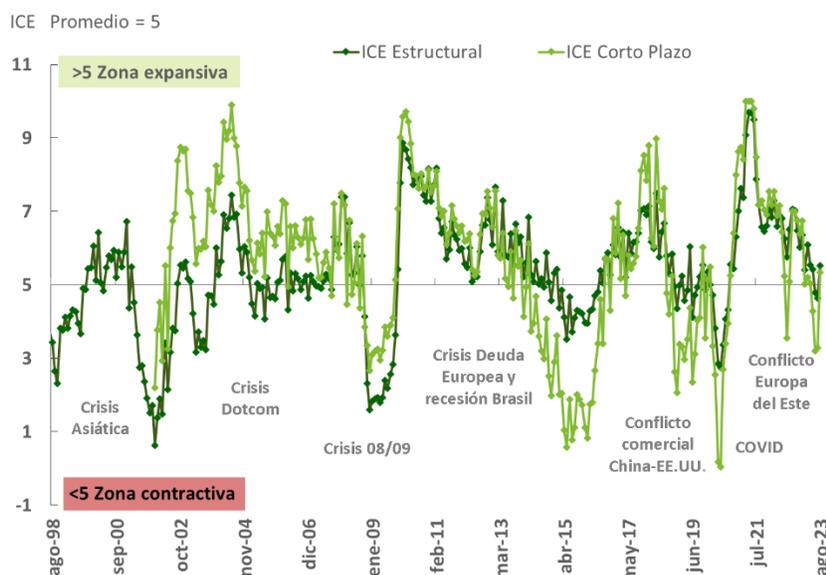


Contexto Internacional

Las condiciones internacionales retornaron a terreno expansivo en agosto. Tras dos meses por debajo del umbral neutral de 5 puntos (p.), el Índice de Condiciones Externas¹ (ICE) volvió a dar cuenta de un contexto internacional favorable para el país, resultado de la mejora en los términos del intercambio, debido a una caída más pronunciada en los precios de la canasta importada sobre la exportada, y de la industria de Brasil, que si bien exhibió una variación positiva este mes sigue oscilando en torno al mismo nivel sin mostrar signos claros de crecimiento.

Índice de Condiciones Externas



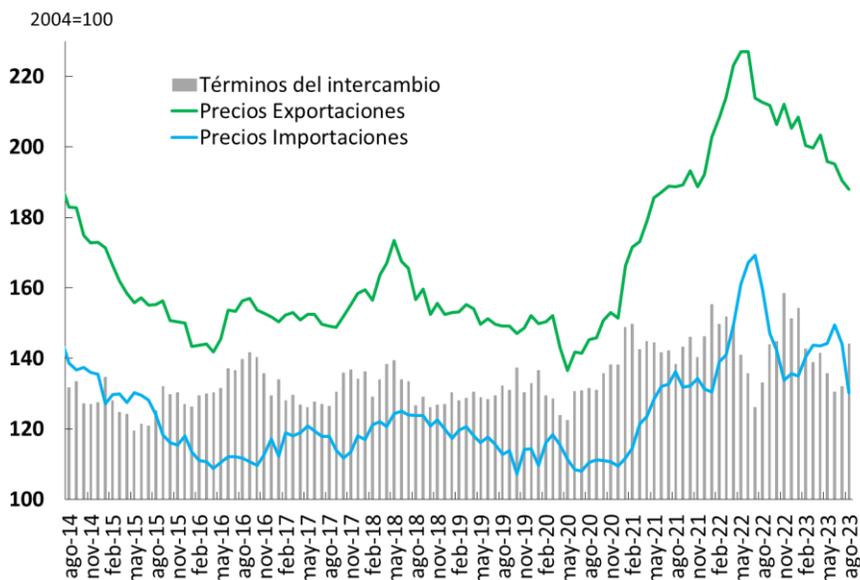
FUENTE: Elaboración propia

Durante junio y julio el ICE en su medición estructural se ubicó en la zona contractiva, rompiendo treinta y tres meses de sesgo expansivo. No obstante, en el octavo mes del año, la tendencia volvió a ubicarse por encima del umbral neutral de 5 p. Este mismo comportamiento se observó en la medición coyuntural, aunque en ésta la contracción llegó a acumular tres meses consecutivos. En ambos casos, la mayor parte de las tendencias observadas se deben a los vaivenes de los términos del intercambio, dada la volatilidad impuesta por el conflicto en Europa del Este y la incertidumbre respecto a la política monetaria de la FED y la actividad global.

La relación de precios externos de agosto siguió siendo alta en relación con su promedio histórico, por lo que siguen posicionados como el único determinante positivo del plano internacional en la medición de largo plazo y en este mes particularmente mostraron una importante recuperación, afectando de manera positiva también a la medición coyuntural. Puntualmente, los precios de exportación cayeron -11,6% i.a., mientras que los de importación exhibieron una contracción de -18,4% i.a., dejando una evolución positiva de 8,3% i.a. en los términos del intercambio.

¹ El Índice de Condiciones Externas (ICE) elaborado por la Gerencia de Estudios Económicos da cuenta del contexto económico internacional que enfrenta la Argentina, con la finalidad de observar la incidencia que tienen sobre su nivel de actividad y su intercambio comercial, factores como la liquidez mundial, los precios de las materias primas, el ciclo económico de Brasil y la demanda externa. Para ello se realiza una estimación de largo plazo, en la cual se compara la situación actual con el contexto histórico desde enero de 1997, y otra de corto plazo que también compara la situación actual, pero respecto a los últimos cinco años.

Evolución de los Términos del Intercambio



FUENTE: Elaboración propia en base a INDEC

A nivel regional, de acuerdo con el Instituto Brasileño de Geografía y Estadística (IBGE), la industria de Brasil sigue operando en una situación “ganar-perder”, oscilando en torno al mismo nivel sin lograr recuperarse completamente de la fuerte contracción observada durante la pandemia, pues pese a las mejoras de 0,5% i.a. y 0,4% mensual observadas en agosto, la producción fabril todavía se ubica un 1,8% por debajo del nivel de febrero de 2020. Para el Instituto, esta situación se explica porque, a pesar de las medidas que se han tomado para reducir las tasas de interés, estas siguen siendo altas, lo que afecta las decisiones de consumo e inversión.

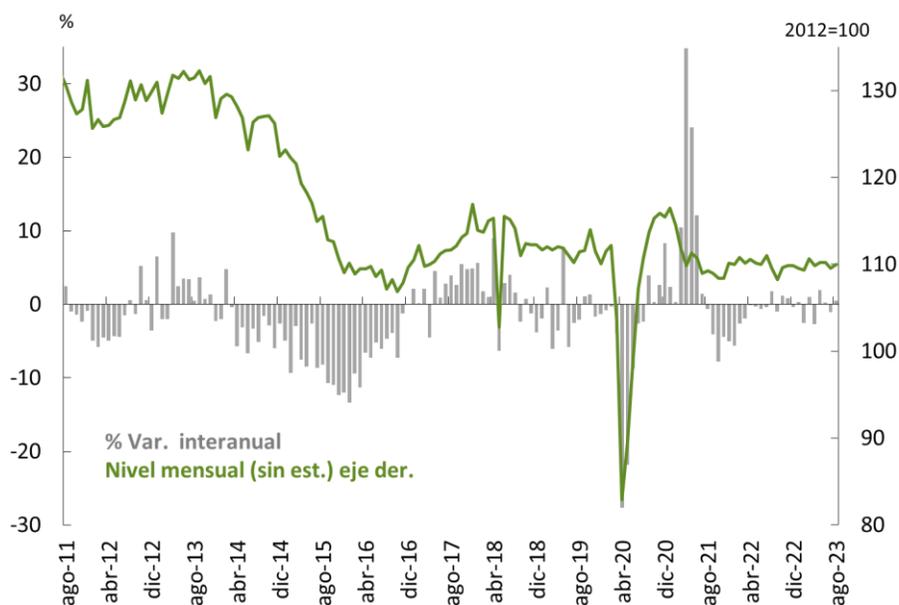
En cuanto al comercio mundial, tanto en la estimación coyuntural como en la estructural la congestión del transporte marítimo en los puertos por el bajo nivel de agua en el Canal de Panamá y el conflicto en Europa del Este se venían haciendo sentir desde hace varios meses. Sin embargo, el comercio se ha venido recuperando, al punto que la actividad portuaria de Rusia en San Petersburgo, Vladivostok y Novorossiysk en agosto se ubicó en un nivel similar al preguerra.

Finalmente, en lo que se refiere a la liquidez global, la menor inflación en Estados Unidos unida al ciclo de incrementos en la tasa de interés de los fondos federales y al avance del ajuste cuantitativo, situación que se repite en los principales bancos centrales del mundo, ha disminuido la liquidez, generando que tanto a nivel estructural como coyuntural este sea un factor que afecta negativamente las condiciones externas del país.

De cara al futuro, el contexto internacional para el país contiene riesgos tanto al alza como a la baja. Por un lado, el conflicto en Gaza podría afectar la recuperación del comercio. Asimismo, éste podría seguir impulsando los precios del petróleo, aportando mayor volatilidad a la canasta importadora de Argentina, logrando hacerle contra peso a la buena performance que han tenido recientemente los precios del trigo, el maíz y la soja, debido a las proyecciones sobre oferta y demanda expuestas por la USDA. Luego de venir experimentando tendencias bajistas, el informe dado a conocer el 12 de octubre cambió la dinámica de precios. Para el trigo, pese a que se espera una buena cosecha en

Estados Unidos, la reducción de producción en varios países propició las mejoras, mientras que para el maíz la reducción se vio principalmente en el país del norte. En cuanto a la soja, la reducción de la producción en Estados Unidos y en otros países impulsó las subas.

Evolución de la Industria de Brasil



FUENTE: Elaboración propia en base a IBGE

En cuanto a Brasil, si bien se espera una mejora de la producción industrial respecto a 2022, su comportamiento en lo que resta del año también depende de diferentes factores externos, dado que las categorías que están liderando las mejoras recientes son el mineral de hierro, el petróleo y las industrias alimentarias, altamente influenciadas por los vaivenes internacionales. Finalmente, luego de la suba de 0,25 p.p. realizada en julio por la FED en su tasa de referencia, el futuro accionar de la FED no está del todo claro. Según los dichos recientes de Jerome Powell, si los tipos actuales no son suficientes para mantener un período de crecimiento económico por debajo de la media que termine de llevar la inflación a su objetivo, no les temblará la mano para subir las tasas nuevamente. Habrá que esperar la reunión del próximo 1ero de noviembre, pero de confirmarse este escenario más “duro”, la liquidez global se vería afectada de forma negativa.

Metodología

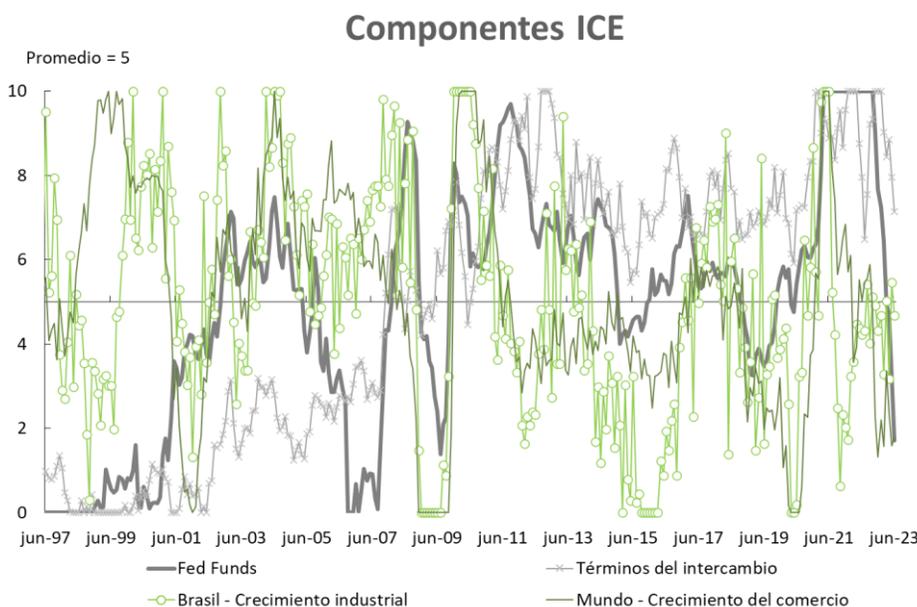
El Índice de Condiciones Externas es un indicador elaborado por la Gerencia de Estudios Económicos que busca reflejar el contexto económico internacional que enfrenta el país y que condiciona o potencia su nivel de actividad interno y el intercambio comercial. De este modo, se busca observar la incidencia 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. Los datos son tomados de INDEC.

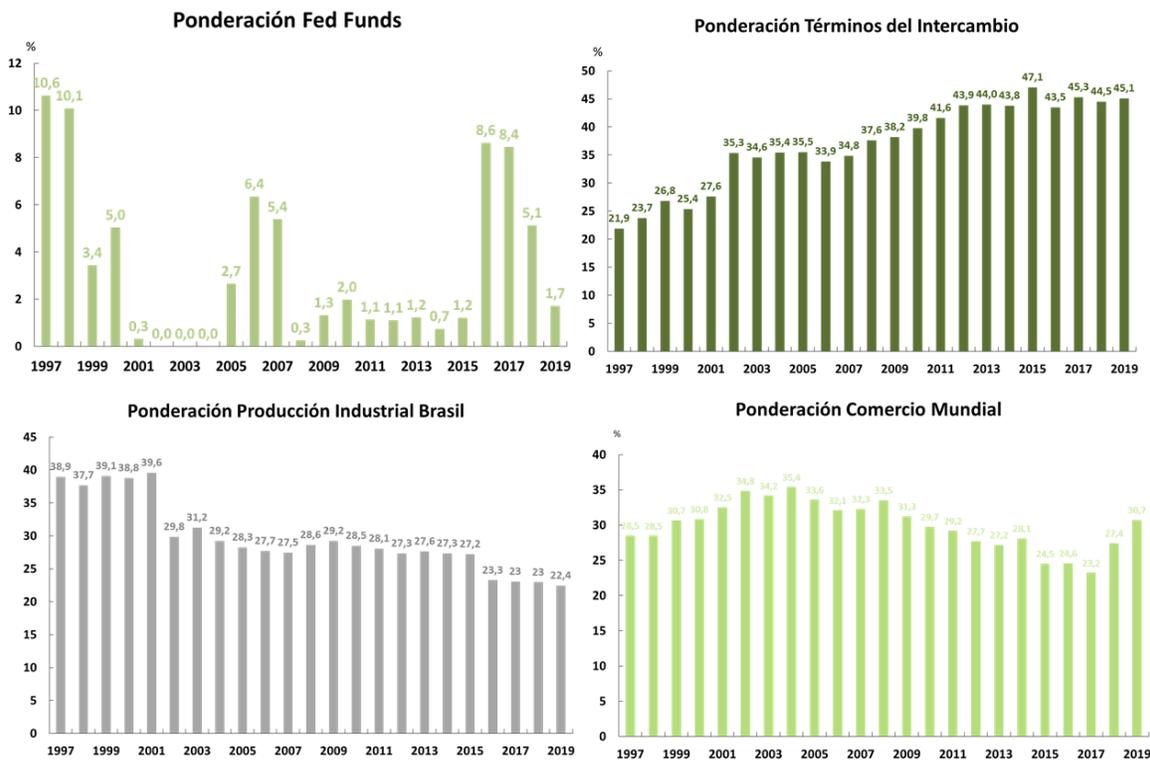
Finalmente, se releva también el ciclo económico de Brasil a través de la variación de su producción industrial, que exhibe una importante correlación con la posibilidad de exportar manufacturas de origen industrial dentro del bloque comercial. Los datos son provistos por el IBGE.



A fin de poder incorporar series que son tan disímiles en un indicador, se eligió normalizarlas 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. El mismo proceso se realiza para elaborar el indicador coyuntural, normalizando las series en base al promedio de los últimos 5 años.

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. Por 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 del 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, el Covid y en el episodio actual.

