

## DEL SHOCK A LA ASIMILACIÓN (OTRA VEZ)

### RESUMEN

- *Las turbulencias cambiarias de las últimas semanas confirman el diagnóstico de nuestro informe anterior: la brecha cambiaria aportará el combustible principal para la nueva aceleración de precios que se impone a la economía dada la necesidad de ajustarse al faltante de dólares.*
- *La salida al laberinto de la alta inflación requería de un plan de estabilización y se optó por evitarlo. Hoy es demasiado tarde y la sequía complicó en extremo la situación. Para lo que resta del año solo puede esperarse un agravamiento de la inflación y el ajuste de la actividad, al tiempo que se mantiene una gran incertidumbre respecto del escenario cambiario y financiero.*
- *El índice de precios de marzo mostró una significativa aceleración (7,7% mensual) pero expresa mayormente la situación previa al recrudecimiento de los problemas cambiarios. El elevado registro de marzo responde a una combinación de una tendencia al alza con factores estacionales propios del mes. El shock en curso terminará de ubicar la inflación un escalón por encima de los niveles previos, aunque se desconoce aún cuál será el nuevo piso.*
- *La indexación en las paritarias tiene larga data y se intensificó en 2022. En el primer semestre del año pasado, los salarios consiguieron ganarle a la inflación, “sobreindexando”, es decir, aumentando unos puntos más que la inflación. Los primeros meses de 2023 muestran una dinámica diferente. Lejos de conseguir adelantarse, las paritarias parecen quedarse cortas (6,2% mensual de los salarios vs. 6,8% mensual de los precios). Es decir, se impone una caída del salario real.*
- *Descartada una desinflación, en los próximos meses las negociaciones salariales pueden i) convalidar la caída de salario real; ii) romper lo (recién) firmado adelantando las reaperturas con dos opciones: a) indexando para no perder tanto; b) sobreindexando para recuperar. El comportamiento terminará por establecer las condiciones y el nivel del nuevo piso inflacionario.*
- *La sucesión de shocks y el daño de la progresiva aceleración inflacionaria puede llevar a la ruptura de comportamientos indexatorios, que amenazan con volverse inefectivos. El riesgo, es que los agentes intenten generalizadamente anticipar el futuro y comiencen a mirar la dinámica del dólar. Si bien es prematuro decirlo [en tanto la indexación aún no es mensual], es un riesgo a tener en cuenta en un escenario político y externo frágil.*

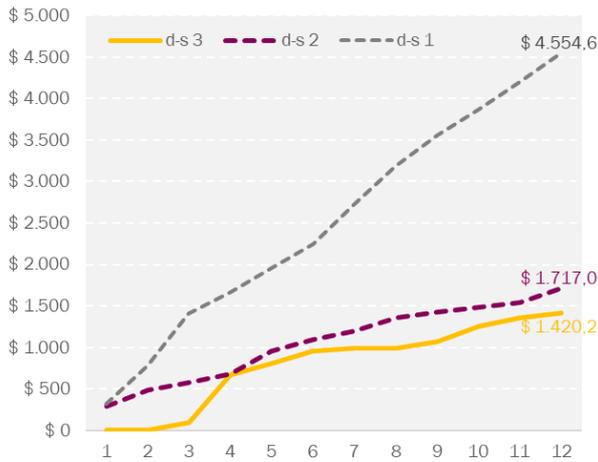
### ASIMILANDO UN NUEVO SHOCK

Las liquidaciones de dólar-soja por debajo de lo anunciado, la ineffectividad del mecanismo ideado para controlar la brecha cambiaria [a través de la venta de títulos denominados en dólares en manos del sector público] y las escasas novedades respecto del acceso a financiamiento externo desataron las turbulencias cambiarias, que llevaron a un alza de casi 25% en el dólar blue en tan solo dos semanas.

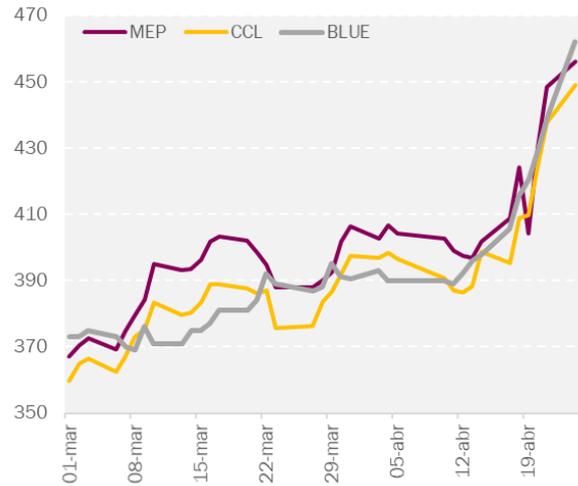
Al igual que ocurrió a mediados del año pasado [y como señalamos en nuestro informe anterior] la suba de los tipos de cambio paralelo anticipa una nueva aceleración de la inflación, poniendo en marcha el mecanismo por medio del cual el esquema macroeconómico tiende a ajustar el ciclo económico y los ingresos a las posibilidades del sector externo.

Se convalida así un diagnóstico: la estanflación es la única respuesta que le queda a la economía argentina para hacer frente al faltante de dólares producto de la sequía y la fragilidad del sector externo. La salida del laberinto de la alta inflación requería de un plan de estabilización. Se optó por evitarlo. La sequía agravó el escenario y las cartas están echadas, el contexto actual se transitará con un agravamiento de la inflación y el ajuste de la actividad con un escenario cambiario y financiero incierto. El proceso se da en un contexto de elevada persistencia e inercia inflacionaria.

**GRÁFICO 1. LIQUIDACIONES ACUMULADAS DÓLAR SOJA 1, 2 Y 3**



**GRÁFICO 2. COTIZACIÓN DÓLARES PARALELOS (MEP, CCL Y BLUE)**



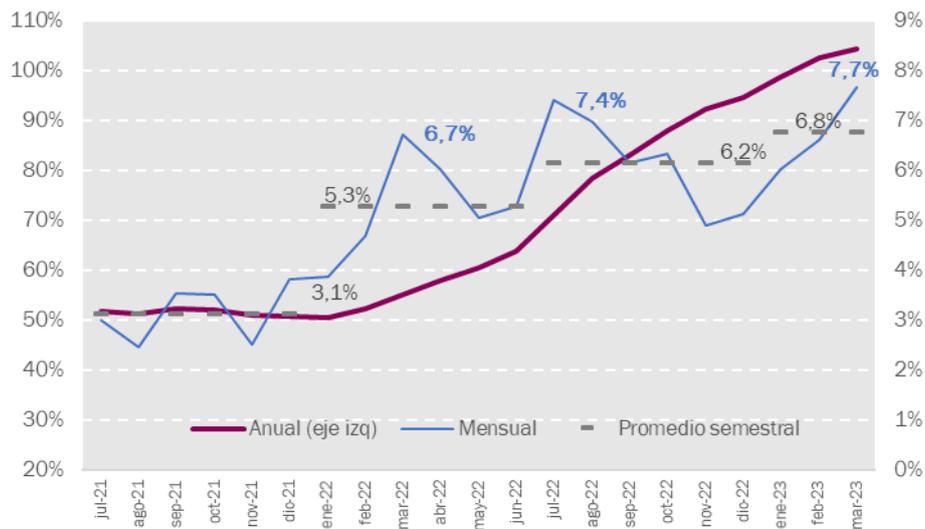
Fuente: Elaboración propia en base a BYMA, MAE, Ambitoweb y BCRA

## LA (NUEVA) ACELERACIÓN DE LA INFLACIÓN

La cifra del 7,7% que arrojó la inflación mensual en marzo no expresa un shock particular, sino la combinación de una dinámica alcista previa y factores estacionales que suelen establecer en el mes un pico en la dinámica de precios. Hacia adelante cabe esperar cifras más elevadas en el marco de la asimilación de los efectos generados por la sequía.

Como mencionamos en el informe anterior, la inflación mensual de los últimos meses muestra una evolución por escalones, en la que interactúan shocks con mecanismos de propagación. Los shocks desordenan, acelerando la inflación, desarmando el escalón previo y fijando un nuevo piso.

**GRÁFICO 3. ESCALONES DE LA INFLACIÓN MENSUAL**



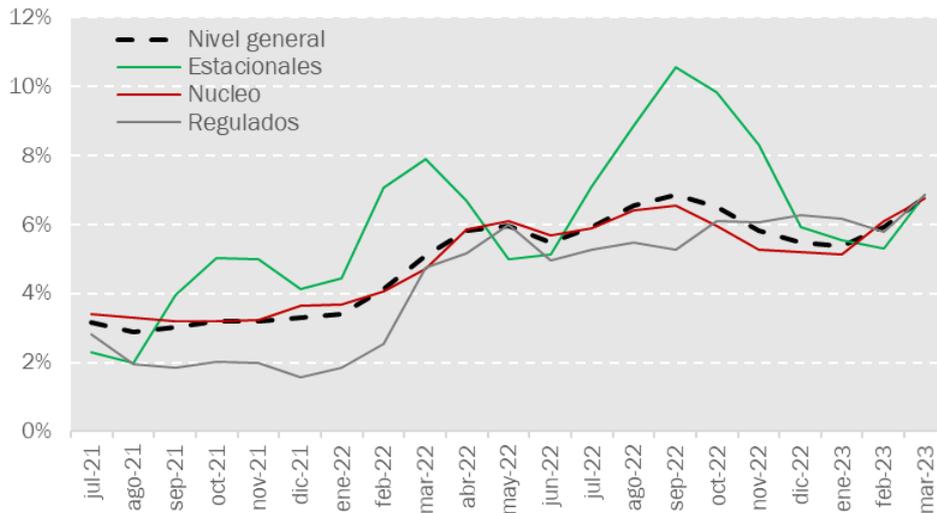
Fuente: Elaboración propia en base a INDEC

El último shock desordenador fue la crisis que derivó en el cambio de ministro en jul-22, que llevó a la inflación mensual a 7,4%. El mes anterior, febrero, la inflación había sido 5,3%, por lo que la aceleración mensual fue de 2 puntos en un mes. Los meses siguientes presentaron una caída de la inflación, que no pudo sostenerse más que

dos meses (noviembre y diciembre). Rápidamente la inflación volvió a 6% mensual (enero), acelerándose a 6,6% (febrero) y 7,7% (marzo). Este comportamiento sugiere que, por más que la sequía impactó en el IPC, la aceleración actual parece ser resultado de un incremento en el marco de una tendencia y no un shock vinculado a factores particulares. Esto lleva a prever que en los meses que vienen no habrá una desinflación importante (como sucedió en los picos mensuales anteriores) sino una tendencia a la aceleración,

La aceleración de la inflación núcleo pareciera validar esta hipótesis, dado que tanto en febrero como en marzo superó el 7% mensual. Al mismo tiempo, el comportamiento de alimentos y bebidas, con variaciones superiores al 9%, muestran la influencia de los sectores transables sobre el IPC, particularmente sensibles para la canasta de consumo.

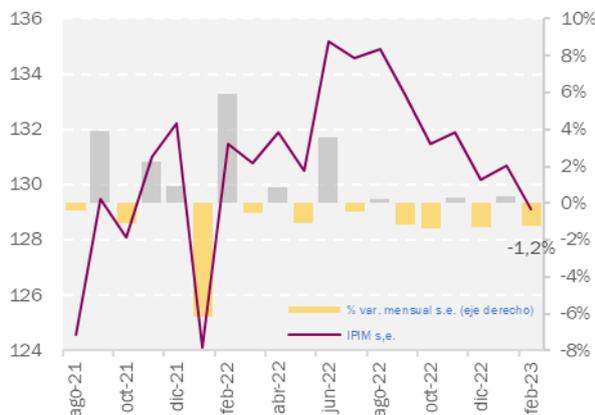
**GRÁFICO 4. INFLACIÓN POR CATEGORÍAS (MEDIA MÓVIL 3 MESES)**



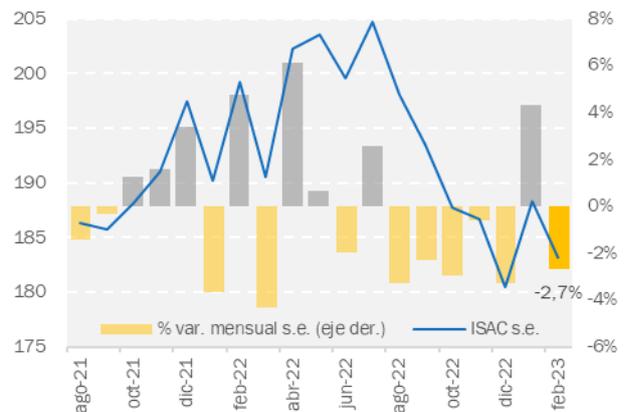
Fuente: Elaboración propia en base a INDEC

La gradual aceleración inflacionaria, con elevada ponderación de los sectores transables, se da en el marco de una contracción de la actividad que acumula varios meses. Las cifras relacionadas con la producción muestran una importante volatilidad en términos mensuales pero que muestran una contracción importante desde el 2<sup>do</sup> semestre de 2022, comportamiento previo a la sequía. Los datos de febrero, comparados con los de julio de 2022, en términos desestacionalizados muestran una caída acumulada de -4% en la industria y -10% en la construcción.

**GRÁFICO 5. ÍNDICE DE PRODUCCIÓN INDUSTRIAL (NIVEL S.E. Y VAR.MENSUAL)**



**GRÁFICO 6. ÍNDICE DE ACTIVIDAD DE LA CONSTRUCCIÓN (NIVEL S.E. Y VAR.MENSUAL)**



Fuente: Elaboración propia en base a INDEC

Por lo tanto, cabe preguntarse si la inflación de marzo establecerá un nuevo o una tendencia a la aceleración. ¿Cómo puede entenderse esta pregunta en un marco más general que incorpore otras dimensiones?

## ACORTAMIENTO DE CONTRATOS CON DETERIORO DE INGRESOS

---

Típicamente, en escenarios de alta incertidumbre, los contratos tienden a acortarse para poder volver a realizar la negociación sobre bases más sólidas, en la cual el futuro pueda ser previsto con mayores elementos. Con la inflación alta, además, predominan las estrategias defensivas, en los cuales los contratos se ajustan rápidamente bajo algún criterio. La inflación pasada suele ser el factor común, dado que acorta los tiempos de negociación, que con la alta nominalidad son claves dada la rápida pérdida de poder adquisitivo del dinero. Esta es la principal explicación a la indexación generalizada de contratos en la economía.

La indexación genera la ilusión de garantizar el sostenimiento del poder adquisitivo. Sin embargo, esto sucede únicamente si la inflación es constante. Si ésta se acelera, se evidencia una pérdida progresiva de poder adquisitivo. La rápida aceleración inflacionaria rompe los valores de la inflación pasada que sirven de referencia y obliga a renegociar. Es decir, desordena.

La evolución de las paritarias parece responder al comportamiento descrito, en el cual i) corren por detrás, es decir, no logran anticiparse a la próxima aceleración y hay una pérdida salarial real promedio ii) se acortan, con contratos trimestrales (los acuerdos anuales son parte del pasado), iii) aumenta la frecuencia, es decir, casi todos los meses hay aumentos salariales y iv) las revisiones son cada vez más frecuentes y pueden anticiparse respecto de lo firmado en los acuerdos. Es decir, describen un comportamiento en el que se va generalizando la indexación como estrategia.

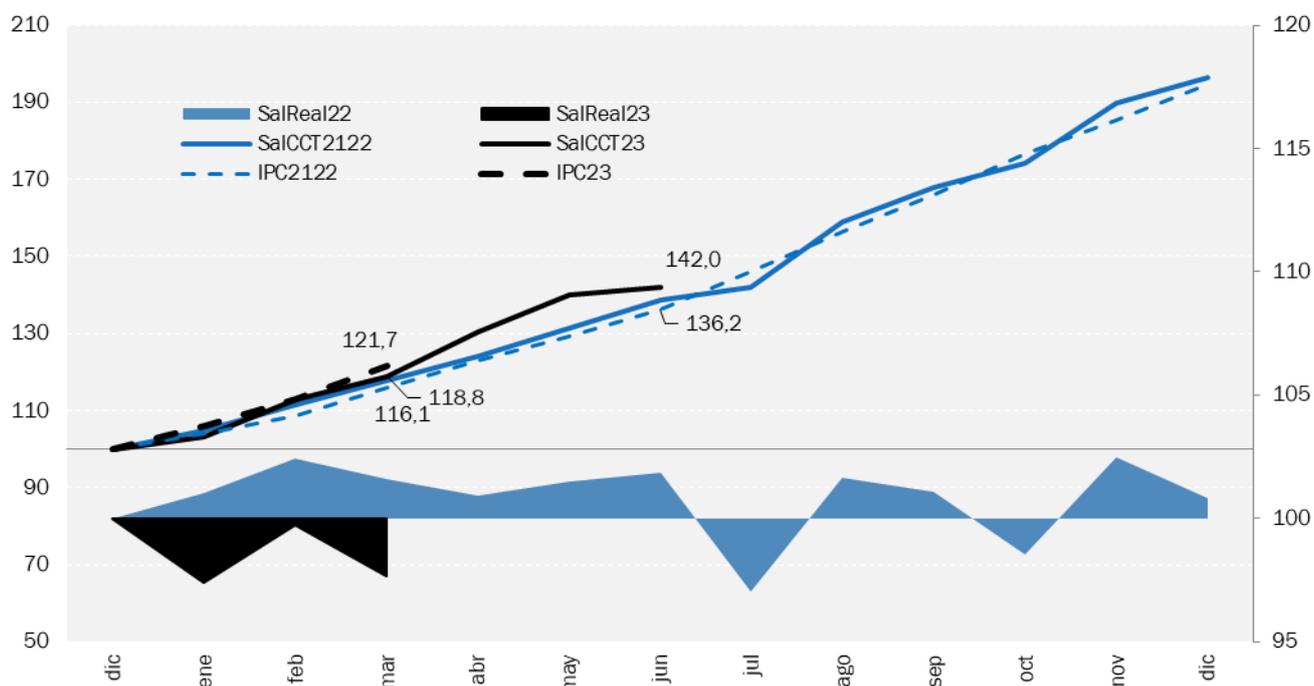
Las paritarias más importantes ayudan a graficar estas tendencias. Bancarios, luego de meses de conflicto (en general cierran su acuerdo en enero, lo realizaron en marzo), cerró 5 incrementos y con una revisión a 40 días de cerrada la negociación (se vuelven a sentar en mayo). Comercio, que generalmente negocia un acuerdo anual desde abril, cerró su paritaria con incrementos mensuales 6,5% en abril, mayo y junio y dos sumas fijas. Se vuelven a juntar en julio. Construcción, mismo esquema, 3 meses y se vuelven a juntar. Sanidad, acuerdo por 5 meses, pero con una nominalidad mayor (8 y 9%). Aumentos mensuales entre abril y septiembre, en todos los meses, con renegociación en septiembre. En síntesis, los acuerdos reflejan cómo absorben los salarios la nueva nominalidad, frecuentemente corriendo por detrás, convalidando el nuevo piso inflacionario sin mucho margen para ningún tipo de recuperación.

Este proceso no es nuevo. Como indicamos en informes anteriores, tiene larga data y se intensificó en 2022. Sin embargo, el año pasado, en el primer semestre, los salarios consiguieron ganarle a la inflación. En las reaperturas de paritarias consiguieron “sobreindexar”, es decir, aumentar unos puntos más que la inflación.

Como se evidencia en el gráfico siguiente, los primeros meses de 2023 muestran una dinámica diferente. Lejos de conseguir adelantarse, las paritarias parecen quedarse cortas. La previsión para el primer semestre, en base a las negociaciones ya pactadas (la gran mayoría) prevén incrementos de salarios promedio mensuales del 6,2%. La inflación mensual promedio del primer trimestre fue de 6,8%. Es decir, una caída del salario real.

Descartada una desinflación relevante, esto lleva a un escenario en el que las negociaciones salariales pueden o bien convalidar la caída de salario real, o bien romper lo (recién) firmado adelantando las reaperturas con dos opciones: a) indexando para no perder tanto; b) sobreindexando para recuperar. Resulta evidente que las negociaciones salariales actuales no incorporan un escenario de aceleración inflacionaria. ¿Estará la política influyendo en su comportamiento o es pura miopía? Como sucedió en el pasado, lo que ocurra con las paritarias contribuirá a una improbable desinflación con una caída del salario real o convalidará una inflación por arriba del 7% mensual, minimizando los efectos sobre el poder adquisitivo.

GRÁFICO 7. SALARIO NOMINAL, REAL E INFLACIÓN MENSUAL 2022-23



Fuente: Elaboración propia en base a INDEC y CCT

Por último, un comentario metodológico, pero que no deja de ser político. Así como las paritarias son instrumentos que imperfectamente puede acompañar la inflación desde atrás, también lo es la movilidad jubilatoria. Dado que la movilidad ajusta con la nominalidad de meses atrás (y no consigue acortar tan rápidamente los contratos como las paritarias), la progresiva aceleración inflacionaria afecta crecientemente la baja del gasto real en protección social, lo cual explica el predominio de bonos extraordinarios que intentan compensar la caída en el poder adquisitivo en los sectores más vulnerables. Es decir, en un entorno de inflación creciente, el comportamiento de ajuste nominal que mira hacia atrás, no consigue sostener el poder de compra. Por lo tanto, se puede concluir que **no es ni la fórmula de movilidad jubilatoria ni las paritarias como instrumento, sino que es el comportamiento de la inflación el que explica la dinámica de ingresos.**

El daño de la progresiva aceleración inflacionaria puede llevar a la ruptura de comportamientos indexatorios [en tanto resulten inefectivos], y a que los agentes generalizadamente intenten anticipar el futuro y comiencen a mirar crecientemente el comportamiento del dólar. Si bien es prematuro decirlo, en tanto la indexación aún no está generalizada y la frecuencia no es mensual, es importante tenerlo en cuenta, en particular ante un escenario político y externo frágiles. Esto se relaciona, no solo con las negociaciones salariales, sino a los comportamientos que propendan a una posible espiralización por parte de los formadores de precios.