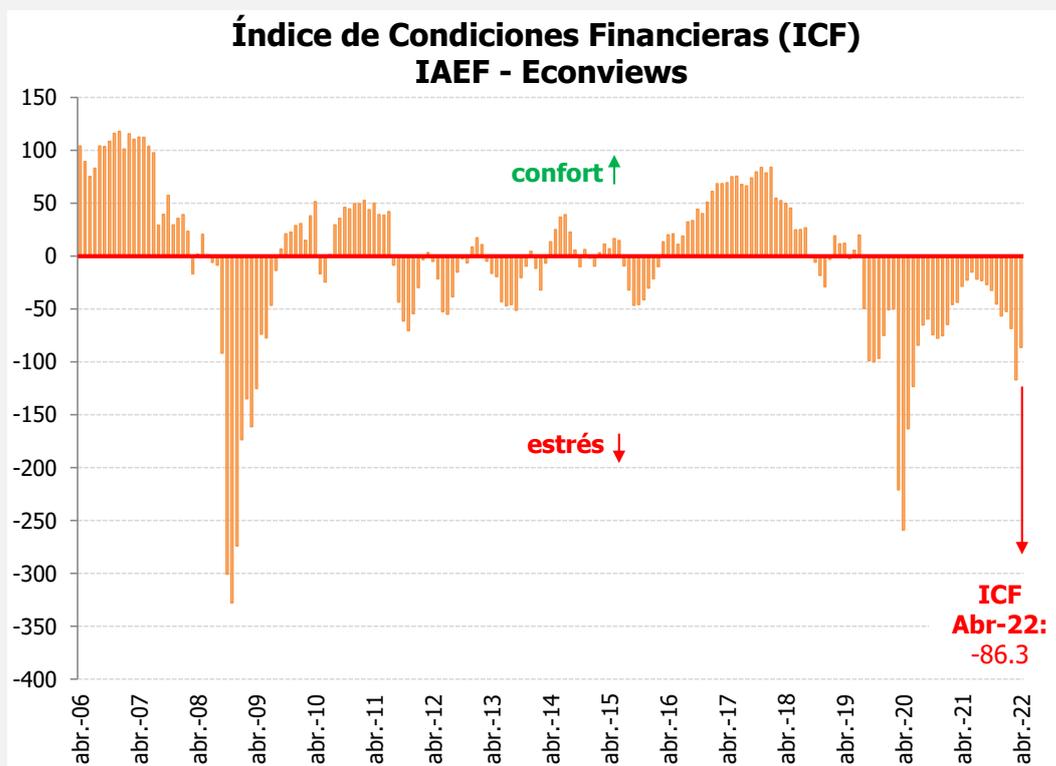


Un rebote que quedó corto

- **El Índice de Condiciones Financieras (ICF) recuperó parte de lo perdido en el mazazo de marzo, pero no volvió al nivel de febrero; un nivel que, dado como empezó mayo, parecería ser difícil de alcanzar. El índice pasó de -116.9 a -86.3 en el último mes, pero en febrero estaba en -64.3. El mes pasado mejoraron tanto las condiciones locales (un poco) y bastante las internacionales.**
- **El subíndice de condiciones locales se ubicó en -89.1 puntos, una mejora de 4.2 puntos respecto a marzo, aunque un deterioro de 31 unidades comparado con abril del 2021.** Hubo una corrección retrospectiva del índice local ya que la inflación de marzo resultó muy superior a la esperada. En abril, pese a que el índice mejoró la mitad de los componentes empeoraron. Entre los que mejoraron se destaca la inflación core (se espera que baje en abril respecto de marzo), la brecha, la confianza en bancos y el riesgo país. Empeoraron los componentes que tienen que ver con la tasa Badlar y sobre todo la depreciación esperada.
- **El subíndice de condiciones externas volvió a terreno positivo, pero apenas. En abril se ubicó en 2.8 puntos contra -23.6 de marzo y salió de su breve paso por la zona de stress.** En febrero, antes del comienzo de la guerra en Ucrania, el índice internacional estaba en 20.7 puntos, es decir un nivel muy superior al de abril. Ocho de las 10 componentes del subíndice mejoraron en abril. Las ovejas negras fueron el riesgo europeo y el spread de bonos americanos definidos como la diferencia de rendimientos entre bonos de 10 años y 3 meses. En ambos casos la caída fue leve. Entre los que mejoraron se destacaron las materias primas (es decir la baja de volatilidad en sus precios) y el menor riesgo emergente.



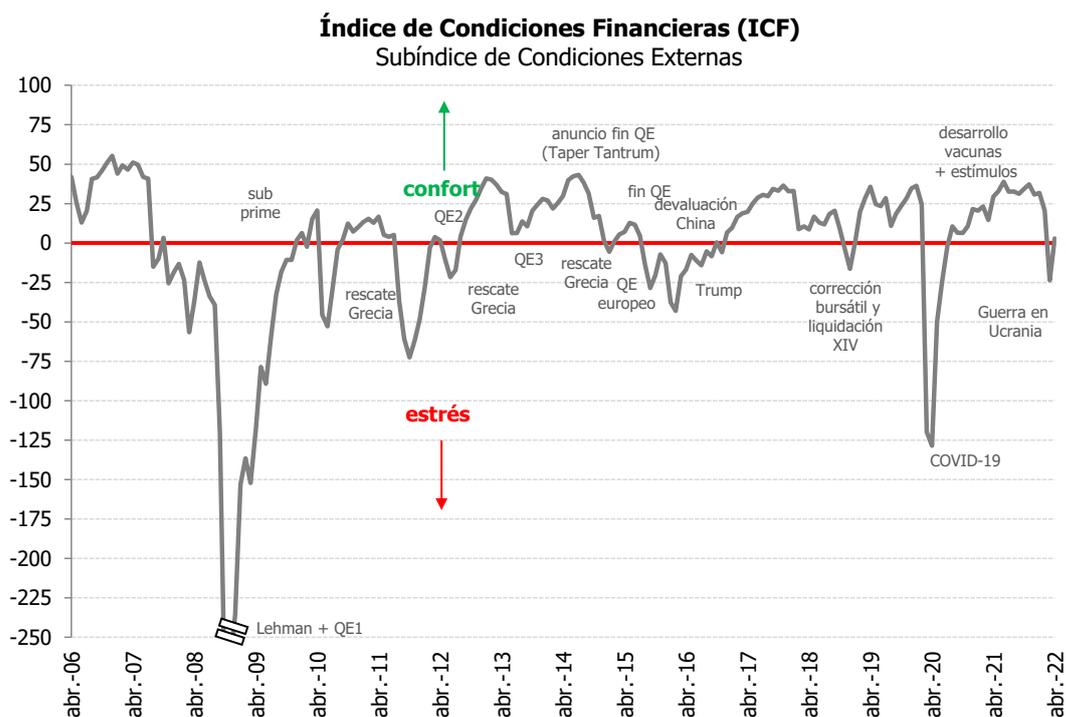
	Índice			Variación del índice	
	abr-22	mar-22	abr-21	-1M	-12M
ICF (1+2)	-86.3 ●	-116.9 ●	-28.5 ●	30.6	-57.7
Condiciones locales (1)	-89.1 ●	-93.3 ●	-57.9 ●	4.2	-31.2
Liquidez de largo plazo (depósitos - créditos)	1.7 ●	1.8 ●	2.2 ●	-0.1	-0.5
Riesgo legislación (spread AL41 -GD41)	-0.9 ●	-0.7 ●	-2.1 ●	-0.3	1.2
Acciones (Merval)	-3.9 ●	-4.2 ●	-6.6 ●	0.3	2.6
Confianza en bancos (depósitos en US\$)	-4.3 ●	-5.9 ●	4.8 ●	1.5	-9.1
Liquidez de corto plazo (Badlar - Call)	-5.4 ●	-4.5 ●	-1.7 ●	-0.9	-3.6
Depreciación esperada (NDF 1Y - NDF 1M)	-13.4 ●	-10.3 ●	-7.5 ●	-3.0	-5.9
Tasa de interés (Badlar privada)	-13.4 ●	-11.8 ●	-7.9 ●	-1.6	-5.5
Riesgo país (EMBI Arg - Global)	-14.5 ●	-15.1 ●	-12.7 ●	0.6	-1.8
Brecha cambiaria (blue chip - oficial)	-16.0 ●	-18.6 ●	-12.9 ●	2.6	-3.1
Inflación (core mensual)	-18.9 ●	-24.0 ●	-13.5 ●	5.1	-5.4
Condiciones externas (2)	2.8 ●	-23.6 ●	29.3 ●	26.4	-26.5
Inflación esperada EEUU (UST 10Y - TIPS)	11.4 ●	11.0 ●	4.2 ●	0.5	7.3
Confianza entre bancos (LIBOR - OIS)	2.2 ●	-0.4 ●	3.8 ●	2.5	-1.7
Monedas emergentes (volatilidad)	1.3 ●	-1.0 ●	5.3 ●	2.3	-4.0
Liquidez global (T - ED)	1.0 ●	0.1 ●	4.5 ●	0.9	-3.6
Riesgo emergente (EMBI global)	0.5 ●	-3.3 ●	3.2 ●	3.8	-2.8
Riesgo europeo (CDS 5Y IG)	-0.2 ●	0.1 ●	4.0 ●	-0.3	-4.2
Bonos EEUU (UST 10Y - UST 3M)	-1.2 ●	-0.3 ●	-0.1 ●	-0.9	-1.1
Commodities (volatilidad en futuros)	-2.2 ●	-15.1 ●	1.5 ●	13.0	-3.6
Acciones EEUU (VIX)	-4.3 ●	-6.5 ●	1.7 ●	2.2	-6.0
Acciones emergentes (volatilidad)	-5.8 ●	-8.1 ●	1.1 ●	2.4	-6.8

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

El índice de condiciones financieras locales lleva 43 meses consecutivos operando en zona de stress financiero. La última vez que el ICF local estuvo en terreno positivo fue en agosto de 2018. De todas maneras, la situación está órdenes de magnitud mejor que cuando comenzó la pandemia. En abril de 2020 el ICF estaba en -259 puntos, cuando paradójicamente los componentes internacionales estaban casi tan negativos como los locales. Desde el mínimo de abril de 2020 el ICF externo mejoró 126 puntos y el local sólo 40 unidades. Esto es entendible desde que existe una brecha cambiaria elevada, un riesgo país que no era lo que se suponía cuando se restructuró la deuda pública y las expectativas de devaluación nunca se lograron apagar del todo ya que el cepo cambiario señala que existe otro dólar.

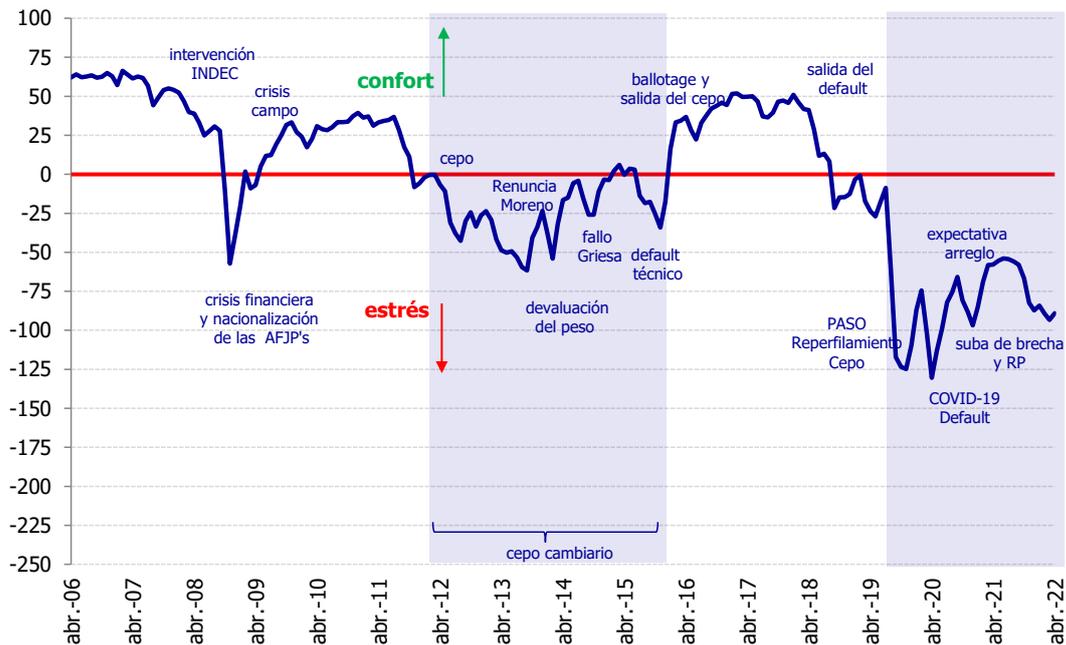
A nivel internacional 5 de los 10 componentes se encuentran en zona de confort (positivos) y 5 muy moderadamente estresados. El componente con mejor rating es el de inflación esperada. Esto es controversial y puede ser contraintuitivo, pero tiene una explicación por detrás. La Fed de Chicago dice "inflación por encima del promedio ha estado históricamente asociada con condiciones financieras más laxas". Sin embargo, la sensación es que la Reserva Federal tendrá que ser más

agresiva de lo que planeaba y cuando se profundice el *tightening*, la inflación esperada debería reducirse y allí este componente jugará en contra. Es decir, correlacionará con condiciones financieras más negativas. En el pasado, las situaciones en donde el petróleo subió mucho se asocian con subas de tasas abruptas y períodos de recesión. La situación actual no correlaciona perfectamente con las crisis del petróleo de la década del setenta en el sentido de que las materias primas subieron menos y que el mundo es mucho menos dependiente, pero ciertamente hay un riesgo de "estanflación". El componente en peor situación es el de acciones emergentes que se encuentra en -5.8 puntos seguido por acciones americanas, ambas medidas por su volatilidad.



En el índice local hay sólo una componente en situación no estresada. Esa variable es la liquidez de largo plazo que la medimos con la diferencia entre depósitos y préstamos. Como venimos sosteniendo esto no es necesariamente una buena noticia. La falta de demanda de crédito y el aumento del financiamiento al gobierno bajo la forma de bonos hace mejorar al índice, pero no deja mucho para festejar ya que el crédito al sector privado como porcentaje del PBI no llega al 10%. En los mejores momentos este valor fue superior al 20%. Los componentes más estresados son los sospechosos de siempre: brecha cambiaria, riesgo país, inflación y depreciación esperada y tasa de interés que viene subiendo desde principios de año, aunque sigue siendo negativa en términos reales si la comparamos contra las expectativas de inflación.

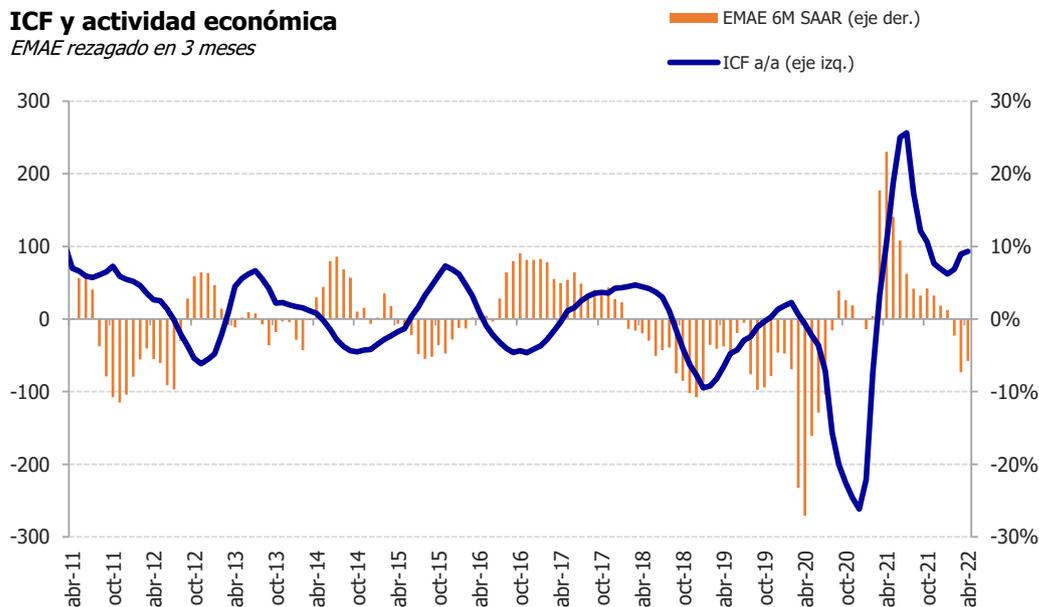
Índice de Condiciones Financieras (ICF) Subíndice de Condiciones Locales



La economía argentina siempre creció en forma sostenida cuando las condiciones financieras se mantuvieron en zona de confort durante un lapso prolongado. El 2020 no fue la excepción: con viento de frente internacional en buena parte del año y condiciones negativas locales por todo el año, el PBI cayó 9.9%. En el 2021 el rebote del piso alcanzó el 10.3%, dejando un arrastre superior al 4% para 2022 según los datos del EMAE que produce el INDEC. El mundo se empieza a mostrar un lugar mucho más hostil. Y si bien hoy la Argentina no está muy conectada financieramente hablando, es menester llegar a tener acceso al mercado de deuda para el sector público en 2025 si es que se quiere evitar una nueva reestructuración de deuda. Más allá de los problemas autóctonos, el costo de esa deuda, de poderse emitir, será mucho más alta que la que consiguieron en los últimos dos años la mayoría de los países emergentes.

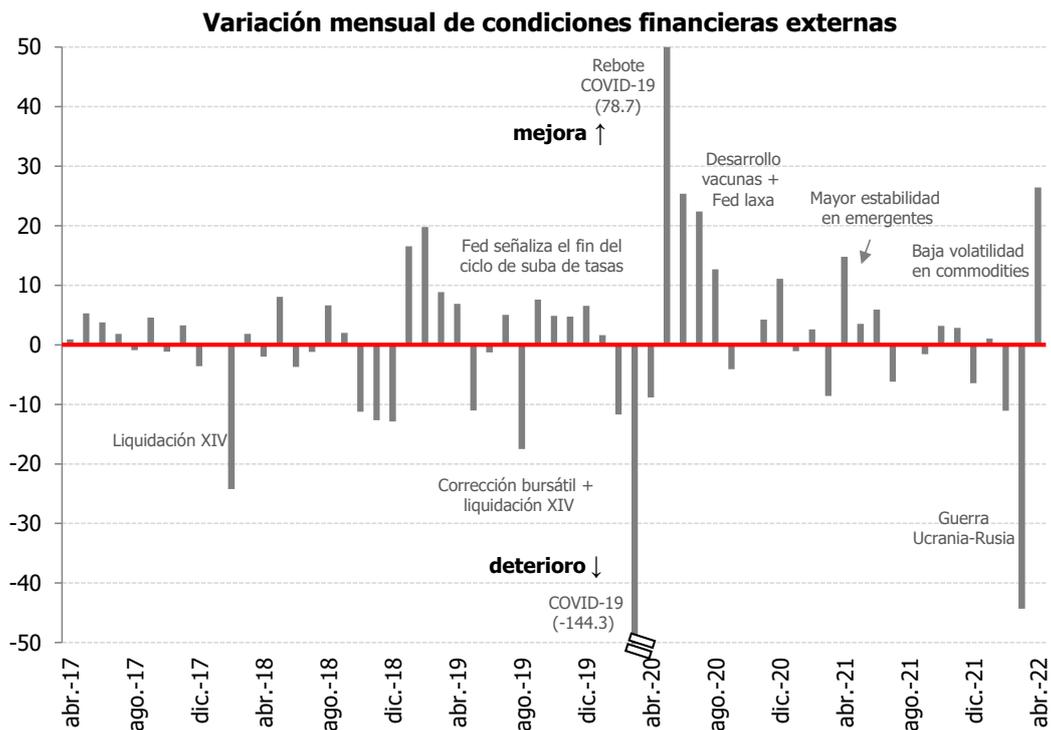
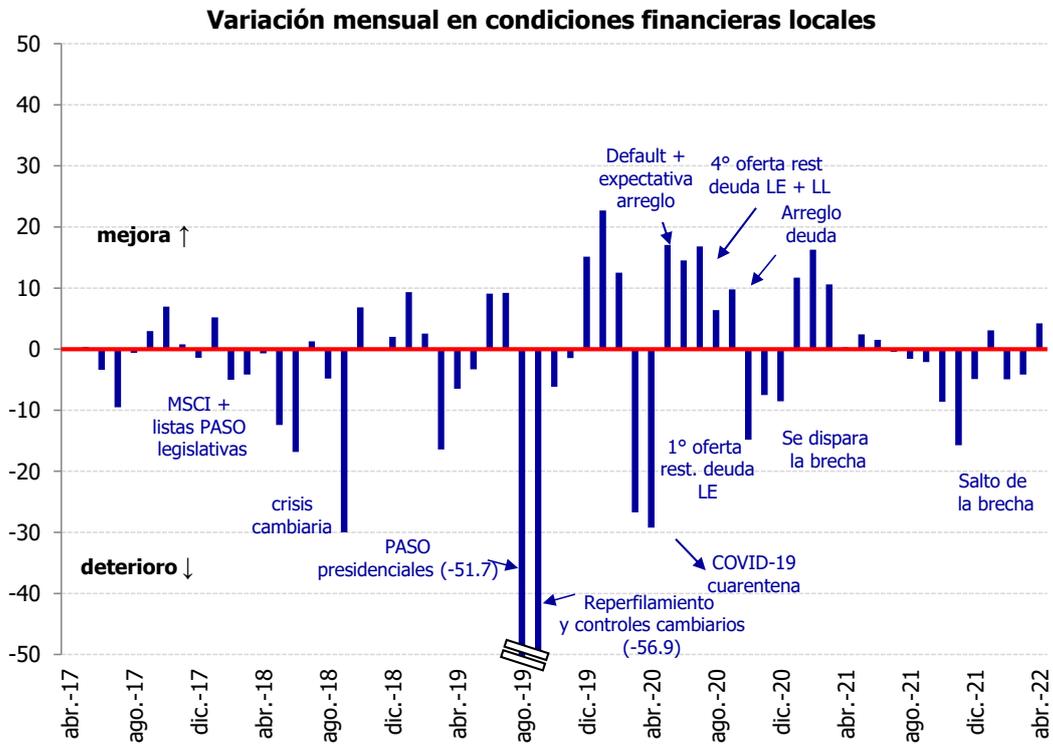
ICF y actividad económica

EMAЕ rezagado en 3 meses

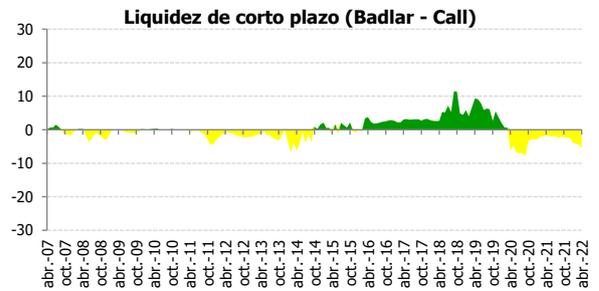
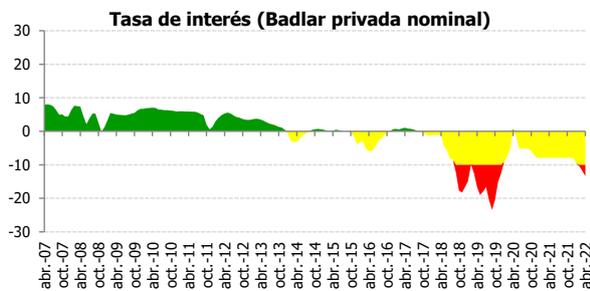
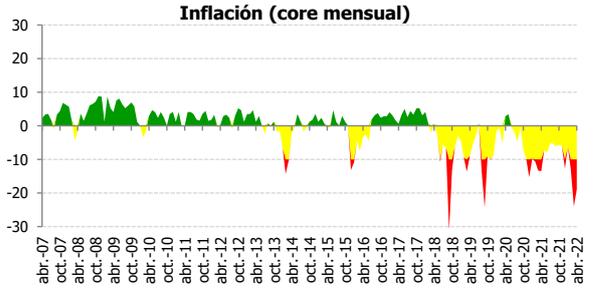
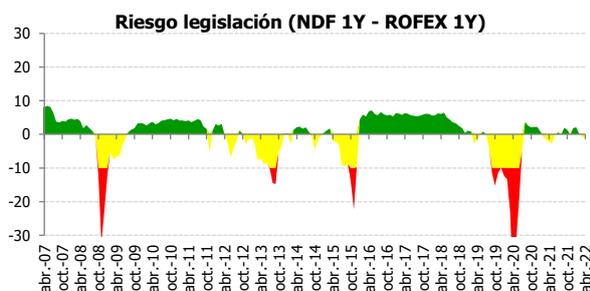
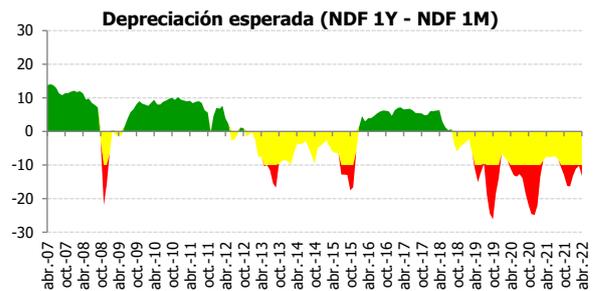
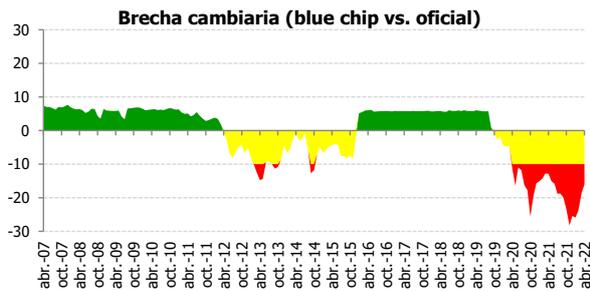
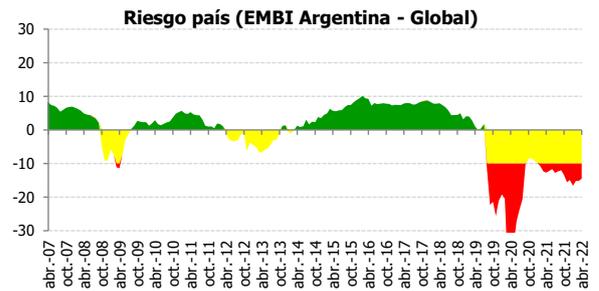
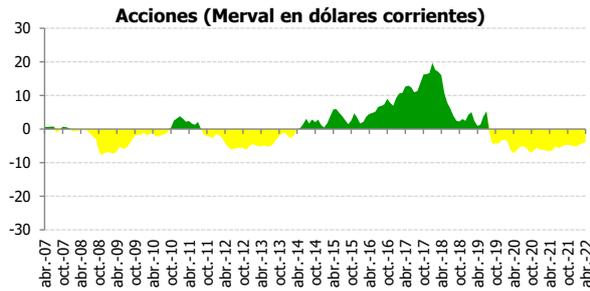
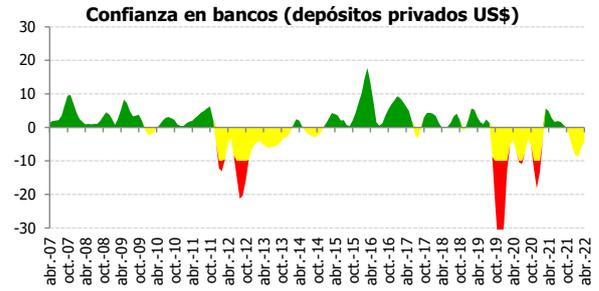
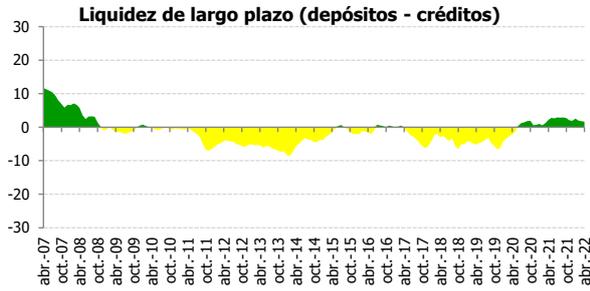


Anexo Estadístico

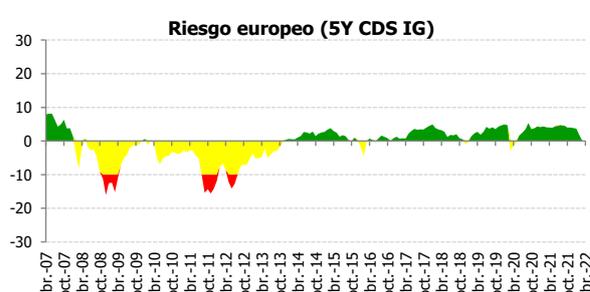
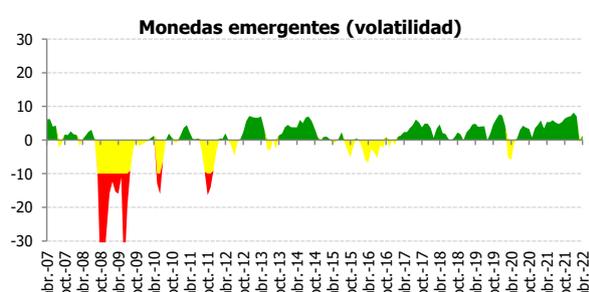
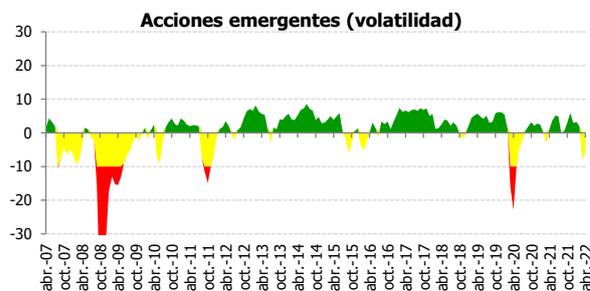
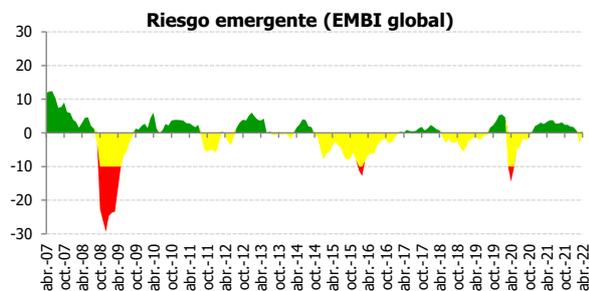
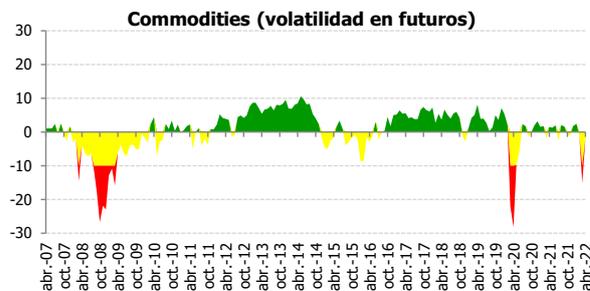
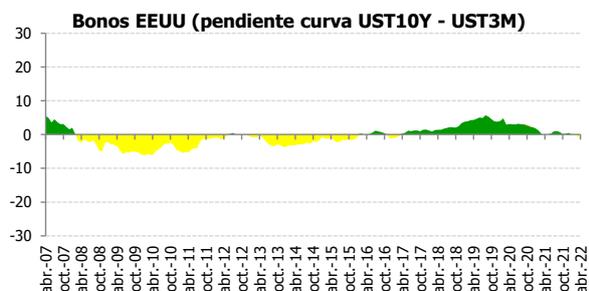
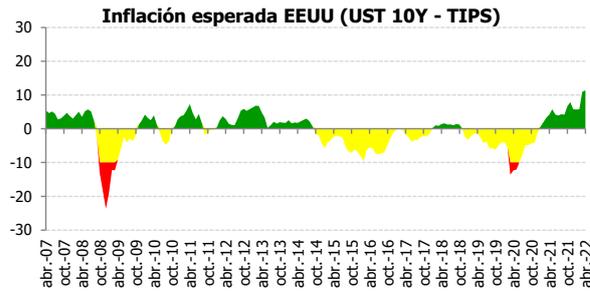
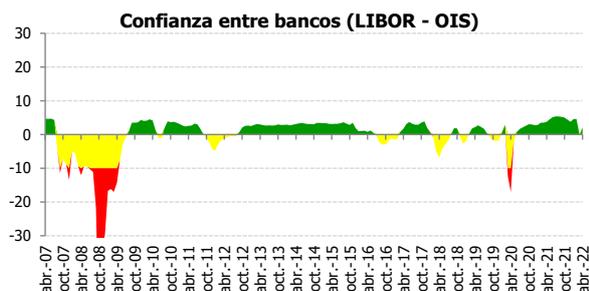
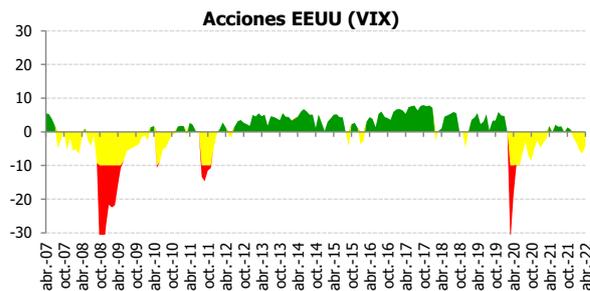
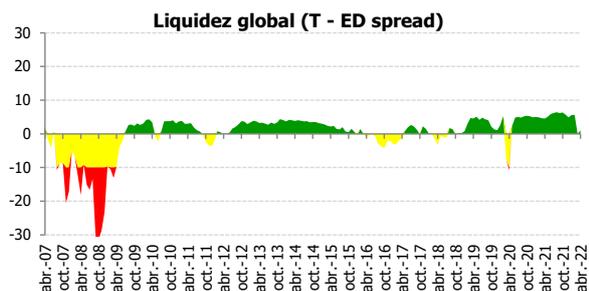
Variación mensual de los Subíndices de Condiciones Locales y Externas



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.