

Internacional | Índice de Condiciones Externas (ICE) Jul-22

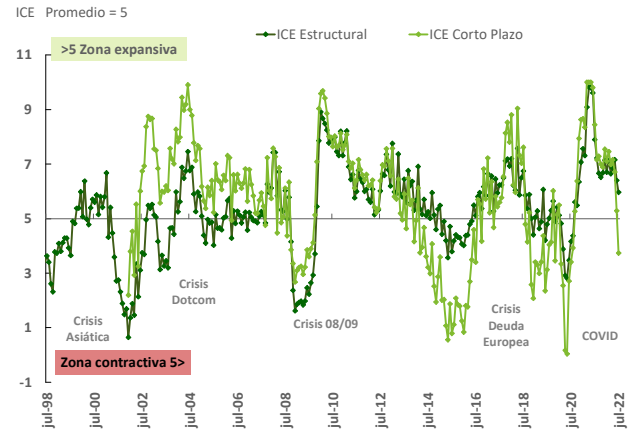
Desde 2021 el contexto internacional ha jugado un rol fundamental en la recuperación de la economía local, gracias a que los términos del intercambio se ubican en niveles récord en términos históricos. Sin embargo, cuando se acorta el período de análisis, emergen algunos matices. La guerra en Europa del Este dotó a la energía, y más concretamente al gas, con un carácter geoestratégico al estilo de lo que sucedió con el petróleo en 1970, propiciando que las cotizaciones internacionales se elevaran y que con ello parte de la canasta importada de Argentina se hiciera más costosa.

Esta situación se ha visto claramente reflejada en el Índice de Condiciones Externas (ICE)¹, que viene contrayéndose en línea con el detrimento en los términos del intercambio. Particularmente en julio, el ICE que explica las condiciones de más corto plazo ya se ubica por debajo del umbral neutral de 5 puntos (p.), en 3,7 p., al tiempo que el estructural continuó su descenso llegando a 6p. este mes, ambos posicionados como los niveles más bajos anotados desde el tercer trimestre de 2020. En este sentido, es importante resaltar que durante julio los términos del intercambio se contrajeron 11,2% i.a. (+13,5% i.a. en precios de exportación y +27,8% i.a. en precios de importación) y habría que remontarse a mayo de 2015 para encontrar un comportamiento similar.

No obstante, la tendencia parecería estar revirtiéndose. De acuerdo con el INDEC, durante agosto los términos del intercambio solo variaron -2,9% i.a. (11,9% i.a. en exportación y 15,3% i.a. en importación) y, teniendo en cuenta los movimientos en diferentes cotizaciones internacionales, esta tendencia menos negativa se

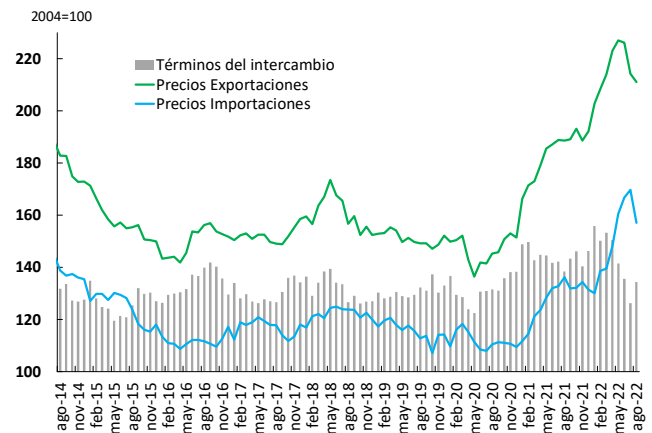
¹ El Índice de Condiciones Externas (ICE) elaborado por la Gerencia de Estudios Económicos da cuenta del contexto económico internacional que enfrenta la Argentina, con la finalidad de observar la incidencia que tienen sobre su nivel de actividad y su intercambio comercial, factores como la liquidez 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.

Índice de Condiciones Externas



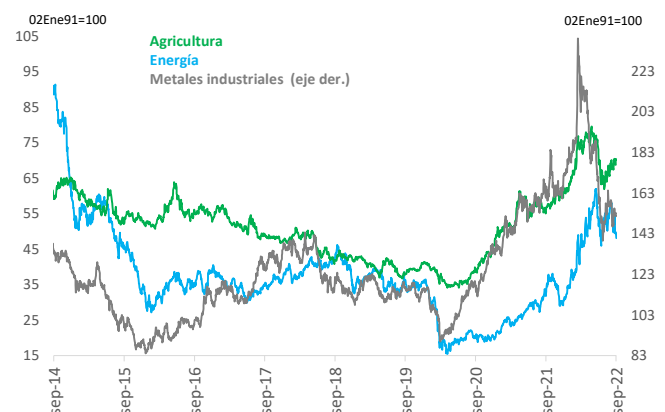
Fuente: Elaboración propia

Argentina. Términos del Intercambio



Fuente: Elaboración propia en base a INDEC

Índice de Materias Primas

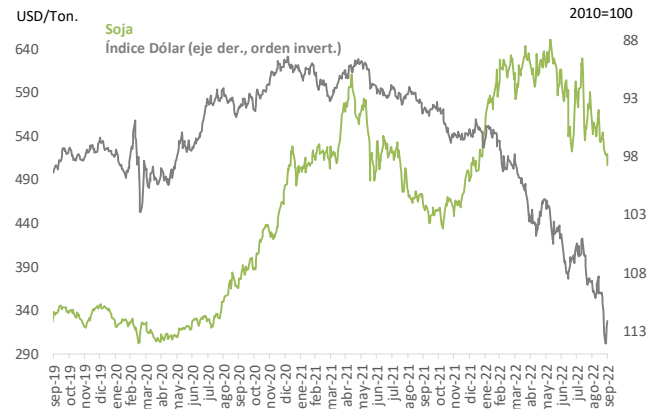


Fuente: Elaboración propia en base a Bloomberg

extendería también a septiembre. Al respecto, un factor importante a destacar es la buena performance que tuvo la soja durante casi todo el noveno mes del año, pues el menor pronóstico del área cosechada y del rendimiento para Estados Unidos dado a conocer por USDA tuvo al poroto rondando los USD570 por tonelada pese al fortalecimiento récord del dólar, siendo el promedio de agosto USD560 por tonelada. De igual forma, vale resaltar que este viernes 30 de septiembre la oleaginosa tuvo un comportamiento bastante atípico, ya que su cotización internacional presentó una importante caída diaria de 2,4% a pesar del reciente freno a la racha alcista del dólar propiciado por la intervención de los Bancos Centrales de Inglaterra y Japón. Por su parte, el GNL Japón/Korea Msk Sw de referencia para Argentina cotiza en USD44 por MMBtu en septiembre, mientras que en agosto su referencia promedio fue de USD57 por MMBtu, todo esto en un contexto en el que el petróleo viene anotando fuertes contracciones diarias que lo ubican en torno a los USD90 por barril en la modalidad Brent debido a un panorama menos auspicioso en la actividad global por la política monetaria más agresiva, los datos recientes de recesión en el Reino Unido y la campaña de movilización rusa.

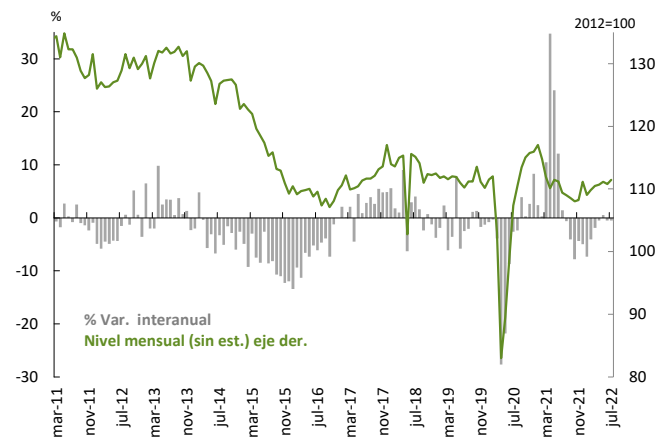
Dicho esto, también hay que señalar que el contexto internacional se ha visto ensombrecido por la actividad manufacturera de Brasil, que todavía no logra recuperarse completamente de los efectos de la pandemia. Particularmente en julio, la industria brasileña se ubicó 0,5% por debajo de febrero de 2020 y 17,3% por debajo de su máximo de mayo de 2011. Sin embargo, la buena noticia es que a lo largo de los siete meses de 2022 el sector ha mostrado una mayor frecuencia de resultados positivos mensuales (cinco), siendo julio uno de ellos (0,6%). Asimismo, teniendo en cuenta que la inflación y las altas tasas de interés han sido dos determinantes importantes a la hora de explicar el débil desempeño de la industria, pues socavan la demanda interna, los datos más recientes que muestran una inflación en agosto en el 8,73% anual (-0,36% mensual) con un Banco Central que decidió frenar el endurecimiento monetario al dejar inalterada su tasa la

Índice Dólar y Soja



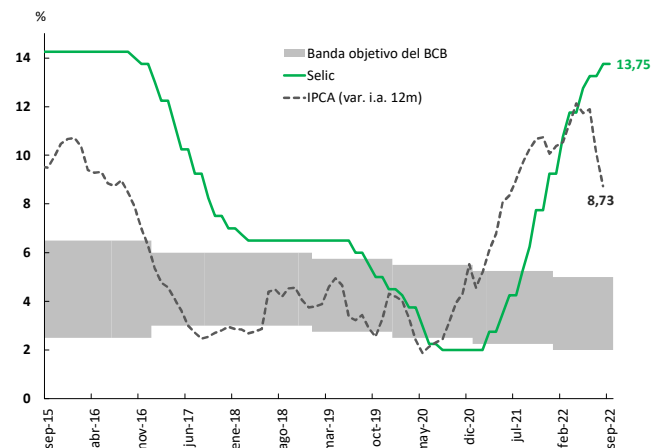
Fuente: Elaboración propia en base a Bloomberg

Brasil. Evolución de la Industria



Fuente: Elaboración propia

Brasil. Tasa de Política e Inflación



Fuente: Elaboración propia en base a Bloomberg y BCB

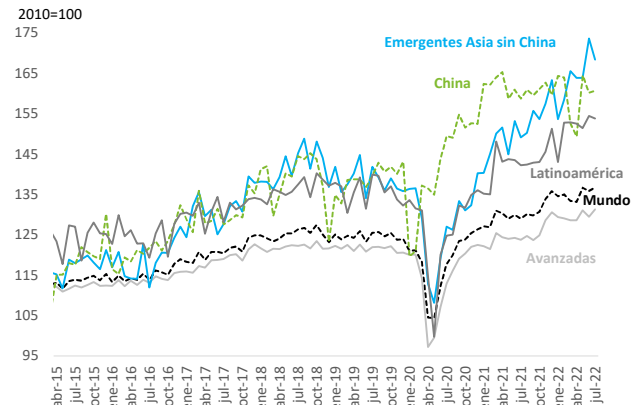
semana pasada en 13,75%, lucen promisorios para el sector.

Por su parte, otro de los frentes importantes que enfrenta Argentina, el comercio global, continúa mejorando. Durante julio los volúmenes transados a nivel mundial volvieron a crecer (0,7%), impulsados principalmente por las economías avanzadas (1,4%) y China (0,3%), pues los emergentes sin el gigante asiático (-3%) y Latinoamérica (-0,4%) se contrajeron en relación con junio. Adicionalmente, según el indicador adelantado de comercio de Kiel, la tendencia se habría extendido hasta septiembre, al anotar una mejora global de 1%, aunque con contracciones en Alemania (-0,4% en exportaciones y -0,1% en importaciones) y la Unión Europea en general (-4,1% en exportaciones y -1,1% en importaciones), debido a congestiones en el Mar del Norte, que tienen más del 2% de la capacidad de carga global atrapada allí sin poder cargar o descargar.

Finalmente, en lo que se refiere a la liquidez global, pese a la desaceleración exhibida en la inflación de Estados Unidos en agosto (8,3%, desde 8,5% en julio en términos anuales y -0,04% desde -0,02% en términos mensuales), el Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés) decidió subir su tasa de política $\frac{3}{4}$ de punto, hasta el rango de 3-3,25%, el más alto desde principios de 2008, tal y como esperaba el mercado. Esta decisión fue unánime y el gráfico de puntos muestra una mayoría de 10/19 a favor de subir por encima del 4,25% este año, lo que sugiere que es posible un cuarto aumento consecutivo de 75 puntos básicos (p.b.) en noviembre e incluso un movimiento adicional en la última reunión de diciembre.

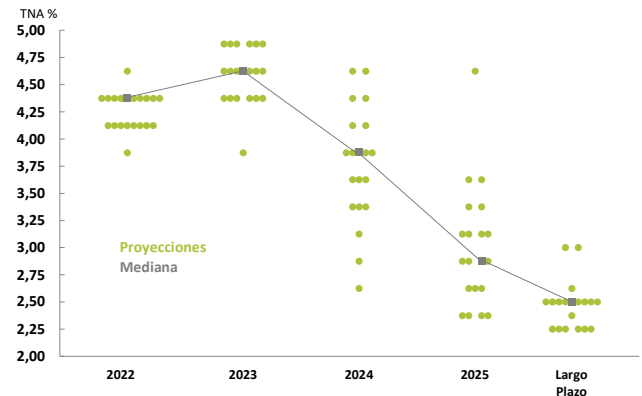
Adicionalmente, la decisión de FED vino acompañada por la actualización de sus proyecciones, en las que resaltan el recorte a la tasa de crecimiento de la actividad en relación con la proyección de junio, previéndose prácticamente que la principal economía del mundo permanecerá igual que en 2021; el leve incremento en la proyección de desempleo; un aumento en la proyección de la inflación y un fuerte salto en la tasa de política esperada en los próximos años.

Evolución Comercio Mundial



Fuente: Elaboración propia en base a CPB

Estados Unidos. Proyección Fed Funds



Fuente: Elaboración propia en base a FOMC

Estados Unidos. Proyecciones FOMC

Proyecciones	2022	2023	2024	2025	Largo Plazo	Cambio 2022
PIB Real						
Proyección Septiembre	0,2	1,2	1,7	1,8	1,8	-
Proyección Junio	1,7	1,7	1,9		1,8	
Tasa de Desempleo						
Proyección Septiembre	3,8	4,4	4,4	4,3	4	+
Proyección Junio	3,7	3,9	4,1		4	
Índice de Precio PCE						
Proyección Septiembre	5,4	2,8	2,3	2,0	2,0	+
Proyección Junio	5,2	2,6	2,2		2,0	
Índice de Precio PCE Núcleo						
Proyección Septiembre	4,5	3,1	2,3	2,1		+
Proyección Junio	4,3	2,7	2,3			
Tasa Fondos Federales						
Proyección Septiembre	4,4	4,6	3,9	2,9	2,5	+
Proyección Junio	3,4	3,8	3,4		2,5	

Fuente: Elaboración propia en base a FOMC

Así las cosas, de cara al futuro, continúan latentes algunos riesgos que podrían seguir deteriorando el contexto internacional para el país, aunque en frentes importantes la situación podría mejorar. El riesgo sobre una desaceleración en los términos del intercambio que se estuvo vaticinando en ediciones anteriores para los meses de junio y julio, finalmente se materializó, pero los datos más recientes de futuros dan cuenta que esta presión podría alivianarse hacia el último tramo del año, sobre todo si los datos de cosechas no mejoran de manera considerable. Por otro lado, las sucesivas subas de tasas de referencia podrían tener efectos negativos sobre la actividad económica de los principales socios comerciales del país, restándole impulso a la demanda externa, aunque el hecho de que Brasil, principal socio de Argentina, haya decidido dejar inalteradas sus tasas de política en un contexto en el que la inflación mostró dos meses consecutivos de desaceleración, es una buena noticia que podría impactar positivamente en la economía local.

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.

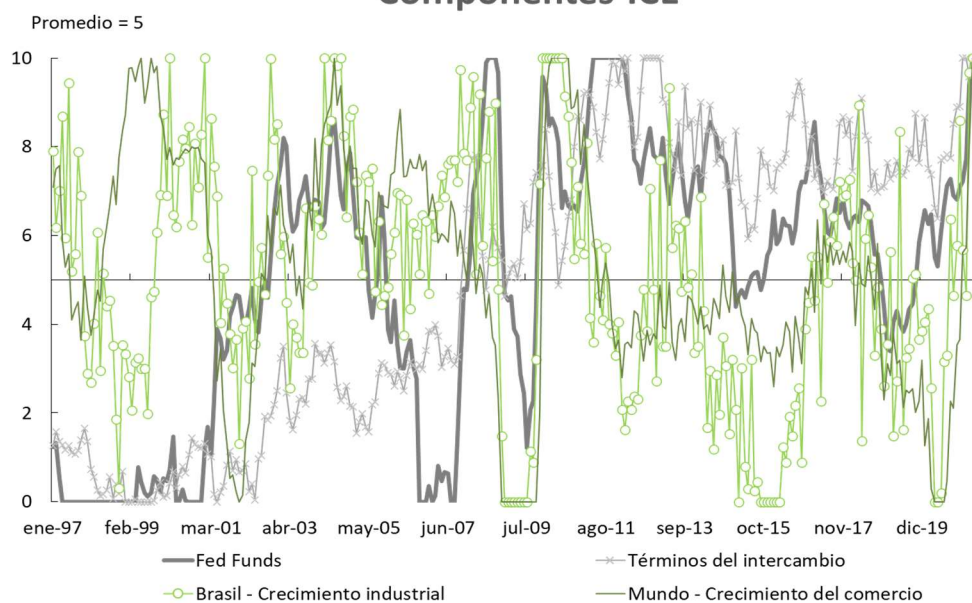
La **tasa de interés real de la FED** denota la situación de liquidez internacional, principalmente de Estados Unidos. La variable se utiliza en forma invertida, dado que se espera que cuando más negativa es la serie, mayor liquidez disponible existe a nivel internacional. Asimismo, la variable refleja 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.

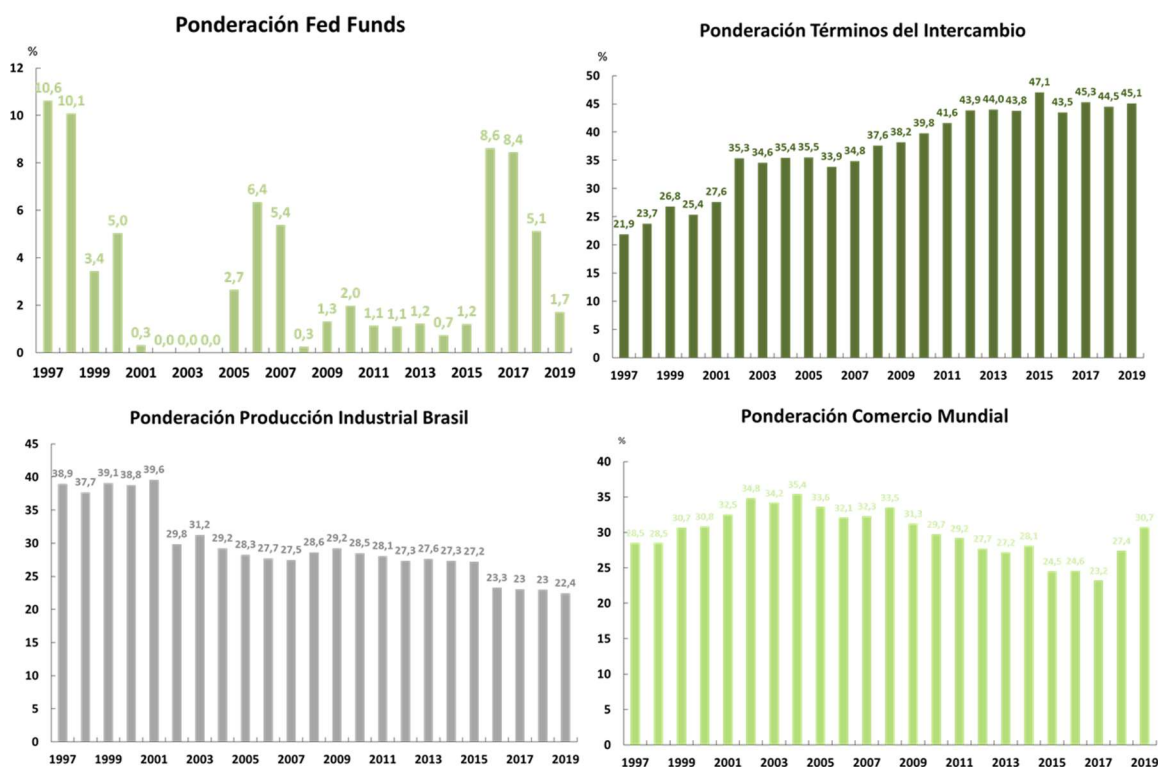
Componentes ICE



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.

