

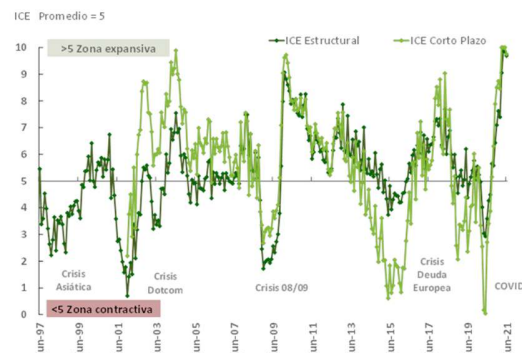
Internacional | Índice de Condiciones Externas (ICE) Jun-21

En junio, la demanda externa, los precios de las materias primas y la liquidez global siguieron brindando un contexto internacional favorable para la economía local. A pesar de que la cotización internacional de los principales productos de exportación se vio afectada a mediados de junio, luego de conocerse que la FED ve más probable una suba de tasas en 2023, los términos del intercambio se mantuvieron altos en relación con el promedio histórico y el de los últimos cinco años. Asimismo, la industria de Brasil se ubicó en el mismo nivel previo a la pandemia y el comercio global se siguió expandiendo. No obstante, el temor por el inicio de una nueva ronda de revaloración de activos en Estados Unidos y una inflación en alza propiciaron un cambio en la política monetaria emergente que podría restar dinamismo en algunos de los principales socios del país.

El Índice de Condiciones Externas (ICE) acumuló diez períodos consecutivos por encima del umbral neutral de 5 puntos (p.), ratificándose como un factor expansivo en la senda de recuperación. Sin embargo, vale mencionar que con junio serían tres los meses en los que se observa una leve desaceleración, explicada principalmente por el menor dinamismo de los términos del intercambio, pese a que estos continúan en niveles elevados.

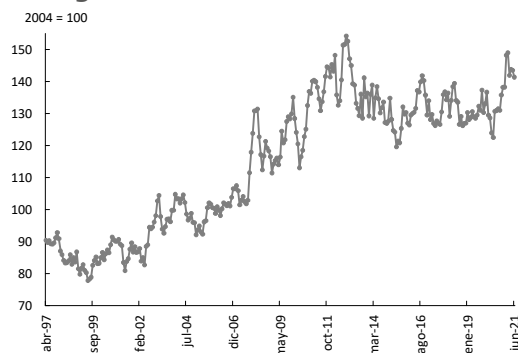
La suba de los precios de exportación en el entramado agroindustrial se ha convertido en un factor determinante para la economía local. Particularmente, en junio los precios de exportación se expandieron 32% i.a., mientras que los de importación hicieron lo propio en 22,1% i.a., dejando una evolución de 8,1% i.a. en los términos del intercambio. En cuanto a los primeros, es importante resaltar que su mayor dinamismo ha estado supeditado a los movimientos de

Índice de Condiciones Externas



Fuente: Elaboración propia

Argentina. Términos del Intercambio



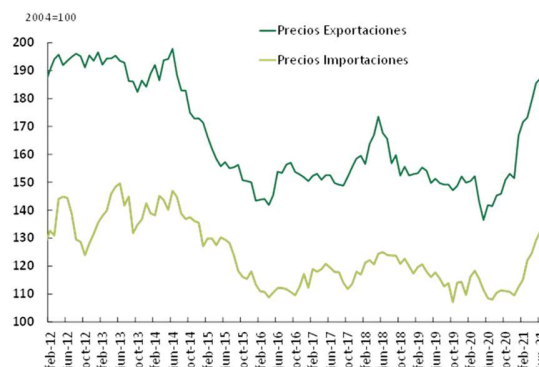
Fuente: Elaboración propia en base al INDEC

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 les pasó factura este mes, desacelerando su ritmo de expansión.

Por su parte, la industria de Brasil no tuvo cambios respecto a mayo en la serie libre de estacionalidad. De acuerdo con el Instituto Brasileño de Geografía y Estadística (IBGE), la producción industrial no presentó ninguna variación en el sexto mes del año, luego de haber interrumpido en mayo (1,4%) tres meses consecutivos de contracción. Entre las influencias negativas más importantes estuvo la fabricación de vehículos automotores, remolques y carrocerías (-3,8%); celulosa, papel y productos de papel (-5,3%) y alimentos (-1,3%). Según el IBGE, este reducido dinamismo del sector está vinculado a los efectos de la pandemia, debido a las medidas restrictivas como la reducción del ritmo de producción, la dificultad para obtener materias primas y el aumento de los costos de producción. Asimismo, por el lado de la demanda la tasa de desempleo se mantiene elevada (14,6%) afectando la masa salarial. Con relación a junio de 2020, la industria avanzó 12% i.a. debido a la baja base de comparación.

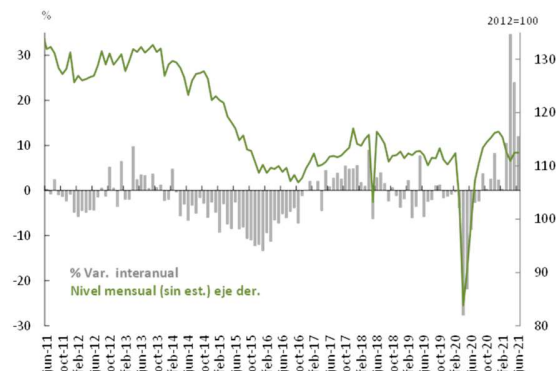
El comercio mundial siguió recuperándose y se ubicó en niveles similares a los de 2018. En junio el volumen de mercancías transado a nivel global creció 16,2% i.a.; no obstante, se observó una desaceleración de 0,3% en relación con mayo. Las importaciones aumentaron en la Eurozona, otras economías avanzadas y Latinoamérica, mientras que se contrajeron en Japón, otros países de Asia avanzada y Asia Emergente sin China. Asimismo, estas se mantuvieron prácticamente estables en China, Estados Unidos y Reino Unido. En cuanto a las exportaciones, se observa que aumentaron en Reino Unido, la Eurozona y Asia Avanzada sin Japón, aunque se contrajeron en China, otros países emergentes de Asia y Estados Unidos.

Argentina. Precios Promedio del Intercambio Comercial



Fuente: Elaboración propia en base a Bloomberg

Brasil. Evolución de la Producción Industrial



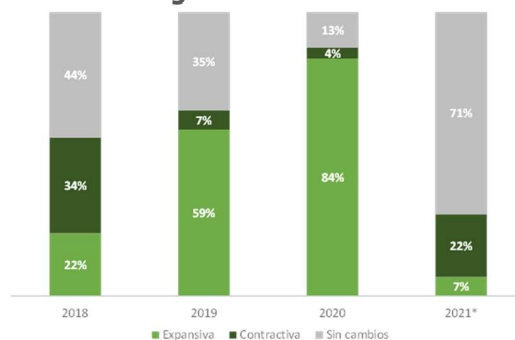
Fuente: Elaboración propia en base a IBGE

Finalmente, en lo que se refiere a la liquidez global, se sigue observando una mejora significativa en los últimos meses a partir del sesgo expansivo de los principales bancos centrales. Igualmente, es importante resaltar que la mayor inflación en Estados Unidos, que en julio marcó un 5,4% i.a. por la baja base de comparación y un 0,5% en términos mensuales (0,4 p.p. menos que en junio) y la menor actividad esperada en las economías emergentes a raíz de los efectos de la segunda ola de la pandemia ha propiciado una expectativa sobre un endurecimiento cercano por parte de la FED. Esto último, sumado a la presión generalizada en la inflación por el incremento en el precio de los alimentos y de los bienes y servicios que se habían rezagado por la pandemia, motivó un cambio en la tendencia de la política monetaria emergente.

En lo que va del año, de los treinta países que han realizado cambios en sus tasas de referencia, solo siete (Congo, Ghana, Indonesia, Macedonia, Rumania, Seychelles y Uganda) mantuvieron el sesgo expansivo observado en 2020, el resto subió sus tasas, siendo las decisiones más recientes las de Uruguay (el 11 de agosto), México y Perú (el 12 de agosto), que se unieron a la tendencia contractiva de Brasil iniciada a mediados de marzo tras el fuerte incremento de los precios al consumidor, que registraron para julio la variación más alta para este mes desde 2002 (0,96%) y se aceleraron hasta 8,99% en los últimos doce meses.

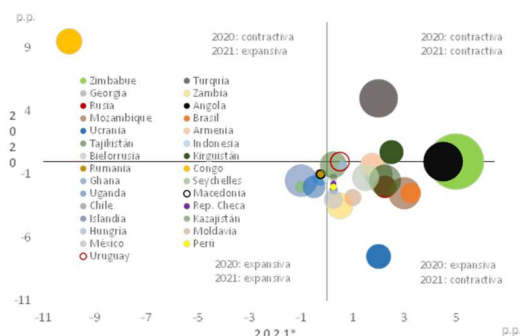
Así las cosas, en un contexto en el que para la mayoría de mercados emergentes y en desarrollo las medidas de apoyo fiscal expiraron en 2020 y los estímulos monetarios también empiezan a restringirse en un intento de controlar las presiones alcistas de los precios, la recuperación económica podría verse truncada, afectando el comercio con algunos de los principales socios. Asimismo, vale alertar en el balance de riesgos 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

Global. Sesgo de la Política Monetaria



Fuente: Elaboración propia en base a Central Bank News

Cambios en la Tasa de Política



*al 12 de agosto de 2021. El tamaño del círculo representa el valor de la tasa. Como referencia, la de Zimbabwe es 40%. Dinamarca tiene una tasa nominal de -0,5% y subió 0,1 p.p. en 2021 y 0,15 p.p. en 2020

Fuente: Elaboración propia en base a Central Bank News

dado el componente financiero que determina parte de su precio, pues de materializarse se verían afectados los términos del intercambio que han sido uno de los principales promotores de la recuperación de los últimos meses. Finalmente, también es importante señalar que en los últimos días se ha visto una rápida propagación de la variante delta en China, lo que llevó al gobierno a tomar una serie de medidas restrictivas que podrían tener efectos económicos en el corto plazo afectando su nivel de producción, su demanda y por tanto el comercio y la actividad a nivel mundial.

Metodología | Índice de Condiciones Externas (ICE)

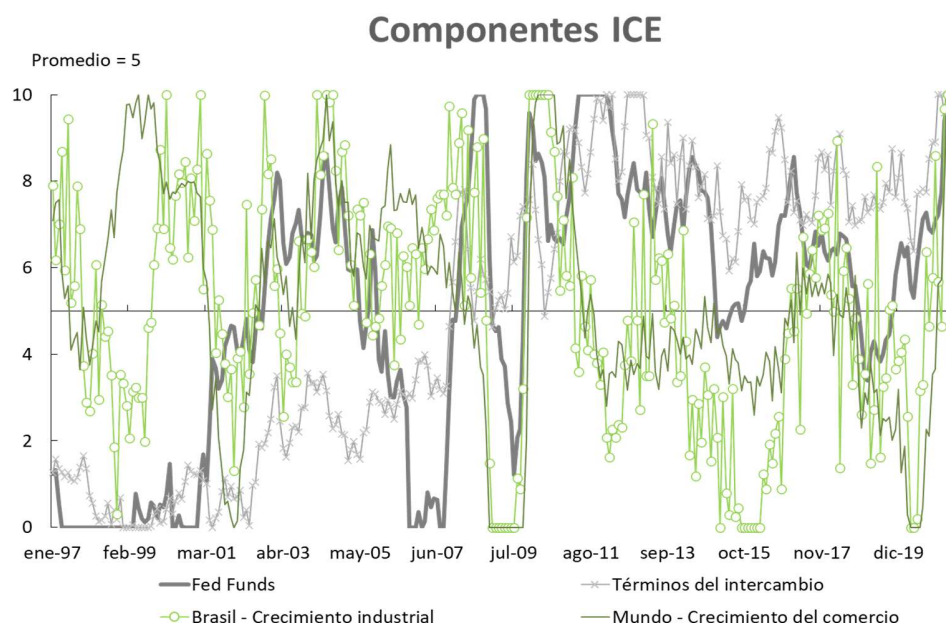
El Índice de Condiciones Externas es un indicador elaborado por la Gerencia de Estudios Económicos que busca reflejar el contexto económico internacional que enfrenta el país y que condiciona o potencia su nivel de actividad interno y el intercambio comercial. De este modo, buscamos observar la incidencia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

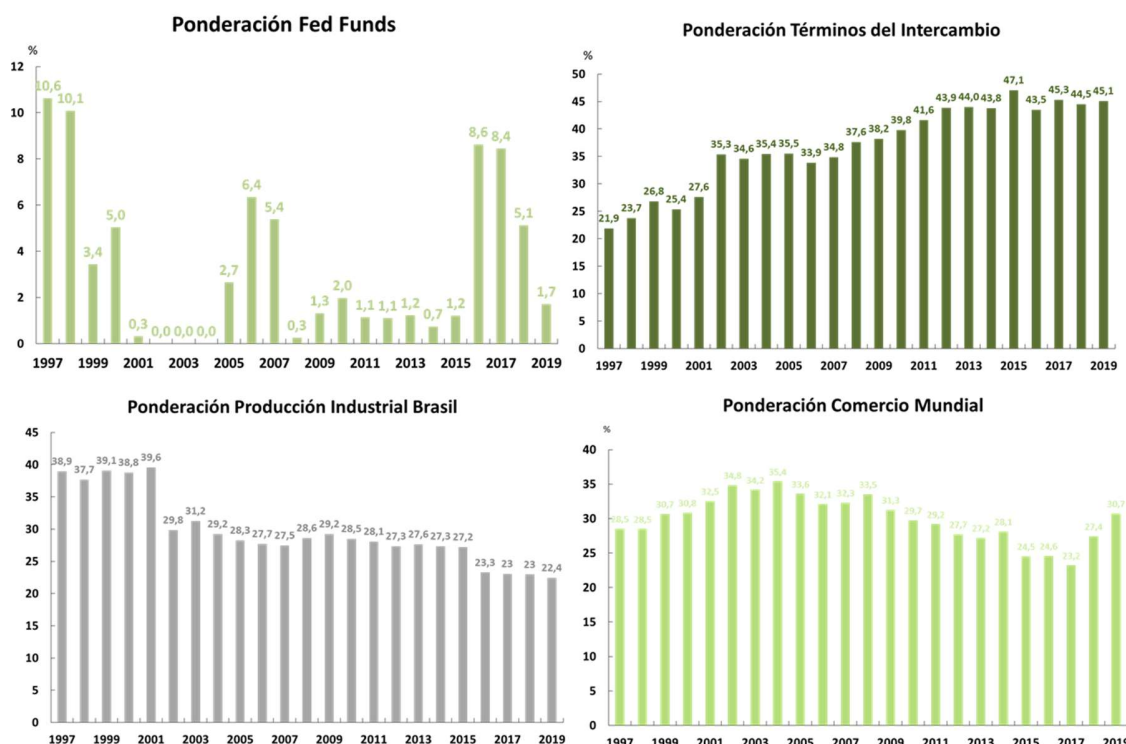
Finalmente, se releva también el **ciclo económico de Brasil a través de la variación de su producción industrial**, que exhibe una importante correlación con la posibilidad de exportar manufacturas de origen industrial dentro del bloque comercial.



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.

