

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

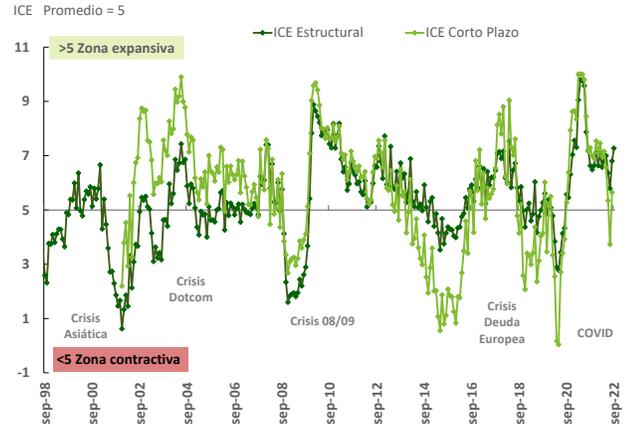
El Índice de Condiciones Externas (ICE)¹ en su medición de largo plazo continúa mostrando una situación de favorabilidad del contexto internacional en la economía local, pero el análisis de corto plazo muestra una situación menos holgada. Particularmente, luego de que en julio el ICE coyuntural se ubicara por debajo del umbral neutral de 5 puntos (p.) la situación mejoró, al punto de exhibir en septiembre 7,2 p. (7,3 p. en la medición estructural), explicado principalmente por la recuperación en los términos del intercambio, que crecieron 1,4% i.a. en el noveno mes del año (+12% i.a. en precios de exportación y +10,5% i.a. en precios de importación).

Esta situación se presentó en un contexto en el que los precios de la energía fueron cediendo (7,4% mensual en julio, -0,7% en agosto y 0,4% en septiembre). Sin embargo, el mayor avance esperado a partir de octubre para los precios de la cesta importada en comparación a la de exportados podría revertir la tendencia positiva observada en agosto y septiembre, volviendo a hacer mella en la economía local al afectar la disponibilidad de dólares de la economía.

Para dimensionar esta situación, es importante resaltar que actualmente el poroto de soja se ubica en USD534, el maíz en USD261 y el trigo en USD296, previéndose para finales de 2023 una contracción de 6,7%, 20,2% y 7,6%, respectivamente. Al tiempo, la cotización del GNL Japón/Korea de referencia para Argentina se ubica en USD28 por MMBtu, el Brent en USD95 por barril y el diesel en USD16 por MMBtu, siendo las variaciones proyectadas a diciembre de 2023 de +41,4%, -12,3% y -10,8%, respectivamente. De ahí que para dicho año, por el

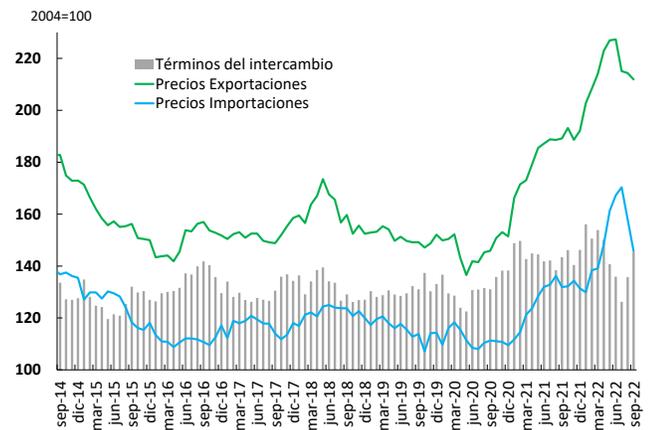
¹ El Índice de Condiciones Externas (ICE) elaborado por la Gerencia de Estudios Económicos da cuenta del contexto económico internacional que enfrenta la Argentina, con la finalidad de observar la incidencia que tienen sobre su nivel de actividad y su intercambio comercial, factores como la liquidez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



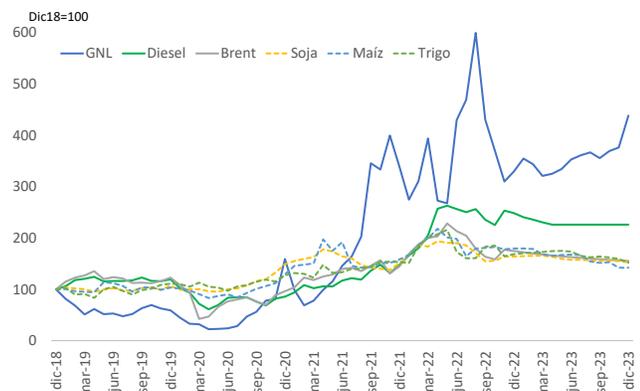
Fuente: Elaboración propia

Argentina. Términos del Intercambio



Fuente: Elaboración propia en base a INDEC

Evolución precio principales commodities de exportación e importación



Fuente: Elaboración propia

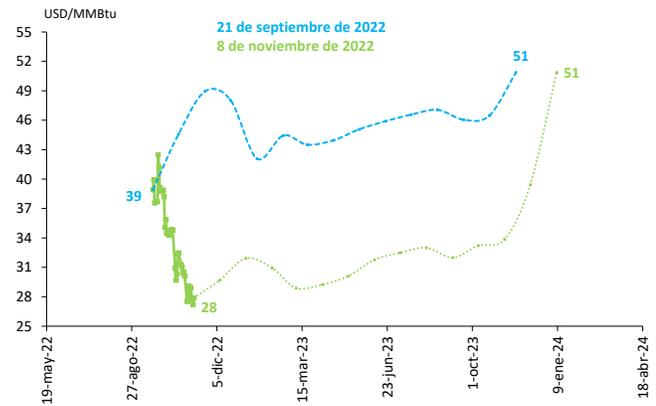
momento, se espere un agotamiento en la favorabilidad de los términos del intercambio.

No obstante, vale señalar también que esta tendencia que marca actualmente el comportamiento de los precios futuros de los productos más representativos para el comercio exterior argentino está sujeta a cuestiones sobre las que recae gran incertidumbre. En los primeros días de octubre, varias explosiones sacudieron a Ucrania tras los ataques al oleoducto Nordstream y al puente de Crimea perpetrados días atrás, ambos considerados como un atentado a la infraestructura civil rusa por fuera de la zona de guerra. Esa evidente escalada en las tensiones geopolíticas avivó los temores sobre el freno a las exportaciones de granos de Ucrania a través del Mar Negro, propiciando un salto en sus cotizaciones que se disipó pasados unos días, pero que con el anuncio de que efectivamente Rusia suspendería el acuerdo de exportación de granos ucranianos de finales de octubre retornó el alza. Actualmente, tras las gestiones de la ONU y Turquía, Rusia anunció que se reincorporará al acuerdo, lo que trajo una nueva corrección en los precios, pero es evidente que la calma dependerá en buena proporción de cuestiones que van más allá del análisis económico propiamente dicho.

Dicho esto, también hay que señalar que el contexto internacional se ha visto afectado por la actividad manufacturera de Brasil, que en septiembre de 2022 todavía se ubica un 2,4% por debajo del nivel previo a la pandemia y 18,8% por debajo de su máximo de mayo de 2011. Sin embargo, la buena noticia es que los datos más recientes, que muestran una inflación en septiembre en el 7,17% anual (-0,29% mensual) con un Banco Central que decidió frenar el endurecimiento monetario al dejar inalterada su tasa en 13,75%, lucen promisorios para el sector, dado 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 al socavar la demanda interna.

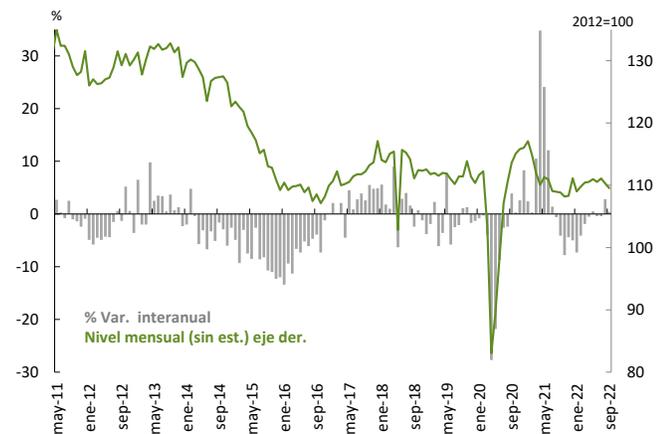
Por su parte, otro de los frentes importantes que enfrenta Argentina, el comercio global, disminuyó su marcha.

Evolución contrato activo GNL



Fuente: Elaboración propia en base a Bloomberg

Brasil. Evolución de la industria

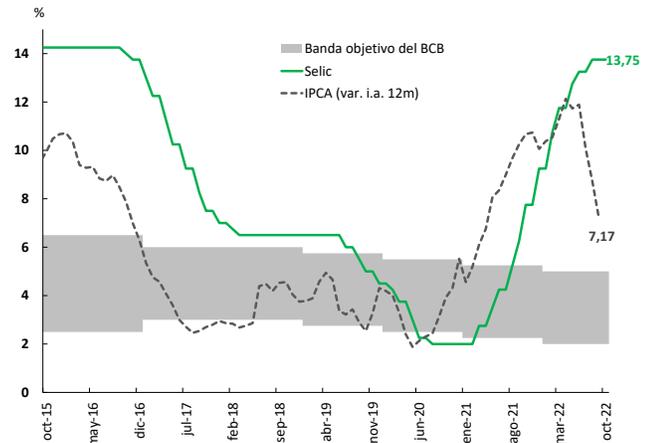


Fuente: Elaboración propia en base a Bloomberg y BCB

Durante septiembre los volúmenes transados a nivel mundial se estancaron por la débil demanda de bienes de China por parte de Europa y América del Norte, dadas las menores importaciones de la Unión Europea y de Estados Unidos. Asimismo, de acuerdo con el indicador estimado por el Instituto Kiel, que tiene una parte explicada por los costos de los fletes, el comercio se ha visto afectado por la fuerte caída de las tarifas de los mismos, ya que el desequilibrio entre la oferta y la demanda que hizo escalar sus precios luego del estallido de la pandemia parecería estar regularizándose. Para dimensionar los efectos de este estancamiento sobre Argentina, vale mencionar que China representa casi un 19% del intercambio comercial total, al tiempo que la Unión Europea posee una participación de 13% y Estados Unidos del 9%.

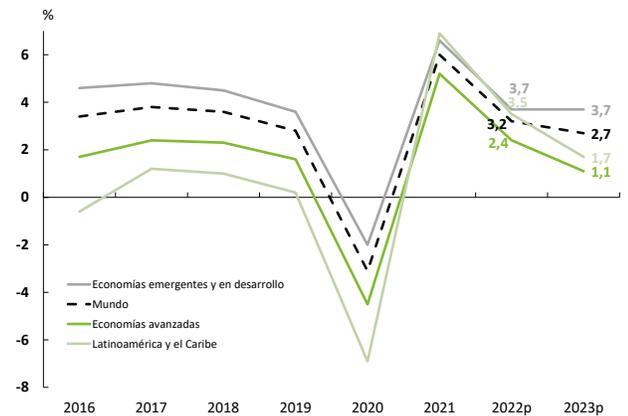
Finalmente, en lo que se refiere a la liquidez global, pese a la desaceleración en términos anuales que viene exhibiendo la inflación de Estados Unidos (7,7% en octubre, desde 8,2% en septiembre), la poca respuesta en términos mensuales (0,4% en octubre, al igual que en septiembre) continúa justificando al Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés) para mantener su política de suba de tasas. Particularmente, a principios de noviembre realizó un nuevo incremento de $\frac{3}{4}$ de punto, hasta el rango de 3,75-4%, el más alto desde principios de 2008 cuando la inflación se ubicaba en torno al 4%, pero tal y como esperaba el mercado. No obstante, las presiones políticas que han re surgido recientemente por la posibilidad latente de entrar en recesión, vista por muchos analistas en la inversión sostenida de la curva de bonos que se suele tomar como indicador adelantado, han hecho disminuir las probabilidades de una suba del mismo tenor en la última reunión de diciembre, barajándose actualmente una suba de solo $\frac{1}{2}$ punto, opción que además se ve reforzada si se tiene en cuenta que en octubre ya se observó una tasa real positiva (1,1%). Igualmente, hasta tanto no se materialice dicha “relajación” no se podrá tener una señal clara sobre la postura con la que se encarará 2023, aunque el hecho de que la mediana de los analistas ya espere un final de 2023 con una suba de

Brasil. Tasa de Política e Inflación



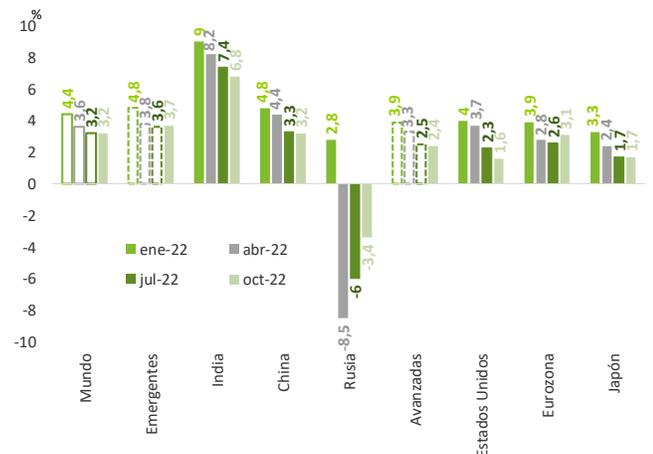
Fuente: Elaboración propia en base a Bloomberg y BCB

Evolución crecimiento global



Fuente: Elaboración propia en base a WEO

Cambio en las Proyecciones de Crecimiento 2022



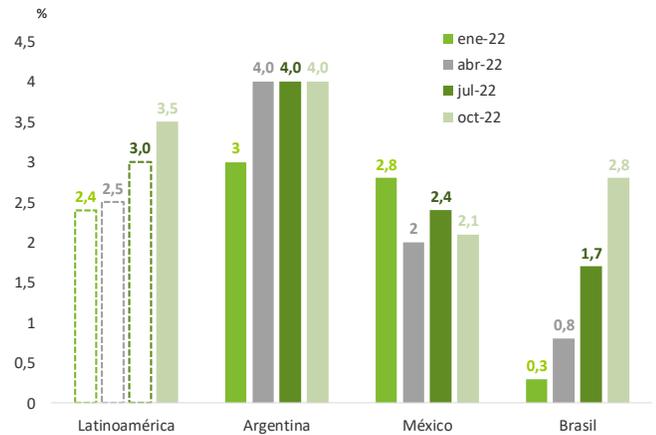
Fuente: Elaboración propia en base a WEO

precios rondando el 3,5% (Morgan Stanley 2%), lejos del 8% previsto para 2022, podría ser una buena señal de reanclaje de expectativas que le daría respiro a la FED y a la actividad.

Así las cosas, las presiones negativas en el balance de riesgos que se tienden sobre el contexto internacional en el corto y mediano plazo para Argentina continúan latentes. Pasada la mejora prevista oportunamente para agosto y septiembre, a partir de octubre los términos del intercambio podrían desacelerarse nuevamente, llevando esta tendencia hasta 2023, ubicando así la relación de precios externos en un nivel similar al de 2015 (127,5), luego del récord de 2021 (144) y un aceptable 2022 proyectado en 139,6. 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.

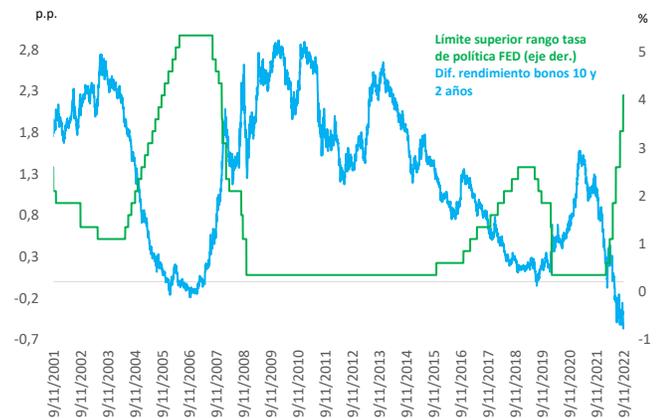
En ese sentido, el FMI en su más reciente informe sobre las Perspectivas de la Economía Mundial (WEO, por sus siglas en inglés) redujo por cuarta vez consecutiva la proyección sobre el desempeño de la economía global para el próximo año y dejó inalterado el pronóstico para el corriente, previendo así un crecimiento de 3,2% en 2022 y de 2,7% en 2023, al tiempo que manifestó que la situación podría empeorar. En 2022, este panorama contrasta con el previsto para Argentina, para quien se ha mantenido inalterada su proyección en 4% en las últimas tres ediciones, aunque para 2023 sí se modificó, al pasar de 3% en julio a 2% actualmente. Los impactos causados por la pandemia, el conflicto en Ucrania, la inflación y los desastres climáticos hacen que el panorama se esté "oscureciendo", por lo que auguran que los países que representan un tercio de la economía mundial experimentarán al menos dos trimestres consecutivos de contracción económica este o el próximo año, ya que las economías más grandes del mundo ahora se están desacelerando de manera unánime, reduciendo la demanda de exportaciones de los países emergentes y en desarrollo.

Cambio en las proyecciones de crecimiento 2022 para Latinoamérica



Fuente: Elaboración propia en base a WEO

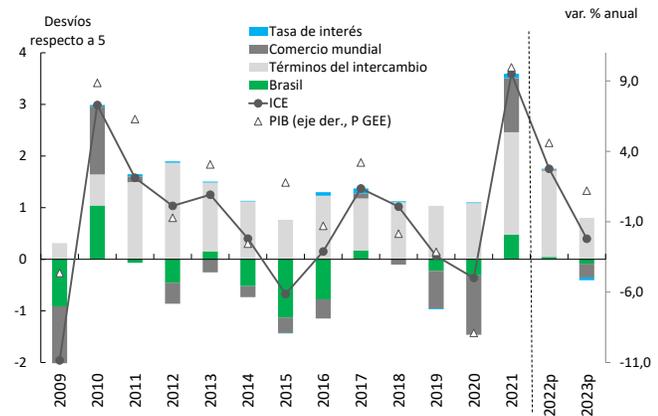
Estados Unidos. Evolución tasa política y diferencial de bonos



Fuente: Elaboración propia en base a Bloomberg

Teniendo en cuenta este panorama y realizando una re estimación para acercar el impacto de la desaceleración del crecimiento en la economía local, el escenario luce menos halagüeño. A diferencia de lo ocurrido en 2021 y 2022, donde el crecimiento agregado de los principales demandantes de las exportaciones de argentina se estimó en 6,1% y 3,5% (0,1 p.p. y 0,9 p.p. por encima del crecimiento global general dado a conocer por el WEO), para 2023 el crecimiento de la demanda externa para el país se ubicaría en 2%, es decir, 0,7 p.p. por debajo del promedio global. Este desempeño es explicado principalmente por la desaceleración en la tasa de crecimiento del Mercosur y de la Unión Europea, dado su peso en la canasta exportadora de nuestro país (20% y 11%, respectivamente). En este sentido, la desaceleración económica, al igual que el detrimento en los términos del intercambio, imprime una presión adicional al contexto internacional sobre el que se desenvolverá la actividad argentina de cara a 2023, dejando atrás la alta favorabilidad que supo aportar en 2021 en la recuperación de la economía local.

Proyección ICE y actividad



Fuente: Elaboración propia

Metodología | Índice de Condiciones Externas (ICE)

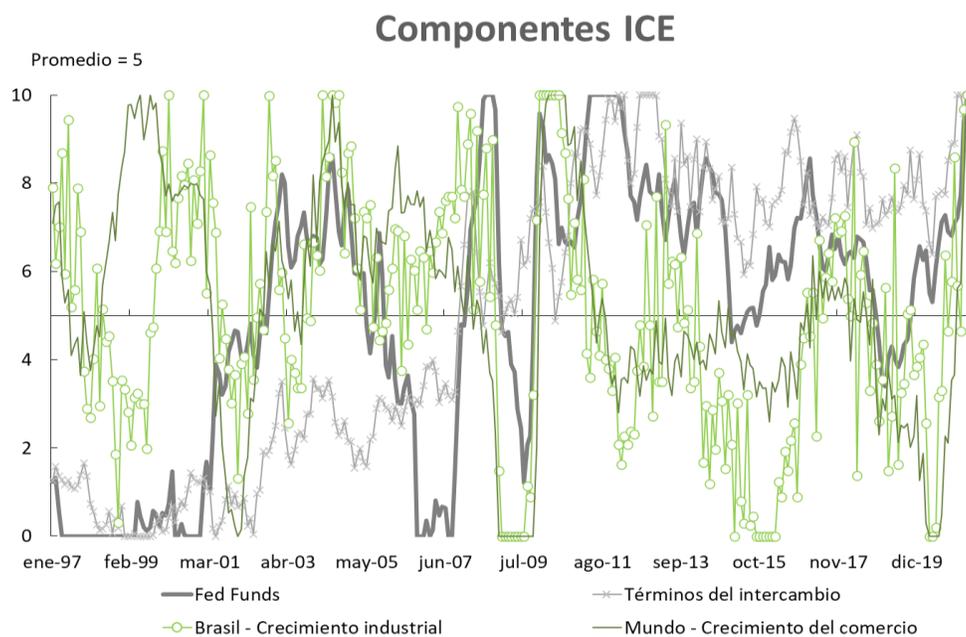
El Índice de Condiciones Externas es un indicador elaborado por la Gerencia de Estudios Económicos que busca reflejar el contexto económico internacional que enfrenta el país y que condiciona o potencia su nivel de actividad interno y el intercambio comercial. De este modo, buscamos observar la incidencia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

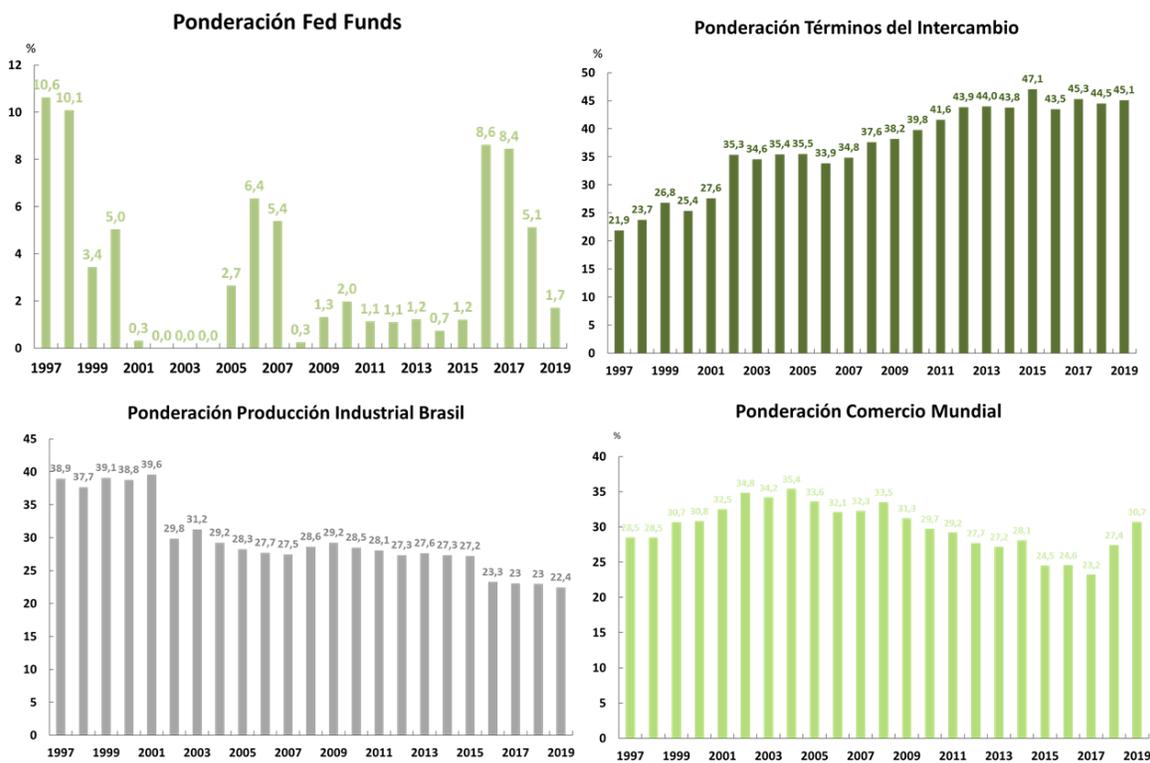
Finalmente, se releva también el **ciclo económico de Brasil a través de la variación de su producción industrial**, que exhibe una importante correlación con la posibilidad de exportar manufacturas de origen industrial dentro del bloque comercial.



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.

