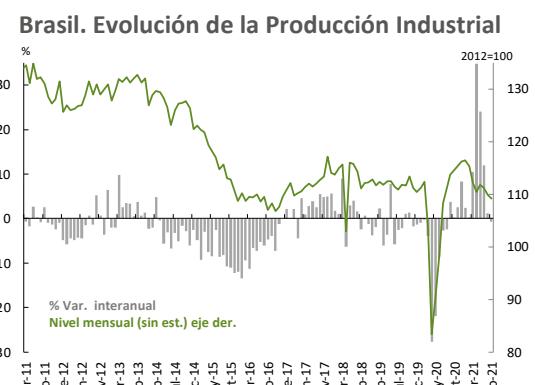
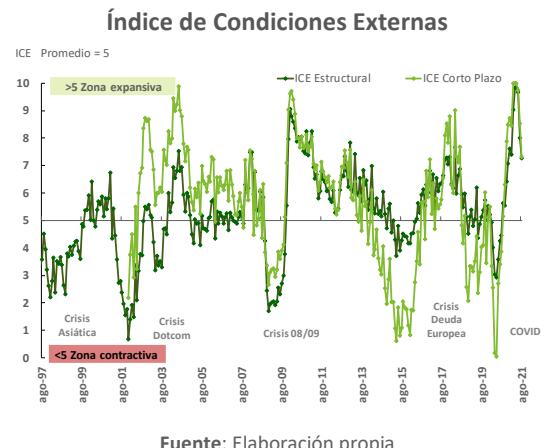


Internacional | Índice de Condiciones Externas (ICE) Ago-21

El sector externo continúa posicionándose como un factor de expansión para la economía local, aunque viene menguando su ímpetu. La desaceleración de la industria de Brasil y del comercio internacional, así como la caída en el precio de algunas materias primas agrícolas volvieron a restar dinamismo con relación al mes previo. No obstante, vale señalar que los términos del intercambio siguen siendo el principal determinante positivo desde el frente internacional, al ubicarse por encima de su promedio histórico.

Con agosto, ya son doce los meses en los cuales el Índice de Condiciones Externas (ICE) desarrollado por la Gerencia de Estudios Económicos se ubica por encima del umbral neutral de 5 puntos (p.), ratificándose como un factor expansivo en la senda de recuperación de la economía. Sin embargo, se destaca que este mes se observó una desaceleración en el índice por cuarto período consecutivo, con la industria de Brasil afectando negativamente el índice.

Al respecto, de acuerdo al Instituto Brasileño de Geografía y Estadística (IBGE), la industria de Brasil continúa contrayéndose y en agosto se ubicó 2,9% por debajo del nivel pre pandemia. Asimismo, se resaltar que además de acumular tres meses consecutivos de contracción mensual en la serie libre de estacionalidad, la industria también registró una contracción en términos interanuales por primera vez desde agosto del año pasado, pese a la baja base de comparación. Este comportamiento está explicado por diferentes factores: por el lado de la oferta, los cuellos de botella en la cadena de producción provocan subas en los costos y hacen que escaseen las materias primas para la producción de los bienes finales. Por su parte, del lado de la demanda, en un contexto donde la tasa de desocupación se ubica en 13,7%, hay un contingente importante de trabajadores fuera del mercado laboral y los



puestos de trabajo que se crean tienen salarios bajos. En este sentido, la precariedad de las condiciones laborales ha propiciado una retracción en la masa de ingresos y una menor renta disponible para las familias que, sumado a la mayor inflación y al retiro de estímulos, viene afectando al mercado interno.

A nivel de actividades, las influencias negativas más importantes a nivel mensual vinieron de otros productos químicos (-6,4%); coque, derivados del petróleo y biocombustibles (-2,6%), interrumpiendo tres meses consecutivos de tasas positivas; vehículos, remolques y carrocerías automotrices (-3,1%), que marca el cuarto mes consecutivo de caída de la producción y productos farmacéuticos (-9,3%), eliminando parte del aumento de 12,4% registrado en el período mayo-julio de 2021.

Por otro lado, si bien los términos del intercambio vienen perdiendo dinamismo, continúan altos en relación con su promedio histórico y al de los últimos cinco años, lo que aún los posiciona como el principal determinante positivo del plano internacional. La suba de los precios de exportación en el entramado agroindustrial se ha convertido en un factor determinante para la economía local. Particularmente, en agosto los precios de exportación se expandieron 30% i.a., mientras que los de importación hicieron lo propio en 22,8% i.a., dejando una evolución de 5,9% i.a. en los términos del intercambio, menor al 8,8% i.a. observado en julio.

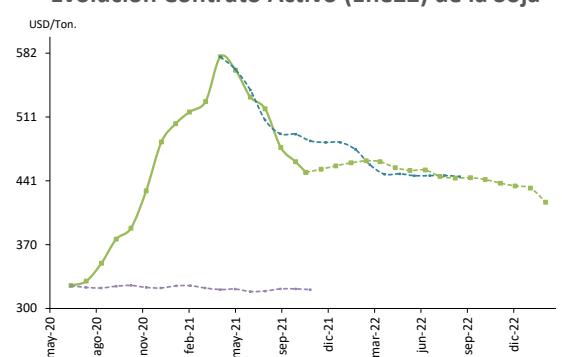
Es importante resaltar que el dinamismo de los precios internacionales de los principales productos que exporta el país ha estado supeditado a los movimientos de fondos financieros hacia la compra de futuros de materias primas dadas las bajas tasas de interés de Estados Unidos y la aceleración en el ritmo de compras por parte de China, por lo que la posibilidad de una FED más dura, cuyo correlato se ha visto en el fortalecimiento del dólar, les pasó factura, adicionándose recientemente los pronósticos de mejores cosechas en Estados Unidos. No obstante, se observa que este sería un reacomodamiento de precios de corto plazo,

Índice Dólar y Precio de la Soja



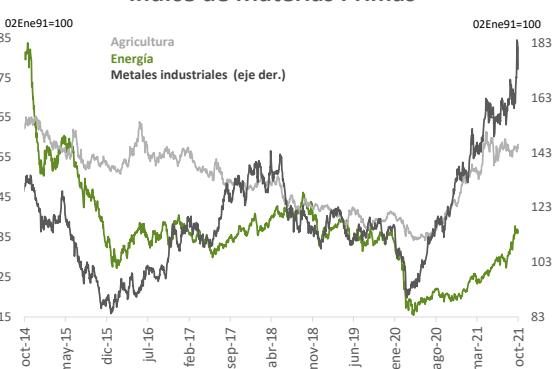
Fuente: Elaboración propia en base a Bloomberg

Evolución Contrato Activo (Ene22) de la Soja



Fuente: Elaboración propia en base a Bloomberg

Índice de Materias Primas



Fuente: Elaboración propia en base a Bloomberg

ya que los precios de los contratos para 2022 continúan en niveles similares a los observados en mayo, cuando el precio del poroto de la soja alcanzó su máximo más reciente.

Al igual que la industria de Brasil, el comercio mundial se viene desacelerando debido a la interrupción de la cadena de suministro, problemas de logística y aumento de los costos de envío. Al respecto, si bien los costos de los fletes parecerían estar revirtiendo su tendencia al alza, la menor producción de China por cierres en algunas plantas para hacerle frente al aumento de casos de Coronavirus y los cuellos de botella que se están generando a nivel global en los principales puertos marítimos, por donde pasa aproximadamente el 80% de comercio mundial, continúan latentes. En este sentido, es importante señalar que el crecimiento económico de China, principal demandante de materias primas, siguió desacelerándose en el tercer trimestre, al registrar 4,9% i.a. frente al 7,9% i.a. observado en el segundo y podría mostrar un resultado menos auspicioso en el cierre del año de concretarse los rumores sobre el mal desempeño del sector inmobiliario que se exacerbaron con la restructuración de Evergrande.

Finalmente, en lo que se refiere a la liquidez global, la mayor inflación en Estados Unidos, que en septiembre marcó un 5,4% i.a. por la baja base de comparación y un 0,4% en términos mensuales (0,1 p.p. más que en agosto) propició la expectativa sobre un endurecimiento más cercano por parte de la FED que impulsó el aumento en el rendimiento de los bonos del Tesoro. Esto último, sumado a la presión generalizada en la inflación, motivó un cambio en la tendencia de la política monetaria emergente que en la región se ha visto acelerada en los últimos meses.

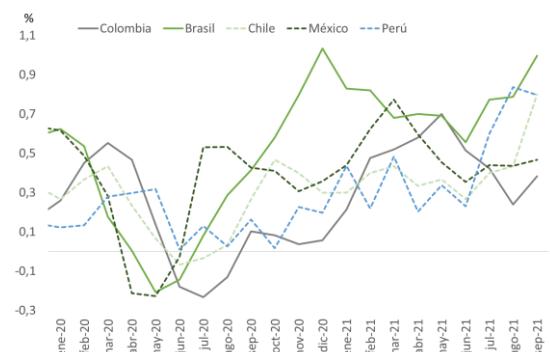
En este sentido, países como Colombia, que no había realizado movimientos al alza de su tasa en cinco años lo hizo el pasado 30 de septiembre, al pasar de 1,75% a 2%. Asimismo, Chile sorprendió con su suba de finales de agosto (de 0,75% a 1,5%) y la llamativa decisión del pasado 13 de octubre, al pasar de 1,5% a 2,75%. Vale recordar que

Global. Índice Compuesto Costo Contenedor de 40 Pies



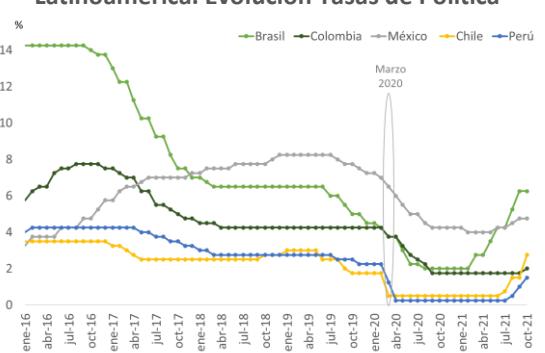
Fuente: Elaboración propia en base a Bloomberg

Latinoamérica. Variación Mensual de Precios. Promedio Móvil 3 meses



Fuente: Elaboración propia en base a Central Bloomberg

Latinoamérica. Evolución Tasas de Política

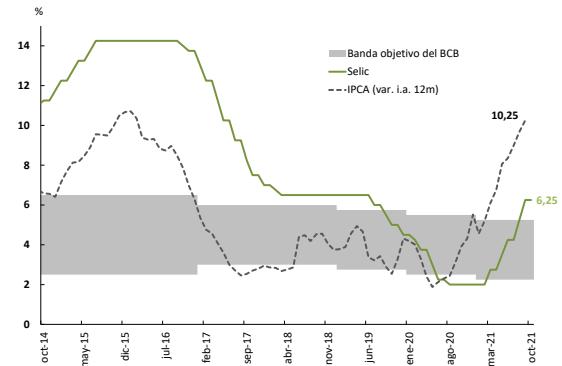


Fuente: Elaboración propia en base a Central Bloomberg

esta tendencia la inició Brasil a mediados de marzo, partiendo de 2% hasta el actual 6,25% en el que se ubica actualmente su tasa Selic, en un contexto en el que la inflación interanual se ubicó en septiembre en 10,25%, siendo su meta máxima 5,25%.

De cara al futuro, es importante señalar en el balance de riesgos que el actual retiro de estímulos monetarios que se está viendo materializado en las sucesivas subas de tasas de referencia podría truncar la recuperación económica de los principales socios comerciales del país, máxime si se tiene en cuenta que son las cuestiones logísticas y de costos las que estarían influyendo de manera más marcada en las subas de precios y que los estímulos fiscales fueron sepultados en la mayoría de los mercados emergentes en 2020. Asimismo, vale alertar sobre el incremento más acelerado en el precio del petróleo y la alta volatilidad en el mercado de algunos de los principales productos de exportación de Argentina dado el componente financiero que determina parte de su precio, pues de materializarse se verían afectados los términos del intercambio. Asimismo, si bien es muy poco probable la cesación de pagos por parte de Estados Unidos, la puja política en torno al incremento del límite al endeudamiento, que permitiría la emisión de más deuda, podría afectar con mayor fuerza el rendimiento de los bonos con efectos sobre la afluencia de capitales hacia los mercados emergentes y sobre el precio de las materias primas para 2022, dado que la actual prórroga a la suspensión del “techo de deuda” está vigente hasta diciembre.

Brasil. Evolución Tasas de Política e Inflación



Fuente: Elaboración propia en base a Banco Central de Brasil

Metodología | Índice de Condiciones Externas (ICE)

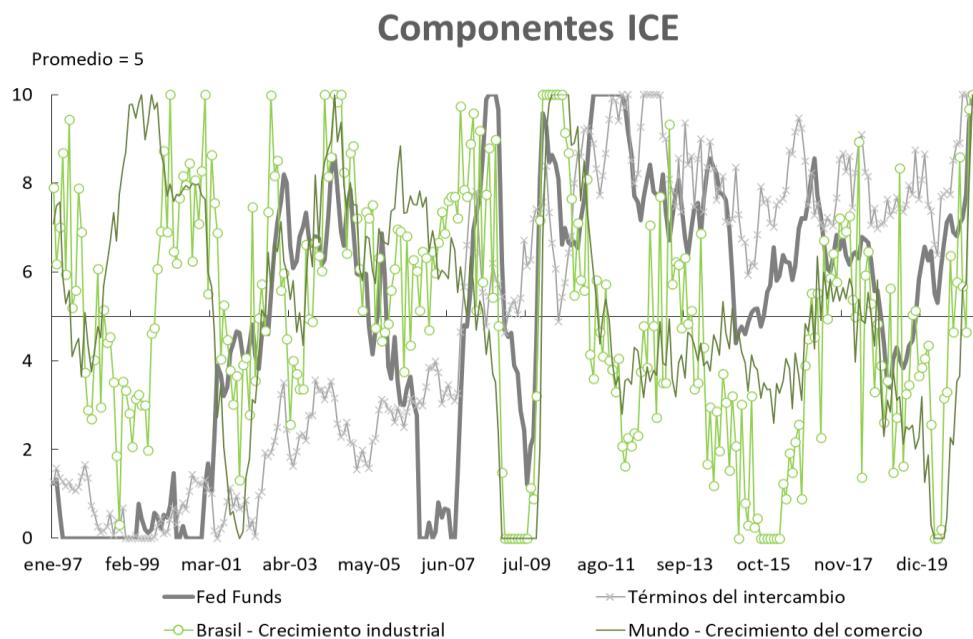
El Índice de Condiciones Externas es un indicador elaborado por la Gerencia de Estudios Económicos que busca reflejar el contexto económico internacional que enfrenta el país y que condiciona o potencia su nivel de actividad interno y el intercambio comercial. De este modo, buscamos observar la incidencia de los “vientos de cola” o “los vientos de frente” en la economía, medidos a través de la liquidez mundial, los precios de las materias primas y la demanda externa. Para ello hemos identificado los principales factores internacionales que afectan a nuestra economía, ya sea a través del canal económico o real y a través del canal financiero.

La tasa de interés real de la FED denota la situación de liquidez internacional, principalmente de Estados Unidos. La variable se utiliza en forma invertida, dado que se espera que cuando más negativa es la serie, mayor liquidez disponible existe a nivel internacional. Asimismo, la variable refleja en forma indirecta la fase del ciclo económico que se observa a nivel mundial y también genera ciclos en las cotizaciones de las materias primas.

El crecimiento interanual del volumen del **comercio internacional mundial** es una serie que refleja el intercambio de las mercancías y es elaborada por la oficina de estadísticas de Países Bajos. La serie tiene una periodicidad mensual y refleja las condiciones de la demanda externa.

Los precios de las materias primas son seguidos por los **términos del intercambio** procedentes del intercambio comercial argentino y representan el poder de compra de la canasta de exportación local.

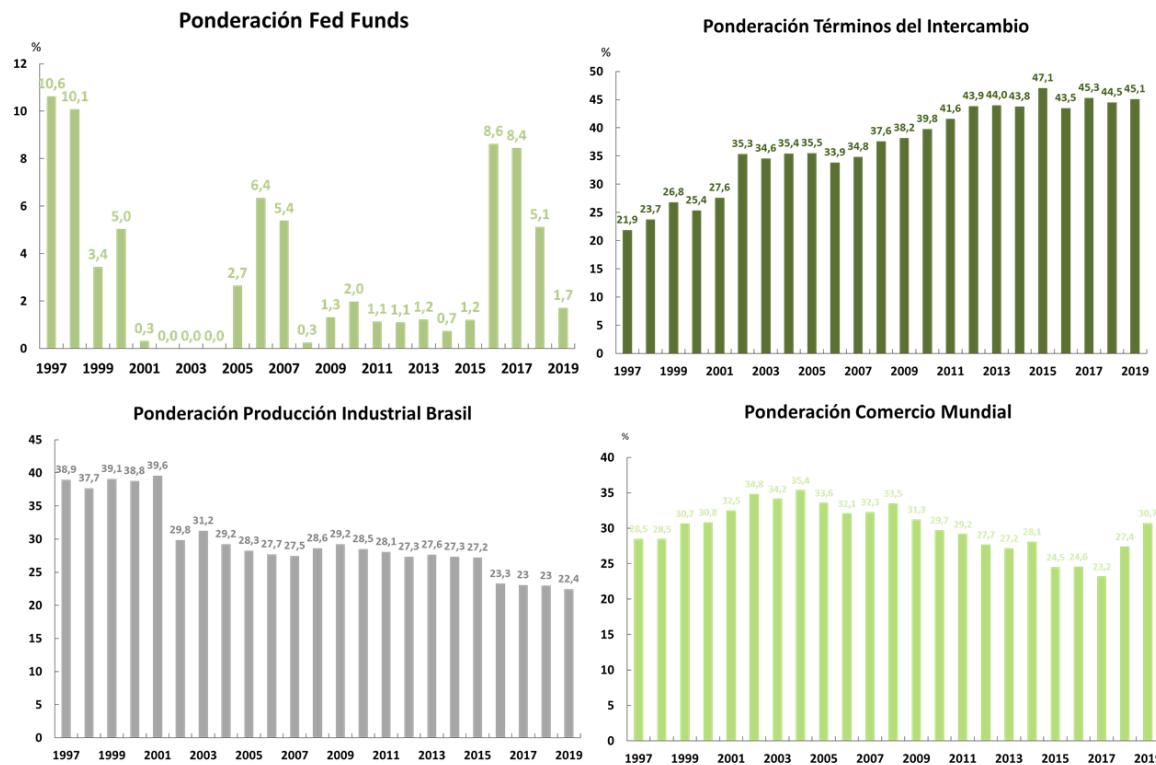
Finalmente, se releva también el **ciclo económico de Brasil a través de la variación de su producción industrial**, que exhibe una importante correlación con la posibilidad de exportar manufacturas de origen industrial dentro del bloque comercial.



A fin de poder incorporar series que son tan disímiles en un indicador, se ha elegido normalizar las series en base al promedio histórico desde 1997 a la actualidad dándole un valor igual a 5. Desde allí, una serie que indica un valor por encima de 5 se ubica por encima de la media del período, reflejando que la situación externa es más favorable. En sentido inverso, si una variable se ubica por debajo de 5 el indicador registra un valor por debajo de la media y la situación externa es menos propicia. Luego se han elegido los valores extremos como los ubicados a dos desvíos estándar de la media y se han truncado los valores fuera del entorno.

Un tema de discusión es la forma de ponderar las diferentes variables dentro del indicador. Ello se debe a que la estructura de la economía de Argentina y los modelos de relación con el exterior han variado significativamente desde 1997 a la fecha. Para ello, se ha elegido aplicar coeficientes dinámicos del peso de cada uno de los factores en proporción del Producto local. Así, como ponderador para la tasa de interés mundial se han tomado como referencia la suma de los servicios de la deuda externa y la inversión extranjera directa como porcentaje del PIB, para el comercio internacional y los precios de las materias primas se ha utilizado el coeficiente de apertura de la economía local (exportaciones más importaciones sobre el Producto a precios corrientes, excluyendo en el cálculo a Brasil), y para la influencia de Brasil se ha utilizado el peso de la industria sobre el Producto sumado al intercambio comercial con Brasil.

La ventaja de la metodología es que permite identificar el impacto de las condiciones según si la economía está abierta o cerrada a los capitales, cambios en los precios o en las cantidades el comercio exterior y la incidencia de Brasil en la economía local.



Finalmente, se han adoptado dos indicadores, uno estructural donde la base del análisis son los promedios históricos y otro de corto plazo donde la base son los promedios de los últimos cinco años para una mejor captura de los cambios recientes.

Analizando la evolución del indicador desde 1997 a la actualidad, se puede observar que existen importantes coincidencias entre los ciclos internos del comercio y de la actividad económica con respecto a las condiciones internacionales. En particular, se registran puntos de giro similares en la crisis del sudeste asiático, la salida de la convertibilidad, la crisis de Lehmann Brothers y en el episodio actual.

