

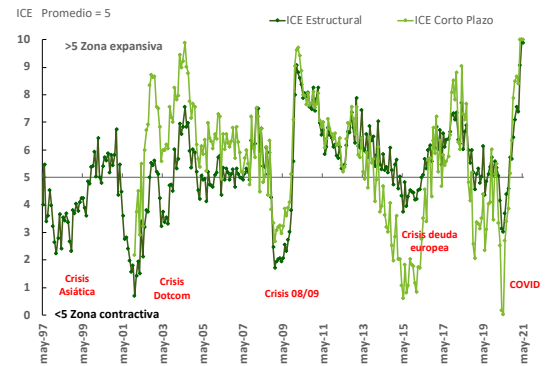
Internacional | Índice de Condiciones Externas (ICE) May-21

Durante el quinto mes del año el frente externo se vio beneficiado nuevamente por los términos del intercambio, dado que los precios de los principales productos de exportación del país permanecieron altos y la industria de Brasil revirtió la tendencia contractiva que había acumulado por tres meses, ubicándose en mayo en el mismo nivel previo a la pandemia. Si bien se prevé que las condiciones externas seguirán siendo favorables, vale mencionar que el reciente descenso en las cotizaciones internacionales de las materias primas agrícolas y el temor por el inicio de una nueva ronda de revaloración de activos en Estados Unidos podría restar holgura al sector externo del país.

Luego del mínimo registrado en mayo de 2020, cuando se sintieron los efectos plenos de la pandemia, la normalización de la actividad económica mundial ha permitido una fuerte recuperación en las condiciones externas, que además desde septiembre se convirtieron en un factor positivo en la senda de recuperación del país al ubicarse por encima del umbral neutral de 5 puntos (p.) del Índice de Condiciones Externas (ICE).

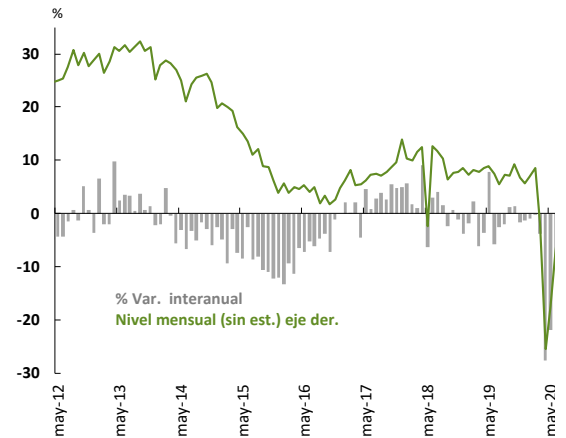
La industria de Brasil volvió a crecer, tras la contracción mensual observada en febrero, marzo y abril. De acuerdo con el Instituto Brasileño de Geografía y Estadística (IBGE), la producción industrial se expandió en el quinto mes del año 1,4% en la medición libre de estacionalidad, propiciado principalmente por los resultados en la producción de alimentos (2,9%); coque, derivados del petróleo y biocombustibles (3%) y minería y canteras (2%). El buen desempeño observado este mes tuvo su correlato en el comercio exterior de Argentina, pero vale señalar que el sector manufacturero carioca está lejos de recuperar la pérdida reciente, puesto que el índice de media móvil trimestral cayó 0,8% y la industria todavía se ubica

Índice de Condiciones Externas



Fuente: Elaboración propia en base a INDEC y Bloomberg

Brasil. Evolución de la Producción Industrial



Fuente: Elaboración propia en base al IBGE

Producción industrial y Exportaciones



Fuente: Elaboración en base a IBGE e INDEC

16,7% por debajo del nivel récord de mayo de 2011, lo que estaría impidiendo un mayor despliegue exportador. Con relación a mayo de 2020, la industria avanzó 24% i.a. debido a la baja base de comparación, ya que los meses de abril y mayo del año pasado fueron los puntos más bajos de la serie histórica por las paradas en las plantas industriales para prevenir la propagación de la pandemia.

Los términos del intercambio se mantienen altos, aunque en mayo los precios de importación aceleraron su recuperación. La importante mejora de los precios de exportación registrada en los últimos meses en el entramado agroindustrial se ha convertido en un factor determinante para la economía local. Particularmente, en mayo los precios de exportación se expandieron 35,8% i.a., mientras que los de importación hicieron lo propio en 15,4% i.a., dejando una evolución de 17,7% 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 fondos financieros hacia la compra de futuros de materias primas dadas las bajas tasas de interés de Estados Unidos y a la aceleración en el ritmo de compras por parte de China. Si bien se espera que la relación de precios externos siga siendo beneficiosa para el país en el corto plazo, un mayor crecimiento esperado en los precios de los importados, de la mano de mayores subas en los precios del petróleo, y una eventual baja en los precios de exportación podrían suavizar su impacto.

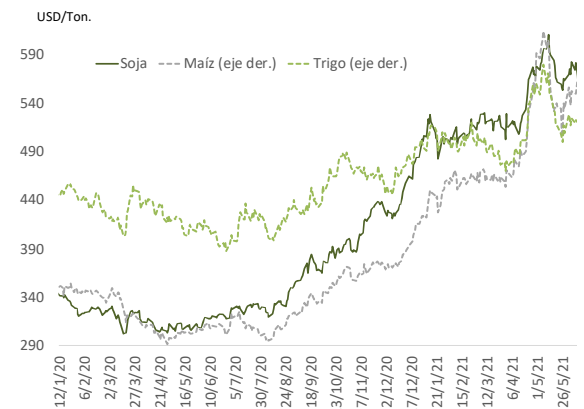
El comercio mundial siguió recuperándose y se ubicó en niveles similares a los de 2018. Luego de que el conflicto comercial entre Estados Unidos y China dejara una contracción de 0,4% en 2019 en el comercio global, en 2020 la pandemia profundizó la caída (-5,3%). No obstante, a partir de abril de 2020 la pandemia profundizó la caída (-5,3%). Al respecto, vale mencionar que de acuerdo con los datos informados este jueves 15 de julio por la Oficina Nacional de Estadística (ONE), el país asiático vio crecer su PIB

Argentina. Términos del Intercambio



Fuente: Elaboración propia en base a INDEC

Cotización Internacional Principales Productos Primarios de Exportación



Fuente: Elaboración propia en base a Bloomberg

Cotización Internacional del Petróleo



Fuente: Elaboración propia en base a Bloomberg

7,9% i.a. en el segundo trimestre del año, lo que supone una ralentización tras el avance de 18,3% i.a. informado para los tres primeros meses del año. Sin embargo, en términos inter trimestrales, en el segundo trimestre el producto creció 1,3%, luego del magro resultado anotado entre enero y marzo (0,4%).

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 que, pasado el cimbronazo de la revaloración de activos de marzo pasado, se vio reflejado en una nueva afluencia de capitales a los mercados emergentes. No obstante, es importante resaltar que la mayor inflación en Estados Unidos, que en junio marcó un 5,3% i.a. por la baja base de comparación y un 0,9% en términos mensuales, y la menor actividad esperada en las economías emergentes a raíz de los efectos de la segunda ola de la pandemia ha propiciado que la afluencia de capitales se siga ubicando en junio por debajo de abril (USD28.100 millones contra USD45.500 millones). Esto, 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, también motivó un cambio en la tendencia de la política en algunas economías. En lo que va del año, de los veintisiete países que han realizado cambios en sus tasas de referencia, solo ocho (Congo, Ghana, Indonesia, Macedonia, Rumania, Seychelles, Sierra Leona y Uganda) mantuvieron el sesgo expansivo observado a lo largo de 2020, el resto subió sus tasas, siendo las decisiones más recientes las de Chile (14 de julio) y México (el 24 de junio) en la región, que se unieron a la tendencia contractiva de Brasil iniciada a mediados de marzo.

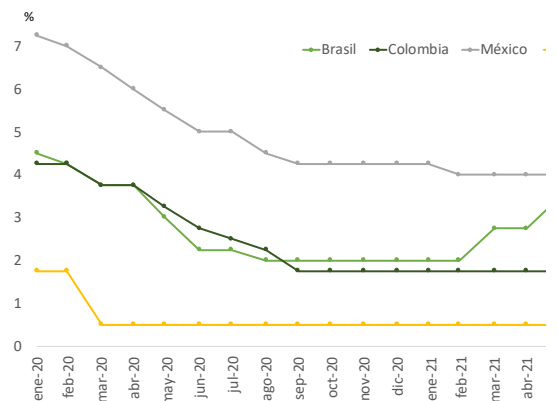
Por otro lado, si bien la FED tiene un doble mandato de controlar la inflación y asegurar un nivel de empleo máximo, que actualmente se ubica 6,8 millones de puestos de trabajo por debajo de febrero 2020, los datos difundidos el 16 de junio tras la reunión del

Estados Unidos. Rendimiento Bonos del Tesoro



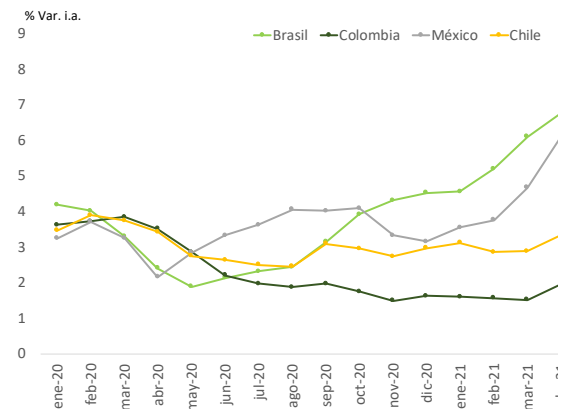
Fuente: Elaboración propia en base a Bloomberg

Latinoamérica. Tasa de Política



Fuente: Elaboración propia en base a Bloomberg

Latinoamérica. Variación Índice de Precios al Consumidor



Fuente: Elaboración propia en base a Bloomberg

Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés) propiciaron reacciones en algunos mercados, entre ellos el de materias primas, principalmente porque manifestó que al interior del cónclave monetario hay más acuerdo para subir las tasas en 2023. Así, la mayor previsión de crecimiento, inflación y la percepción de mayor dureza por parte de la FED motivaron movimientos en los contratos a futuro, que, junto con las condiciones más húmedas en las áreas productoras de Estados Unidos presionaron a la baja los precios en los principales centros de exportación de granos de Estados Unidos, Argentina y Brasil.

Así las cosas, si se ratifica la baja en los precios de los principales productos de exportación del país, que han estado sujetos a mucha volatilidad en los últimos días, se estaría socavando uno de los principales promotores de la recuperación, sumándose al abanico de riesgos en el que ya se incluían la suba del precio del petróleo, el aumento de casos de coronavirus en los países centrales por la cepa Delta y el menor dinamismo de Brasil, aunque este último factor parecería estar quebrando dicha tendencia, en línea con las previsiones del relevamiento más reciente de FOCUS donde se espera que la industria vea crecer su producción 6,29%, 0,79 p.p. más que lo augurado en mayo.

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.

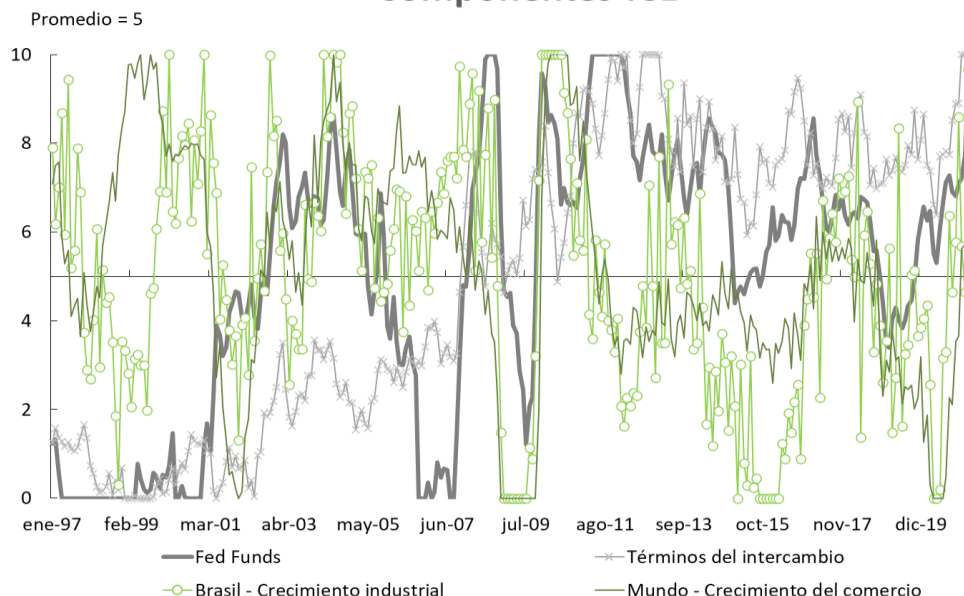
La tasa de interés real de la FED denota la situación de liquidez internacional, principalmente de Estados Unidos. La variable se utiliza en forma invertida, dado que se espera que cuando más negativa es la serie, mayor liquidez disponible existe a nivel internacional. Asimismo, la variable refleja en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

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.

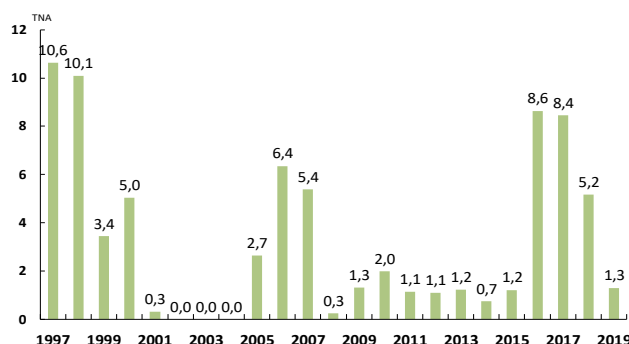
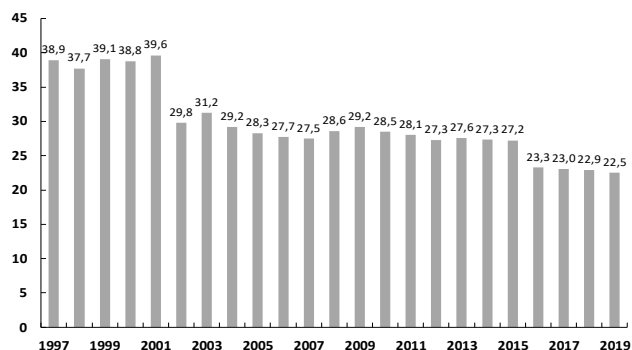
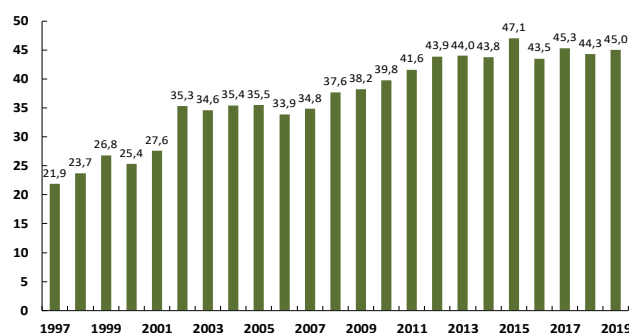
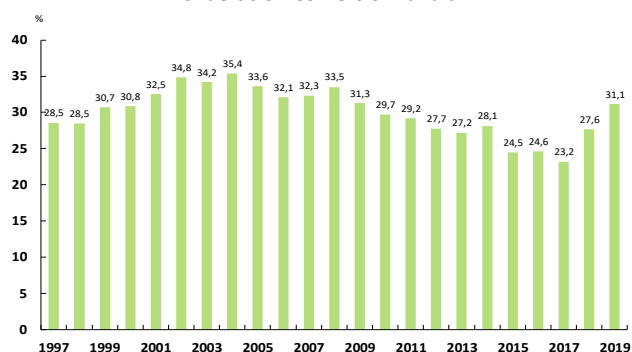
Componentes ICE



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.

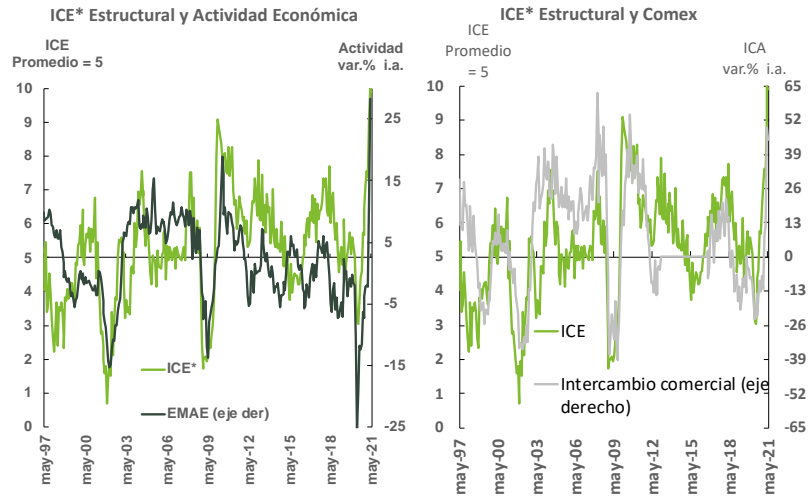
Un tema de discusión es la forma de ponderar las diferentes variables dentro del indicador. Ello se debe a que la estructura de la economía de Argentina y los modelos de relación con el exterior ha variado significativamente desde 1997 a la fecha. Para ello, se ha elegido aplicar coeficientes dinámicos 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.

Ponderación Fed Funds**Ponderación Producción Industrial Brasil****Ponderación Términos del Intercambio****Ponderación Comercio Mundial**

Finalmente, se han adoptado dos indicadores, uno estructural donde la base del análisis son los promedio históricos y otro de corto plazo de 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.



* Índice de Condiciones Externas: es un promedio ponderado de la tasa internacional, términos del intercambio, industria de Brasil y el crecimiento del comercio mundial