

# Informe Quincenal de Coyuntura

*3 de mayo de 2022*

**ABECEB**

# **Inflación, paritarias y el fin de la pax cambiaria**

# ¿Fogonazo inflacionario o cambio de régimen? ¿Para qué preparar a la empresa?

Con el acuerdo con el FMI, la Argentina recibió un plus de divisas necesarias para reforzar las menguadas reservas del Central. Como además, comenzaba la etapa de mayor liquidación de exportaciones y el real se estaba apreciando, se instaló una incipiente *pax* cambiaria que renovó los incentivos para el *carry trade*.

Tomando en cuenta las duras restricciones de nuestra economía, parecía configurarse un escenario razonablemente bueno para desactivar las fuentes de inestabilidad en los frentes fiscal, monetario y de escasez de reservas.

Pero una primera señal de alerta se encendió con las subas de precios internacionales en energía y alimentos por la guerra desatada por Rusia. **Pero la novedad más impactante de la quincena es la velocidad con la que la *pax* cambiaria comenzó a evaporarse.**

**¿Qué pasó para que la *pax* cambiaria empezara a derretirse?**  
La respuesta corta es: **pasó de todo en pocos días.**

- **Malas señales desde la política.** Hoy no se sabe cuál es el programa de Guzmán. El Plan Platita 2 y el impuesto a las ganancias no esperadas, apuntan en una dirección mientras la restricción en la emisión monetaria y los aumentos de tasas de interés y las tarifas apuntan en sentido contrario.

**El promedio entre las críticas de La Cámpora y la condicionalidad del FMI da una contradicción. Esto genera incertidumbre, lo que se refleja en mayor dolarización de los portafolios.**

- **Golpe inflacionario.** El 6.7% de marzo superó las expectativas más pesimistas. Al IPC le siguieron otros índices que confirmaron el desborde: mayoristas fue 6.3% y la línea de pobreza subió un 7%. Esto incide en el consumo y va a potenciar los conflictos y reclamos de transferencias al Estado.

- **Paritarias.** Cuando las expectativas están muy desancladas y reina la incertidumbre, los sindicatos empiezan a demandar correcciones basadas en la inflación futura y que se incluyan cláusulas de revisión. Comercio firmó por el 60% cuando hasta hoy la inflación acumulada es 55%. **Si se generaliza esta tendencia la inflación pasará de alimentarse de la inercia a espiralizarse.**

● **Noticias poco alentadoras de la economía global.**

La situación internacional es poco favorable para la Argentina: (a) Se depreciaron las monedas emergentes, incluyendo el yuan y el real. Sólo en abril el tipo de cambio medido en reales se apreció 3.3%. El tipo de cambio real multilateral que mide el Central está sólo 7% por encima de abril de 2018, momento previo al *sudden stop* y la crisis. (b) si bien los precios de las *commodities* siguen entonados por la guerra, la apreciación del dólar se correlaciona negativamente con esos precios, lo que abre interrogantes a futuro; (c) el viraje hacia una posición mucho más *hawkish* de la FED, acompañado de un incipiente *flight to quality*, desincentiva los flujos de capital a emergentes y la IED y la demanda por nuestros bonos se deprimen, aumentando el riesgo país; (d) la inflación cercana a dos dígitos en EEUU junto con el aumento de energía y alimentos no sólo implica importar impulsos inflacionarios; también aumenta la probabilidad de que la FED termine generando presiones recesivas globales.

● **Señales fiscales distorsionantes.** El gobierno dio dos señales fiscales que van a erosionar el acuerdo con el FMI. Primero, lanzó un Plan Platita 2 para jubilaciones y trabajadores no formales que presiona sobre el déficit primario. El costo se estima en 0.3/0.4% del PBI. Segundo, incluyó un ítem de validez dudosa como ingreso fiscal que genera dudas sobre la aprobación de la meta fiscal por parte del FMI en la primera revisión de mayo. El FMI no se está mostrando proclive a rever las metas.

● **Cambio de reglas de juego.** Guzmán anunció el impuesto a las "ganancias inesperadas" y el Banco Central le dio una vuelta de tuerca más al cepo. El nuevo impuesto contribuiría a financiar el Plan Platita 2 pero, sobre todo, es funcional para mostrar sintonía con el kirchnerismo. El ajuste del cepo es consecuencia de que el Central no logra acumular reservas. Esto anticipa un segundo semestre complicado, una vez pasada la temporada de liquidaciones. Los cambios en las reglas son letales para la confianza y, por ende, la inversión y el empleo.

# ¿La inflación de marzo fue un fogonazo producto de un desvío pasajero o anticipa un cambio de régimen inflacionario?

Esta cuestión es esencial para evaluar qué puede pasar en el entorno de los negocios. El punto se puede discutir en base a dos escenarios.

## Escenario 1

---

El desmadre de la inflación en marzo es transitorio y se producirá una desaceleración gradual en el marco del programa del FMI, con la brecha estabilizada. Las condiciones mínimas necesarias para que esto ocurra no están dadas, por lo que **serían necesarias iniciativas muy concretas para atenerse a lo acordado con el FMI**. Específicamente:

- La devaluación debería ser más rápida para adaptarse a la regla del *crawling peg* que está implícita en el compromiso con el Fondo de mantener la competitividad del tipo de cambio real y cumplir con la meta de reservas. Obstáculo: una mayor devaluación aceleraría la inflación. Para controlarlo, habría que subir fuerte las tasas de interés, lo que es recesivo y acelera el crecimiento de la deuda pública y del Central.
- Sería necesario definir un ancla creíble para los precios, para guiar las expectativas privadas. Sin embargo, además de la meta monetaria del FMI y el manejo de las tasas de interés, **sería vital alinear las negociaciones paritarias con una inflación descendente**. Obstáculo: ya se están negociando paritarias al 60%.
- Cumplir con la meta presupuestaria de 2,5% por dos razones. Primero, evitar la dominancia fiscal que es la que genera el exceso de emisión. Segundo, mantener un mínimo control sobre las colocaciones de deuda doméstica que, al ser mayormente indexada y a corto plazo, es inestable y desplaza al sector privado. Obstáculo: Es exactamente opuesto a lo que promueve el kirchnerismo duro.
- Una cuota de suerte en cuanto a la evolución de la economía global y regional es indispensable. Sería bueno que la depreciación en emergentes represente el nuevo equilibrio y el dólar no se siga apreciando.

**En este escenario, las firmas deben prepararse para un período recesivo, con altas tasas de interés y crédito escaso.** Podría haber un lapso en que los salarios negociados en paritarias queden desacomodados (hacia arriba) si la inflación cede. **Como la brecha no debería subir, seguiría siendo conveniente colocarse en activos indexados.** Como este escenario requiere la confianza como insumo, deberían amortiguarse los enfrentamientos en el Frente de Todos. **Difícil, pero si se diera se abrirían oportunidades rentables de inversión en varios sectores.**

En este escenario, la economía pasa a un régimen de alta inflación con tres características: (a) tasas de inflación que difícilmente bajaban de 100% anual (5.9% mensual) con propensión a los fogonazos inflacionarios; (b) acortamiento de contratos financieros con dolarización; (c) indexación de contratos de trabajo.

En este escenario, las firmas deberían acostumbrarse a la indexación de los contratos –no sólo de salarios– en el marco de una economía estancada con altas tasas de interés y crédito escaso y de maduración rápida. El dólar seguiría siendo considerado un instrumento muy útil de cobertura contra el riesgo macroeconómico. Las oportunidades de negocios serían puntuales y escasas.

## Escenario 2

La dinámica de marzo se perpetúa y la inflación pasa a moverse en el entorno del 5% al 6%. Como las paritarias ya están incorporando la inflación futura, el fogonazo inflacionario de marzo podría ser el comienzo de un cambio de régimen inflacionario.

*Como el escenario 2 es políticamente disruptivo y la confianza que se necesita para el escenario 1 es difícil que Guzmán la consiga, no sorprende que la pax cambiaria se haya fragilizado. Probablemente la Argentina pueda esquivar la mutación hacia un régimen de alta inflación, pero sin implementar las políticas de estabilización necesarias. **El resultado sería un gobierno que administra desequilibrios hasta el recambio de 2023.***

# Las paritarias: negociaciones cada vez más breves, adelantos y múltiples cuotas

La acelerada inflación generó un clima de negociación intensiva en materia de paritarias. Con la intención de sostener el poder de compra de los salarios formales, las autoridades propusieron a principios de año una pauta del 45% (así cerraron UOM, Aceiteros y ladrilleros). No obstante, el fogonazo de los últimos dos meses dio por tierra la vigencia de esos acuerdos.

**La forma que están tomando las negociaciones en este contexto tiene altos riesgos: más cuotas, tiempos cada vez más cortos y cláusulas de revisión prácticamente continuas.** Además, el aval de adelantamiento de las renegociaciones por medio de la Resolución 388/2022 implica, en la práctica, un debilitamiento del poder del acuerdo como forma de dar un mínimo horizonte de previsibilidad: para el trabajador y para la empresa.

En detalle, identificamos tres características de los acuerdos salariales a monitorear:

1. **La pauta inicial del 45% para la paritaria 2022 caducó demasiado rápido.** UOM, Aceiteros, Obras Sanitarias, Docentes y Ladrilleros se unieron bajo diversos mecanismos a esta cláusula testigo. Todos fueron habilitados por el gobierno a retomar las conversaciones. La UOM de Furlán ya solicitó en su primera asamblea la reapertura de la negociación reclamando subirla al 60%.
2. **Los acuerdos adoptan un perfil cada vez más corto que atenta contra la certidumbre.** Los trabajadores navales acordaron por 6 meses, mientras los trabajadores de la carne, pesqueros y trabajadores del seguro acordaron por 9. A ello se suma en la mayoría de los casos una cláusula de ajuste por inflación que torna a las negociaciones prácticamente continuas e inestables. La UOCRA reclama una paritaria trimestral. Camioneros, se sumó vía un adelantamiento a la definición de acuerdos por 6 meses.
3. **Más cuotas, menos certidumbre de costos, más inflación.** Comercio incluyó 7 tramos de aumento, todos por encima del 4,5% mensual, incrementando la inercia por suba de costos y un impacto no neutral al momento de definir la estrategia de precios de las empresas. Con más de un aumento cada dos meses, la tensión se incrementa al momento de fijar los precios en un sector estrechamente ligado al consumo.

Las negociaciones salariales evidencian la ausencia de una brújula y la forma que están adoptando incrementa la incertidumbre nominal de mediano plazo. **Los reclamos pasaron del 45% a ubicarse cómodamente en un piso del 60% (hasta que aguante la inflación): este es el reclamo de bancarios y de camioneros.**

Las Pymes ya elevaron la voz, indicando que no cuentan con la espalda para afrontar estos compromisos. En las grandes, algunas podrán trasladar a precios, otras elegirán entre mayor producción o mayores costos. En todos los casos, una negociación salarial desanclada posiblemente implique mayor informalidad, baja producción y menor contratación.

Si bien los salarios de los trabajadores del sector privado registrado hoy tienen un poder de compra 10% menor a 2017, continúan siendo aquellos mejor posicionados para cubrirse de la inflación. Los independientes y aquellos del sector público se sitúan más de 20 puntos por debajo, mientras que los informales tienen un rezago de más del 30%. **Por su parte, la condición de ocupado está hoy lejos de garantizar la ausencia de vulnerabilidad: 16% de los trabajadores formales son pobres, 47% de los informales y 44% de los trabajadores por cuenta propia.**

Miles de trabajadores	Sindicato	Meses	Cuotas	%	Revisión/adelanto	Próxima reunión
900	Comercio	12	7	59,5%	Sí	No definida
255	Metalúrgicos	12	3	45%	¿Reapertura?	
205	Sanidad	12	3	45%	Revisión	Sep/Ene
162	Camioneros	6	2	31%	Adelanto	Septiembre
109	Bancarios	3	3	No hay acuerdo	Adelanto	Abril
83	Panaderos	12	5	48%	No	Marzo
61	Petroleros	2	2	21%	Adelanto	Julio
52	Vestido	9	2	53,4%	Adelanto	Octubre
30	Carne	10	3	50%	No	Diciembre
17	Aceiteros	12	1	39% + bono	Revisión	Agosto
s.d.	Navales	6	4	50%	No	Septiembre
s.d.	Pesqueros	9	1	45%	No	Septiembre
s.d.	Seguro	9	4	46,6%	No	Septiembre
422	Construcción	En negociación. Reclamo reapertura trimestral				



# Diversificación y prudencia, la receta para tiempos de incertidumbre

Por Norberto Sosa

Director de Invertir en Bolsa  
Integrante del Consejo Externo Consultivo



Hoy en la Argentina, las extremas regulaciones han provocado la creación de dos clases de tesorerías, una originalidad. Una es la que tienen sus CUITs habilitados para acceder a los dólares de libre disponibilidad, tanto MEP como CCL. En este equipo están las que no realizan importaciones (no necesitan acceder al MULC), no han recibido ATP o préstamos subsidiados. A esta categoría pertenecen las exportadoras, que deben liquidar sus dólares en el MULC al dólar oficial, sufrir retenciones y luego pagar parte de sus insumos a un tipo de cambio que no siempre se valúa al dólar oficial. Por lo tanto, de ninguna manera estamos estableciendo que estas tesorerías puedan ser consideradas privilegiadas.

En el otro equipo, encontramos a las tesorerías que no pueden acceder a los dólares de libre disponibilidad, dado que para desarrollar sus negocios necesitan acceder al MULC. Estas son las "encepadas" y deben aplicar su liquidez y capital de trabajo en forma

directa o indirecta (mediante fondos comunes de inversión), en los bonos que emite el Tesoro Nacional, ya sea a tasa fija, flotante, ajustada por CER o por tipo de cambio Comunicación "A" 3500 del BCRA (dólar *linked*).

Las primeras pueden desarrollar lo que en la jerga financiera se llama *carry trade*. En un contexto con un tipo de cambio que permanezca relativamente estable y que existan bonos que devenguen rendimientos inusualmente altos en términos internacionales, obtienen en un corto plazo, rendimientos en dólares que en pocos lugares del mundo se pueden obtener. Más aún, en un contexto internacional tan complejo como es el que se viene desarrollando durante 2022.

Febrero y marzo definieron un terreno muy fértil en la Argentina para el *carry trade*, con un CCL retrocediendo de \$/USD 220 hasta \$/USD 190 y bonos CER devengando al ritmo de la inflación. Se generó una gran tentación y quizás el mercado se exacerbó con el devengamiento. Esta estrategia financiera requiere de una pericia especial equivalente a la un surfista profesional, es necesario tener una habilidad muy particular para saber cuándo subirse a la ola y como surfearla. **Había en el aire una sensación que el dólar estaba dormido y luego, el nuevo IFE lo despertó. Por lo tanto, lo que estamos viendo y muy probablemente se mantenga en los próximos meses es que el dólar siga despierto.** Esto no significa que no siga valiendo la pena aprovechar el *carry trade* en la medida de lo posible, pero sería más prudente hacerlo de forma más acotada en términos de la disponibilidad de activos.

A las tesorerías “encepadas”, la aceleración de la nominalidad les está generando un proceso donde la codicia comienza a encontrar algunos límites definidos por la prudencia. En el acumulado del año, la estrella de las inversiones en pesos fueron los fondos CER, con un rendimiento acumulado de más del 18%, frente a las inversiones más conservadoras y liquidas que son los fondos *money market* con un rendimiento del 10%. La aceleración de la inflación por un lado podría tentar aún más a los codiciosos a aumentar sus inversiones en CER. No obstante, como establece el dicho popular “cuando la limosna es grande hasta el santo desconfía”. Si bien no parece ser un desafío de corto plazo, **comienza a instalarse en los tesoreros la preocupación sobre la sustentabilidad de la deuda en pesos, lo cual provoca una necesidad prudencial de reducir la exposición a bonos en pesos, más allá de la existencia de bonos dólar linked (también en pesos) y de la posibilidad de cobertura con futuros de dólar.**

Una estrategia posible es aplicar parte de los pesos en bonos denominados en dólares. Si bien un “encepado” no puede comprar un bono denominado en dólares, contra pesos para venderlo contra dólares o transferirlo, si puede comprarlo para mantener en cartera. La diferencia de los bonos denominados en dólares con respecto a los denominados en pesos, es que el mercado descuenta con más probabilidad que los mismos sean nuevamente reestructurados. Esta estrategia puede parecer una locura, lo que sucede es que la cotización de los mismos ha descendido a niveles que se los considera un potencial valor de recupero en una eventual reestructuración. Por lo tanto, sería una especie de mal menor, dado

que en el caso de ocurrir un evento de reestructuración o reperfilamiento, tendrían una pérdida patrimonial inferior a la de un bono en pesos.

Otra alternativa, algo más sofisticada, es aplicar parte de la cartera en CEDEAR. Si bien es un activo volátil, es una forma válida de diversificar riesgos. Dependerá de la lectura que tenga el tesorero en cuanto a las perspectivas de cotización de los activos subyacentes en el CEDEAR y de las proyecciones que le asigne al CCL.

Tengamos en cuenta, que en la medida que más tesorerías tiendan a ser más prudentes y se vean resignadas a dejar plata sobre la mesa en post de reducir una eventual pérdida patrimonial, **más se retroalimentará la preocupación sobre un potencial reperfilamiento y el debate de cuál sería el valor de recupero de los bonos en pesos.**

Si bien parece demasiado temprano para esa preocupación, en este contexto no sorprende que algunos comiencen a recordar cómo fue el plan Bonex o si de pronto los bonos CER podrían ser sujeto de un algún tipo de “desagio” en una eventual reestructuración o reperfilamiento.

**Cuanto mayor sea la aceleración de la nominalidad y más preocupación genere el impacto de las paritarias que se vienen, más desafiante serán las decisiones financieras que se tengan que tomar en materia de inversión y de manejo de caja. Dada la historia de la Argentina, conviene no perder la prudencia y aplicar la mayor diversificación posible.**

---





# ABECEB

hacemos **más real** la economía real

[ejecutivodecuentas@abeceb.com](mailto:ejecutivodecuentas@abeceb.com)

[www.abeceb.com](http://www.abeceb.com)

 [abeceb-com](https://www.linkedin.com/company/abeceb-com)

 [abeceb](https://twitter.com/abeceb)