

INFORME SEMANAL

ECONVIEWS
ECONOMÍA Y FINANZAS

7 de diciembre de 2022



Llegó el **invierno a la economía**

Pág. 2



Punto por punto, todo lo **que emitirá el Banco Central en diciembre**

Pág. 4



El **ingreso real** viene **golpeado**

Pág. 6



La **Reserva Federal** cierra el año con **otra suba de tasas**

Pág. 9

(+54 11) 5252-1035
La Pampa 1534
Buenos Aires

www.econviews.com
www.facebook.com/econviews
Twitter: @econviews

Miguel A. Kiguel
Director
mkiguel@econviews.com

Alejandro Giacoia
Economista
agiacoia@econviews.com

Andrés Borenstein
Economista Asociado
aborenstein@econviews.com

Melina Sommer
Economista
msommer@econviews.com

Isaías Marini
Economista
imarini@econviews.com

Rafael Aguilar
Analista
raguilar@econviews.com



Editorial: Llegó el invierno a la economía

Luego de que en la primera mitad del año la actividad económica tuvo un rendimiento algo mejor de lo que se esperaba, el frío llegó paradójicamente sobre la primavera. **Y pinta que continuará en el verano.**

La actividad de la construcción cayó un 3.5% en octubre contra septiembre desestacionalizada. La actividad de la industria manufacturera cayó 1.1% contra el mes anterior. Industria es el sector más importante de los 16 que integran el PBI. Con estas confirmaciones es prácticamente imposible que octubre no sea el segundo mes consecutivo de caída en la actividad luego de que septiembre el estimador mensual de actividad económica muestre un 0.3% de caída frente a agosto.

No se trata de un hecatombe, pero es probable que noviembre muestre números neutros a negativos al igual que diciembre. Ahora el efecto arrastre para la economía de 2023 sería neutro si se toma el último trimestre del año o ligeramente negativo si se toma diciembre. Esto traducido de la jerga económica al castellano quiere decir que, si la actividad se planchara al nivel de diciembre, el PBI de 2023 marcará un leve retroceso de 0.3%. Nuestro escenario base para el año próximo es de crecimiento nulo. Una vez más, es importante precisar que no esperamos una recesión importante, pero tampoco la recuperación económica que pueda llegar sacar al gobierno de problemas políticos tal que mejoran salarios, empleos y otras variables clave.

Además, hay que recordar que diciembre será flojo culpa de una flojísima cosecha de trigo. Pero si la sequía es tan dura como presagian algunos, cumplir nuestro 0% de crecimiento será casi una quimera. La agricultura pesa 5% del PBI en la Argentina, pero moviliza mucho más que eso. Transporte, actividad portuaria, consumo en las localidades, actividad industrial con la molienda, los peajes en los caminos por citar algunos efectos en donde el agro multiplica.

Es cierto que hay actividades de servicios que todavía tienen buena ocupación como los restaurantes, eventos corporativos y sociales, destinos turísticos y otros factores que apuntalan a que no sea esta una situación desastrosa. **Pero el más importante de todos los servicios, el comercio, ya no pasa por la bonanza de hace algunos meses.**

Es claro que hay dos factores detrás de este deterioro. Uno es que la inflación fue más rápida que los ingresos ya sean salarios formales, jubilaciones, planes y desde ya informales. Eso quizás esté dejando de ser así y las curvas tengan ahora una pendiente similar. La segunda es el frenazo de las importaciones. Ya se vio en el informe cambiario de octubre que la situación fue mala y esperamos números al menos tan malos en noviembre. Hay decenas o cientos de empresas con problemas de abastecimiento. En muchos casos, si falta una pieza de 100, el bien en cuestión no se puede entregar.

En suma, la actividad económica no será un activo para el gobierno en los próximos meses y no deberíamos esperar buenas noticias por el lado de la recaudación con una economía más fría más allá del salto de las retenciones en diciembre con la magia del dólar soja que lejos de generar caja, cuesta a los argentinos alrededor de 0.15% del PBI. **Pero tampoco debemos dramatizar, en ausencia de otro shock y asumiendo que, aunque sea, algo de lluvias habrá, y la actividad económica andará como en los últimos 10 o 12 años: estancada.**

LA SEMANA QUE PASÓ

✓ Los despachos de cemento de noviembre registraron una leve variación positiva de 0.7% (s.e.) respecto a octubre, registrando la primer suba relativa luego de dos meses consecutivos con caídas, y una variación más bien estable de 0.1% respecto a noviembre del 2021. **En el acumulado del año se registra una variación de +8.4% respecto al mismo periodo del 2021.**

✓ La producción nacional de autos fue de 53,378 unidades en noviembre, registrando una caída de 2.3% (s.e.) respecto a octubre, y presentando una variación 14.8% respecto a octubre del 2021. Con mejor performance se encuentran las ventas totales a concesionarios, que aumentaron 6.5% (s.e.) respecto al mes previo y registraron una variación interanual de +26.6%. **Las exportaciones fueron de 31,365 unidades, registrando una caída interanual de 3.5%.**

✓ El IPI manufacturero cayó 1.1% (s.e.) en octubre respecto a septiembre. Con esta cifra, la industria muestra un crecimiento interanual del 3.5%. Los sectores que presentaron un mejor desempeño comparado a octubre del 2021 fueron Otros equipos, aparatos e instrumentos (+15.1% a/a) y Automotores y otros equipos de transporte (+13.3% a/a). Los que no contaron con tanta suerte ya que registraron caídas interanuales fueron Madera, papel, edición e impresión (-1.1% a/a) y Muebles y otras industrias manufactureras (-5.3% a/a). **En el acumulado del año, todos los grandes rubros presentan mejoras respecto al mismo periodo del 2021.**

✓ La construcción tuvo una baja del 3.5% m/m s.e. en octubre y registró una caída interanual del 0.9%, la primer caída interanual desde enero de este año. En el acumulado del año la actividad tuvo una mejora del 5.5% respecto a los primeros 10 meses del 2021. **Entre los insumos con mayores caídas se encuentra el Asfalto (vinculado a la obra pública) con una variación interanual de -24%**, Mosaicos graníticos y calcáreos (-23.3% respecto a octubre del 2021) y Pisos y revestimientos cerámicos (-9.9% a/a).

LA SEMANA QUE SE VIENE

✓ El **martes 13**, INDEC publicará los datos sobre el **Indicador sintético de servicios públicos (ISSP)** para septiembre.

✓ El **miércoles 14**, se conocerán los datos de **Estadísticas de turismo internacional (ETI)** para octubre que realiza INDEC.

✓ El **miércoles 14**, INDEC presentará la **Utilización de la capacidad instalada en la industria (UCII)** de octubre.

✓ El **miércoles 14**, el Tesoro llevará a cabo la **primera licitación del mes**.

✓ El **jueves 15**, INDEC dará a conocer el **Índice de precios al consumidor (IPC)** para noviembre, el cuál esperamos que se encuentre cercano al 5.9% mensual.

✓ El **jueves 15**, se publicará el **Informe de avance del nivel de actividad** que realiza INDEC, correspondiente al tercer trimestre.

Resumen de mercado

Variaciones semanales, mensuales y anuales

	UD	s/s	m/m	a/a	
Dólar oficial	169.9	1.6%	6.6%	67.6%	↑
Contado con Liqui "SENEBI"	339.0	4.9%	11.4%	57.8%	↑
Blue	312.0	0.6%	9.1%	60.0%	↑
Tasa de Política (Leliq)	75.0%	0 p.p.	0 p.p.	+37.00 p.p	=
Tasa Badlar Privada (UD)	69.1%	+0.81 p.p	-0.50 p.p.	+34.88 p.p	↑
Merval en \$	171,178	1.6%	15.8%	91.8%	↑
Riesgo país (EMBI)	2,326	4.3%	-8.5%	36.9%	↑
Tipo de cambio BRL/US\$	5.21	0.4%	1.0%	-7.2%	↑
Soja (US\$/ton.)	540.9	0.2%	2.2%	17.7%	↑
Maiz (US\$/ton.)	247.1	-5.2%	-7.1%	7.1%	↓
Trigo (US\$/ton.)	267.1	-5.8%	-14.0%	-9.0%	↓
Petróleo Brent (US\$/barril)	80.5	-7.6%	-21.7%	4.5%	↓
Petróleo WTI (US\$/barril)	71.9	-10.6%	-21.6%	0.0%	↓
Gas Natural (US\$/MMBTU)	5.7	-17.4%	-17.6%	54.3%	↓
Cobre (US\$/lbs.)	3.9	3.4%	-44.5%	4.0%	↑
Aluminio (US\$/ton.)	2,484.3	1.0%	5.5%	-4.5%	↑
Oro (US\$/oz.)	1,786.0	1.0%	6.6%	0.1%	↑

Nota: flecha según variación semanal

Semáforo de actividad económica

Variaciones desestacionalizadas

		m/m	t/t	UD vs trim previo	
Producción industrial	oct.-22	-1.1%	0.8%	-0.9%	●
Producción de autos	nov.-22	-2.3%	-10.5%	-2.5%	●
Producción de acero	oct.-22	8.4%	-9.5%	2.4%	●
Producción de pollos	oct.-22	-3.8%	1.1%	-3.6%	●
Producción láctea	oct.-22	-0.3%	0.9%	0.2%	●
Faena vacuna	oct.-22	-6.1%	-0.8%	-6.5%	●
Escrituras CABA	oct.-22	-9.2%	-19.0%	-17.8%	●
Producción de Harina	oct.-22	-1.8%	2.1%	-1.2%	●
Producción de petróleo	oct.-22	1.5%	2.0%	2.9%	●
Producción de gas	oct.-22	-1.8%	-2.2%	-2.7%	●
Producción de cemento	nov.-22	0.8%	-8.9%	-5.1%	●
Construcción	oct.-22	-3.5%	-4.8%	-6.1%	●
Venta de nafta	sep.-22	-1.0%	-3.4%	-2.3%	●
Patentamiento de motos	nov.-22	6.7%	-20.0%	-2.4%	●
Consumo de electricidad	sep.-22	0.5%	-3.7%	-1.3%	●
Viajes en subte	ago.-22	-9.4%	45.8%	-5.1%	●
Importaciones CIF	oct.-22	-8.4%	-14.1%	-14.4%	●
Exportaciones FOB	oct.-22	7.0%	-4.7%	6.7%	●
Préstamos en \$ al s.priv. (real)	nov.-22	-2.2%	-7.4%	-4.8%	●
Recaudación IVA-DGI	nov.-22	-2.4%	4.3%	0.7%	●
Empleo formal privado	ago.-22	0.2%	1.5%	0.8%	●
EIL empleo	sep.-22	0.1%	0.5%	0.2%	●
Confianza del consumidor	nov.-22	-1.4%	-2.6%	-4.0%	●
Confianza en el gobierno	nov.-22	-7.0%	0.0%	-3.3%	●

Nota: color de semáforo según UD vs trim previo

Punto por punto, todo lo que emitirá el Banco Central en diciembre

- ✓ La demanda de dinero crece y eso juega a favor, pero la cuenta que tiene que levantar la autoridad monetaria es grande.
- ✓ Casi 600,000 millones de intereses de Leliq, compra de bonos en mercado secundario y probablemente uso de depósitos públicos son algunos de los factores expansivos.
- ✓ No descartamos la vuelta de adelantos transitorios ni venta de DEGs.

Diciembre siempre es un mes caliente y no exclusivamente por la llegada del verano. Desde el lado social y político suelen intensificarse las protestas, movilizaciones y marchas. La economía también contribuye a caldear el clima, con un déficit fiscal que se agranda y el Banco Central que emite más pesos.

Este año no será la excepción a la regla. A partir de la condena a la vicepresidente vamos a tener asegurados varios días de convulsión en la escena política. **En cuanto a lo económico, el devenir del déficit y del mercado de deuda marcará las necesidades de emisión de pesos.**

Nuestra proyección es que el déficit primario terminará el año en 2.8% del PBI sin contabilizar las rentas por emisión de bonos CER. Hasta octubre el déficit acumulado era 1.8% del producto, lo cual indica que entre noviembre y diciembre el bache fiscal será del 1% del PBI. **Usando la trayectoria que tuvo el año pasado, la distribución sería 0.25% para noviembre y en diciembre 0.75% o unos AR\$ 700 mil millones.**

En diciembre el Tesoro también deberá afrontar vencimientos de deuda en pesos por AR\$ 419,166 millones. La última licitación de noviembre fue floja y el mercado se muestra reacio a seguir renovando todo lo que vence. Esto no es menor, porque hasta ahora venía siendo la principal fuente de financiamiento del déficit. **Sin embargo, en caso de que las licitaciones no ayuden, la plata tendrá que salir del BCRA.**

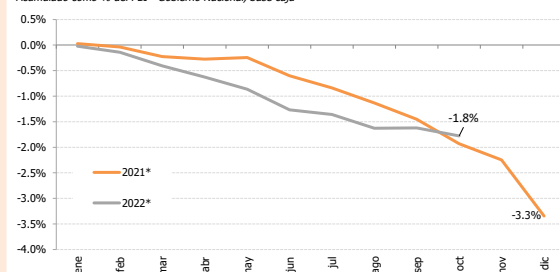
Como lado positivo debemos mencionar que en el último mes del año la demanda de pesos aumenta. El pago de aguinaldos, los gastos por las fiestas y las vacaciones hacen que los argentinos tengan mayores saldos en sus cuentas. Si miramos la variación de los últimos 30 días del M2 Privado todos los picos se dan hacia fin de año. Los últimos datos disponibles indican que este agregado creció 8.6% en el último mes, confirmando una vez más este hecho.

A partir de las mayores necesidades de financiamiento y cuestiones propias de fin de año, proponemos repasar punto por punto cuáles serán los factores que llevarán al Banco Central a expandir la base monetaria.

1) Dólar soja. El programa de incentivo exportador servirá para darle aire a las reservas del BCRA después de dos meses seguidos de ventas, aunque

Resultado primario

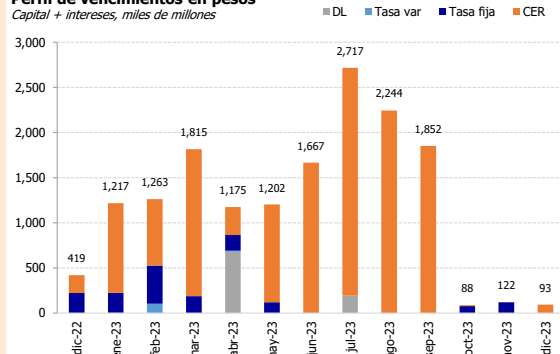
Acumulado como % del PBI - Gobierno Nacional, base caja



2021* y 2022* excluyen rentas por colocaciones primarias
Fuente: Econviews en base a MECON e INDEC

Perfil de vencimientos en pesos

Capital + intereses, miles de millones

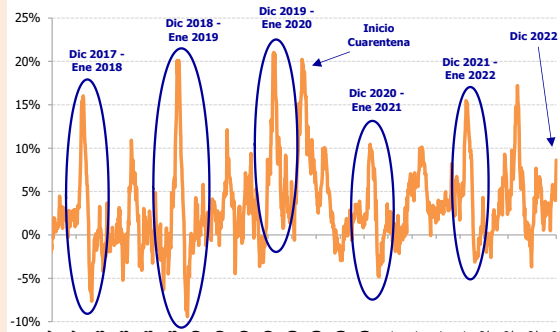


*Vencimientos de bonos duales, bonos y letras CER ajustados por CER proyectado; vencimientos DL en base a TC proyectado

Fuente: Econviews en base a Min. de Economía

M2 Privado

Var. % últimos 30 días



Fuente: Econviews en base a BCRA

tendrá sus costos. **La emisión neta estimamos que llegará a los AR\$ 583,259 millones a lo largo de todo el programa o AR\$ 490,301 millones en diciembre.** A estos números llegamos a partir de suponer que por el dólar soja el Banco Central comprará US\$ 3,450 millones y en el oficial venderá US\$ 1,219 millones. En caso de que las compras sean menores o las ventas mayores, lógicamente la emisión se achicará.

El lado bueno es que tendrá ingresos adicionales por derechos de exportaciones por AR\$ 65,497 millones explicado por el mayor tipo de cambio al que se liquidan las exportaciones. Además, habrá un aumento por las cantidades.

2) Intereses. El pago de intereses por los pasivos remunerados será el principal factor expansivo del año. Hasta ahora ya se emitieron AR\$ 2.82 billones. **Estimamos que en diciembre se van a necesitar otros AR\$ 589,147 millones.** El stock total de Leliqs y Pases actualmente está en AR\$ 9.62 millones y terminará el año en AR\$ 10.08 billones.

Las tasas negativas de la primera parte del año ayudaron a que esta deuda sea manejable, pero ahora la situación no es igual. El stock de pasivos más que se duplicó este año y en la medida en que no se achique el déficit y aumente la demanda de dinero seguirá creciendo.

3) Adelantos Transitorios. Desde que empezó el año el Banco Central emitió AR\$ 620,051 millones en concepto de Adelantos Transitorios para financiar al Tesoro, equivalentes al 0.74% del PBI. El acuerdo pone un tope del 1% del producto, pero el ministro Massa al asumir dijo que no se iba a utilizar más este recurso. Por ahora viene cumpliendo, pero **en caso de ser necesario hay AR\$ 212,855 millones que pueden ser usados.** El límite establecido en la carta orgánica todavía está lejos de ser alcanzado.

Otra fuente de emisión encubierta puede venir por el lado de los depósitos que tiene el gobierno en el BCRA. Dado que hasta septiembre venía teniendo tasas de roll-over muy altas acumuló algo de liquidez. En octubre usó AR\$ 170,749 millones y en noviembre AR\$ 216,181 millones. Es probable que en diciembre se vuelva a usar algo de esos fondos para afrontar los gastos.

4) DEGs. Cuando se firmó el nuevo programa con el FMI, el gobierno consiguió un financiamiento extra de 3,166 millones de DEGs que en ese momento equivalían a US\$ 4,367 millones. El 31 de mayo el gobierno usó 1,988 millones de DEGs (US\$ 2,683 millones con la cotización del DEG de ese día) para vendérselos al Banco Central y con esa plata canceló Adelantos Transitorios por AR\$ 322,449 millones. Esta maniobra le permitiría alejarse del límite impuesto por la ley y tener más margen para los meses que siguieron.

De esta manera todavía quedaría un margen remanente de 1,178 millones de DEGs, US\$ 1,567 millones o AR\$ 266,129 millones. Esta es otra posible fuente de financiamiento para el déficit de diciembre.

5) Compra de bonos. Como decíamos anteriormente, el mercado tiene dudas acerca de la sostenibilidad de la deuda en pesos y no está del todo dispuesto a seguir financiando al Tesoro. En este contexto el BCRA tuvo que emitir más

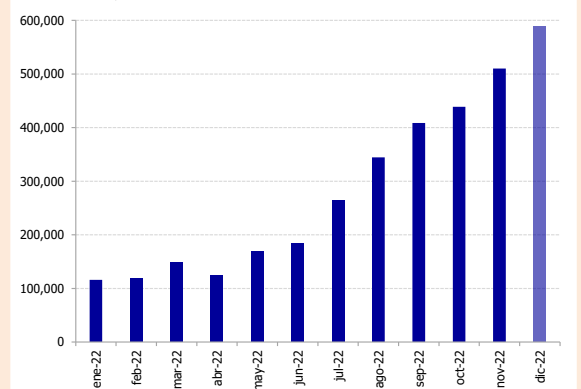
Los resultados del dólar soja

	1er y 2da Semana	Total Estimado
Compras dólar soja	1,355	3,450
Compras dólar oficial	-662	-1,219
Saldo (millones de US\$)	693	2,231
Emisión dólar soja	311,541	793,500
Emisión dólar oficial	-111,073	-210,241
Saldo (millones de AR\$)	200,468	583,259
Costo fiscal	84,057	198,477
Cobro retenciones adicional	27,739	65,497
Saldo (millones de AR\$)	-56,318	-132,980

Fuente: Econviews en base a BCRA y estimaciones propias

Pago de intereses del BCRA

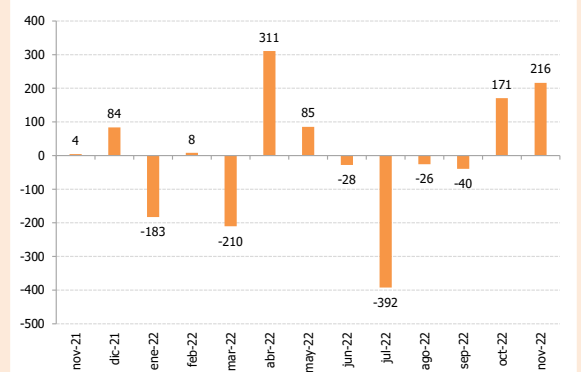
En millones de AR\$



Fuente: Econviews en base a BCRA y estimaciones propias

Resto de operaciones del BCRA con el Tesoro

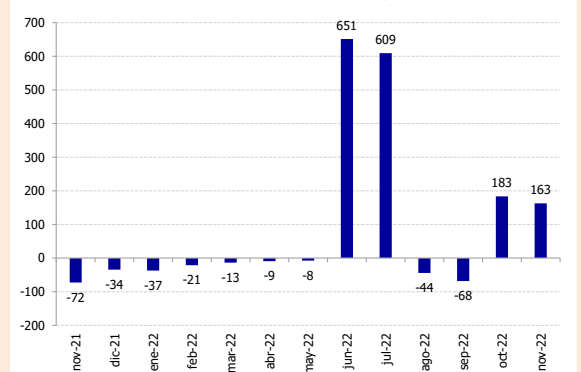
En miles de millones de AR\$



Fuente: Econviews en base a BCRA

Compras de bonos del BCRA

Rubro "Otros" de factores de la base monetaria - En millones de AR\$



Fuente: Econviews en base a BCRA

de 1 billón de pesos entre junio y julio y más de AR\$ 340 mil millones en octubre y noviembre.

No vemos nada que pueda hacer cambiar la situación en diciembre, por eso es probable que se emita una cifra similar a la de los últimos meses. Esta compra de bonos del Central por un lado permite sostener los precios, pero a la vez es una forma de financiar al Tesoro. Primer compra bonos o letras y cuando vencen los canjea por nuevos títulos. Así le permite al fisco refinanciar una parte importante de los vencimientos.

Como cierre, la emisión de diciembre será alta, aunque la mayor demanda de dinero puede ayudar. El riesgo está en que esto no sea suficiente y haya un exceso de pesos que se dolarice, lo cual se traduce en más brecha cambiaria. Además, en enero la preferencia por tener efectivo cae. **Será importante que la resaca monetaria de fin de año no sea grande para que podamos empezar el 2023 tranquilos.**

Los pesos de diciembre

En millones de AR\$

	dic-22
Dólar soja	490,301
Intereses	589,147
Adelantos Transitorios (posible)	212,855
DEGs (posible)	266,129
Compra de bonos (posible)	200,000
Total	1,758,432

Fuente: Econviews en base a estimaciones propias

El ingreso real viene golpeado

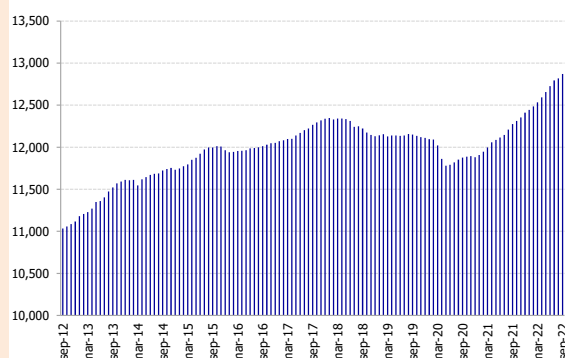
- ✓ *El empleo privado y el trabajo registraron anotaron importantes subas en septiembre, lo que ayudó a sostener la masa salarial.*
- ✓ *Los trabajadores informales tuvieron un respiro en septiembre, pero vienen de 5 meses de caídas y los primeros nueve meses del año vieron sus ingresos contraerse 6.8%.*
- ✓ *El análisis de la Encuesta Permanente de Hogares del segundo trimestre da otro panorama; si bien los empleados formales resisten, la mayoría de los individuos vio sus ingresos caer frente a un año atrás en términos reales.*

Los números de empleo privado de septiembre fueron buenos. La economía logró agregar -quitando el efecto estacional- unos 25,289 puestos, equivalente a un crecimiento mensual de 0.41%. El trabajo registrado en su totalidad (incluyendo independientes y trabajadores públicos) tuvo mejores números aún, con unos nuevos 52,307 puestos nuevos.

El crecimiento se debió en parte al empleo privado, pero además se adicionaron 55,807 puestos registrados bajo monotributo social, la categoría más vulnerable cuya contribución es pagada por el Ministerio de Desarrollo

Evolución del trabajo registrado

En miles de puestos, sin estacionalidad



Fuente: Econviews en base a Min. de Trabajo

Social. Es decir, más del doble de los nuevos empleos privados de mayor calidad. Por otro lado, el número de independientes (monotributistas típicos y autónomos) se contrajo en más de 30,000 puestos.

De esta forma, la masa salarial del sector privado formal logró crecer por segundo mes consecutivo y en lo que va del año creció contra igual período de 2021 un 3.8%, principalmente por efecto de los buenos números de empleo, y no tanto de salarios.

Los informales tuvieron un respiro. El índice de salarios informales de INDEC anotó un rebote real de 1.7% tras cuatro meses de caídas consecutivas. **Pero la caída real acumulada es de 6.4%**

El respiro no parece ser suficiente, y en la economía real empieza a pesar más la contracción acumulada de la gran parte de la población sumida en la informalidad. El consumo tomó nota: las **ventas minoristas, de acuerdo a CAME, cayeron frente a un año atrás en noviembre por quinto mes consecutivo.**

Una mirada diferente permite entender mejor la situación. Si bien la inflación no se aceleró, los precios de los bienes de baja elasticidad (es decir, cuyo consumo es difícil de reducir o reemplazar, como la educación, los alquileres, la salud, entre otros) que consumen distintos sectores de la población (trabajadores formales, del sector privado y público, informales, jubilados y perceptores de subsidios) se acrecentaron más que proporcionalmente que los ingresos. **Y nuestro índice de ingreso disponible dio cuenta de ello: a pesar del respiro en los salarios, el índice se contrajo por quinto mes consecutivo.**

Un análisis de los ingresos individuales en perspectiva

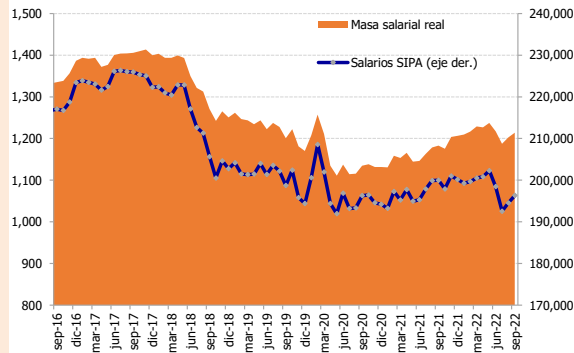
De acuerdo a los datos de la Encuesta Permanente de Hogares, durante el segundo trimestre del año **se observó una alta correlación entre el nivel educativo y el nivel de ingresos**, si bien con algunas excepciones. De hecho, el ingreso medio de los individuos con posgrado más que duplicó el ingreso medio de aquellos con nivel máximo universitario o terciario. Y naturalmente, aquellos con un nivel de educación básico.

No obstante, en el último año quienes vieron crecer sus ingresos en mayor cuantía -aunque ciertamente con elevada volatilidad- fueron los individuos con el nivel educativo más bajo. Y por lo contrario, quienes cuentan con un posgrado tuvieron la peor performance relativa. Con una inflación promedio en el período de 64.5%, **los individuos de mayor nivel educativo perdieron un 6.4% real en la comparación interanual.**

Desde otro punto de vista, y que guarda cierta relación, los ingresos del decil uno -aquellos con menores ingresos relativos- crecieron cómodamente por encima de la inflación. Pero para aquellos ubicados entre el decil 5 y el decil 10 perdieron la batalla contra la inflación. En el decil 10, los más ricos en términos de ingresos, vieron sus ingresos caer en términos reales un 6.2%. **De otra forma, se redujo la desigualdad, pero nivelando hacia abajo.**

Masa salarial del sector privado formal

En miles de millones de pesos a precios de sep-22, s.e.*

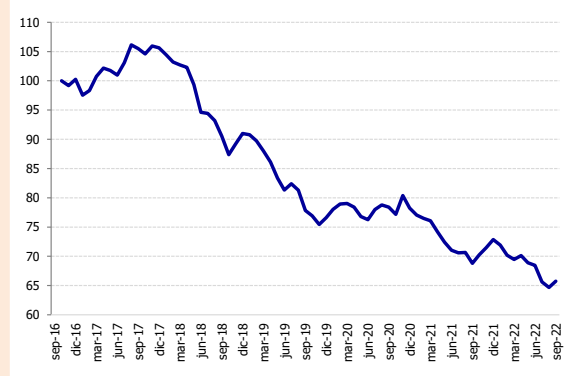


*Proyectado desde agosto-22

Fuente: Econviews en base a Min. de Trabajo e INDEC

Salarios del sector privado no registrado

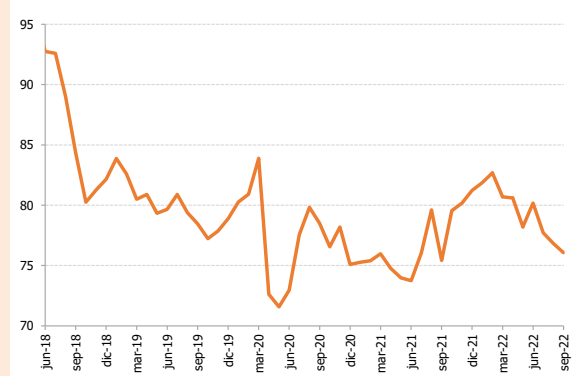
En términos reales, oct-16=100



Fuente: Econviews en base a INDEC

Índice de ingreso disponible - Econviews

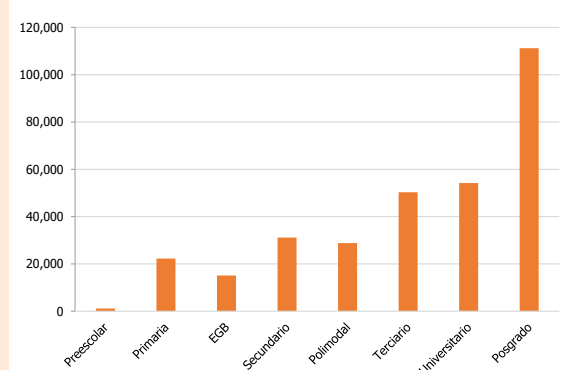
Índices base dic-17=100, sin estacionalidad



Fuente: Econviews en base a múltiples fuentes

Ingresos medios por nivel educativo

2T-2022



Fuente: Econviews en base a INDEC

Ello parece contradecir las medidas de salario informal de INDEC. Pero la respuesta está en que muchos informales perciben otro tipo de ingresos, además de los salarios. Y el crecimiento es de un nivel sumamente bajo (además de que la EPH presenta gran volatilidad en algunos resultados, que deben tomarse con cuidado).

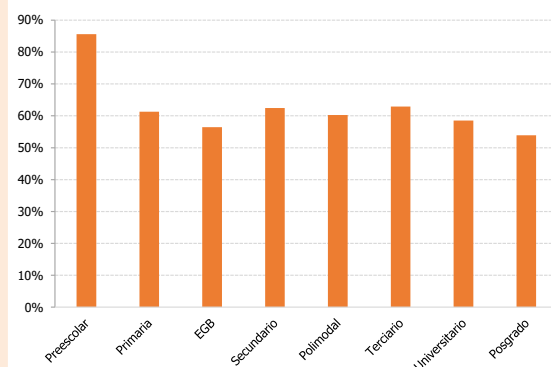
A nivel regional, los ingresos de los individuos localizados en la Patagonia en el segundo trimestre del año superaron con creces al resto de la región. Por supuesto, ello es lógico considerando el costo de vida en el sur del país. Sin embargo, el Gran Buenos Aires, la región con mayor producto bruto regional, no mostró un nivel de ingresos individuales medios claramente superior al resto. De hecho, los individuos de la región de Cuyo superaron en ingresos medios a la región del GBA.

Asimismo, los individuos del Gran Buenos Aires tuvieron la peor performance en sus ingresos en la comparación interanual por amplio margen: la caída real de los ingresos medio alcanzó el 11.9%. Cuyo y la región Pampeana lograron por un pequeño margen ganarle a la inflación.

Si bien los trabajadores formales vienen sosteniendo sus ingresos reales, no toda la población se encuentra en la misma situación y el segundo trimestre del año acarrea preocupantes resultados en términos de la población. Y el consumo tomará nota: esperamos una contracción tanto en el tercer como el cuarto trimestre. En año electoral, el gobierno la tendrá difícil para reactivar los ingresos y el consumo con escasos recursos y una macroeconomía desbordada de distorsiones.

Ingresos medios por nivel educativo

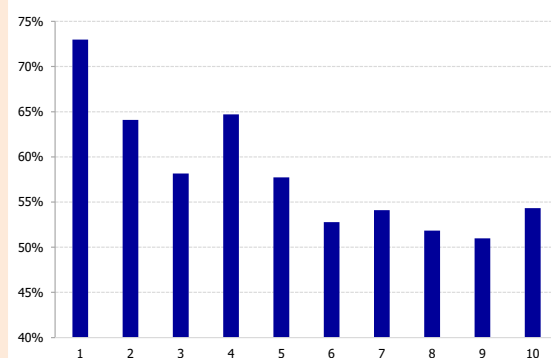
Variación interanual, 2T-22 vs 2T-21



Fuente: Econviews en base a INDEC

Ingresos medios por decil

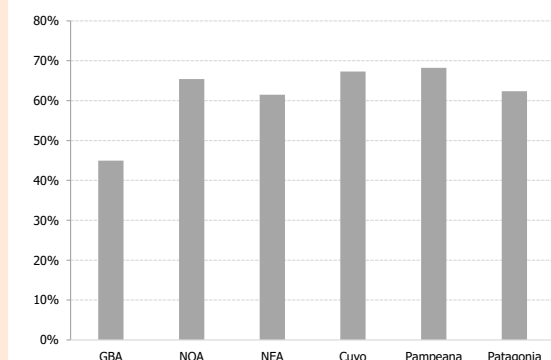
Variación interanual, 2T-22 vs 2T-21



Fuente: Econviews en base a INDEC

Ingresos medios por región

Variación interanual, 2T-2022 vs 2T-2021



Fuente: Econviews en base a INDEC

La Reserva Federal cierra el año con otra suba de tasas

- ✓ En Econviews creemos que seguirá en tres dígitos aquel año. Los datos de empleo y servicios sugieren que la economía estadounidense sigue fuerte.
- ✓ El S&P 500 volvió a caer debajo de 4,000 por miedo a que la Fed responda con más subas.
- ✓ El martes sale el IPC de noviembre y el mercado espera una suba de 50 bps el miércoles.

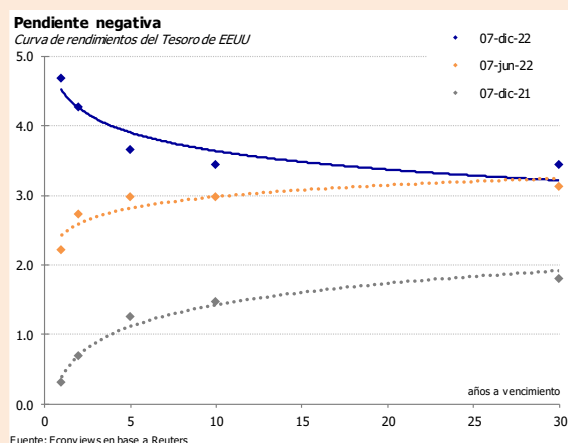
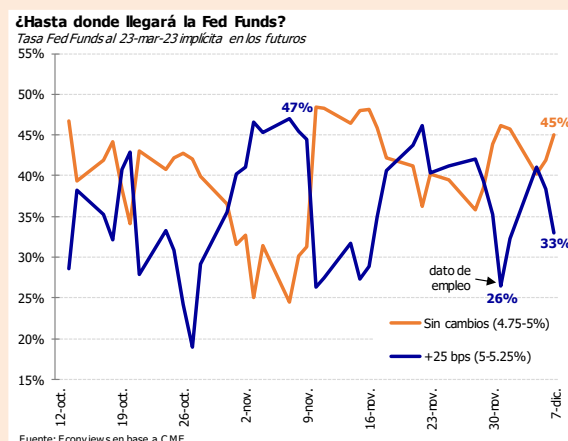
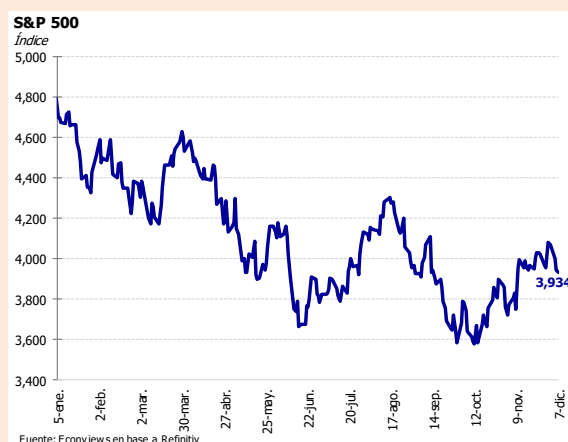
La bolsa estadounidense cayó 20% en 2022, su peor año desde 2008. Había repuntado 5.4% en noviembre en base a la creencia -respaldada en declaraciones de Jerome Powell- de que con la economía enfriándose la Fed aflojaría su política contractiva. **Una seguidilla de datos torció esta narrativa y en diciembre el S&P 500 perdió 3.6% en cinco ruedas**, cayendo de nuevo debajo de los 4,000 puntos.

¿Cuáles fueron los datos clave? En noviembre EEUU sumó 263,000 empleos privados no-agrícolas, 32% más de lo que esperaba el mercado. Los salarios crecieron 0.55% contra octubre y 6.8% anualizado, un máximo desde enero. El índice de servicios de ISM trepó de 54.4 a 56.5. Y el nowcast de la Fed de Atlanta tiene al PBI creciendo al 3.4% anual este trimestre, bastante más que el 1.5% de su par de Nueva York. Si la Fed de Atlanta acierta, el arrastre positivo para 2023 será de 2.8%.

La próxima reunión de la Fed es el miércoles 14. El martes sale el IPC de noviembre. Se espera 0.47% mensual y 7.5% anual. Si sorprende a la baja, Powell podría replantear su mensaje. El mercado ya priceó dos alzas de 50 bps, una ahora y otra en febrero, para llevar la tasa al rango de 4.75-5%. **Pero duda si la “tasa terminal” será esa o si llegará a 5-5.25% en marzo.** Hace un mes el 47% apostaba a que habría un alza más de 25 bps, después este porcentaje bajó al 26%. Tras el dato de empleo volvió a trepar al 33%, aunque con 45% el consenso para marzo sigue en 4.75-5%.

Es posible que la Fed se enfoque demasiado en indicadores con mucho lag. **La curva de bonos del Tesoro lleva 5 meses con pendiente negativa**, un hecho que históricamente antecede las recesiones. El spread entre los títulos a 10 y 2 años está invertido en 83 bps, récord desde 1981. También hay señales de la economía real: el precio de las viviendas bajó 2.2% desde junio y las ventas se hundieron 13% este año.

El temor del mercado es que después de haber subestimado inicialmente la inflación, ahora la Fed sobrereactúe en el sentido contrario y suba la tasa más allá de lo necesario. La decisión del miércoles y la conferencia de Powell nos darán nuevas pistas acerca de qué piensa hacer la Fed en 2023





PROYECCIONES - ESCENARIO BASE – 18 meses vista

Proyección Tipo de Cambio

Último día del mes

	Oficial	CCL	Brecha
nov.-22	167.26	323.06	93.2%
dic.-22	178.80	357.59	100.0%
ene.-23	190.42	380.83	100.0%
feb.-23	202.79	405.59	100.0%
mar.-23	215.98	431.95	100.0%
abr.-23	230.01	460.03	100.0%
may.-23	244.97	489.93	100.0%
jun.-23	260.89	521.78	100.0%
jul.-23	277.85	541.80	95.0%
ago.-23	295.91	577.02	95.0%
sep.-23	315.14	598.77	90.0%
oct.-23	334.21	601.57	80.0%
nov.-23	354.26	619.95	75.0%
dic.-23	375.51	638.37	70.0%
ene.-24	638.37	925.64	45.0%
feb.-24	657.52	920.53	40.0%
mar.-24	677.25	948.15	40.0%
abr.-24	704.34	950.86	35.0%

Proyección de Inflación

	m/m	a/a
nov.-22	5.9%	94.2%
dic.-22	6.4%	99.0%
ene.-23	5.9%	102.9%
feb.-23	5.8%	105.0%
mar.-23	7.5%	106.5%
abr.-23	7.0%	108.4%
may.-23	6.0%	110.2%
jun.-23	6.0%	111.7%
jul.-23	5.9%	108.7%
ago.-23	5.8%	106.4%
sep.-23	6.5%	107.1%
oct.-23	7.0%	108.3%
nov.-23	6.3%	109.1%
dic.-23	6.9%	110.0%
ene.-24	15.0%	128.0%
feb.-24	16.0%	150.0%
mar.-24	10.5%	157.0%
abr.-24	8.0%	159.4%

Proyección Tasas de Interés

Último día del mes

	Badlar	TPM
nov.-22	69.1%	75.0%
dic.-22	69.1%	75.0%
ene.-23	69.2%	75.0%
feb.-23	71.0%	77.0%
mar.-23	71.0%	77.0%
abr.-23	71.0%	77.0%
may.-23	71.0%	77.0%
jun.-23	71.0%	77.0%
jul.-23	71.0%	77.0%
ago.-23	71.0%	77.0%
sep.-23	71.0%	77.0%
oct.-23	71.0%	77.0%
nov.-23	71.0%	77.0%
dic.-23	78.4%	85.0%
ene.-24	83.0%	90.0%
feb.-24	83.0%	90.0%
mar.-24	83.0%	90.0%
abr.-24	83.0%	90.0%