

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

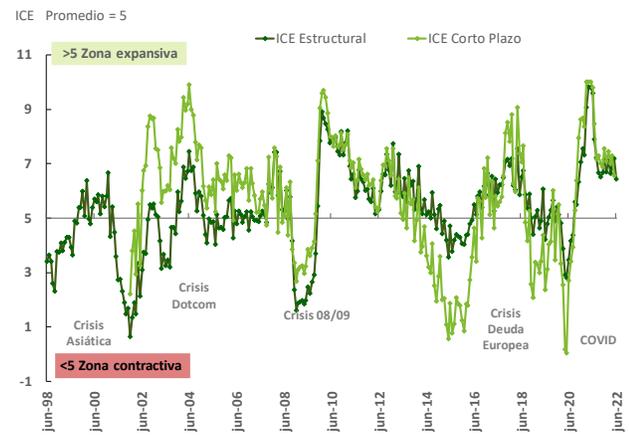
En 2021, el frente externo fue uno de los principales motores de la recuperación de la economía argentina. La reactivación de la demanda global en un marco de mejora de los términos de intercambio, producto de precios de exportación creciendo más rápido que los de importación, impulsó nuestras ventas a la vez que fortaleció las reservas del Banco Central.

Este efecto se diluyó en 2022: las tensiones en Europa del Este moderaron la recuperación de la actividad global, a la vez que aceleraron las cotizaciones de los commodities energéticos por sobre los agropecuarios. Más aún, la economía brasileña fue reduciendo sus proyecciones de crecimiento, mientras que la mayor inflación internacional alteró el orden de prioridades de las principales economías del mundo: los problemas nominales ganaron terreno respecto de los reales. Dado que “la” herramienta antiinflacionaria de los bancos centrales más importantes del mundo es la tasa de interés, y que ésta intenta moderar la suba de precios desacelerando la demanda, este cambio se traduce en un menor crecimiento esperado.

En este contexto, en junio, los términos de intercambio agravaron su caída de mayo (-1,3% y -4,5% i.a., respectivamente), retroceso que se hizo sentir en las reservas del Banco Central. No obstante, más allá de este deterioro, en junio -última entrega- el Índice de Condiciones Externas siguió por encima de su umbral de neutralidad, aunque retrocedió 0,8 puntos respecto del cálculo de mayo, resultado esencialmente de la comentada moderación brasileña y la caída del poder de compra de nuestras exportaciones.

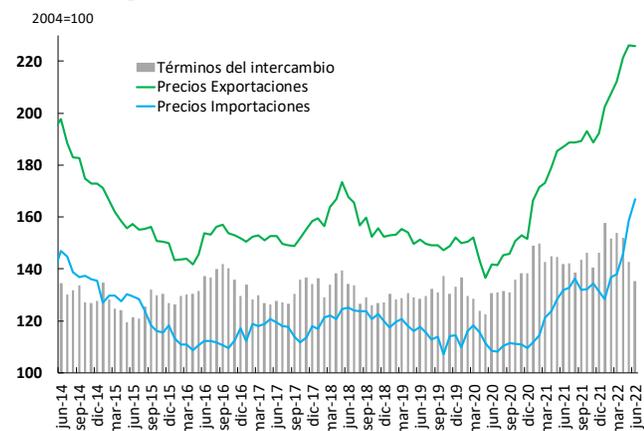
Aunque la dinámica adversa se habría moderado en julio, no se habría revertido. Para peor, mirando los mercados de futuros, el panorama no es alentador en el corto plazo: en tanto el precio esperado del poroto de soja cae 11,7% entre agosto y diciembre según estos contratos, y el de la harina se reduce 14,5%, el gas natural y el gas natural

Índice de Condiciones Externas



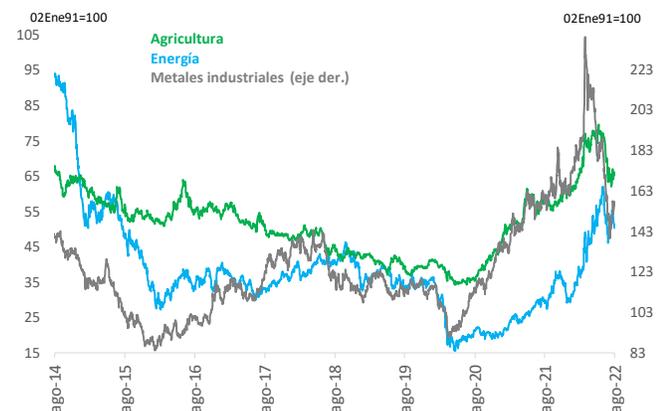
Fuente: Elaboración propia

Argentina. Términos del Intercambio



Fuente: Elaboración propia en base a INDEC

Índice de Materias Primas



Fuente: Elaboración propia en base a Bloomberg

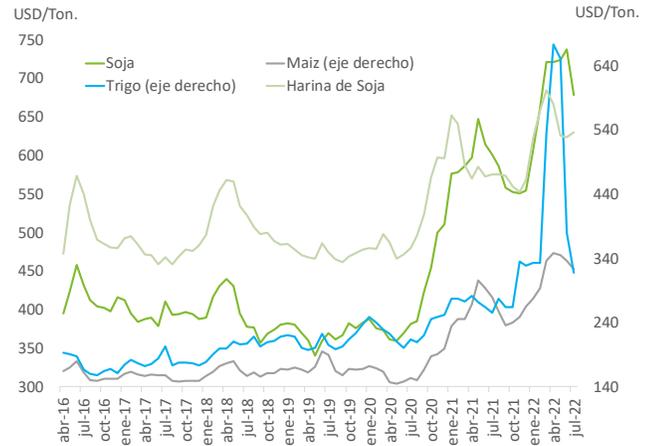


licuado seguirían aumentando (+1,9% y +13,2%). Por su parte, si bien ciertos commodities que nuestro país vende mejorarían sus precios (con el crecimiento de 5% en el trigo como principal ejemplo), el resultado seguiría siendo negativo. Dicho esto, vale remarcar que el escenario de precios externos sigue siendo favorable en una perspectiva de más largo plazo -por caso, el promedio histórico o de los últimos cinco años-, y de ahí que el ICE esté por encima de su umbral de neutralidad.

Por el lado real, sobresale la caída mensual e interanual de la industria brasileña en junio (-0,4% y -0,5%, respectivamente), que permanece 1,6% por debajo de sus niveles pre pandemia. Así, aunque hay cierto efecto precio positivo, el efecto cantidades continúa siendo un ancla para la recuperación. En la misma línea, el comercio global se habría contraído 1,7% en julio según el indicador que elabora el instituto alemán Kiel, después de haberse estancado en junio (+0,1% respecto de mayo). Las interrupciones del transporte global, la congestión de barcos en el Mar del Norte y la caída de las cargas en el Mar Rojo golpearon al comercio europeo (-0,5% mensual en junio las ventas extra-continente). Asimismo, según estimaciones privadas hay veinticuatro portacontenedores esperando autorización en German Bight, afectando al comercio del viejo continente con Asia, y desacelerando la tasa de crecimiento del mundo oriental. Por lo tanto, la reversión de la tendencia global tendrá que esperar, al menos, unos meses más.

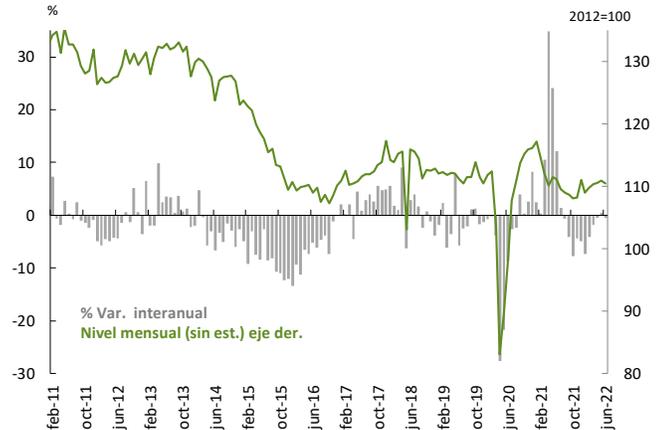
Por último, la Reserva Federal de Estados Unidos subió 0,75 p.p. su tasa de interés de política monetaria en julio -el cuarto ajuste en cinco meses-, llevándola al rango de 2,25%-2,50%. Considerando la desaceleración de la inflación de julio (+0,1% mensual, luego de un promedio de 0,9% mensual en el primer semestre), este avance implica un endurecimiento incluso en términos reales. Más aún, si la desaceleración inflacionaria persiste, y septiembre trae un nuevo ajuste de la tasa nominal (+0,75 p.p. según las encuestas del último FOMC, aunque, vale decir, este número se conoció antes del índice de inflación, menor al esperado, por lo que podría moderarse), la política

Evolución Principales Commodities Agrícolas



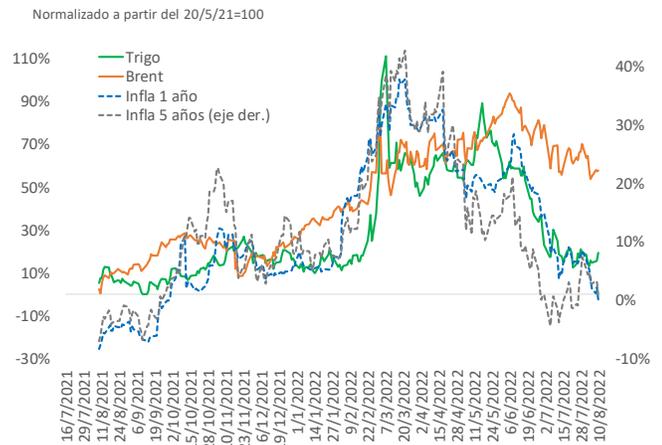
Fuente: Elaboración propia

Brasil. Evolución de la Industria



Fuente: Elaboración propia

Estados Unidos. Inflación y Commodities

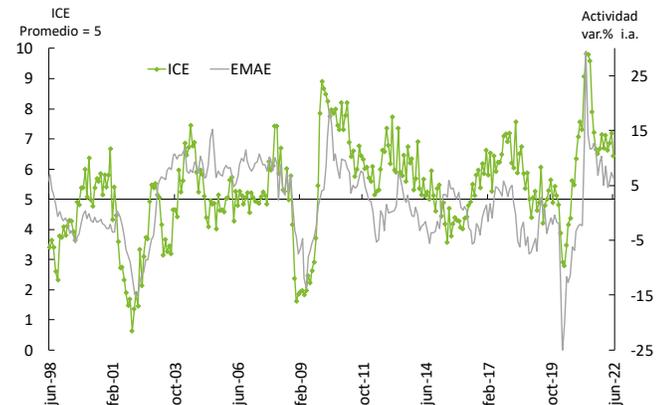


Fuente: Elaboración propia en base a Bloomberg

monetaria del principal Banco Central del mundo seguirá reforzándose.

Los bonos del Tesoro norteamericanos son un sustituto libre de riesgo del resto de los activos financieros, por lo que la mejora de su rendimiento empeora las perspectivas de los commodities, a la vez que ya está motivando a otros bancos centrales a subir sus tasas de interés. En este sentido, resalta la suba de 0,50 p.p. de la SELIC -tasa de referencia brasileña-, que llegó a 13,25% en julio, más de 2 p.p. por encima del 11% de inflación acumulada en los últimos doce meses. En consecuencia, y a modo de cierre, podemos afirmar que la dinámica global no solo ya dejó de ser claramente el motor que había sido en 2021, sino que ahora podría convertirse en un ancla: aunque la desaceleración nominal resta presiones inflacionarias sobre la economía doméstica, el deterioro del poder adquisitivo de nuestras exportaciones, en un marco de ralentización de la demanda de nuestros socios comerciales, está cambiando el sentido del viento de la economía global sobre nuestra economía.

Índice de Condiciones Externas y Actividad Económica



Nota: El dato de actividad de mayo 2022 corresponde al índice de actividad propio, elaborado por la GEE (ESAE)

Fuente: Elaboración propia

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.

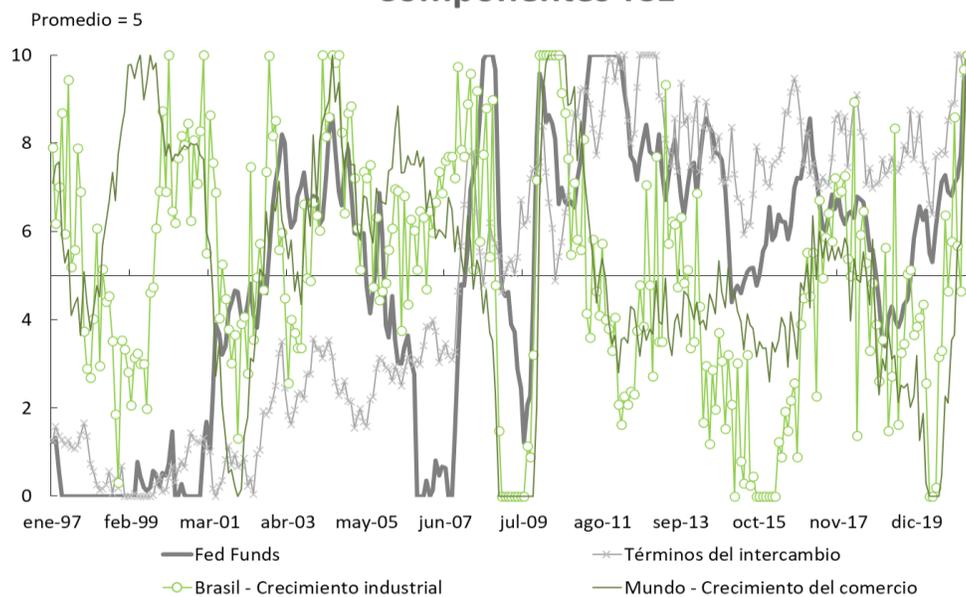
La tasa de interés real de la FED denota la situación de liquidez internacional, principalmente de Estados Unidos. La variable se utiliza en forma invertida, dado que se espera que cuando más negativa es la serie, mayor liquidez disponible existe a nivel internacional. Asimismo, la variable refleja en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

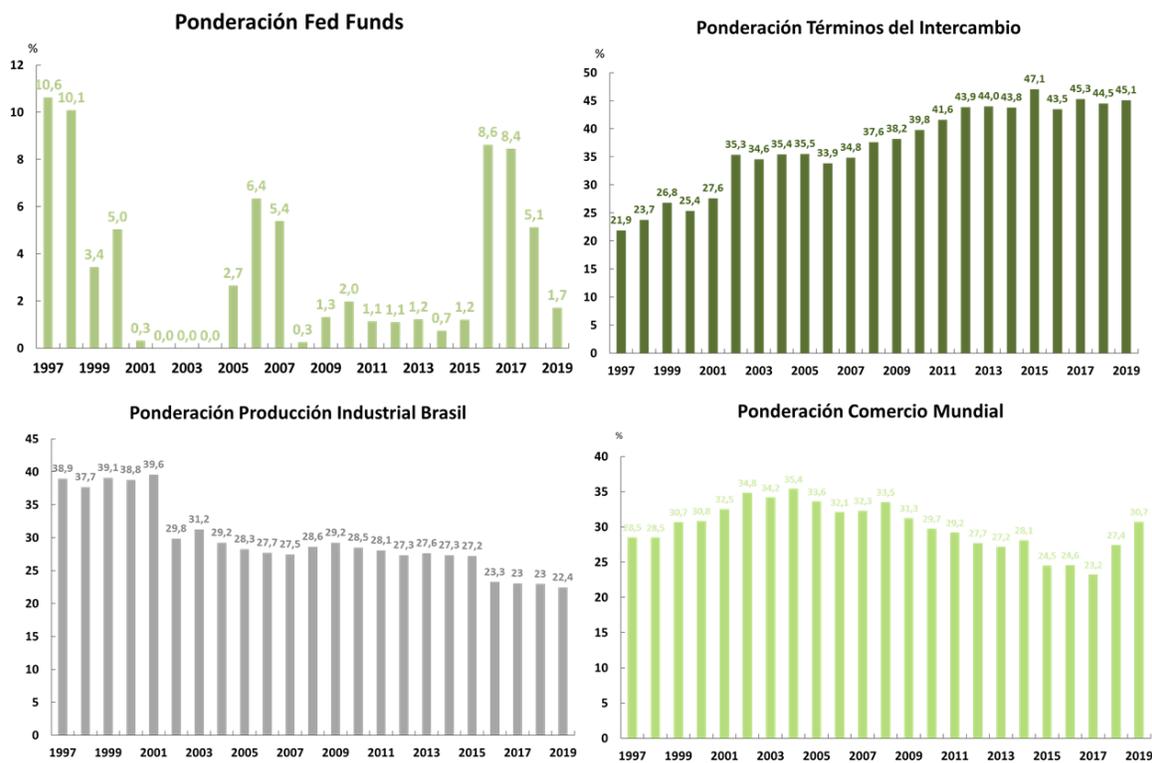
Componentes ICE



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.

