Índice de Condiciones Financieras (ICF)

Abril 2020

IAEF

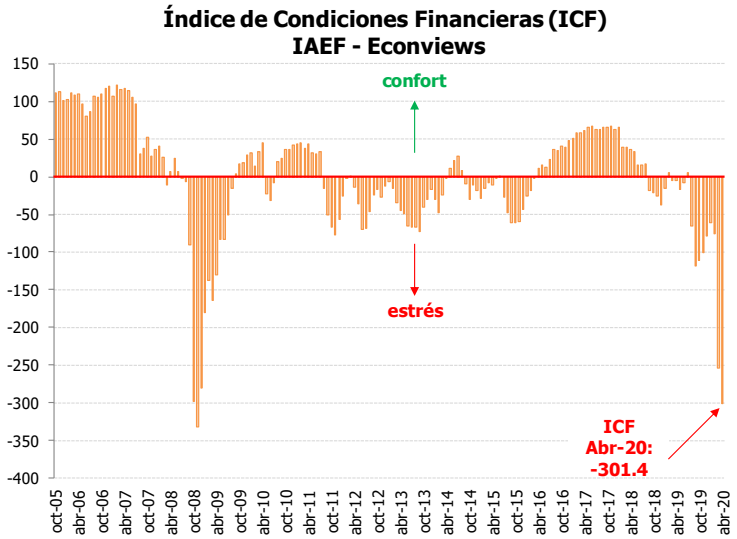
ECONVIEWS
ECONOMÍA Y FINANZAS

Las condiciones financieras profundizaron su deterioro en abril

→ El Índice de Condiciones Financieras (ICF) se deterioró 47.6 puntos mensuales en abril, hasta alcanzar -301.4 puntos. Así, en niveles, el ICF alcanzó su segundo peor registro de la serie histórica con inicio en 2005, solo precedido por noviembre 2008, en plena crisis financiera. La performance mensual del ICF se explicó en mayor medida por el desplome del subíndice de condiciones locales, en tanto las condiciones externas también empeoraron pero en menor magnitud.

→ Las condiciones locales profundizaron su caída en abril y retrocedieron 39.8 puntos. El deterioro se explicó por el aumento del riesgo legislación en medio de las negociaciones por la restructuración de la deuda, y por la fuerte suba de la brecha cambiaria, frente al desplome de las tasas de interés. Así, en niveles, las condiciones locales se ubicaron en -177.9, el peor registro histórico de la serie (con comienzo en 2005). Hay que retrotraerse a la crisis del 2001 para encontrar un nivel de estrés mayor que el actual. Las condiciones locales permanecen en zona de estrés desde agosto 2018 y el 50% de las variables que componen el subíndice están severamente estresadas, destacándose el riesgo legislación y el riesgo país.

→ En cuanto a las condiciones externas, explicaron en menor medida el deterioro del índice total, al retroceder 7.8 puntos mensuales. El mes pasado ya habían experimentado su peor y más rápida caída desde octubre 2008. En niveles, se ubicaron en -123.6, por encima del mínimo alcanzado en 2008 en -279.5, aunque hay que remontarse a ese momento para encontrar valores estresados en forma similar. El 60% de las variables que componen el subíndice externo alcanzaron niveles de estrés severo, destacándose la volatilidad en *commodities* y en acciones de países emergentes.



Las condiciones financieras se siguieron deteriorando en abril, pero a diferencia de marzo, esta vez el impacto fue mayor por el lado de la performance local. Finalmente, el 17 de abril se presentó una oferta de restructuración de la deuda soberana bajo ley extranjera. Dicha propuesta fue rápidamente rechazada por la mayor parte de los comités de acreedores, ya que descontada a una *exit yield* razonable no implicaba una mejora significativa con respecto a los precios actuales de los bonos. En líneas generales, la oferta de restructuración exhibió un plazo de gracia de 3 años, con una fuerte quita sobre los intereses (62%). El gobierno se mostró bastante inflexible para seguir negociando, dado que la propuesta se ajusta a los términos planteados por el FMI en cuanto a sostenibilidad de la deuda pública, y en principio el plazo de vencimiento de la oferta es el viernes 8 de mayo, aunque podría extenderse. Además, desde el 20 de marzo Argentina entró en cuarentena por el COVID-19, y se espera que haya una salida muy gradual de la misma, con el consecuente impacto en actividad económica. Frente a la política monetaria expansiva del BCRA, las tasas de interés cayeron rápidamente y

presionaron a la brecha cambiaria a niveles del 80%. Por el lado internacional, durante abril los bancos centrales mundiales dieron señales de mantener estímulos monetarios ultra-expansivos por el tiempo que sea necesario para sostener a la actividad económica. Además, algunos países empezaron a programar una salida gradual de la cuarentena. Esto generó una mejora en los índices de acciones globales en el mes y una caída en la volatilidad, que de todas maneras sigue siendo alta, en especial en el caso de *commodities* como el petróleo.

En este contexto**, el Índice de Condiciones Financieras (ICF) se deterioró 47.6 puntos mensuales en abril, hasta alcanzar -301.4 puntos.** Así, **en niveles, el ICF alcanzó su segundo peor registro de la serie histórica con inicio en 2005,** solo precedido por noviembre 2008, en medio de la crisis financiera de Lehman. La **performance mensual del ICF se explicó en mayor medida por el desplome de las condiciones locales**, en tanto **las condiciones externas también se deterioraron pero en menor magnitud,** luego de ya haber exhibido en el mes previo su peor y más rápida caída mensual desde 2008. De esta forma, las condiciones financieras permanecen en zona de estrés desde septiembre 2018, cuando Argentina había sufrido una crisis cambiaria y de balance de pagos que actualmente se tradujo en una crisis de deuda.

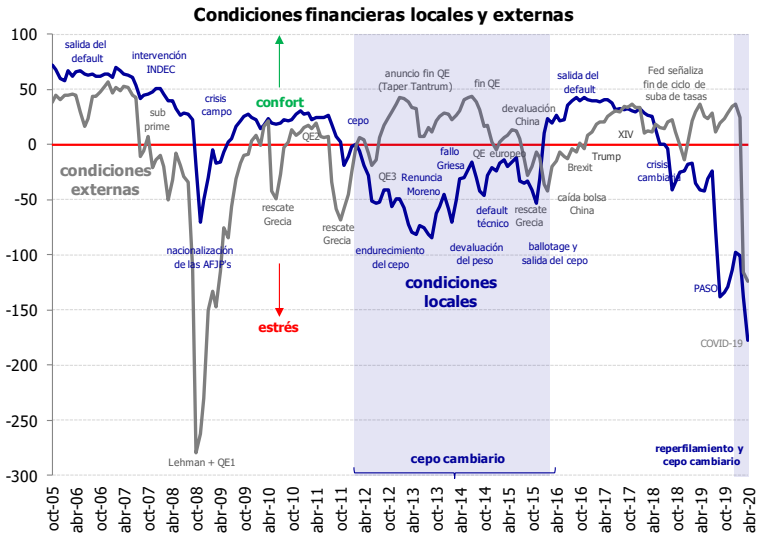
El subíndice de condiciones locales profundizó su caída en abril y se retrajo 39.8 puntos. Este empeoramiento se explicó por el **aumento en el riesgo legislación** y por la fuerte **suba de la brecha cambiaria.** Al conocerse la propuesta de restructuración de la deuda ley extranjera, las condiciones esperadas para el tratamiento de la deuda bajo ley local se volvieron más pesimistas. Por el lado de la brecha cambiaria, una combinación de política monetaria expansiva e incertidumbre por un posible default generaron mayor incertidumbre, y por ende un incremento en la dolarización. En este contexto, la brecha cambiaria entre el tipo de cambio oficial y el *contado con liqui* saltó desde niveles de 35% hasta 80%. El Banco Central casi no pudo comprar reservas durante el mes y tuvo que intervenir como vendedor, por menor liquidación de divisas especialmente del sector agroexportador. Así, las reservas internacionales se mantuvieron estables y los depósitos en moneda extranjera del sector privado disminuyeron US$ 286 millones. De este modo, **las condiciones locales profundizaron el estrés hasta ubicarse en -177.9, el peor registro de la serie con comienzo en 2005.** Hay que retrotraerse a la crisis del 2001 para encontrar un nivel de estrés mayor que el actual. **Las condiciones locales están en zona de estrés desde agosto 2018** y **el 50% de las variables están severamente estresadas,** destacándose el riesgo legislación, el riesgo país y la confianza en los bancos (por la salida de depósitos en dólares).

	Índice			Variación del índice	
	abr-20	mar-20	abr-19	-1M	-12M
ICF (1+2)	**-301.4** ●	**-253.9** ●	**-5.0** ●	**-47.6**	**-296.4**
Condiciones locales (1)	**-177.9** ●	**-138.1** ●	**-41.3** ●	**-39.8**	**-136.6**
Tasa de interés (Badlar privada)	-0.5 ●	-5.4 ●	-15.4 ●	4.9	14.9
Liquidez de corto plazo (Badlar - Call)	-2.1 ●	0.0 ●	1.8 ●	-2.1	-3.9
Inflación (core mensual)	-3.2 ●	-6.0 ●	-9.5 ●	2.8	6.3
Liquidez de largo plazo (depósitos - créditos)	-3.4 ●	-3.3 ●	-6.7 ●	-0.1	3.3
Acciones (Merval)	-5.4 ●	-4.7 ●	0.1 ●	-0.7	-5.5
Depreciación esperada (NDF 1Y - NDF 1M)	-13.8 ●	-11.5 ●	-14.2 ●	-2.4	0.4
Brecha cambiaria (blue chip - oficial)	-18.5 ●	-9.9 ●	4.9 ●	-8.5	-23.4
Confianza en bancos (depósitos en US$)	-23.9 ●	-23.6 ●	1.4 ●	-0.3	-25.4
Riesgo país (EMBI Arg - Global)	-51.3 ●	-45.2 ●	-1.0 ●	-6.1	-50.3
Riesgo legislación (NDF 1Y - ROFEX 1Y)	-55.8 ●	-28.5 ●	-2.8 ●	-27.2	-53.0
Condiciones externas (2)	**-123.6** ●	**-115.8** ●	**36.2** ●	**-7.8**	**-159.8**
Bonos EEUU (UST 10Y - UST 3M)	3.5 ●	3.3 ●	4.8 ●	0.2	-1.3
Riesgo europeo (CDS 5Y IG)	-0.9 ●	-2.6 ●	3.1 ●	1.7	-4.0
Monedas emergentes (volatilidad)	-5.1 ●	-4.6 ●	5.1 ●	-0.5	-10.2
Liquidez global (T - ED)	-9.5 ●	-6.6 ●	4.9 ●	-2.9	-14.3
Riesgo emergente (EMBI global)	-14.2 ●	-9.7 ●	-1.1 ●	-4.4	-13.1
Inflación esperada EEUU (UST 10Y - TIPS)	-14.3 ●	-15.9 ●	-1.1 ●	1.6	-13.2
Confianza entre bancos (LIBOR - OIS)	-15.5 ●	-11.1 ●	2.5 ●	-4.3	-18.0
Acciones EEUU (VIX)	-19.4 ●	-33.4 ●	5.1 ●	14.0	-24.5
Acciones emergentes (volatilidad)	-22.2 ●	-15.4 ●	5.6 ●	-6.8	-27.9
Commodities (volatilidad en futuros)	-26.0 ●	-19.8 ●	7.3 ●	-6.3	-33.4

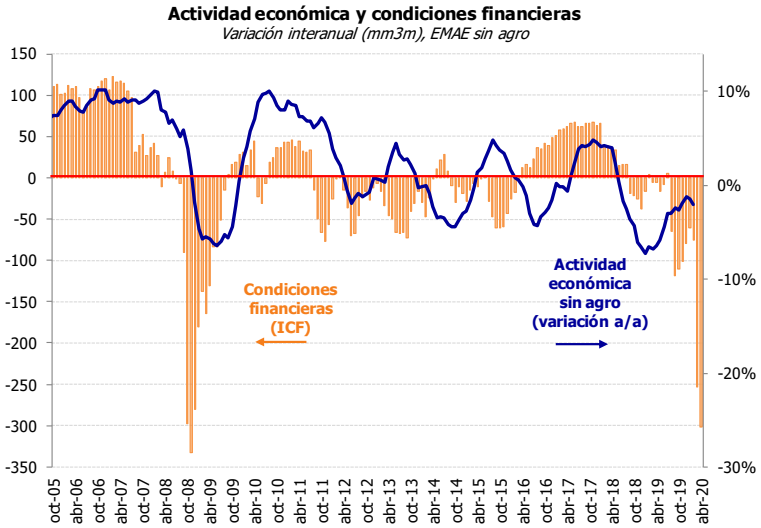
Confort: mayor a cero (●) / Estrés: entre 0 y -10 (●) / Estrés severo: menor a -10 (●)

En cuanto **a las condiciones externas,** este subíndice explicó **en menor medida el deterioro del índice total, al retroceder 7.8 puntos mensuales.** El mes pasado había experimentado su peor y más rápida caída desde octubre 2008. De este modo, **el subíndice permaneció en terreno de estrés por segundo mes seguido,** tras haber mantenido una seguidilla de 14 meses seguidos en zona de confort. **En niveles, se ubicó en -123.6, por encima del mínimo alcanzado en 2008 en -279.5,** aunque hay que remontarse a ese momento para encontrar valores estresados en forma similar. **El 60% de las variables que componen el subíndice externo alcanzaron niveles de estrés severo,** destacándose **la volatilidad en *commodities* y en acciones de países emergentes y de EEUU.** A pesar de las medidas de los bancos centrales, la liquidez global se deterioró en abril, tras haber logrado estar en zona de confort en el mes previo.

El ICF en abril se ubicó 296.4 puntos por debajo de un año atrás, la peor caída anual desde 2008. Este deterioro se explicó tanto por **el derrumbe de las condiciones externas (-159.8)** producto de la mayor volatilidad en *commodities* y en acciones de emergentes; como de las **condiciones locales,** que **se desplomaron 136.6 respecto a un año atrás,** por mayor riesgo legislación y riesgo país. **El ICF se ubicó apenas por encima del mínimo de la serie en noviembre 2008,** cuando se había desplomado hasta -332.9 puntos.

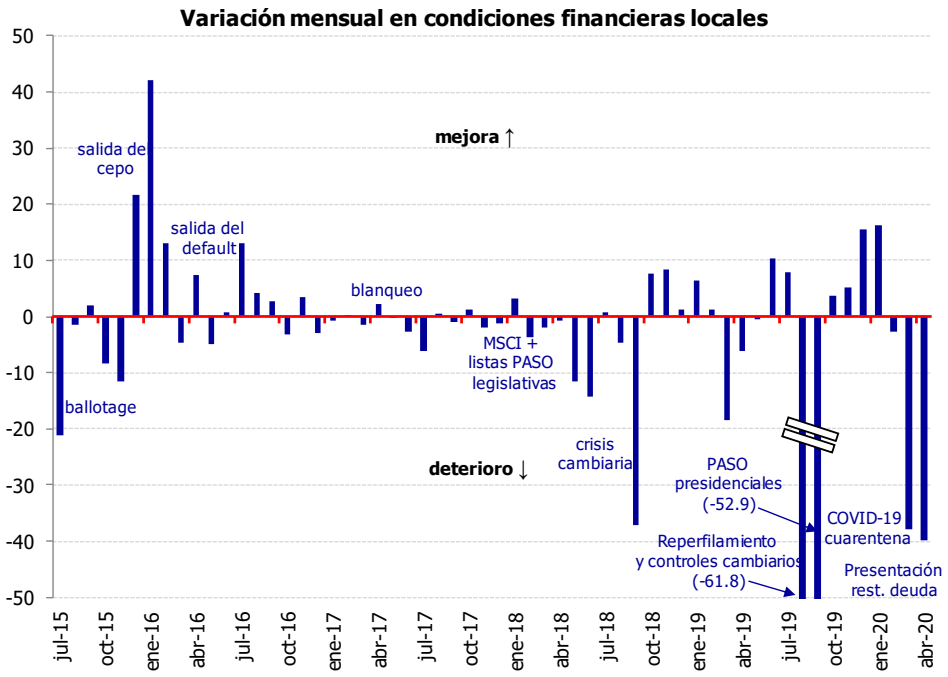


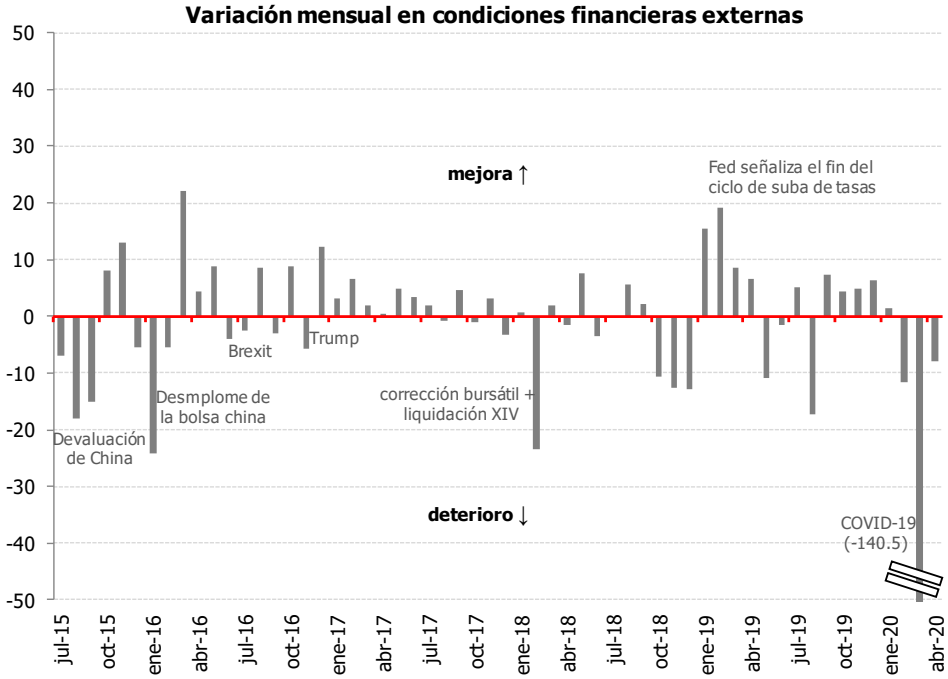
La economía argentina siempre creció en forma sostenida cuando las condiciones financieras se mantuvieron en zona de confort durante un lapso prolongado. **Ante el reciente colapso tanto de las condiciones externas como locales, cabe esperar que la actividad económica experimente este año uno de sus peores desempeños de los últimos años.** Vale recordar que valores negativos del índice o cualquier variable corresponden a situaciones de estrés mayores al promedio histórico, valores positivos a situaciones de confort y cercanos a cero a condiciones relativamente normales.



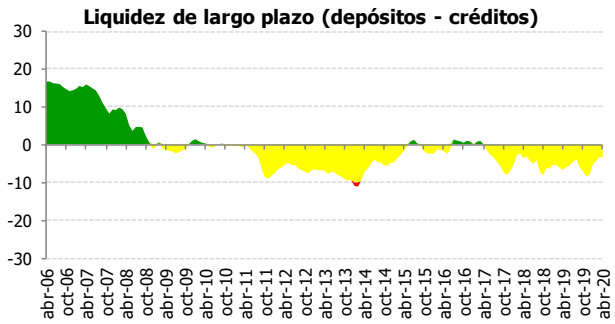
Anexo Estadístico

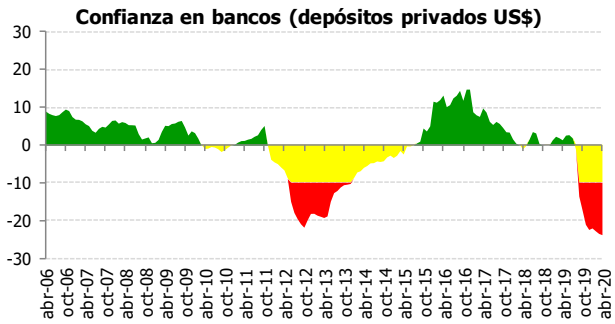
Variación mensual de los Subíndices de Condiciones Locales y Externas

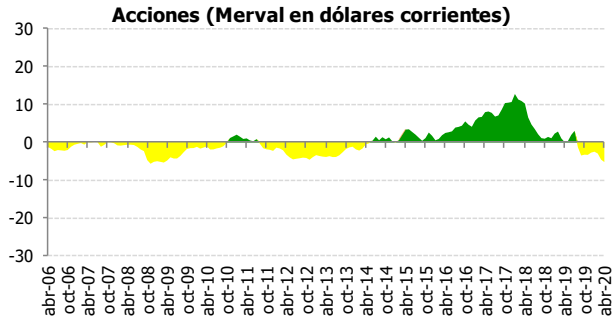


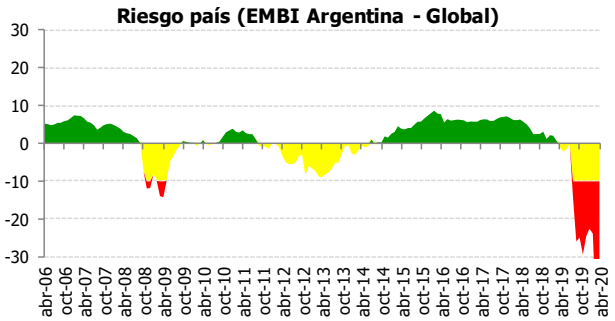


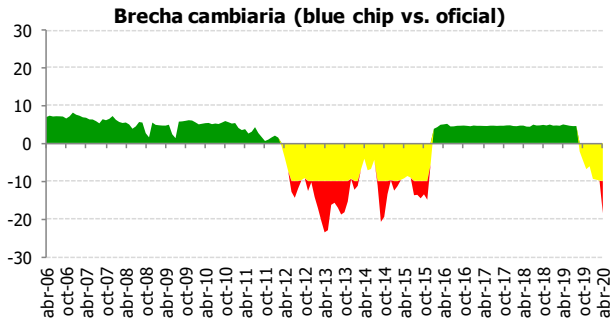
Contribución de cada variable al subíndice de Condiciones Locales

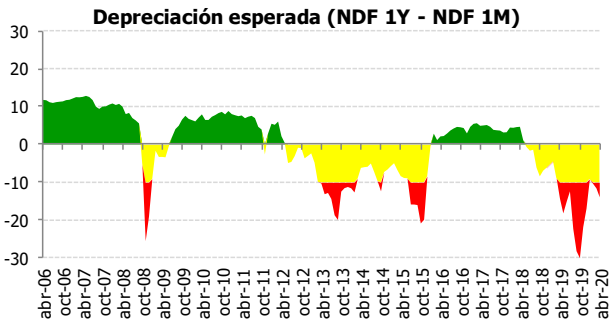


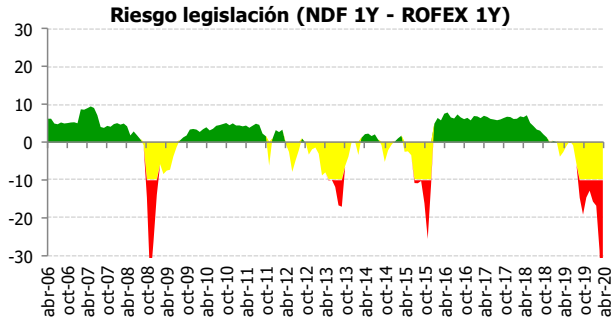


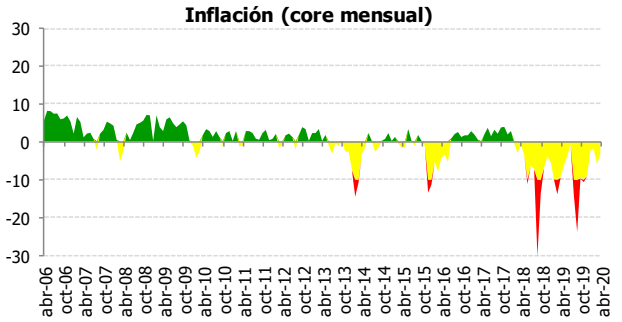


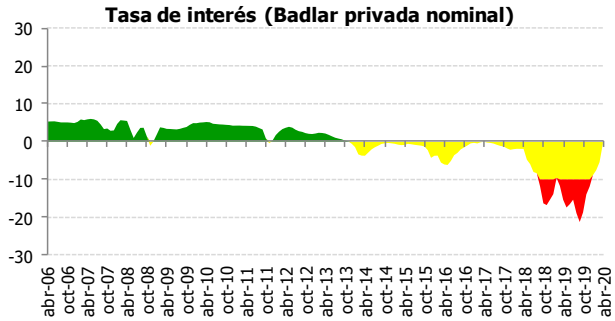


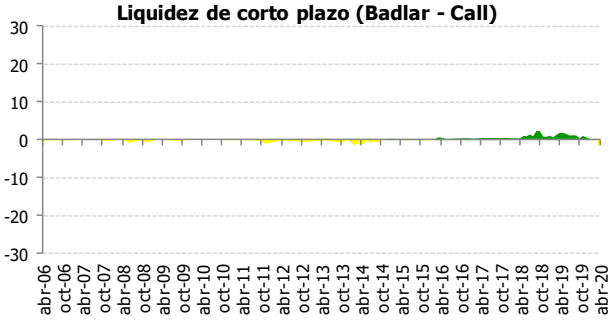




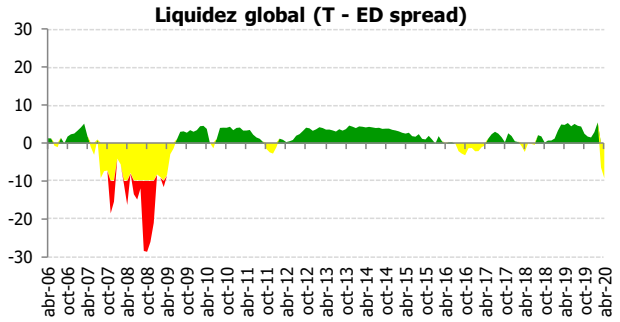


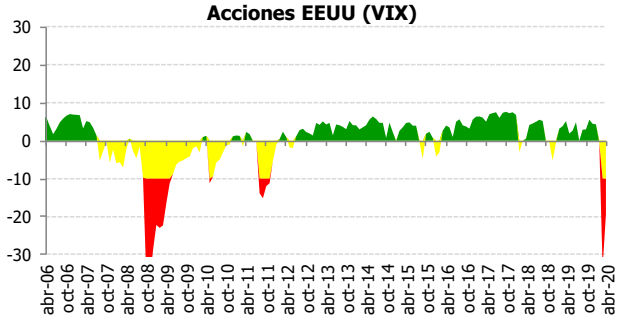


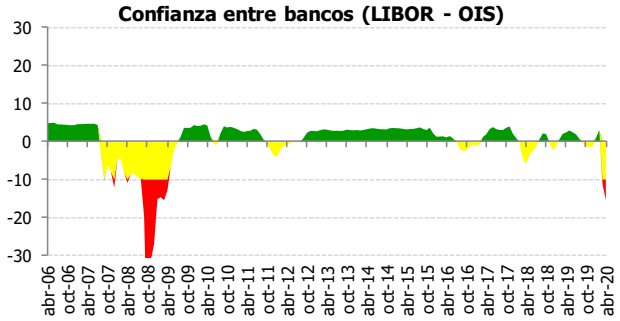


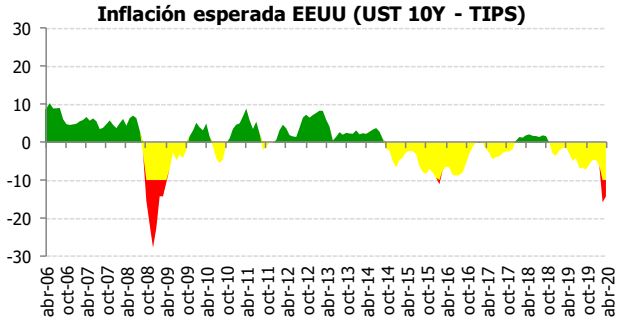


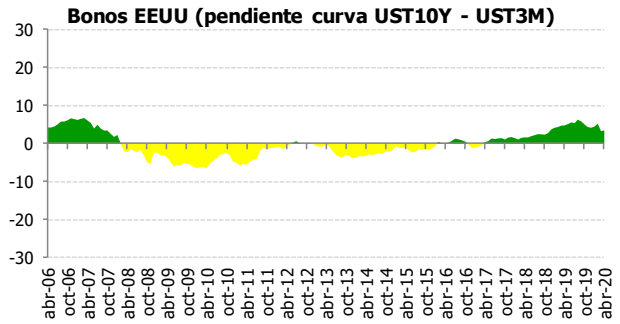
Contribución de cada variable al subíndice de Condiciones Externas

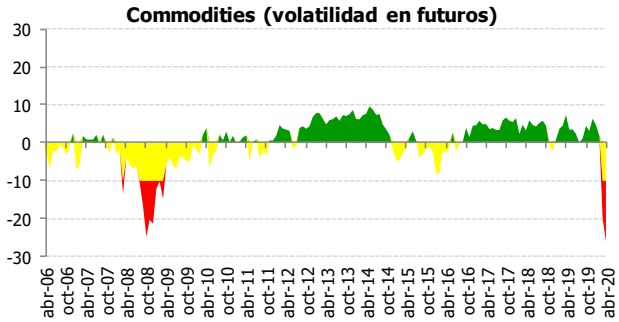


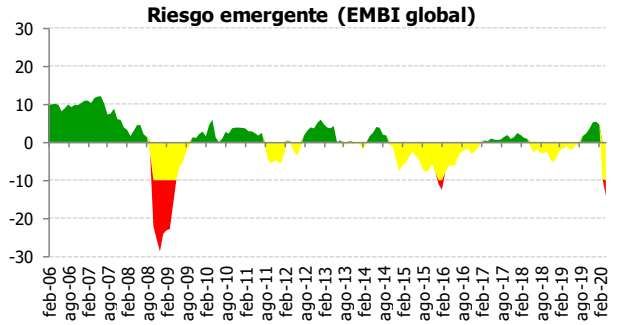


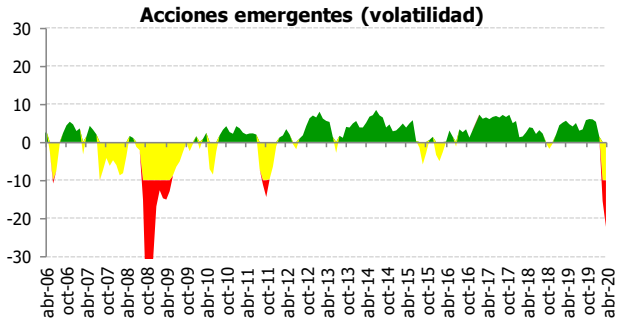


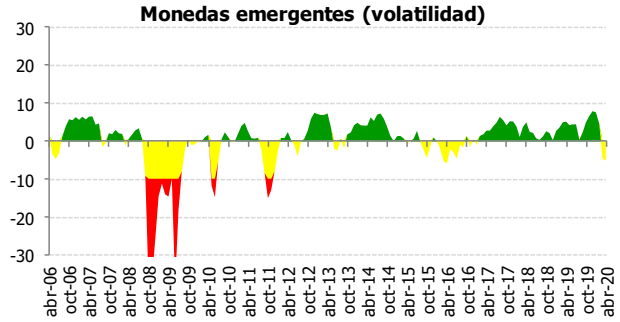


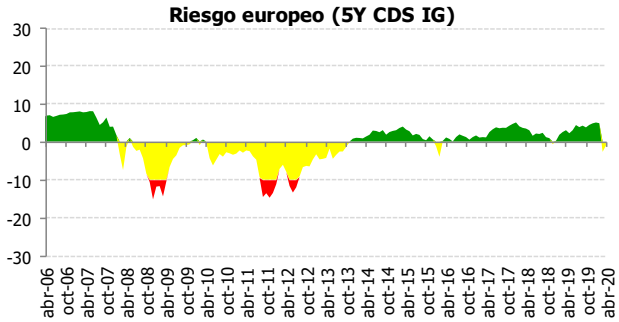












Preguntas Frecuentes

¿Qué mide el índice? El Índice de Condiciones Financieras (ICF) tiene como objetivo resumir el estado de las condiciones financieras que prevalecen en la economía argentina, a efectos de contar con un indicador de fácil lectura que identifique el modo en que las condiciones financieras influyen sobre los niveles de actividad financiera y económica. En forma muy simplificada, el ICF busca reflejar la disponibilidad y el costo del financiamiento para el Gobierno, las provincias, las empresas y las familias argentinas. Si bien no pretende ser un indicador líder de actividad ni reproducir el comportamiento de ninguna variable económica ni financiera, el ICF captura adecuadamente el modo en que las condiciones financieras impactan sobre los niveles de actividad financiera y económica. El ICF se diferencia de otros índices muy conocidos y utilizados, ya que, por ejemplo, no pretende evaluar el estado de la política monetaria, si bien la considera como una variable relevante, no constituye una medida del denominado "riesgo país", ni tampoco un indicador del estado de las "condiciones crediticias" que mida la disposición de los bancos a otorgar crédito.

¿Qué metodología emplea? El ICF se construye a partir del análisis de componentes principales de un conjunto de variables seleccionadas, en línea con la metodología del Financial Stress Index (FSI) de la FED de St. Louis (STL-FSI) o de la FED de Kansas City (KC-FSI). El análisis de componentes principales es un método estadístico de extracción de los factores responsables de explicar los movimientos conjuntos de un grupo de variables. Este método permite reducir la dimensionalidad del conjunto de datos, reteniendo aquellas características del conjunto que más contribuyen a su varianza, en forma tal que los primeros componentes contienen los aspectos "más importantes" de esa información. Intuitivamente, esta técnica permite hallar las causas de la variabilidad de un conjunto de datos y ordenarlas por importancia. Mediante la extracción del primer componente principal, aquel que más explica al movimiento conjunto o captura la mayor varianza, se elabora un índice que tiene una interpretación económica y es representativa del estado de las condiciones financieras. En síntesis, el ICF hace entonces que un enorme conjunto de series económicas y financieras "hable por sí mismo". No se elabora a partir de una encuesta ni depende del "juicio experto". Tampoco se construye a partir de un "modelo" ni de una estimación.

¿Cómo se lee el índice y sus subíndices? Valores más bajos o negativos del ICF reflejan un mayor comovimiento del conjunto de variables seleccionadas y, por ende, indican un deterioro en las condiciones financieras prevalecientes. Por lo tanto, a menores valores del índice, mayor es el nivel de estrés financiero. El ICF es la suma de dos subíndices, elaborados cada uno mediante la metodología descripta. Por un lado, el subíndice de condiciones locales captura las condiciones financieras que enfrenta la economía argentina en el plano local, mediante diez variables muy utilizadas. Por el otro, el subíndice de condiciones externas captura las condiciones financieras que prevalecen en el plano internacional, mediante también diez variables muy utilizadas.

¿Cuál es la fuente de las variables? El ICF utiliza variables y datos financieros y económicos de dominio público y que se encuentran disponibles con frecuencia habitualmente diaria o mensual.

¿Cuándo se publica el ICF? El índice se publica mensualmente la primera semana de cada mes y reporta las condiciones financieras prevalecientes a lo largo del mes anterior a la fecha de publicación.