

# Comentario Económico del día

Director: Sergio Clavijo  
Con la colaboración de  
Ana María Zuluaga y David Malagón

Septiembre 19 de 2013

## ¿Qué nos dice el Índice de Condiciones Financieras?

Tradicionalmente se ha hecho seguimiento al Índice de Condiciones Monetarias (ICM) para medir el papel contracíclico que debe cumplir la política monetaria-cambiaria. No obstante, dada la relevancia que han ganado los mercados financieros en el ciclo económico, Anif ha venido señalando la importancia de diseñar un Índice de Condiciones Financieras (ICF) para monitorear el ciclo (ver *Comentario Económico del Día* 27 de junio de 2013).

La coyuntura actual es una clara muestra de la necesidad de un ICF. Por ejemplo, los anuncios de la “normalización monetaria” global de 2013-2014 se han visto reflejados en desvalorizaciones de la renta variable local (-6% en lo corrido del año a agosto de 2013) y un deterioro de las curvas de los TES, elevándose casi 200pbs durante abril-julio.

En tal sentido, hemos diseñado un ICF para Colombia con base en la metodología de Goldman Sachs (ver *Latin America Economic Analyst*, mayo 3 de 2013). Dicho índice se define como:  $ICF_t = 33\% \times tasa\_interés\_activa_t + 20\% \times tasa\_repo_t + 23\% \times pendiente\_curva\_TES_t + 11\% \times spread\_CDS\_TES_t + 13\% \times tasa\_cambio\_real_t$ . El ICF es una serie con media 100 y desviación estándar de 1. Así, cuando el ICF arroja un valor de 102 unidades significa que las condiciones financieras son más restrictivas en 2 desviaciones estándar frente a su promedio histórico, y viceversa.

Actualmente, el ICM y el ICF se encuentran en niveles restrictivos. No obstante, ambos indicadores se han reducido levemente en los últimos meses, perfilándose hacia valores más estimulantes para la actividad económica (ver gráfico adjunto). En el caso del ICM, esto obedece a la política monetaria expansiva adoptada por el Banco de la República (BR) desde mediados de 2012 (recortando la repo-central del 5.25% al 3.25% durante junio de 2012-marzo de 2013) y a la devaluación registrada en la tasa de cambio en lo corrido del año (6% anual a agosto). Sin embargo, dicho ICM todavía se encuentra en la región de poco estímulo a la actividad económica, relativo a su posición en ciclos anteriores.

Con relación al ICF, su reciente corrección se explica principalmente por la expansión monetaria actual, reflejada en menores valores de la repo-central y de la tasa de interés activa (-246pbs durante junio de 2012-junio de 2013). Ello ha sobre-compensado las presiones al alza inducidas por la devaluación cambiaria y las repercusiones de la “normalización monetaria” sobre los componentes relacionados con los TES: incremento del *spread* de los CDS (44pbs en el primer semestre) y empinamientos de su curva (cerca de 275pbs a agosto).

Prospectivamente, ambos indicadores podrían deteriorarse si el gobierno y el BR no profundizan sus políticas contracíclicas, dado el debilitamiento de la economía local. En efecto, la coyuntura incluye persistentes paros-bloqueos a la actividad económica con efectos negativos sobre la demanda agregada.

**Continúa**

Director: Sergio Clavijo  
Con la colaboración de  
Ana María Zuluaga y David Malagón

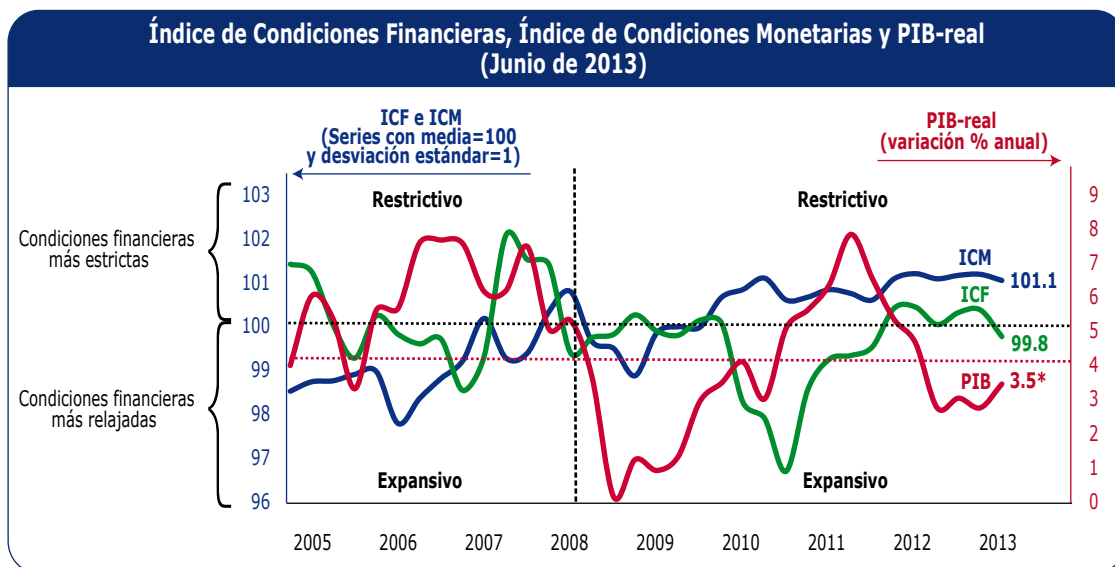
Asimismo, la producción industrial se contrajo al -3.4% durante el primer semestre (vs. +1.3% de 2012) y el comercio minorista sólo creció al +2.9% (vs. +3.8%).

Adicionalmente, nos estamos aproximando a un escenario de tensión externa y de riesgo inflacionario vía *pass-through* por cuenta de la reversión en los términos de intercambio de algunos *commodities*, lo cual podría ampliar el déficit externo hacia el 3.5% del PIB y llevar la tasa de cambio a niveles alrededor de \$1.950 por dólar. Esto no como producto de la “ingeniería financiera” del BR o del gobierno, sino como resultado de la gran concentración exportadora en *commodities* (76% del total), ver *Comentario Económico del Día* 11 de septiembre de 2013.

Ante estas señales de desaceleración local, nos ha sorprendido negativamente que la Junta Directiva del BR en su pasada reunión de agosto hubiera mantenido inalterada la repo-central en el 3.25%, aunque ahora ello ocurre por decisión de una mayoría y no de unanimidad. La lenta transmisión de la política monetaria se refleja en una brecha de unos 80pbs de la DTF sobre la tasa repo, a pesar de que el “dinero transaccional” (M1A) crece a ritmos del 17% real anual. El problema es que se trata de una liquidez temporal resultante de la liquidación de portafolios locales, lo cual se explica por el efecto de contagio proveniente de los anuncios del Fed sobre el recorte en los estímulos monetarios globales.

En el caso del ICF, habría presiones negativas adicionales provenientes de los TES. En efecto, bajo condiciones de “normalización monetaria” global-local y suponiendo una convergencia hacia el crecimiento potencial del 4%-4.5% en Colombia, cabría esperar un empinamiento de la curva de los TES *benchmark* en el rango 200-300pbs en 2013-2014, así como una ampliación en los *spreads* de sus CDS (ver *Comentario Económico del Día* 27 de agosto de 2013).

En síntesis, el ICM y el ICF, a pesar de sus recientes correcciones, exhiben valores restrictivos para la actividad económica en momentos en que los factores externos e internos nos indican elevados riesgos de desaceleración. De hecho, la “normalización monetaria” podría acentuar las tensiones sobre el mercado de TES y ello deterioraría el ICF. La mayor devaluación del peso frente al dólar (promediando 4% anual frente al 2% que veíamos un trimestre atrás) resulta insuficiente para llevar el ICM al plano de estímulo económico y de allí la importancia de pensar en reducir la tasa repo-central hacia el 3%, como finalmente parece estarlo contemplando el BR.



\*Proyección Anif.

Fuente: cálculos Anif con base en Bloomberg, Superfinanciera, Banco de la República y Bancolombia.