo programa de colocación de Letras del Tesoro (LETES) en moneda extranjera y el Gobierno anunció un blanqueo de capitales: ambas medidas generan financiamiento en dólares.

Así, el Gobierno obtiene dólares para financiar el gasto público en pesos. Estos dólares serán volcados al mercado de cambios, incrementando la oferta de divisas. Al hacerlo, se estabiliza el valor de dólar y se reducen las presiones inflacionarias. Menor inflación ayuda estabilizar la caída del salario real y mejora las expectativas del sector privado de cara a 2017.

EL SECTOR EXTERNO: BALANCE DE DIVISAS

El financiamiento del Tesoro puede ser un factor clave para la estabilización del mercado de cambios. Sin embargo, resulta fundamental analizar el balance global de divisas en 2016 para determinar las posibilidades de éxito que tiene el esquema macro.

COMERCIO EXTERIOR

Los principales referentes de proyecciones de cosecha argentina redujeron sus estimaciones producto de las inundaciones que afectaron gran parte de la zona núcleo. En promedio, se estima que la cosecha argentina de soja totalizará 57,6 millones de toneladas, lo que implica una caída de -3,8 millones respecto de la registrada en 2014/2015.⁷

No obstante, los precios reaccionaron al alza, impulsados también por una caída en las estimaciones de las cosechas de Brasil (-1,5%; -1,5M de tns) y Uruguay (-12,5%; -0,4M de tns). En efecto, el precio de exportación FOB a los que se despacha la producción argentina de poroto de soja (especialmente la del Gran Rosario) subió de USD 332 en marzo a USD 401 en mayo (+20,8% mensual).

De esta forma, si bien hubo un recorte significativo en las estimaciones de producción, la demora en la cosecha producto de las lluvias y los mayores precios impactarán positivamente en el sector externo. De cara al segundo semestre del año, los futuros agrícolas indican un incremento significativo de los principales productos de exportación, apuntalando el valor de las ventas totales al exterior, que se espera que muestren una leve recuperación en el corriente año.

⁷ Estimaciones preliminares del Ministerio de Agricultura a mayo 2016. La producción se vio severamente afectada por las inundaciones registradas en zonas de Santa Fe, Córdoba y Entre Ríos.

Intercambio Comercial Argentino (ICA)

En M. USD

Exportaciones ICA

| En M. USD | | | | |
|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
| MOI | 25.633 | 22.777 | 17.940 | 16.217 |
| CyE | 5.562 | 4.911 | 2.251 | 1.709 |
| PP | 17.766 | 14.229 | 13.274 | 15.504 |
| MOA | 27.002 | 26.418 | 23.288 | 26.282 |
| TOTAL | 75.963 | 68.335 | 56.752 | 59.703 |

| Variación % | | | | |
|--------------|--------------|---------------|---------------|-------------|
| | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
| MOI | -5,7% | -11,1% | -21,2% | -9,6% |
| CyE | -20,3% | -11,7% | -54,2% | -24,1% |
| PP | -6,7% | -19,9% | -6,7% | 16,8% |
| MOA | 0,8% | -2,2% | -11,8% | 12,9% |
| TOTAL | -5,0% | -10,0% | -16,9% | 5,1% |

Importaciones ICA

| | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|---------------|-------------|---------------|--------------|--------------|
| M. USD | 74.442 | 65.229 | 59.787 | 55.293 |
| Var. % | 9,5% | -12,4% | -8,3% | -7,5% |

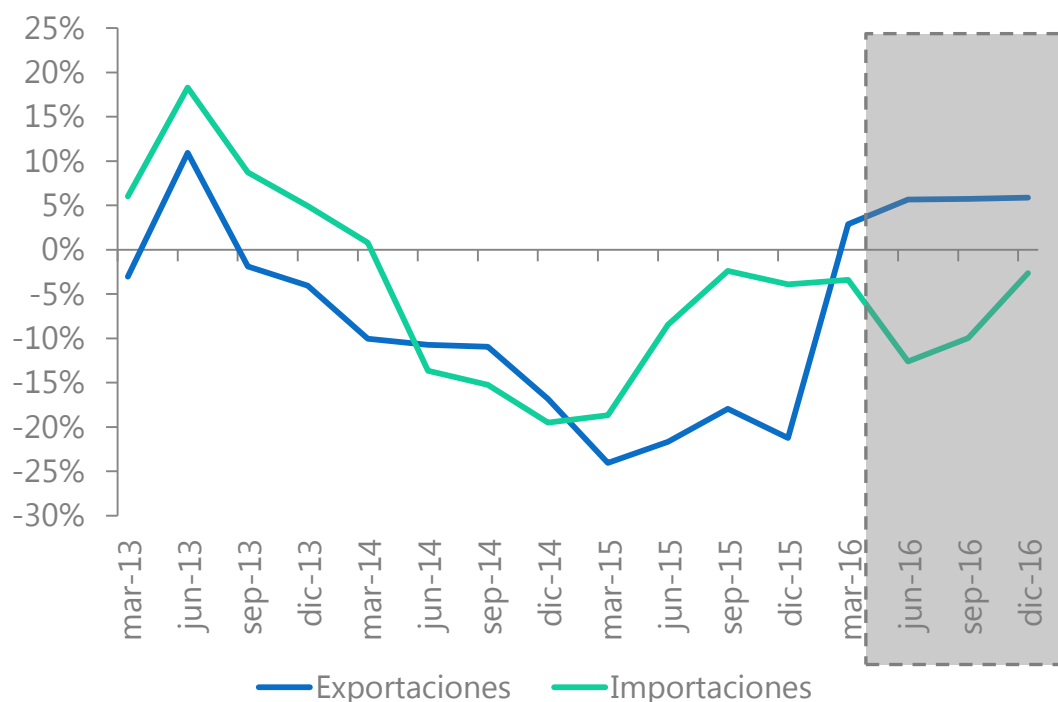
Saldo Comercial

| | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|---------------|--------------|--------------|---------------|--------------|
| M. USD | 1.521 | 3.106 | -3.035 | 4.411 |

Del lado de las exportaciones, la mejora se explicará en su totalidad por mayores ventas de Productos Primarios (PP) y Manufacturas de Origen Agropecuario (MOA), mientras que caerán las Manufacturas de Origen Industrial (MOI) y Combustibles y Energía (CyE).

Comercio Exterior ICA

Variación % Interanual



En relación a las importaciones se espera una caída por tercer año consecutivo, impulsada por menores cantidades (en un marco de caída del PIB de -1,8% anual) y retracción en los precios internacionales. Así, las compras externas de bienes caerían un -7,5% anual. De este modo, el saldo comercial se ubicaría en terreno superavitario, en el orden de los USD 4.000 M., casi USD 7.000 M. más que en 2015.

MERCADO DE CAMBIOS

El escenario del comercio exterior, implica un superávit de mercancías de USD 8.700 M. para 2016 en el mercado de cambios (+5,8% para las exportaciones, -6,1% para las importaciones), niveles similares a los alcanzados en el 2014. En cuanto al saldo de la cuenta servicios, se espera un resultado similar al del año pasado (USD -9.000 M.), motivado por la continuidad de elevados egresos netos por la vía de turismo, viajes y pasajes.⁸

⁸ La devaluación del tipo de cambio oficial fue compensada en parte por la quita del anticipo de 35% para los gastos con tarjetas en el exterior, conteniendo la depreciación real del tipo de cambio efectivo aplicable a estas operaciones.

Proyecciones del Mercado de Cambios

En M. USD

| | | 2016 |
|--------------------------------|-----------------|----------------|
| Ingresos | | 22.400 |
| | Mercancías | 8.700 |
| | IED y Otros | 4.100 |
| | Prést. exterior | 9.600 |
| Egresos | | -25.500 |
| | Servicios | -9.000 |
| | Otros Renta | -5.600 |
| | FAE | -10.000 |
| | Resto MULC | -900 |
| Resultado | | -3.100 |
| | Compras USD | 1.000 |
| | Efectivo Minimo | 800 |
| | S. Púb. y Otros | 2.700 |
| Variación Reservas | | 4.500 |
| Stock Reservas al 31/12 | | 30.100 |

En la medida que se consolide la tendencia de los primeros meses del año a los mayores egresos en concepto de Utilidades y Dividendos (UyD), los egresos netos por rentas de la inversión (UyD e intereses) cerrarían el año en USD -5.600 M.

Por otro lado, con tasas de interés elevadas (en nuestro ejercicio, por encima del 30%), la Formación de Activos Externos (FAE) podría mantenerse sobre el sendero descendente de los últimos meses y, en ausencia de grandes noticias, cerrar el año en USD 10.000 M. (máximo desde 2011). Este monto representa alrededor de 2,3% del PIB, nivel similar al promedio observado durante el período 2004 – 2011.⁹

⁹ La devaluación del tipo de cambio oficial fue compensada en parte por la quita del anticipo de 35% para los gastos con tarjetas en el exterior, conteniendo la depreciación real del tipo de cambio efectivo aplicable a estas operaciones.

Dadas estas proyecciones, para que el escenario del MULC sea consistente con la expectativa de mercado de una depreciación suave del tipo de cambio (\$/USD 16 a fin de año), y suponiendo la continuidad de la política de flotación sucia, se estima que se requiere como mínimo un ingreso de capitales de alrededor de USD 13.700 M., equivalente a 3,2% del PIB, contemplando préstamos y títulos privados, IED, inversiones de cartera y colocaciones de provincias.¹⁰

Respecto de la posibilidad del nuevo endeudamiento internacional por parte del gobierno nacional, debe tomarse en cuenta que, luego de la colocación de USD 16.500 M. (de los cuales USD 9.100 M. se utilizaron para el pago a los fondos buitres), prácticamente se habría cerrado el programa financiero en dólares de 2016 y el Gobierno descartó nuevas colocaciones.¹¹

Finalmente, suponiendo el *roll-over* de los vencimientos del *swap* con China que hay en el período y los USD 5.000 M. del repo con bancos del exterior que deberían pagarse en diciembre, las reservas internacionales cerrarían en año en USD 30.100 M.

DEUDA Y APRECIACIÓN

Al Programa Financiero del Tesoro le faltan en pesos un monto equivalente a 4 puntos del PIB para cerrar el 2016. Al balance de dólares de toda la economía, le falta un monto algo menor para garantizar la consistencia del tipo de cambio con la tendencia a la baja en la tasa de inflación. A la fecha, la dinámica del mercado de cambios muestra signos incipientes de estabilidad.

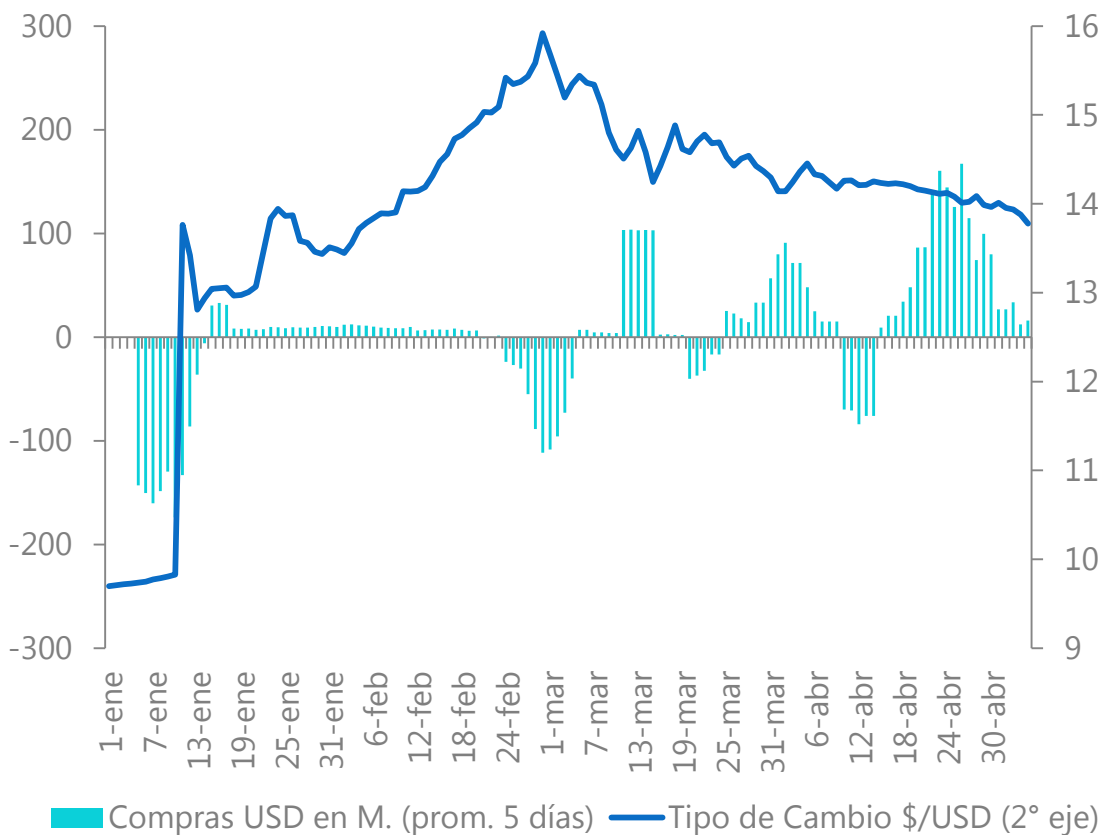
¹⁰ Este planteo no excluye escenarios en los cuales, como consecuencia de ingresos de capitales lo suficientemente elevados, el tipo de cambio no se deprecie en lo absoluto o incluso se aprecie. Lo que se busca con este ejercicio es más bien tratar de cuantificar los ingresos mínimos de capitales que serían necesarios para observar un escenario de movimiento inercial en las principales variables monetarias y cambiarias.

¹¹ Desde el Ministerio de Economía aseguraron que no se emitiría nueva deuda externa en dólares en lo que resta del año. No obstante, como se mencionó, se realizaron tres licitaciones locales de Letras del Tesoro (LETES) a 3 y 6 meses de plazo, y se terminó colocando la suma de USD 1.489 M. El total autorizado por el programa para 2016 asciende a USD 3.000 M.

En efecto, luego de un primer bimestre algo “movido”, en los últimos meses la configuración del MULC muestra una tendencia a la apreciación del tipo de cambio, que en las últimas jornadas perforó el piso de \$/USD 14, con el BCRA “sosteniendo” el precio de la divisa: en mayo compró cerca de USD 1.500 M.

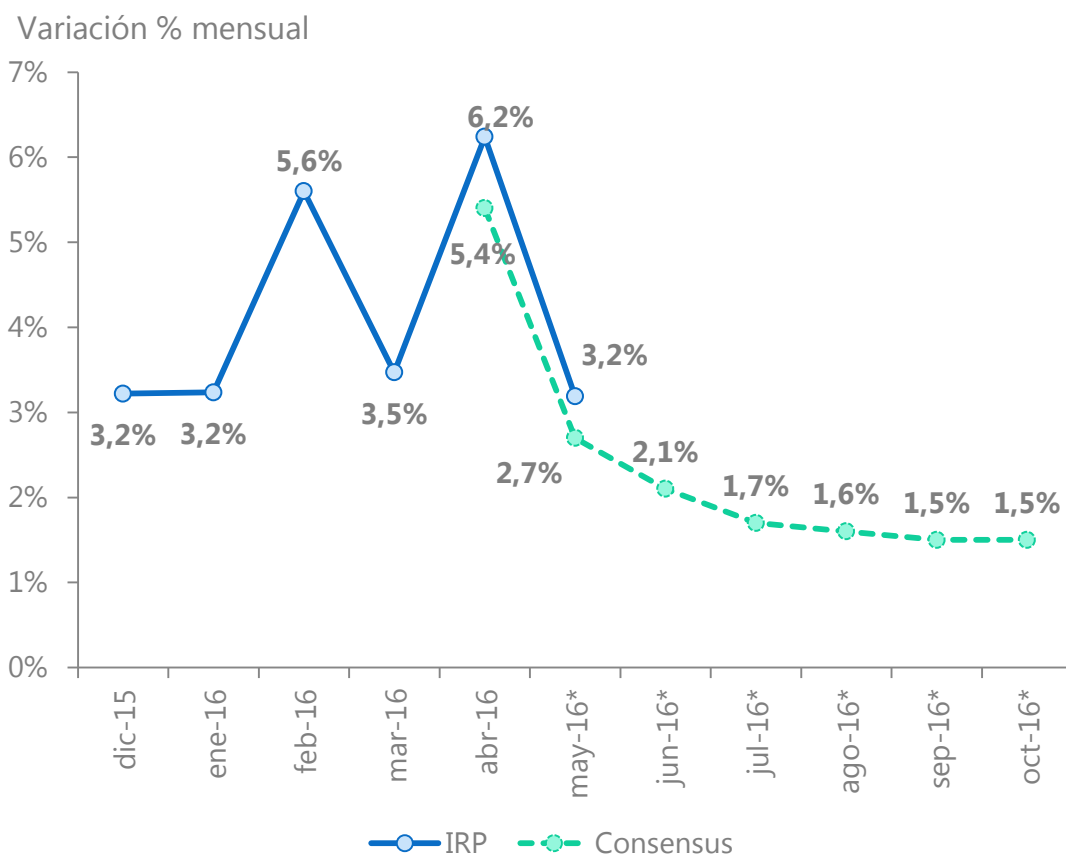
Tipo de Cambio e Intervención BCRA

En \$/USD y M. USD



Esta tendencia a la apreciación del tipo de cambio nominal, parece inducir expectativas de baja de inflación para el segundo semestre de 2016. De acuerdo al último relevamiento de *Consensus Economics* la tasa de inflación convergería al 1,5% mensual buscado por las autoridades a partir de septiembre de este año (mes en el cual se estarían lanzando el Sistema de Metas de Inflación):

Índice de Relevamiento de Precios Minoristas y Expectativas



Nota: Meses de mayo a octubre son proyecciones de *Consensus Economics*.

De esta forma, parecería existir en la dinámica del mercado de cambios algunos indicios que sugieren que los dólares necesarios para garantizar el balance de divisas estarían ingresando, facilitando el financiamiento del déficit fiscal y por lo tanto, otorgando cierto espacio al accionar político del Gobierno.¹²

Sin embargo, este relativo “optimismo del mercado” podría estar sobrestimando la capacidad de las autoridades para dotar de consistencia al programa económico. En efecto, es sabido que el segundo trimestre se caracteriza por el fuerte ingresos de divisas del ingreso agroexportador, que este año fue apuntalado por colocaciones de deuda de algunas provincias y el remanente de la colocación para el pago a buitres del gobierno nacional.

¹² Por ejemplo, en lo que va del año ya emitieron deuda en el exterior las provincias de Buenos Aires, Neuquén, Mendoza, Córdoba y la Ciudad de Buenos Aires, por un total de USD 4.600 M. Al mismo tiempo, y como consecuencia de la caída del salario real y la mayor incertidumbre respecto del empleo, se redujo (aunque no desapareció), la demanda de divisas para atesoramiento y turismo.

En este sentido, de forma de evitar escenarios disruptivos que profundicen el ya agudo ajuste sobre las condiciones de vida de la población, para el Gobierno es necesario que los ingresos de divisas por endeudamiento (público y/o privado) se profundicen a partir de mediados de julio de forma que el fin de la cosecha no marque también el fin de la aparente estabilidad cambiaria.

REFLEXIONES FINALES

La profunda liberalización del mercado cambios emprendida por el gobierno de Cambiemos en sus primeros meses fue probablemente el giro (de corte netamente ortodoxo), más importante de política económica de los últimos años, y el elemento a partir del cual se derivó la decisión de recurrir al endeudamiento como estrategia para atacar tanto la restricción externa como el frente fiscal.

Estas reformas en el plano macroeconómico tienen un impacto innegable no solo a futuro, sino también en la coyuntura actual. Esto es así porque es justamente el recurso de la deuda lo que permite al gobierno llevar a cabo el "ajuste a dos velocidades". El carácter gradual del programa de reducción del déficit permitió que, al mismo tiempo que se recortaban los subsidios a los servicios y al transporte público, el gobierno implementara una fuerte baja en las retenciones al agro y un incremento del mínimo imponible del impuesto a las ganancias, medidas de elevado costo fiscal y regresivas desde el punto de vista distributivo, pero expansivas en términos de actividad en el corto plazo (consumo no asalariado).

Vale la pena aclarar que la apertura de un nuevo ciclo de endeudamiento, de la escala que está planteando el gobierno, no hubiera sido posible si no fuese por los niveles de deuda externa pública históricamente bajos (11,9% del PIB, de la cual 6,6% del PIB corresponde con acreedores privados), situación "heredada" de la anterior administración.

A su vez, esta política era de imposible implementación sin un acuerdo rápido y definitivo con los fondos buitres, lo cual forzó al tratamiento expés de una Ley que derivó en la convalidación de la emisión de deuda más importante de los últimos años en toda Latinoamérica, y cerró en pocos meses un proceso de negociación que llevaba más de una década.

El corolario de lo expresado hasta aquí es que, más allá de las innegables consecuencias negativas de la devaluación y el ajuste de tarifas sobre la actividad y el empleo, el ajuste del macrismo es (por el momento) menos virulento de lo que se hubiese esperado. Y esto es así simplemente por las perspectivas de apertura de un canal de endeudamiento que, si bien no está garantizado, tampoco parece estar cerrado, al menos en el corto/mediano plazo.

Esto no quiere decir que el gobierno tenga el camino totalmente allanado (resta ver qué pasa con el dólar una vez liquidada la cosecha), ni que el sendero que está construyendo sea funcional a las necesidades de las clases populares.

En efecto, el programa económico de Cambiemos ingresa en los próximos meses en un período crítico. La apuesta oficial, es que pasado el duro ajuste del primer semestre, se consolidará la baja de inflación dando lugar a una recuperación en el salario real, dinamizando la actividad. Sin embargo, como repetimos a lo largo de este informe, la consistencia política de esta expectativa radica en que los mayores ingresos de los trabajadores, el repunte de la actividad y la finalización en la liquidación de la cosecha no desestabilicen el desregulado mercado de cambios, induciendo una nueva aceleración en el ritmo de devaluación y/o de la inflación.

Aún si el profetizado “segundo semestre” confirma las expectativas oficiales, persisten interrogantes sobre la sostenibilidad de mediano plazo. En primer lugar, el nuevo marco de desregulación financiera vuelve mucho más vulnerable a la economía argentina a los cambios bruscos en los precios de las materias primas y en el humor de los mercados internacionales. Además, no queda claro cuán tolerante será la comunidad financiera internacional con el “gradualismo fiscal” propuesto por Cambiemos y en qué momento se pueden generar tensiones que motiven una revisión de las “poco exigentes” metas fiscales.

En segundo lugar, la centralidad que le otorga Cambiemos a la política de reacomodamiento fiscal e inflacionario, lleva al centro de la escena el debate sobre la tolerancia que tendrá la política económica para con la expansión de la demanda agregada y los ingresos de la clase trabajadora. En vista de la experiencia argentina, estas circunstancias no pueden menos que echar un manto de duda sobre las consecuencias de mediano/largo plazo de las políticas del nuevo gobierno.

En efecto, la única experiencia de fuerte desinflación con que cuenta la Argentina en los últimos años es la de la década de los 90', que en gran medida estuvo basada en la desregulación del mercado de trabajo, la apreciación cambiaria, la apertura de la economía y el endeudamiento externo. Y es importante entender que, si bien la convertibilidad destruyó el empleo y la industria como nunca antes en la historia argentina, y llevó a la insostenibilidad del endeudamiento externo y uno de los defaults más grandes de la historia mundial, estos cambios no se produjeron de la noche a la mañana sino de manera gradual, a lo largo de un régimen que tuvo una vigencia de casi una década.

En este sentido, a pesar de que la política económica de Cambiemos sea perjudicial para buena parte de los trabajadores y cuestionable desde un punto de vista distributivo, también es cierto que esto no necesariamente implica una situación disruptiva desde el punto de vista macroeconómico en los próximos años.

Esto último indica que la discusión sobre la política económica debe necesariamente refinarse, y analizar cuestiones tanto macroeconómicas como sectoriales, buscando identificar aquellos aspectos que entran en conflicto con los intereses de la clase trabajadora y las mayorías populares y construyendo en el camino una alternativa a la propuesta neoliberal de Cambiemos.