

Director: Sergio Clavijo

Con la colaboración de Ekaterina Cuéllar y Nelson Vera

Septiembre 27 de 2016

¿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* septiembre 19 de 2013).

La coyuntura actual es una clara muestra de la necesidad de ese ICF. Por ejemplo, en los últimos meses se ha acentuado la dicotomía entre el pobre desempeño del sector real a nivel global, de una parte, y las sorpresivas valorizaciones de los mercados de capitales, de otra. Esto como resultado de la postergación en el alza de la tasa de interés del Fed y las mayores inyecciones de liquidez del BCE, el Banco Central de Japón (adoptando como objetivo ahora la tasa de interés de la deuda pública a 10 años) y el Banco Central de Inglaterra (tratando de contener los potenciales daños del Brexit).

En efecto, el crecimiento global apenas llegaría al 2.3% en 2016 (inferior al 2.7% de 2015), donde el mundo desarrollado continúa dando claras muestras de “estancamiento secular” y el mundo emergente de bajas ganancias en productividad. Por el contrario, los mercados de capitales siguen de “fiesta”, manteniéndose en niveles cercanos a 2.160 en el S&P500 (no muy lejos de los récords recientes y completando valorizaciones cercanas al +6% en lo corrido del año).

Esa mayor liquidez mundial y los flujos de capitales *offshore* también han llevado a una divergencia entre los mercados financieros y los fundamentales de la economía colombiana. Por ejemplo: i) el Colcap muestra valorizaciones cercanas al 17% en lo corrido del año, a pesar de la marcada desaceleración económica local y la persistente contracción de las utilidades de las firmas listadas (a tasas del -2% anual al corte del primer semestre de 2016); y ii) el TES *Benchmark* a 10 años registra niveles inferiores al 7% en sus tasas de interés, a pesar de los consabidos faltantes fiscales del gobierno y el desanclaje de las expectativas de inflación (ubicándose en niveles del 6.5% al cierre de 2016 y del 4.2% en 2017).

Actualmente, el ICM y el ICF muestran trayectorias divergentes, aunque ambos índices aún se ubican en el plano “estimulante” (jugando en ello un papel preponderante los elevados niveles de inflación), ver gráfico adjunto. En el caso del ICM, sus niveles han venido tornándose más restrictivos durante 2015-2016. Allí han pesado: i) los aumentos en la tasa repo por parte del Banco de la República (BR), completando alzas por +325pbs durante su ciclo alcista de septiembre 2015-agosto 2016; y ii) los menores ritmos de devaluación, probablemente observándose promedios cercanos al 12% anual en 2016 (vs. el 37% observado en 2015). Sin embargo, dicho ICM todavía se encuentra en niveles algo “estimulantes” dada la poca transmisión que se ha dado de la repo sobre la DTF (esta última actualmente rezagada en valores cercanos al 7.1% vs. el 7.75% de la repo).

Continúa

Créditos de Liquidez y Cartera Ordinaria.

Dos excelentes alternativas para poner en marcha los proyectos más importantes de su empresa

Consulta más información en www.avillas.com.co / Banca Empresarial

Director: Sergio Clavijo

Con la colaboración de Ekaterina Cuéllar y Nelson Vera

Con relación al ICF, su persistente trayectoria descendente se explica por la mencionada complacencia del capital *offshore*, proveniente de los excesos de liquidez externa. Ello se ha manifestado en: i) el *rally* de los TES, llevando a un aplanamiento en su curva de rendimiento a niveles de solo 40-50pbs (vs. 200-250pbs de años anteriores); y ii) la convergencia en los *spreads* de los CDSs, llegando actualmente a valores de 230 (vs. los picos cercanos a los 350 en la tensión financiera de inicios del año).

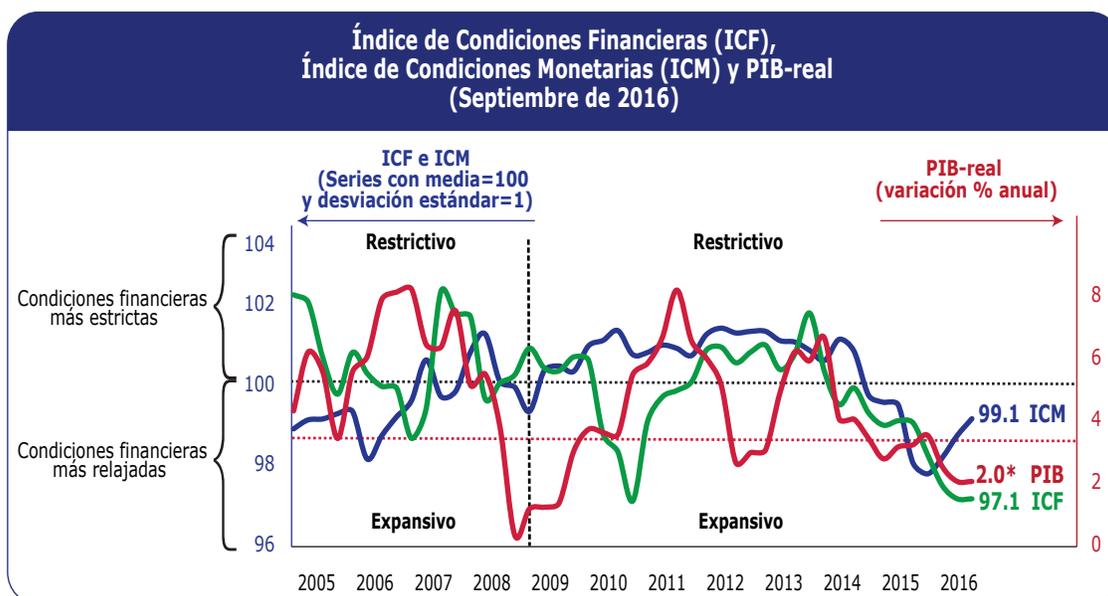
Lo anterior ha sobrecompensado las presiones financieras inducidas por la devaluación (y su elevada volatilidad) y por las alzas en las tasas de interés activas, aunque con menor dinámica respecto de lo ocurrido en la repo del BR (como ya lo discutimos).

Prospectivamente, ambos indicadores son susceptibles de deterioros por cuenta de una mayor transmisión crediticia de la repo sobre la DTF. Todo ello en presencia de una marcada desaceleración de la economía, donde los sinsabores locales-externos han llevado a reducir nuestro pronóstico de crecimiento hacia el 2.2% en 2016 (vs. 2.5% de la estimación anterior), ver *Informe Semanal* No. 1332 de septiembre de 2016.

En el caso del ICF, habría presiones adicionales por posible deterioro de los TES. En efecto, si la calidad de la Reforma Tributaria Estructural fuera

baja (por ausencia de búsqueda de mayores recaudos vía alzas en cobertura y tasas del IVA), los inversionistas externos moderarían su exposición a Colombia (actualmente cercana al 8% en los índices de JPMorgan), produciéndose un empujamiento de la curva (hacia los 100-150pbs) y elevando las lecturas de los CDSs.

En síntesis, el ICM y el ICF presentan trayectorias divergentes, en momentos en que los vientos externos e internos indican elevados riesgos de desaceleración, particularmente en Colombia. En el caso del ICM, se observa una tendencia de endurecimiento de las condiciones monetarias, producto de los incrementos en la tasa repo del BR (hasta su actual 7.75%) y los menores ritmos de devaluación (promediando un 12% anual en 2016). En el segundo caso, las alzas eventuales de la tasa del Fed (+75pbs durante finales de 2016 y 2017, según su más reciente *dot-chart*) y los problemas fiscales de Colombia podrían revertir las favorables apuestas que se han hecho sobre el país en los últimos meses, donde la firma de los acuerdos de paz ha generado grandes expectativas de superación de la difícil coyuntura del período 2015-2016. Una combinación de “re-anclaje” de las expectativas de inflación con la aprobación de una buena Reforma Tributaria Estructural, sin lugar a dudas abriría un rápido espacio para relajar nuevamente la postura monetaria y así acelerar la recuperación económica durante 2017.



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