Índice de Condiciones Financieras (ICF)

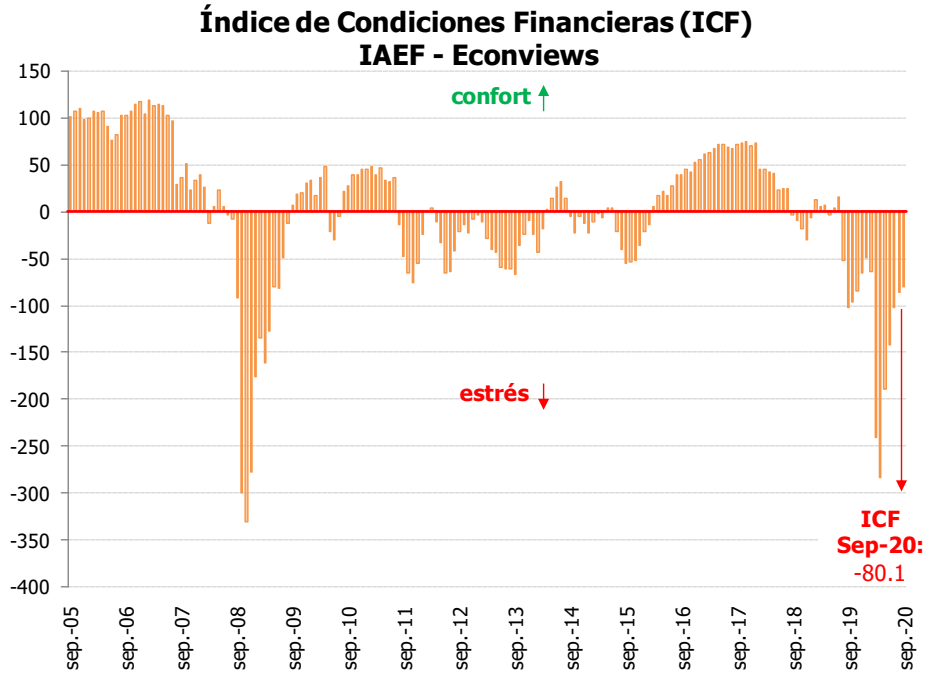
Septiembre 2020

Las condiciones financieras siguieron mejorando en septiembre

- El Índice de Condiciones Financieras (ICF) aumentó 6.5 puntos mensuales en septiembre hasta alcanzar un nivel de -80.1 puntos. Así, el ICF acumuló cinco mejoras consecutivas, y aunque permaneció en terreno de estrés, continuó alejándose de su peor registro alcanzado en abril pasado, cuando llegó a tocar -284.3 puntos por la irrupción del COVID-19. En esta ocasión, la performance mensual del ICF estuvo más favorecida por la mejora de las condiciones locales (9.5 puntos), especialmente por la emisión de los nuevos bonos del canje; en tanto que las condiciones externas se deterioraron (-3.0 puntos), luego de cuatro rachas positivas.

- El subíndice de condiciones locales subió 9.5 puntos, acelerando la mejora en el margen y sumando su quinto avance mensual. Favorecida por el canje de deuda, la suba se explicó en su mayor parte por la compresión en el riesgo país argentino, que cayó desde 2,200 hasta 1,100 pbs, aunque luego de la implementación de mayores controles cambiarios a mediados de septiembre rebotó a 1,300 pbs. La brecha cambiaria subió a casi 100%, la caída en los depósitos en dólares tomó ritmo, y el Merval en dólares se contrajo. De este modo, las condiciones locales se ubicaron nuevamente en zona de estrés en -89.2 puntos, pero siguieron alejándose de su registro de abril, cuando habían alcanzado -160 puntos, el peor valor de la serie con comienzo en 2005.

- En cuanto al subíndice de condiciones externas, cayó 3.0 puntos en septiembre cortando su racha de cuatro mejoras consecutivas. Se mantuvo en zona de confort al igual que en agosto, luego de haber permanecido en terreno de estrés desde marzo hasta julio por el impacto del COVID-19. En niveles, el subíndice se ubicó en 9.1 puntos. Dentro de las variables que mostraron el mayor nivel de estrés se destacó el aumento en la volatilidad de las acciones en EEUU (VIX) y una menor inflación esperada, síntoma de una recuperación económica menos vigorosa. El riesgo emergente subió en el mes, y la volatilidad en *commodities* fue mayor.



En septiembre, el debut inicial de los nuevos bonos soberanos bajo ley extranjera y local fue bueno, con un rendimiento en torno al 11-12%. Sin embargo, **la performance se deterioró a mediados de mes, luego de un nuevo endurecimiento del cepo cambiario** en el que se restringió el acceso a dólares para pagos de deuda de empresas, y en la práctica se redujo el cupo de dólar solidario, a la vez que se incrementó el *parking* para bonos. El nuevo cepo impactó plenamente en la brecha cambiaria y en el riesgo país, que se deterioraron desde mediados de mes, borrando el optimismo inicial por la salida del *default*. Así, la performance de los bonos argentinos fue la peor luego de una restructuración de deuda, de acuerdo a un informe de Morgan Stanley, con caídas de precio del 20%. En septiembre **se presentó el Presupuesto 2021 con una estimación de déficit primario** de 4.5% del PBI, **algo mayor al esperado** por el mercado. El anuncio de la visita de la misión técnica del FMI en octubre tuvo un impacto positivo, pero no alcanzó a cambiar expectativas. En el **frente externo**, en septiembre **la bolsa americana sufrió correcciones que no se observaban desde julio pasado**, lo que terminó impactando en una mayor volatilidad (medida por el VIX), un aumento en el riesgo de países emergentes, y suba en la volatilidad de *commodities*.

En este contexto, **el Índice de Condiciones Financieras (ICF) mejoró 6.5 puntos mensuales en septiembre,** hasta alcanzar un nivel de **-80.1 puntos**. Así, ya **sumó cinco mejoras consecutivas,** y aunque el índice permaneció en **terreno de estrés, continuó alejándose de su peor registro alcanzado en abril**, cuando llegó a tocar -284.3 puntos. En esta ocasión la **performance mensual** del ICF se vio únicamente favorecida por la mejora de las **condiciones locales** (9.5 puntos), en tanto que **las condiciones externas**, que venían impulsando al indicador en los meses previos, **se deterioraron** 3.0 puntos. De todas maneras, **el ICF sigue sin poder salir de la zona de estrés** de forma continua **desde septiembre 2018**, cuando Argentina había sufrido una crisis cambiaria y de balance de pagos que luego se tradujo en una crisis de deuda.

El subíndice de **condiciones locales subió 9.5 puntos en septiembre,** acelerando su mejora en el margen con respecto al mes previo, y sumando su quinto avance mensual luego de tres caídas consecutivas. **Favorecido por el canje de deuda,** el incremento se explicó en su mayor parte por la **compresión en el riesgo país,** que cayó desde 2,200 hasta 1,100 pbs, aunque luego del endurecimiento del cepo a mediados de mes rebotó a 1,300 pbs. **La dinámica cambiaria de septiembre se vio nuevamente bajo presión.** Prueba de esto es que el BCRA tuvo que intervenir vendiendo reservas en el MULC por US$ 1,618 millones, un monto mayor al de agosto incluso luego de haber endurecido los controles cambiarios; el interés abierto en futuros ROFEX se mantuvo en torno a US$ 5,000 millones. Por el lado de la **brecha cambiaria,** comenzó a subir a mediados de mes desde 70% hasta casi 100%. **El BCRA y la ANSES siguieron interviniendo de forma activa** en el MEP y el CCL para moderar la suba. De esta manera, la brecha se sigue manteniendo **como la variable más estresada dentro del subíndice de condiciones locales, seguida por la depreciación esperada y los depósitos en dólares,** que comenzaron a mostrar caídas diarias de forma ininterrumpida desde el 9 de septiembre.

De este modo, **aunque en septiembre las condiciones locales se ubicaron nuevamente en zona de estrés en -89.2 puntos, siguieron alejándose de su registro de abril,** cuando habían alcanzado **-160 puntos, el peor valor de la serie** con comienzo en 2005. De todas formas, hay que retrotraerse a la crisis del

2001 para encontrar un nivel de estrés comparable al actual. **Las condiciones locales no logran salir del terreno negativo desde agosto 2018,** y a pesar del canje de deuda exitoso, el número de **variables severamente estresadas se mantiene en el 40% del total.**

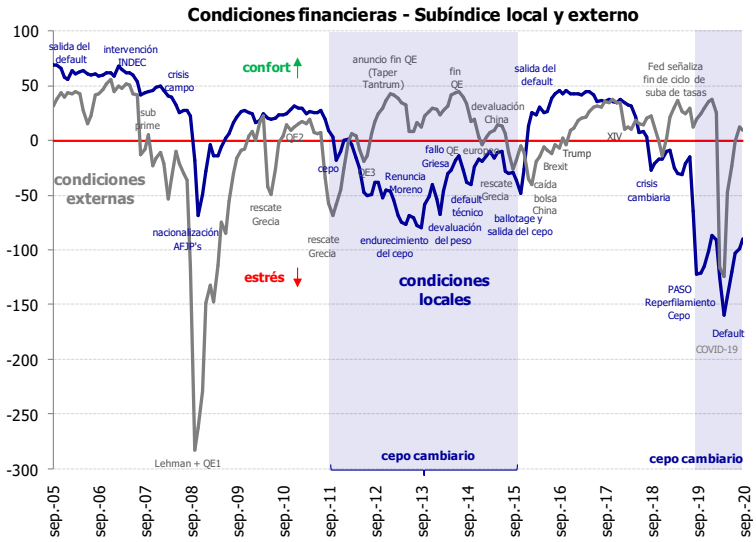
	Índice			Variación del índice	
	sep-20	ago-20	sep-19	-1M	-12M
ICF (1+2)	**-80.1**	**-86.6**	**-102.0**	**6.5**	**21.9**
Condiciones locales (1)	**-89.2**	**-98.7**	**-121.8**	**9.5**	**32.6**
Riesgo legislación (Spread AL41 - GD41)	2.6	3.8	-12.2	-1.2	14.8
Liquidez de largo plazo (depósitos - créditos)	2.4	2.0	-5.5	0.4	7.9
Inflación (core mensual)	-3.7	-4.8	-20.9	1.1	17.2
Tasa de interés (Badlar privada)	-5.0	-5.0	-19.8	0.0	14.8
Acciones (Merval)	-5.8	-4.9	-4.2	-0.9	-1.6
Liquidez de corto plazo (Badlar - Call)	-5.8	-5.1	4.1	-0.7	-9.9
Riesgo país (EMBI Arg - Global)	-11.1	-21.4	-23.1	10.3	12.0
Confianza en bancos (depósitos en US$)	-16.6	-23.8	-12.4	7.2	-4.2
Depreciación esperada (NDF 1Y - NDF 1M)	-20.4	-15.7	-26.4	-4.7	6.0
Brecha cambiaria (blue chip - oficial)	-25.9	-23.9	-1.5	-2.0	-24.3
Condiciones externas (2)	**9.1**	**12.1**	**19.9**	**-3.0**	**-10.7**
Liquidez global (T - ED)	5.6	5.2	4.5	0.4	1.1
Riesgo europeo (CDS 5Y IG)	5.5	3.7	4.2	1.8	1.2
Monedas emergentes (volatilidad)	4.1	4.6	2.3	-0.5	1.8
Confianza entre bancos (LIBOR - OIS)	2.9	2.4	-0.3	0.5	3.2
Bonos EEUU (UST 10Y - UST 3M)	2.9	3.0	5.1	-0.1	-2.3
Acciones emergentes (volatilidad)	2.1	0.8	3.4	1.3	-1.3
Commodities (volatilidad en futuros)	-0.3	1.7	1.3	-2.0	-1.6
Riesgo emergente (EMBI global)	-1.8	-1.5	1.7	-0.3	-3.5
Inflación esperada EEUU (UST 10Y - TIPS)	-4.6	-4.6	-5.6	-0.1	0.9
Acciones EEUU (VIX)	-7.3	-3.2	3.1	-4.1	-10.3

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

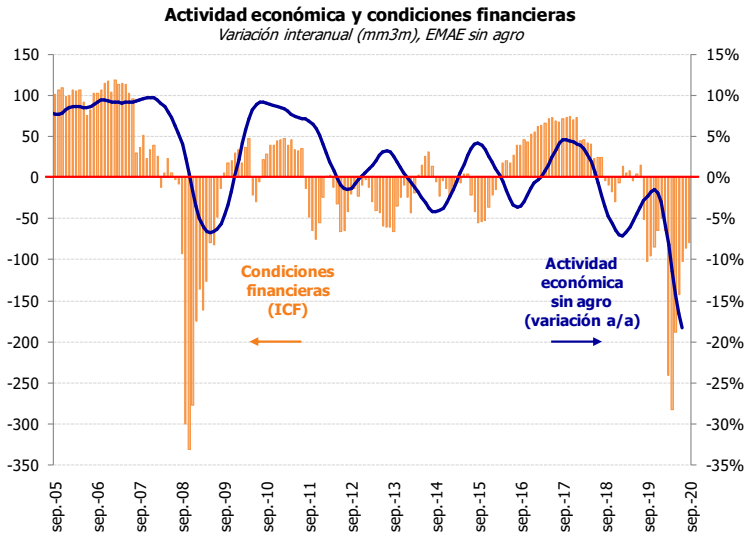
Por el lado de las **condiciones externas,** en **septiembre cortaron su racha de cuatro mejoras consecutivas, deteriorándose 3.0 puntos. Se mantuvieron en zona de confort** al igual que en agosto, luego de haber estado en terreno de estrés desde marzo hasta julio por el impacto del COVID-19. Así, en **niveles**, el subíndice externo se ubicó en **9.1 puntos**. La cantidad de variables bajo nivel de estrés (entre 0 y -10 puntos) subió de 30% a un 40% del total del subíndice externo. Dentro de las variables **más estresadas** se destacó el aumento en la **volatilidad de las acciones en EEUU** (VIX) y una **menor inflación esperada**, síntoma de que se estima una recuperación económica menos vigorosa. **El riesgo emergente** subió en el mes, y la **volatilidad en *commodities*** fue mayor.

El ICF se ubicó 21.9 puntos por encima de un año atrás, su primera suba interanual en 31 meses. **La mejora anual se explicó por la performance de las condiciones locales** (32.6 puntos), especialmente por una menor **inflación**, **tasa de interés** y **riesgo legislación**; en tanto que **las condiciones externas se redujeron 10.7 puntos** respecto a un año atrás, producto de una **mayor volatilidad en acciones en EEUU** y

riesgo emergente. El ICF **se siguió alejando de niveles de crisis,** aunque **al subíndice local le queda mucho camino por recorrer** para salir de zona de estrés.

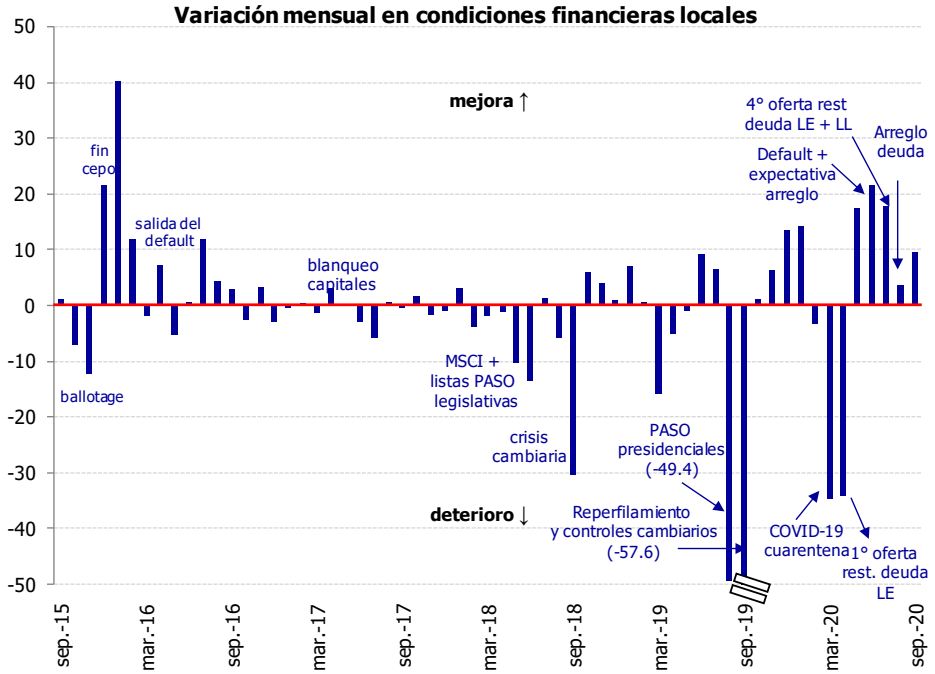


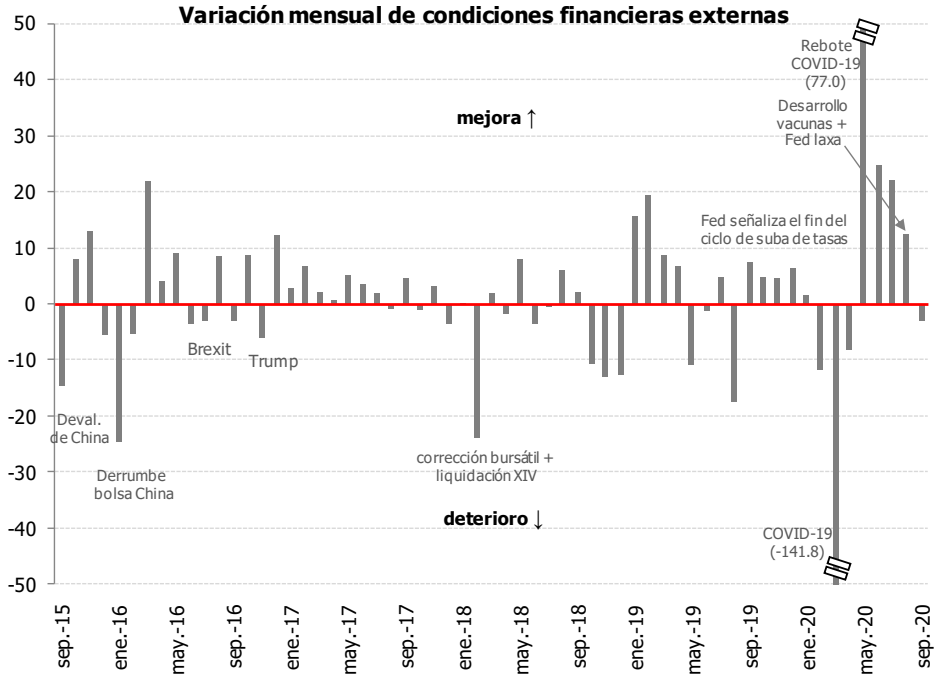
La economía argentina siempre creció en forma sostenida cuando las condiciones financieras se mantuvieron en zona de confort durante un lapso prolongado. **Frente al elevado nivel de estrés de las condiciones locales, cabe esperar que la actividad económica experimente uno de sus peores desempeños en la historia.** Sin embargo, **el ICF ha recuperado terreno.** De hecho, en septiembre el indicador **exhibió su primera suba interanual, y de continuar este sendero se consolidarían mejores expectativas para 2021.** De todos modos, **la incertidumbre es muy alta, lo cual no favorece a que las mejoras sean continuas.** Vale recordar que valores negativos del índice o de 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

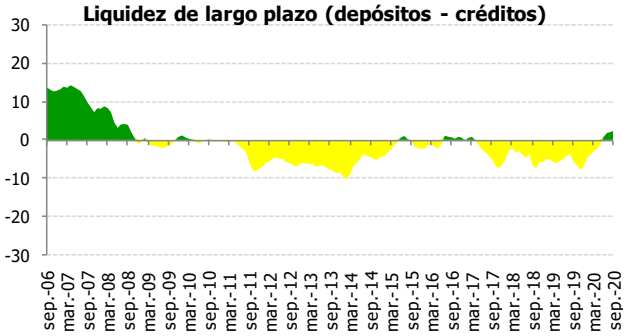
Variación mensual de los Subíndices de Condiciones Locales y Externas



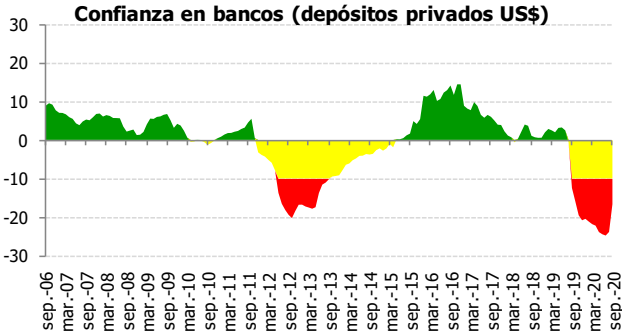


Contribución de cada variable al subíndice de Condiciones Locales

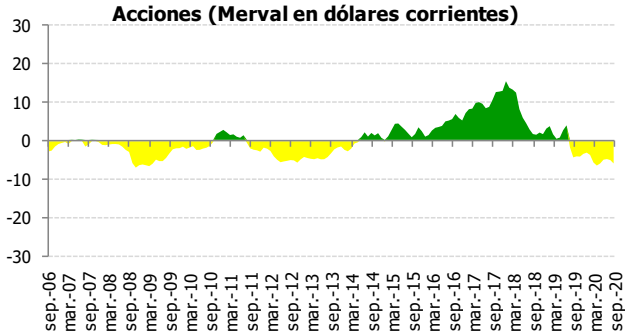
Liquidez de largo plazo (depósitos - créditos)



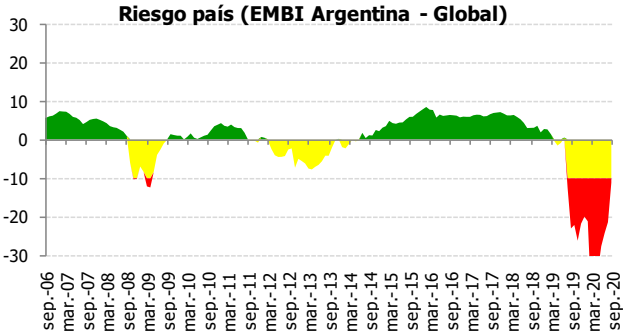
Confianza en bancos (depósitos privados US$)



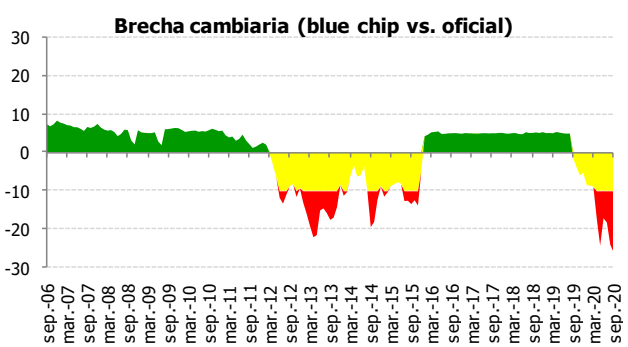
Acciones (Merval en dólares corrientes)



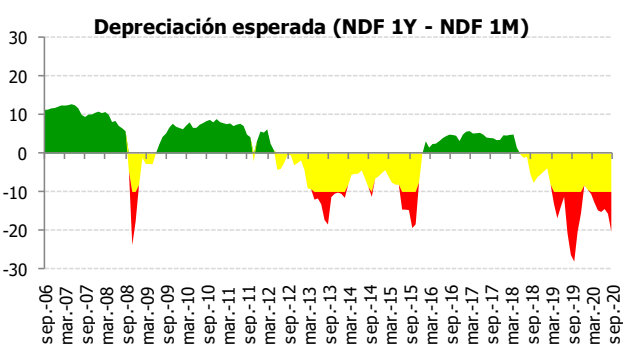
Riesgo país (EMBI Argentina - Global)



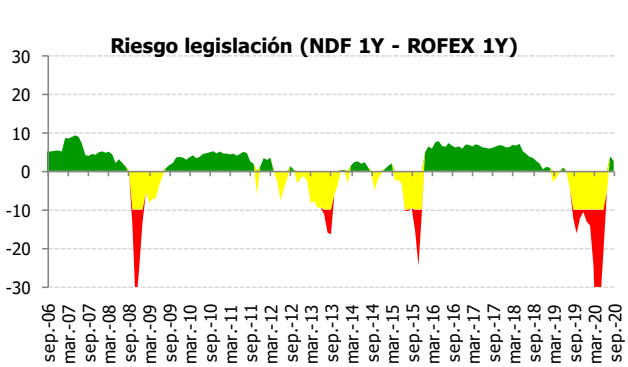
Brecha cambiaria (blue chip vs. oficial)



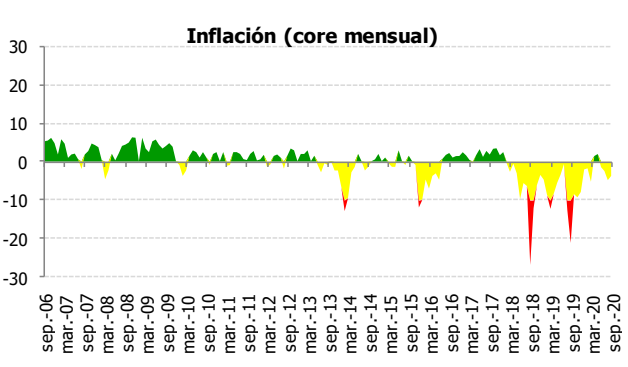
Depreciación esperada (NDF 1Y - NDF 1M)



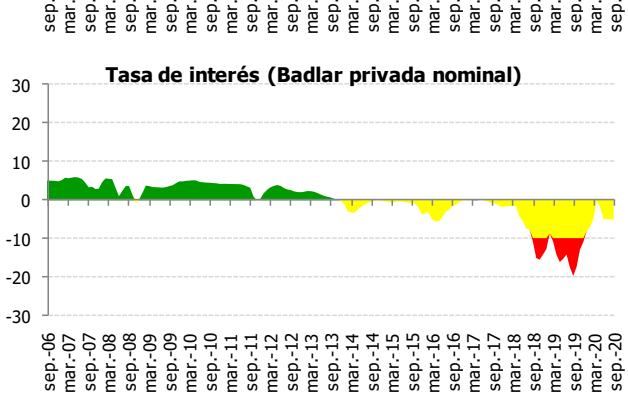
Riesgo legislación (NDF 1Y - ROFEX 1Y)



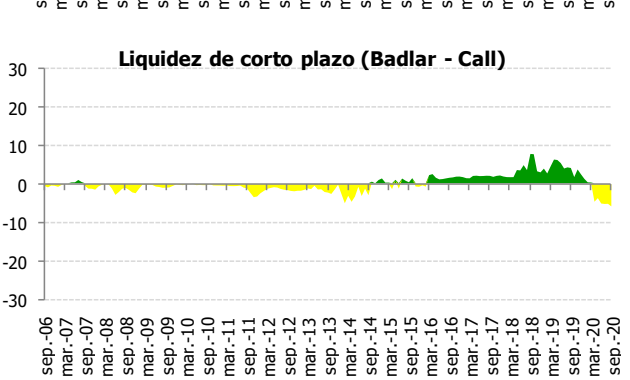
Inflación (core mensual)



Tasa de interés (Badlar privada nominal)

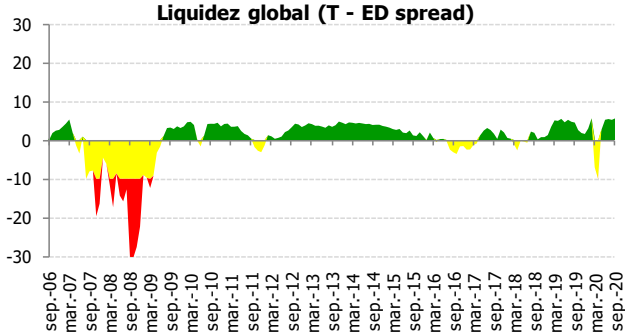


Liquidez de corto plazo (Badlar - Call)

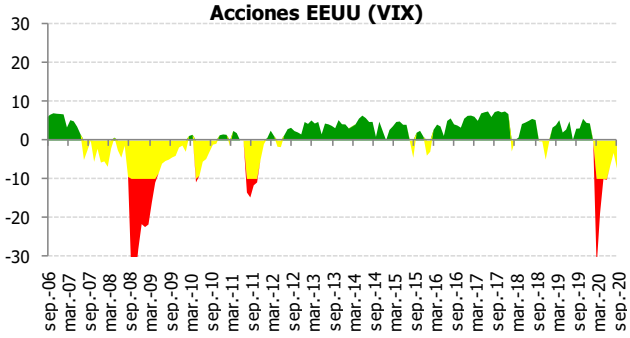


Contribución de cada variable al subíndice de Condiciones Externas

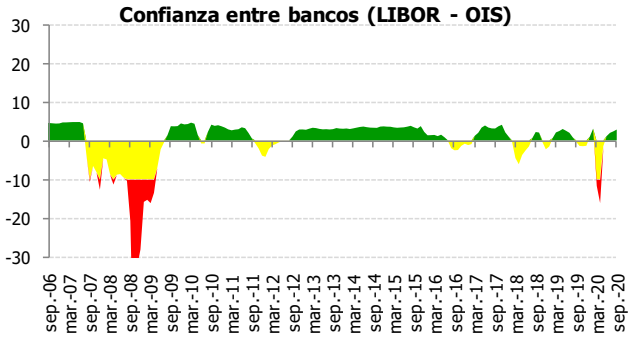
Liquidez global (T - ED spread)



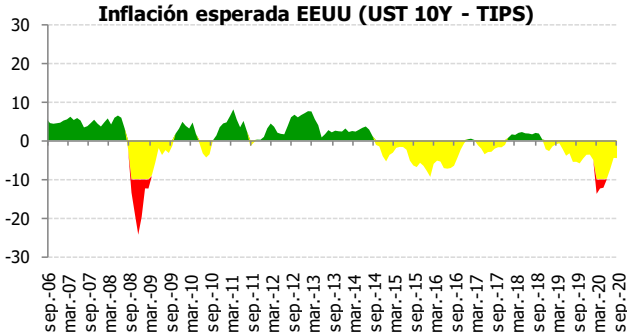
Acciones EEUU (VIX)



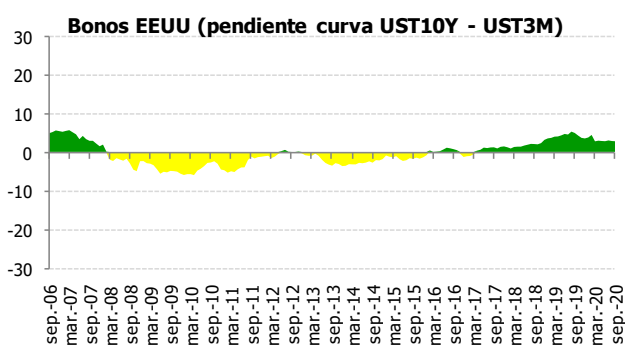
Confianza entre bancos (LIBOR - OIS)



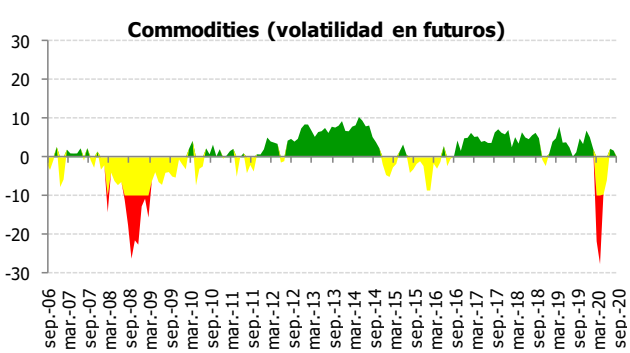
Inflación esperada EEUU (UST 10Y - TIPS)



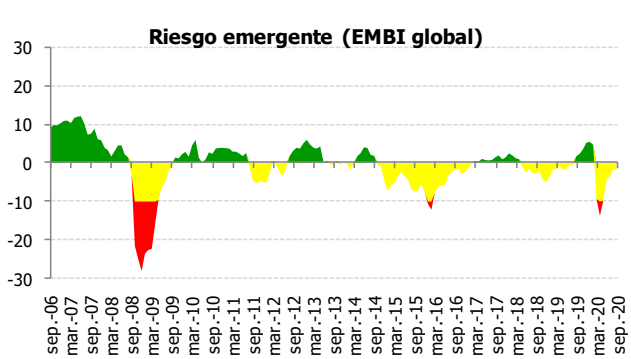
Bonos EEUU (pendiente curva UST10Y - UST3M)



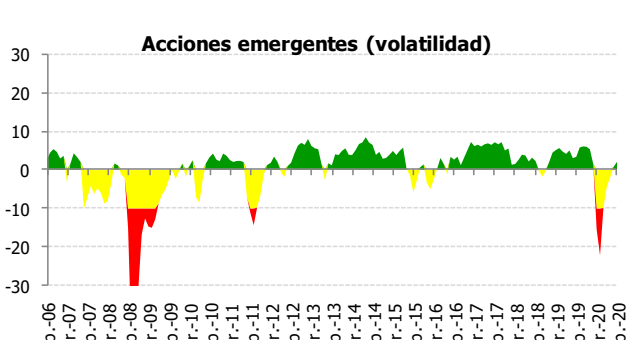
Commodities (volatilidad en futuros)



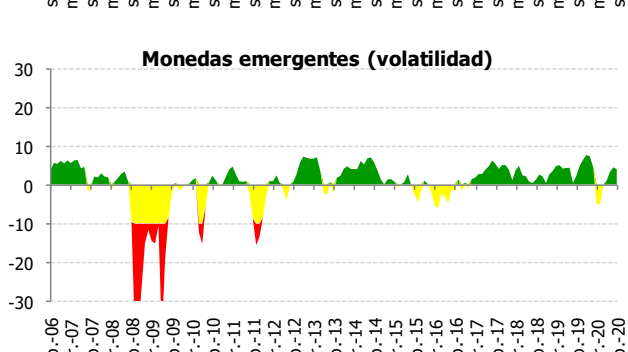
Riesgo emergente (EMBI global)



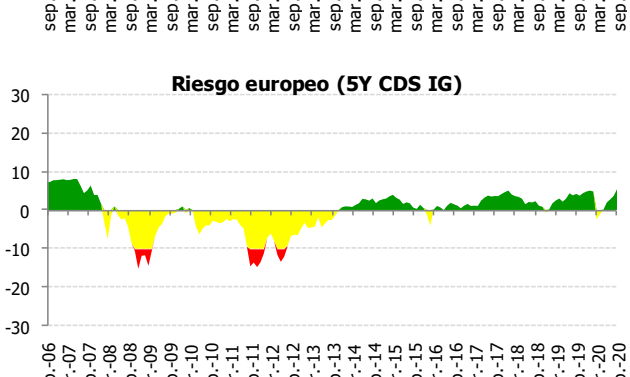
Acciones emergentes (volatilidad)



Monedas emergentes (volatilidad)



Riesgo europeo (5Y CDS IG)



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.