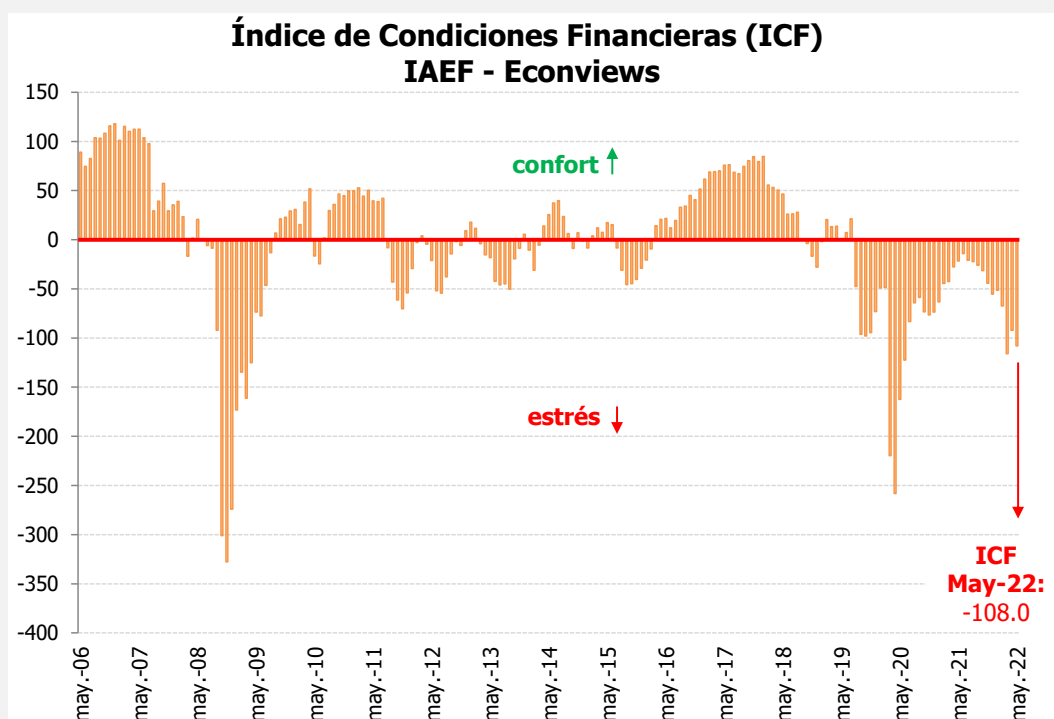


## Vuelve el viento en contra

- **El Índice de Condiciones Financieras (ICF) volvió a tener un fuerte retroceso en mayo pasando de -92.2 a -108 puntos, lo que lo ubica cerca de valor de marzo cuando tocó -115.9. Las variables externas fueron determinantes ya que tuvieron una fuerte baja y volvieron a terreno negativo. Mientras tanto las condiciones locales mejoraron en el margen, pero nada para celebrar.**
- **El subíndice de condiciones locales se ubicó en -93.6 puntos, una mejora de 1.3 puntos respecto a abril, aunque un deterioro de 40 puntos si se la compara con el mes de junio de 2021.** Aquel mes el ICF local había alcanzado el mejor valor desde las PASO de 2019. Hubo una corrección retrospectiva del índice local ya que la inflación de abril resultó muy superior a la esperada, algo que ya había acontecido en marzo. En mayo mejoraron 4 variables y empeoraron 6. Pero la expectativa de menor inflación núcleo y en menor medida la confianza en los bancos (aumento de depósitos en dólares) inclinó la balanza hacia una mejora del subíndice. El riesgo país fue la variable que más bajó en el mes de mayo.
- **El subíndice de condiciones externas volvió a tener números rojos como fue el caso de marzo, aunque esta vez los problemas no llegaron tan abajo. El índice pasó de 2.7 a -14.4 cuando el valor de marzo había sido -23.8 puntos. Marzo y mayo de 2022 fueron los únicos datos negativos desde agosto de 2020.** En febrero, antes del comienzo de la guerra en Ucrania, el índice internacional estaba en 20.7 puntos. Siete de los diez componentes empeoraron en mayo y los tres que mejoraron tuvieron un crecimiento más bien simbólico. Ellos fueron las acciones emergentes, la pendiente de la curva de bonos americana y la confianza entre bancos. Entre las variables que cayeron en mayo se destacaron las acciones americanas, los commodities (es decir, el aumento de su volatilidad) y el mayor riesgo de los países emergentes medidos a través del índice EMBI que elabora el JP Morgan.

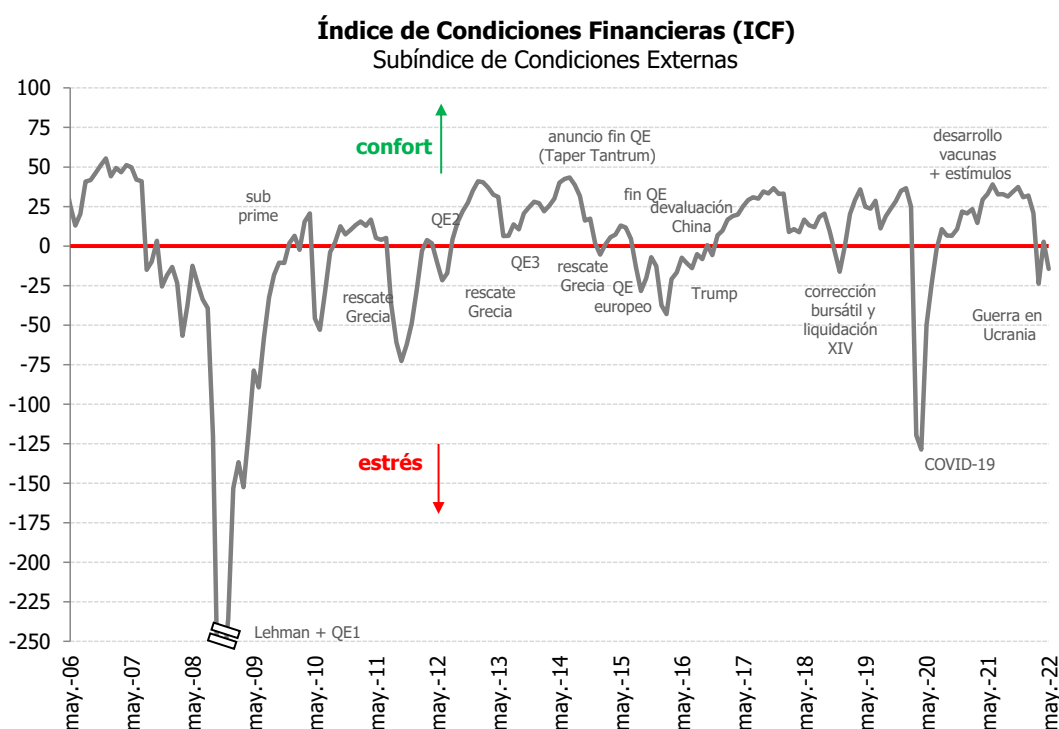


	Índice			Variación del índice	
	may-22	abr-22	may-21	-1M	-12M
<b>ICF (1+2)</b>	<b>-108.0</b> ●	<b>-92.2</b> ●	<b>-21.7</b> ●	<b>-15.8</b>	<b>-86.3</b>
<b>Condiciones locales (1)</b>	<b>-93.6</b> ●	<b>-94.9</b> ●	<b>-54.7</b> ●	<b>1.3</b>	<b>-38.9</b>
<b>Liquidez de largo plazo</b> (depósitos - créditos)	1.6 ●	1.5 ●	2.7 ●	0.1	-1.1
<b>Riesgo legislación</b> (spread AL41 -GD41)	-1.8 ●	-0.9 ●	-2.6 ●	-0.9	0.9
<b>Confianza en bancos</b> (depósitos en US\$)	-1.8 ●	-4.3 ●	2.7 ●	2.4	-4.5
<b>Acciones</b> (Merval)	-4.7 ●	-3.9 ●	-6.3 ●	-0.7	1.6
<b>Liquidez de corto plazo</b> (Badlar - Call)	-5.0 ●	-5.6 ●	-1.9 ●	0.6	-3.1
<b>Tasa de interés</b> (Badlar privada)	-14.6 ●	-13.2 ●	-7.8 ●	-1.3	-6.8
<b>Depreciación esperada</b> (NDF 1Y - NDF 1M)	-15.7 ●	-13.2 ●	-7.6 ●	-2.5	-8.0
<b>Riesgo país</b> (EMBI Arg - Global)	-16.3 ●	-14.3 ●	-12.1 ●	-1.9	-4.2
<b>Brecha cambiaria</b> (blue chip - oficial)	-17.1 ●	-15.8 ●	-14.9 ●	-1.2	-2.2
<b>Inflación</b> (core mensual)	-18.3 ●	-25.0 ●	-7.0 ●	6.8	-11.3
<b>Condiciones externas (2)</b>	<b>-14.4</b> ●	<b>2.7</b> ●	<b>33.0</b> ●	<b>-17.1</b>	<b>-47.4</b>
<b>Inflación esperada EEUU</b> (UST 10Y - TIPS)	8.7 ●	11.2 ●	5.7 ●	-2.6	3.0
<b>Confianza entre bancos</b> (LIBOR - OIS)	2.8 ●	2.2 ●	4.5 ●	0.6	-1.7
<b>Monedas emergentes</b> (volatilidad)	-0.8 ●	1.3 ●	5.3 ●	-2.2	-6.1
<b>Bonos EEUU</b> (UST 10Y - UST 3M)	-1.0 ●	-1.2 ●	-0.1 ●	0.2	-1.0
<b>Liquidez global</b> (T - ED)	-1.6 ●	1.0 ●	5.1 ●	-2.6	-6.7
<b>Riesgo europeo</b> (CDS 5Y IG)	-2.2 ●	-0.2 ●	4.0 ●	-2.0	-6.1
<b>Riesgo emergente</b> (EMBI global)	-2.4 ●	0.5 ●	3.7 ●	-2.9	-6.2
<b>Acciones emergentes</b> (volatilidad)	-3.8 ●	-5.8 ●	3.7 ●	1.9	-7.5
<b>Commodities</b> (volatilidad en futuros)	-5.5 ●	-2.1 ●	1.3 ●	-3.3	-6.7
<b>Acciones EEUU</b> (VIX)	-8.6 ●	-4.2 ●	-0.3 ●	-4.3	-8.3

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

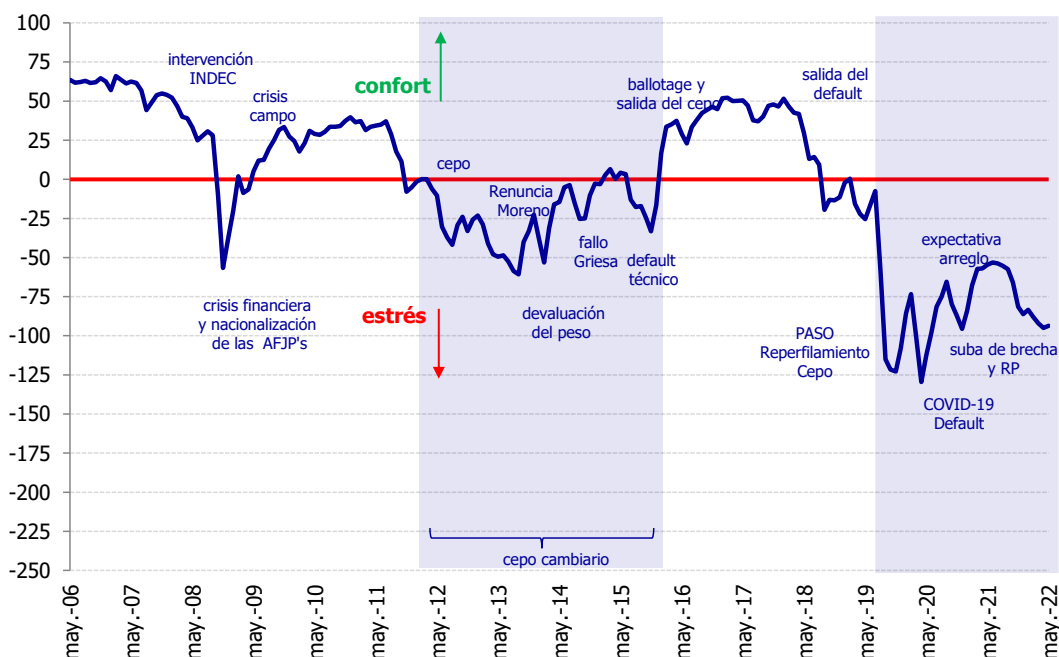
**El índice de condiciones financieras locales lleva 44 meses consecutivos operando en zona de stress financiero. La última vez que el ICF local estuvo en terreno positivo fue en agosto de 2018.** De todas maneras, la situación está órdenes de magnitud mejor que cuando comenzó la pandemia. En abril de 2020 el ICF estaba en -258.2 puntos, cuando paradójicamente los componentes internacionales estaban casi tan negativos como los locales. Desde el mínimo de abril de 2020 el ICF externo mejoró 114 puntos y el local sólo 36 unidades. Esto es entendible desde que existe una brecha cambiaria elevada, un riesgo país que no era lo que se suponía cuando se reestructuró la deuda pública y las expectativas de devaluación nunca se lograron apagar del todo ya que el cepo cambiario señala que existe otro dólar. En otras palabras, la guerra y la suba de tasas de la Fed, si bien empeoraron el índice externo, no empañaron una inmensa mejora respecto al mínimo de la pandemia, mientras que a nivel local la mejora fue esencialmente testimonial y luego de haber reestructurado la deuda, algo que en general otorga aire financiero.

**A nivel internacional 8 de los 10 componentes se encuentran en zona de stress (negativos) y 2 en zona de confort mientras que el mes pasado era un empate 5 a 5.** El componente con mejor rating es el de inflación esperada y el otro en zona positiva es la confianza entre bancos. 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 visión es que la Reserva Federal será 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. Este mes se observó de hecho un leve impacto negativo del componente. El mea culpa de la Secretaria del Tesoro Janet Yellen va por ese lado. Juzgaron la inflación como temporaria y pareciera que será más permanente lo que requiere más acción de política monetaria. El componente en peor situación es el de acciones americanas, seguido por los commodities y las acciones emergentes.



**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. Este es un salvavidas de plomo en cierta manera porque si bien podemos interpretar esta variable como que estamos en presencia de un sistema bancario líquido y sano, lo cierto es que el menor dinamismo de los préstamos bancarios no puede ser leído como una buena noticia. Ya sea por falta de demanda de crédito (probablemente el efecto más obvio) o porque los bancos no ven buenas perspectivas en sus clientes el resultado es un sistema pequeño y compañías que no aprovechan su potencial a través del apalancamiento. La Argentina tiene un stock de crédito al sector privado de 9% del PBI, el más pequeño de América Latina. Es una debilidad que en el caso de que se alcance cierta estabilidad se puede transformar en una oportunidad.

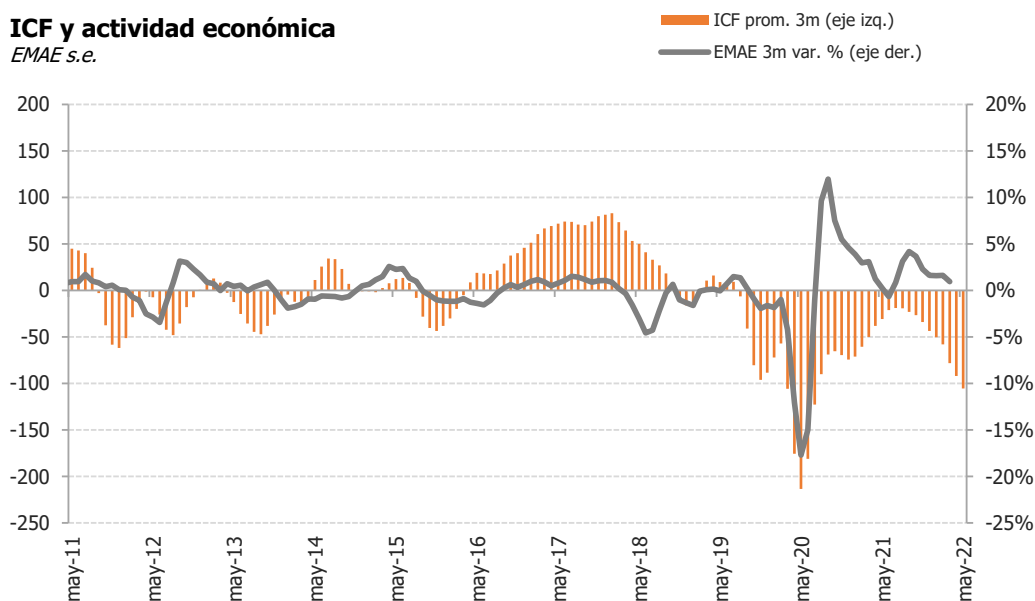
## Índice de Condiciones Financieras (ICF) Subíndice de Condiciones Locales



**La economía argentina siempre creció en forma sostenida cuando las condiciones financieras se mantuvieron en zona de confort durante un lapso prolongado.** Los últimos años lo demuestran claramente. El 2020 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. A esto se suman discusiones sobre la capacidad de endeudamiento del estado en moneda local, lo que agrega volatilidad e incertidumbre.

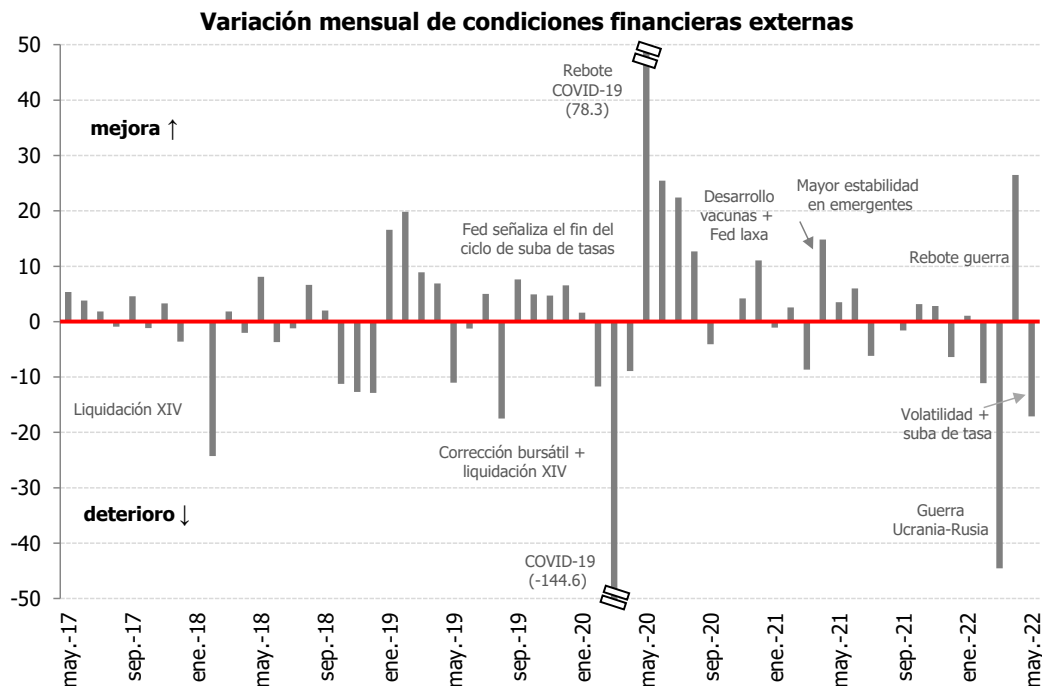
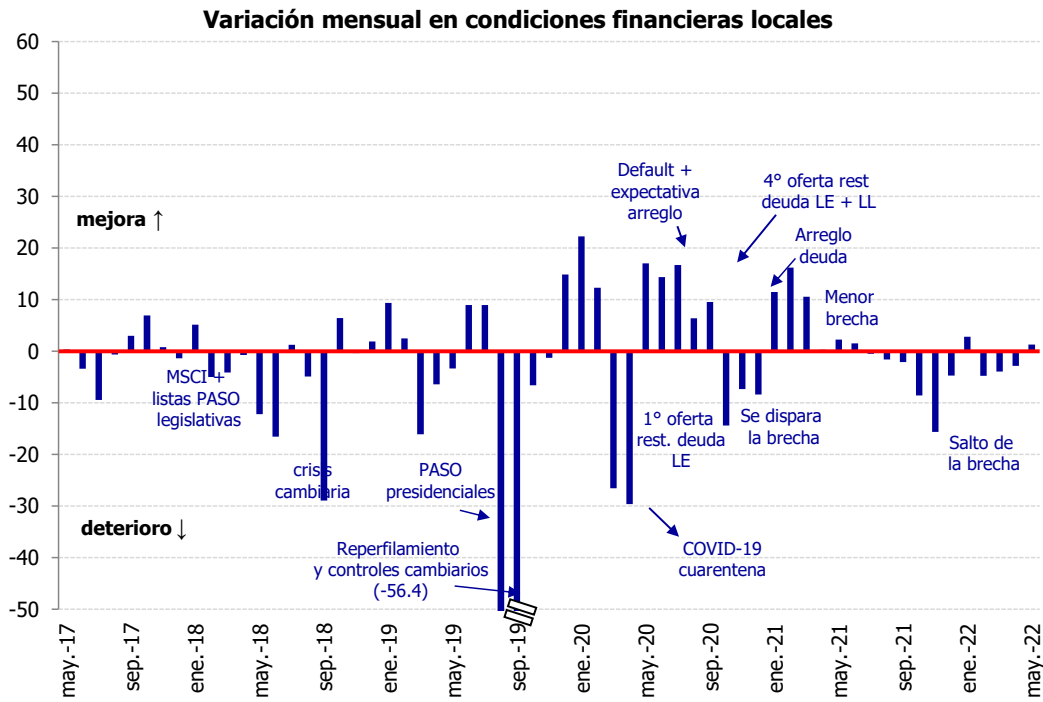
### ICF y actividad económica

EMAE s.e.

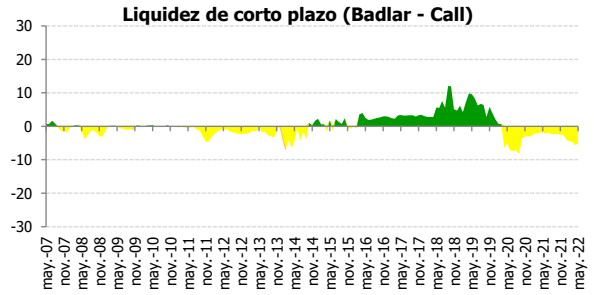
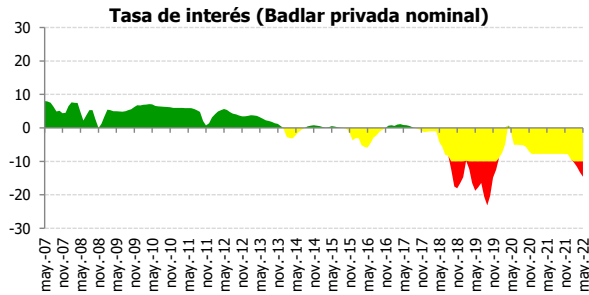
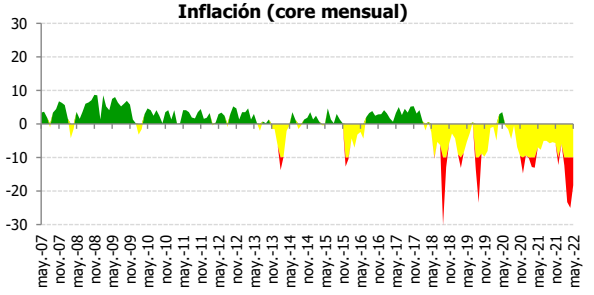
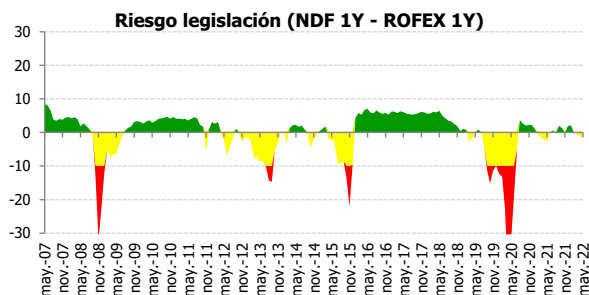
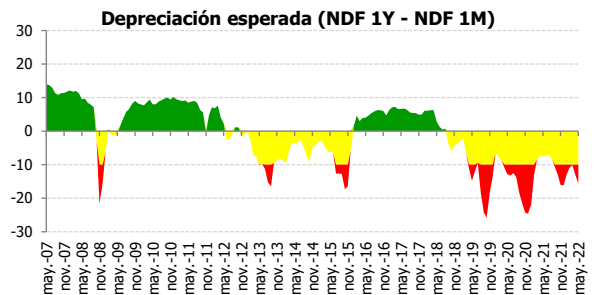
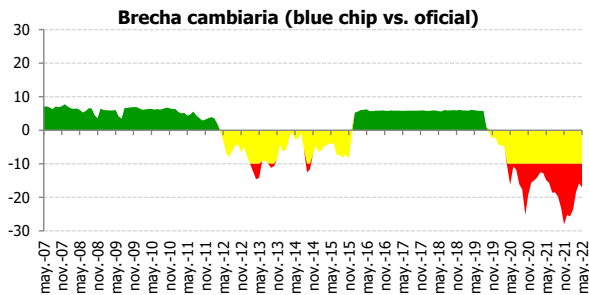
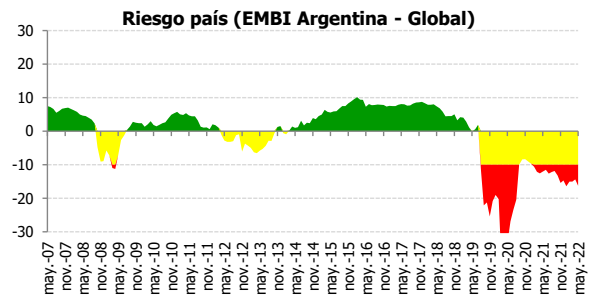
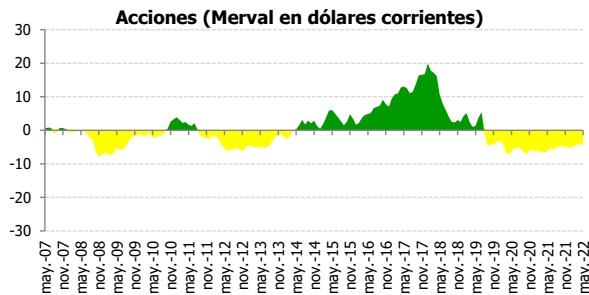
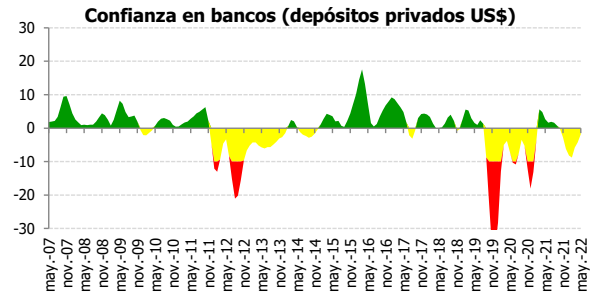
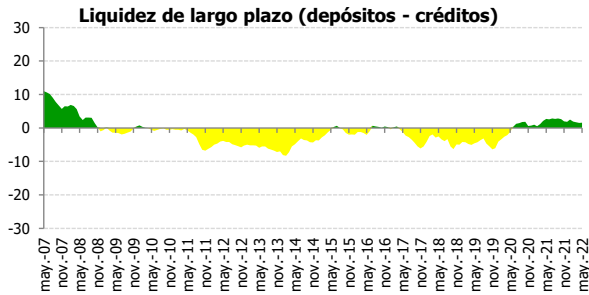


## Anexo Estadístico

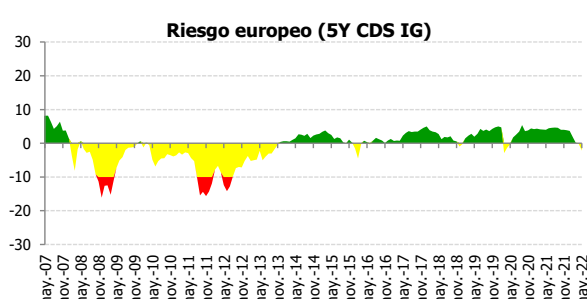
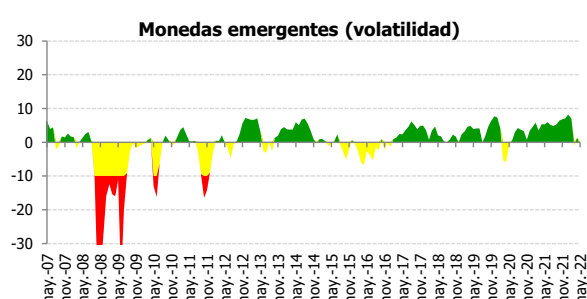
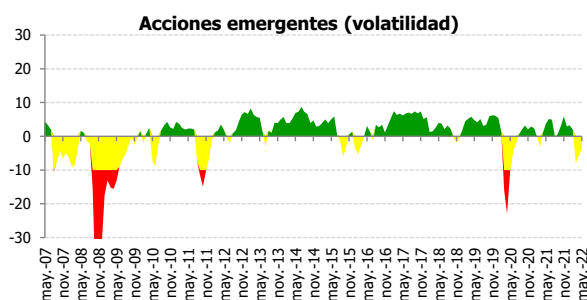
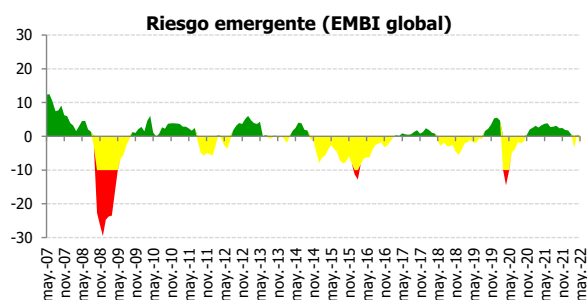
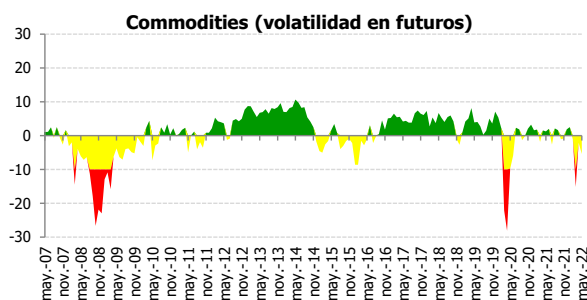
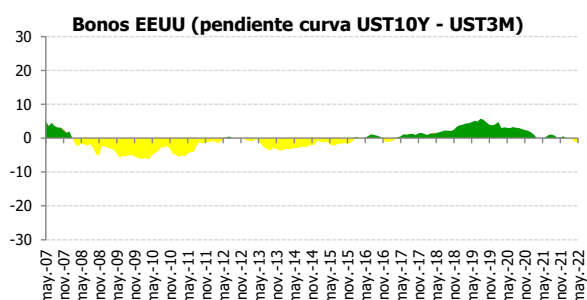
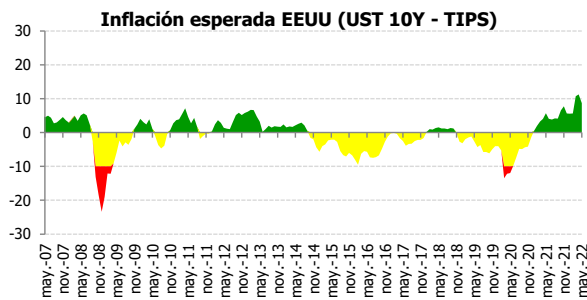
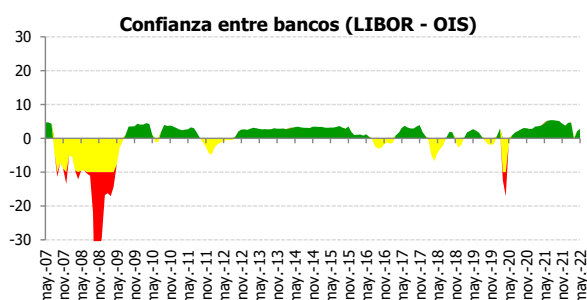
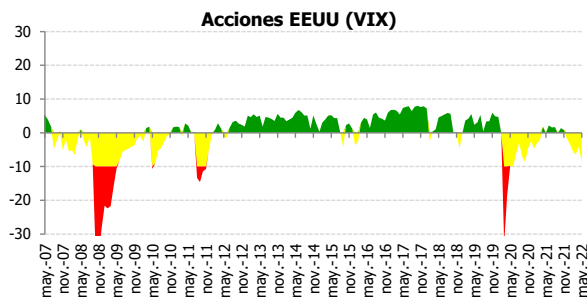
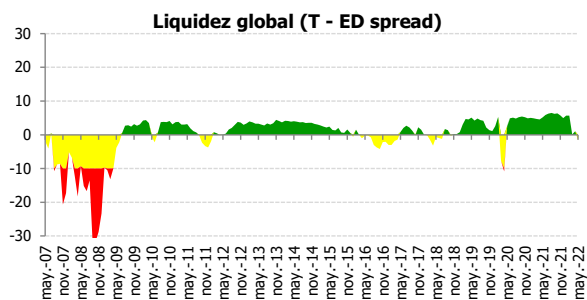
### Variación mensual de los Subíndices de Condiciones Locales y Externas



# 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.