

Índice de Fragilidad Externa



USAL
UNIVERSIDAD
DEL SALVADOR

Instituto de Investigación

Informe trimestral N° 14

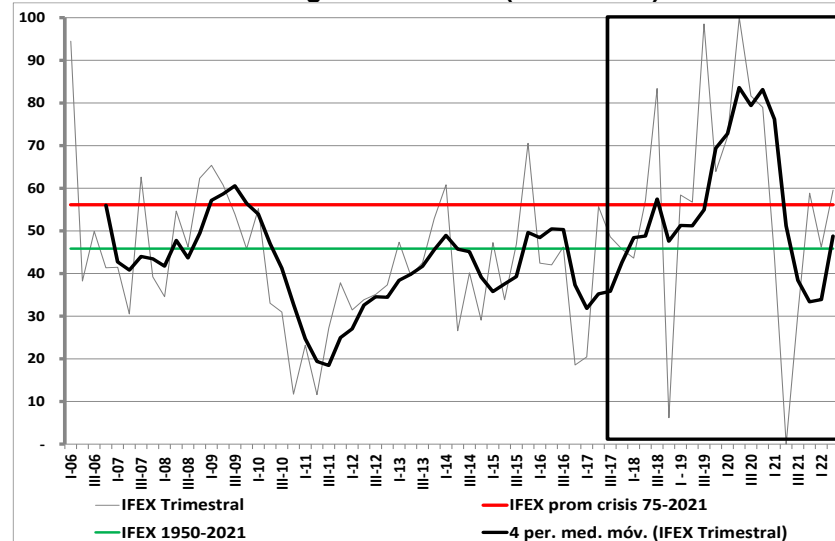
Octubre de 2022

El *Índice de Fragilidad Externa (IFEX)* es un indicador que evalúa la debilidad/fortaleza de la economía argentina frente a cambios en las condiciones externas que pueden conducir a una crisis cambiaria o de balance de pagos. Se construye como el promedio del *Índice de Resiliencia Externa (IREX)*, que refleja la capacidad del país para hacer frente a shocks externos, y el *Índice de Condiciones Internacionales (ICI)*, que resume las condiciones comerciales y financieras externas más relevantes que pueden afectar al país.

- El **Índice de Fragilidad Externa (IFEX)** fue de **59,6 puntos para el segundo trimestre del año, y es mayor al mes trimestre previo (+13,4 pp)** y al mismo trimestre del año anterior (+59,6pp). Estas variaciones son producto del impacto que produce la profundización de la crisis global y de la economía local.
- El nivel del indicador es superior al nivel promedio de 1950-2021 y está acercándose al promedio que tuvo en los años de crisis económicas del país entre 1975 y 2021.
- El **Índice de Condiciones Internacionales (ICI)** cae 60,4 pp con respecto al segundo trimestre de 2021 y 17,8 pp con respecto al primer trimestre del año por efecto del menor crecimiento económico, mayores tasas de interés internacionales y una disminución de los términos de intercambio del país.
- El **Índice de Resiliencia Externa (IREX)** también se reduce con respecto a un año atrás, resultado de la evolución de los indicadores de deuda externa y de las reservas internacionales del BCRA. Sin embargo, registra un aumento de 3,2 pp con respecto al trimestre previo.

	IV Trim 2021	I Trim 2022	II Trim 2022	Perspectiva	Variaciones en puntos porcentuales	
					II Trim 2022 / I Trim 2022	II Trim 2022 / II Trim 2021
IFEX Índice de Fragilidad Externa	58,9	46,2	59,6	Negativa	13,38	59,59
ICI Índice de Condiciones Internacionales	54,2	57,4	39,6	Negativa	- 17,85	- 60,45
IREX Índice de Resiliencia Externa	35,0	45,7	48,9	Negativa	3,18	- 4,89

Gráfico 1. Índice de Fragilidad Externa (IFEX USAL) I.2006 – II.2022



Fuente: elaboración propia en base a datos de OCDE, FED, BLS, Bloomberg, INDEC y BCRA.

Análisis de los indicadores trimestrales

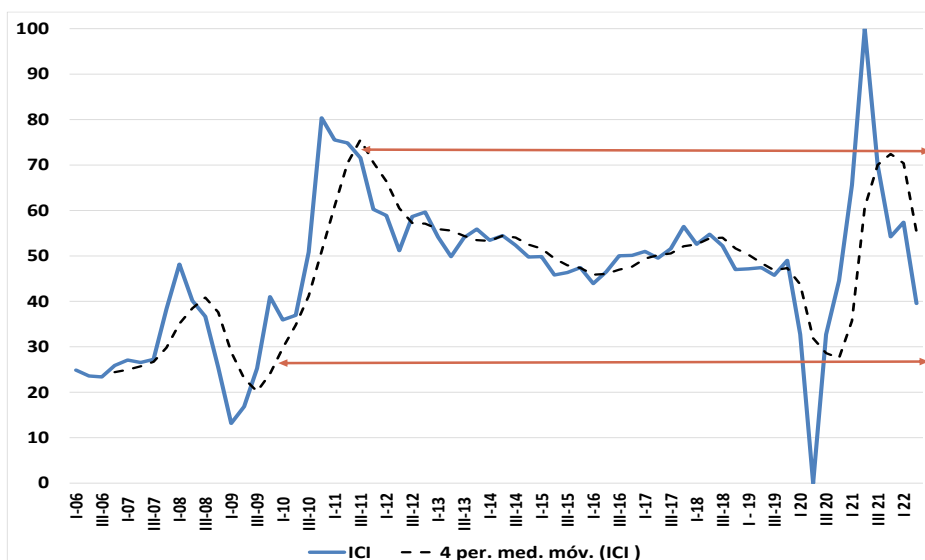
En el segundo trimestre del año se observó una **reversión en el Índice de Fragilidad Externa (IFEX) que había mejorado en el cuarto trimestre de 2021 y el primero de este año** por las mejoras que tuvo la economía internacional y la economía local al reducirse las restricciones de la pandemia y recuperarse el ritmo de actividad económica, comercio internacional y flujos financieros. Sin embargo, tal como se adelantaba en el anterior informe, esperábamos que la reducción del IFEX fuese transitoria y que en el segundo trimestre se comenzara a registrar un alza en la fragilidad del país dada los cambios en el contexto económico global. En ese marco, el **Índice de Condiciones Internacionales (ICI)** cayó en el segundo trimestre del año a 39,6 puntos, y **se ubica en un nivel cercano al registrado en el primer y tercer trimestre de 2020 en pleno inicio y primera etapa de la finalización de la pandemia del COVID 19 (32,7 puntos en ambos trimestres)**. Como una referencia adicional, vale señalar que también se asimila al del tercer trimestre de 2008, momento en que se empezaban a notar los efectos de la crisis financiera internacional (36,7 puntos).

La tasa de crecimiento mundial estimada para el segundo trimestre del año fue de -0,5% i.a. que capta tanto el final de la fuerte recuperación de la pandemia como el inicio de los efectos que está teniendo sobre los países más importantes del mundo la aceleración de la inflación y las políticas monetarias más restrictivas que se aplican para su combate, así como el problema logístico que aún persiste en el comercio internacional y el impacto de la crisis económica generado por la guerra en Ucrania.

Asimismo, los aumentos de las tasas de interés internacionales y el crecimiento de la incertidumbre económica y financiera global ha impactado en los mercados financieros, haciendo que el indicador bursátil Dow Jones utilizado para el ICI caiga a 1007,5 puntos en el segundo trimestre luego de haber alcanzado un nivel de 1842,1 puntos en el mismo trimestre del año pasado. Dado que no es plausible que las variables que han desencadenado estos efectos sobre el crecimiento económico mundial y el mercado bursátil se despejen, al menos significativamente, en lo que resta del año, y quizás en la primera parte del próximo, éstos seguirán afectando negativamente el ICI.

Finalmente, el índice de términos de intercambio (ITI) del país cayó a 131,5 puntos, luego de una carrera alcista indicada un año atrás cuando registraba un valor de 125,7 y por la que alcanzó un pico de 154,2 en el primer trimestre de este año. A diferencia de los otros dos indicadores arriba comentados - crecimiento económico mundial y Dow Jones- no se puede afirmar aún que los ITI hayan iniciado un proceso de caída significativa, dada la composición de las exportaciones e importaciones del país.

Gráfico 2. Índice de Condiciones Internacionales (ICI USAL) I.2006 – II.2022



Fuente: elaboración propia en base a datos de OCDE, FED, BLS, Bloomberg, INDEC y BCRA.

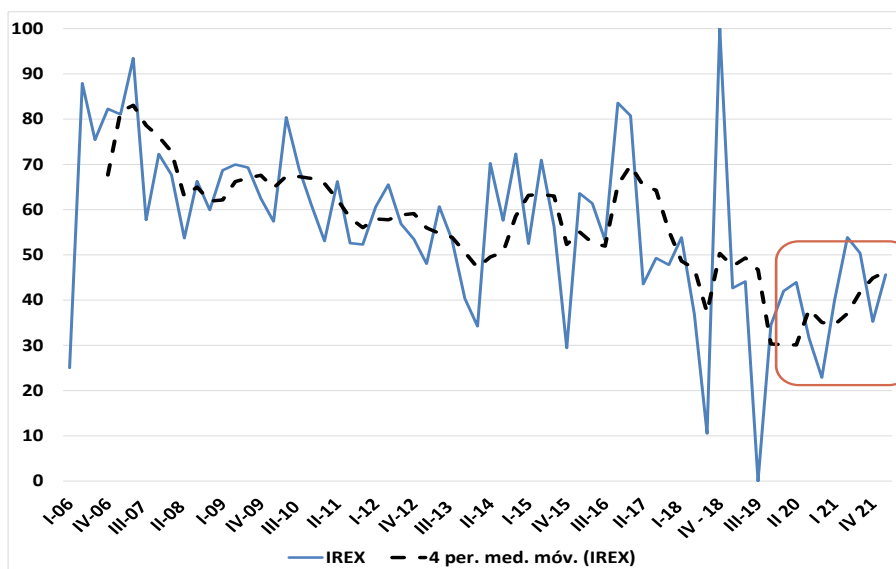
El **Índice de Resiliencia Externa (IREX)** del segundo trimestre del año fue de 48,9 puntos registrando una caída de 4,9 pp con respecto al mismo trimestre del año anterior y un aumento del 3,2 si se lo compara con el primer trimestre del año. El indicador registró una tendencia negativa entre 2016 y 2019, estabilizándose en 2020 y mostrando **leves signos de recuperación desde 2021** que lo ubican en los niveles promedios del año 2018. Sin embargo, **dado el contexto local e internacional no se puede descartar su estancamiento o declive para lo que resta del año**.

Los cambios en el segundo trimestre del año obedecen a lo siguiente. El indicador de deuda externa como porcentaje del PBI cayó consistentemente en los últimos tres trimestres producto tanto de la estabilización del monto de la deuda como de la recuperación del PBI en dólares posterior a la pandemia. Alcanzó un nivel de 28,9% que es inferior a los datos registrados desde el tercer trimestre del año 2018 y se asimila a los vigentes durante la crisis financiera internacional 2008-2009. No se espera que este indicador siga mostrando mejoras sustantivas en lo que resta del año debido al desaceleramiento del crecimiento del PBI.

En lo referente al cociente entre volumen importado y exportado de bienes puede indicarse que luego del pico de 2,7 alcanzado en el cuarto trimestre de 2017 el indicador cayó hasta el segundo trimestre de 2020 en que registra un valor de 1,3. Con el inicio del proceso pospandemia, éste retoma una tendencia creciente y alcanza un nuevo máximo relativo de 2,2 puntos en el primer trimestre del año que se reduce en 2 pp en el segundo trimestre. Cabe destacar que el valor alcanzado en este último trimestre es semejante al dato promedio del período comprendido entre cuarto trimestre de 2010 y el tercero de 2017, y dado que a lo largo de esos años se observaron fluctuaciones no menores del PBI y de otras variables macroeconómicas, podría inferirse que el dato, por el momento, se encuentra en un rango razonable para la historia reciente del país. Aún así, debe tenerse en cuenta que la dinámica de los volúmenes importados tiende a ser superior al de las exportaciones: si se comparan los datos interanuales de ambas variables, las exportaciones aumentaron un 102% mientras las importaciones un 120%. Esto solo se ha podido morigerar porque los precios aumentaron prácticamente lo mismo: 122% las exportaciones y 124 las importaciones. **Las dinámicas de volúmenes y precios preocupan dado el stress que sufre el mercado de divisas en el marco del actual régimen cambiario.**

Finalmente, el indicador que relaciona las reservas internacionales del BCRA y las importaciones tuvo una mejora marginal 5,5%. El aumento de las reservas brutas de U\$S 1.283 millones fue suficiente para hacer crecer el indicador a pesar del salto del 49% i.a. de las importaciones. Las restricciones a las importaciones podrían ser un elemento clave para evitar una caída del indicador.

Gráfico 3. Índice de Resiliencia Externa (IREX USAL) I.2006 – II.2022



Fuente: elaboración propia en base a datos de OCDE, FED, BLS, Bloomberg, INDEC y BCRA.

Nota metodológica

El *Índice de Fragilidad Externa (IFEX)* es un indicador que evalúa la debilidad/fortaleza de la economía argentina frente a cambios en las condiciones externas que pueden conducir a una crisis cambiaria o de balance de pagos.

El IFEX consiste en el cociente entre dos índices: el Índice de Condiciones Internacionales (ICI) y el Índice de Resiliencia Externa (IREX)

El *Índice de Condiciones Internacionales (ICI)* refleja el contexto internacional que afecta a la Argentina. Se elabora en base a cuatro indicadores básicos: la tasa de crecimiento económico mundial, los términos de intercambio de la Argentina, la tasa de control monetario de la Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed Funds Rate) y el Índice Dow Jones Industrial deflactado por el índice de precios al consumidor de ese país.

La tasa de crecimiento económico mundial es un indicador clave de las condiciones económicas internacionales que pueden afectar a la Argentina, tanto por su rol en la dinámica de las exportaciones e importaciones, así como en la formación de las expectativas económicas globales. El índice de los términos de intercambio (ITI) es el cociente de los precios de los bienes exportados y de los precios de los bienes importados por el país, y representa el poder de compra internacional de nuestras exportaciones. Como los precios de las exportaciones y de las importaciones están determinados en el exterior, sus alzas y bajas no se ven afectadas por políticas domésticas.

El índice Dow Jones y la Fed Funds Rate sirven de referencia a todo el mercado financiero internacional. Dado que no toman en cuenta la situación financiera de nuestro país, tienen un impacto claramente exógeno sobre el clima financiero internacional, costo del financiamiento externo, así como el volumen de ingreso y salida de capitales del país. Un aumento del Dow Jones suele ser un indicador proxy del clima financiero internacional, en especial, en los países desarrollados, principales motores del flujo financiero hacia los países emergentes. Una suba de la tasa de la FED siempre empeora las condiciones financieras internacionales para la Argentina, no solo por el aumento del costo para financiarse vía endeudamiento, sino sobre la probabilidad de corte de ingresos de fondos a nuestro país (vía créditos u otros instrumentos) y de salida de capitales.

El *Índice de Resiliencia Externa (IREX)* es un índice que refleja la capacidad de la economía argentina para enfrentar condiciones internacionales adversas. Los indicadores básicos para su construcción son la deuda pública externa como porcentaje del PIB, la variación de las reservas internacionales del BCRA como porcentaje de las importaciones, y la relación entre las cantidades exportadas e importadas de mercancías del país.

La primera variable es un indicador de sostenibilidad de la deuda pública externa. Su incremento refleja una menor capacidad/flexibilidad del país para hacer frente a los futuros servicios de la deuda externa. El segundo indicador es utilizado para reflejar, aunque sea parcialmente, la fortaleza del BCRA para intervenir en el mercado cambiario en caso de turbulencias cambiarias, o compras súbitas de divisas. Por caso, una variación negativa de las reservas con relación a las importaciones refleja una menor capacidad de enfrentar con reservas a la demanda de divisas para importaciones de mercancías. Esto significa, naturalmente, una caída del stock disponible para enfrentar compras súbitas de divisas para otros pagos externos, o para su atesoramiento como reserva de valor. Finalmente, la relación entre cantidades exportadas e importadas de mercancías refleja la capacidad del país para hacer frente a eventos externos negativos, independientemente de la volatilidad de los precios internacionales de bienes exportados e importados.

En cuanto al cálculo, se utiliza el método de valores extremos escalándose los valores de cada variable, así como de cada indicador entre 0 y 100. Cada indicador (ICI e IREX) se compone por un promedio simple de los indicadores de cada variable que lo compone. En el caso del IFEX se utiliza la misma técnica, pero a partir de la contraposición entre el ICI, que interpreta los shocks externos, y el IREX, como representativo de la capacidad del país para hacerles frente. Para los datos trimestrales, todos los indicadores toman valores entre 0 y 100 según los valores extremos para el período iniciado el I trimestre de 2006 hasta el trimestre tomado en cada publicación. En el caso de los anuales, los valores extremos 0 y 100 se estiman para el período iniciado en 1953 hasta el año completo que se publica en el informe correspondiente.

Las fuentes de datos primarios son: INDEC – Ministerio de Hacienda (PIB, Balance de Pagos, Intercambio Comercial Argentino, Deuda Externa), BCRA (Tipo de Cambio, Reservas Internacionales), y Reserva Federal de los EE. UU. (Tasa de Interés), Bloomberg (Índice Dow Jones), y OCDE y FMI (tasa de crecimiento mundial).