

Director: Sergio Clavijo

ISSN 1909-0137

Con la colaboración
de Ana María Zuluaga
y David Malagón



DICIEMBRE 17 DE 2014

EDICIÓN 84

EL ÍNDICE DE CONDICIONES FINANCIERAS

La coyuntura actual pone de manifiesto la relevancia que han ganado los mercados financieros dentro de los ciclos económicos. En efecto, durante 2013-2014, el comportamiento de los mercados internacionales ha estado influenciado por los anuncios y la ejecución del programa de retiro de liquidez del Fed, conocido como “*tapering*”, así como por la desaceleración global.

Cabe recordar que el “*tapering*” inició en diciembre de 2013 y finalizó en octubre de 2014, eliminando inyecciones de liquidez por valor de US\$85.000 millones/mes. Su fuerte impacto sobre los mercados financieros globales, particularmente sobre los de renta variable (acciones), habrían sido aún más pronunciados de no haberse contrarrestado con las inyecciones monetarias por parte de los bancos centrales de la Zona Euro, Japón y China (ver *Informe Semanal* No. 1243 de noviembre de 2014).

Lo anterior ha llevado al mundo financiero a desmontar sus apalancamientos en renta variable y moverse gradualmente hacia instrumentos líquidos. Ahora hay que prepararse para la inminencia de alzas en las tasas de interés del Fed, probablemente iniciando hacia mediados de 2015. Durante septiembre-diciembre de 2014 se han observado grandes movimientos de “*flight to quality*”, desplomando los bonos de referencia del Tesoro estadounidense hacia niveles del 2.1%, después de haberlos visto casi en el 3% hace un año, cuando se anunció la búsqueda de “un nuevo normal monetario global”.

Es indudable que se generaron “atascos en la puerta de salida de la renta variable” hacia la liquidez y la renta fija, afectando particularmente los portafolios de países

emergentes. Por ejemplo, el índice de los mercados emergentes MSCI-EM exhibe desvalorizaciones del -1.7% en lo corrido del año, mientras que el MSCI-D de los desarrollados al menos muestra una ganancia del +2.2%.

En Colombia, la renta variable había mostrado ganancias importantes durante enero-agosto de 2014 (cercasas al 10%). Sin embargo, en el período octubre-noviembre se han observado desvalorizaciones en el índice Colcap del -6% anual y ganancias apenas del +0.4% en lo corrido del año. Además de las correcciones globales, el Colcap ha sido particularmente castigado en su componente minero-energético, debido a: i) los descensos en el precio del petróleo (con caídas acumuladas del 35% anual); y ii) problemas en la mayoría de las firmas del sector, reflejados en un desempeño *subpar* de sus acciones.

La renta fija local (TES) también sufrió un drástico incremento de casi 200 puntos básicos (pb) en su referente a 10 años (pasando del 5% al 6.7%) durante el segundo trimestre de 2013. Sin embargo, gracias al rebalanceo del índice de renta fija soberana GBI de JP Morgan, elevando la participación de los TES del 3% al 8%, se ha observado relativa estabilidad cerca del umbral 6.5%-6.7% a lo largo de 2014. En cierta medida, dicho rebalanceo a favor de Colombia fue el resultado de las mejoras en su calificación de riesgo (ubicándose dos escalones por encima del grado de inversión).

Todo lo anterior evidencia la importancia de diseñar una herramienta cuantitativa de seguimiento a las condiciones de los mercados financieros locales a lo largo de los

ciclos económicos. Ello permitiría contar con un “termómetro” de las condiciones financieras domésticas de cara a la coyuntura macrofinanciera internacional.

En esta edición de *Enfoque* reportaremos los resultados del Índice de Condiciones Financieras (ICF) que Anif ha adaptado para la economía colombiana, fundamentado en diversos índices que se manejan a nivel internacional. Describiremos sus características y metodología de cálculo. También referenciaremos su evolución reciente.

¿En qué consiste el Índice de Condiciones Financieras?

El ICF es un indicador cuantitativo de la situación de los mercados financieros de una economía. Dicho indicador permite evaluar las condiciones financieras de un país a partir de variables financieras altamente relacionadas con el crecimiento económico.

Así, el ICF se puede utilizar para: i) monitorear el desempeño económico; ii) cuantificar efectos de choques macrofinancieros externos; y iii) medir el papel contracíclico de la política monetaria-cambiaria (ver *Informe Semanal* No. 830 de mayo de 2006).

Metodología de cálculo

De acuerdo con la metodología diseñada por Goldman Sachs (ver *Latin America Economic Analyst*, mayo 3 de 2013), el ICF se calcula de la siguiente manera:

$$ICF_t = \alpha_1 r_t + \alpha_2 repo_t + \alpha_3 pendiente_{yield_t} + \alpha_4 CDS_t + \alpha_5 TCR_t \quad (1)$$

ENFOQUE

MERCADO DE CAPITALES



DICIEMBRE 17 DE 2014

PÁGINA 2

Donde:

t = frecuencia de cálculo del ICF (v. gr. diaria, mensual, trimestral, etc.).

r_t = tasa de interés de colocación (tasa activa).

$repo_t$ = tasa de interés de referencia de la política monetaria.

$pendiente_yield_t$ = pendiente de la curva de rendimientos de los bonos de deuda pública, la cual se calcula como la diferencia entre las tasas de interés de los títulos de largo plazo y los de corto plazo.

CDS_t = prima de los *Credit Default Swaps* (CDS) a 5 años de la deuda pública, la cual funge como un *proxy* del riesgo soberano de un país.

TCR_t = tasa de cambio real, la cual representa el precio relativo de una misma canasta de bienes producida en dos países diferentes.

α_i = importancia relativa de cada variable dentro del ICF, donde $\sum_{i=1}^5 \alpha_i = 1$.

Estas variables se seleccionaron de manera intuitiva y con criterios estadísticos, teniendo en cuenta su incidencia sobre el crecimiento del PIB-real en varios países de América Latina, como Brasil, Chile, Colombia, México y Perú (ver Goldman Sachs, 2013).

Para cada uno de estos países, se estimó la importancia relativa (parámetros α_i) de las variables seleccionadas con base en la siguiente metodología:

1. A partir de una distribución multivariada uniforme, se generó aleatoriamente un conjunto de vectores para estimar los

El Índice de Condiciones Financieras (ICF) es un indicador cuantitativo de la situación de los mercados financieros de una economía.

Dicho indicador permite evaluar las condiciones financieras de un país a partir de variables financieras altamente relacionadas con el crecimiento económico.

parámetros del ICF. Posteriormente, se calcularon ICFs hipotéticos con dichos vectores de parámetros.

2. Se estimó un modelo de Vectores Autorregresivos (VAR) para cada uno de los ICFs hipotéticos.

3. Se escogió el “mejor” conjunto de parámetros con base en una aproximación bayesiana.

4. El valor definitivo de los parámetros del ICF se calculó como el promedio simple entre las ponderaciones obtenidas en el numeral 3 y unas ponderaciones simétricas (equi-proporcionales).

Utilizando las anteriores estimaciones, se construye el ICF de la siguiente manera:

1. Las series nominales de las variables seleccionadas se transforman en cifras reales (precios constantes).

2. Se estandariza cada una de las mencionadas series reales, así:

$$x_{it}^* = \frac{(x_{it} - \mu)}{\sigma}$$

Donde:

x_{it} = observación de la variable i en el período t .

μ = media de la variable i .

σ = desviación estándar de la variable i .

x_{it}^* = x_{it} estandarizada.

3. Con base en los parámetros estimados y las series estandarizadas, se utiliza la ecuación (1) para construir un ICF preliminar.

4. Cada observación del ICF preliminar se divide por su desviación estándar y a ese resultado se le suman 100 unidades. De esta manera, se obtiene el ICF definitivo, el cual 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. En contraste, un ICF de 99 unidades implica que las condiciones financieras son más expansivas en 1 desviación estándar frente a su media.

Estimación para Colombia

Para Colombia, se calculó el ICF tomando los parámetros estimados por Goldman Sachs (ver gráfico 1). Con base en ello, dicho índice quedó especificado de la siguiente manera:

ENFOQUE

MERCADO DE CAPITALES



DICIEMBRE 17 DE 2014

PÁGINA 3

$$ICF_t = 33\% \times r_t + 20\% \times repo_t + 23\% \times pendiente_yield_t + 11\% \times CDS_t + 13\% \times ITCR_t$$

Donde:

r_t = promedio ponderado de las tasas de interés activas de los establecimientos bancarios. Es decir, dicha tasa se calcula como un promedio ponderado (por monto) de las tasas de colocación de los préstamos ordinarios, preferenciales, de consumo, de microcrédito, de tarjetas de crédito y de sobregiros.

$repo_t$ = tasa de interés mínima que cobra el Banco de la República (BR) a las entidades financieras en las subastas de expansión monetaria a 1 día. Como alternativa, también podría utilizarse la tasa interbancaria.

$pendiente_yield_t$ = diferencia entre las tasas de interés de los TES con vencimiento a 10 años y los TES a 6 meses.

CDS_t = prima de los CDS a 5 años de la deuda soberana colombiana.

$ITCR_t$ = Índice de Tasa de Cambio Real de Colombia. En particular, se utilizó el ITCR deflactado por el IPC, cuyas ponderaciones totales corresponden a la participación móvil de orden 12 de

cada país en el comercio exterior colombiano (importaciones y exportaciones) con los 20 principales socios.

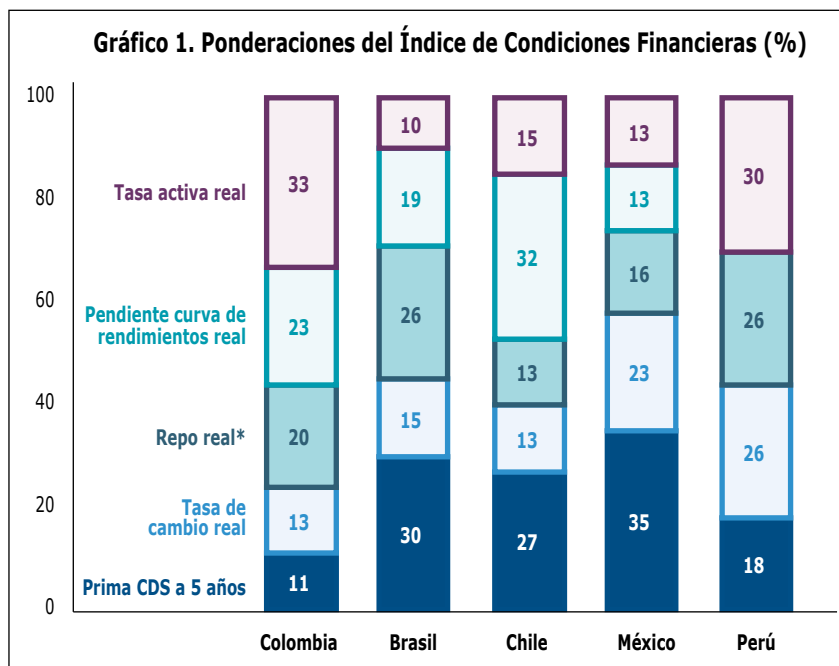
El ICF para Colombia lo hemos calculado con frecuencia trimestral, cubriendo el período marzo 2005-septiembre 2014.

Evolución reciente del ICF para Colombia

Durante 2012, el ICF se mantuvo en valores levemente restrictivos (en niveles promedio de 100.5), lo cual coincidió con una desaceleración del crecimiento del PIB-real hacia el 4% en dicho año frente al 6.6% de 2011, ver gráfico 2. Desde mediados de 2013, el ICF empezó a reducirse, ubicándose en la región expansiva y cerrando el año en un valor de 99.9.

Entre tanto, la economía colombiana mostraba claros repuntes, creciendo un 4.7% en 2013. Allí incidieron: i) la política monetaria expansiva de 2012, cuando el BR recortó la tasa repo-central del 5.25% al 3.25% durante junio 2012-marzo 2013; y ii) una reducción de -200pb (del 14.3% al 12.3%) en la tasa de interés activa durante diciembre 2012-diciembre 2013, por cuenta de la mencionada expansión monetaria. Sin embargo, hubo una compensación parcial sobre el ICF proveniente de los anuncios del "tapering" del Fed en 2013, tales como: i) una devaluación del ITCR del +5.4% en diciembre de 2013 (vs. una apreciación del -6.4% en diciembre de 2012); ii) un empinamiento de la curva de rendimientos de los TES de +311pb (vs. +116pb); y iii) un incremento en la prima de los CDS soberanos de +21.5pb (vs. -58.1pb).

Durante el primer semestre de 2014, el ICF continuó disminuyendo hasta llegar a niveles ligeramente expansivos (99.7 en promedio). Ello habría de reflejarse en una aceleración del PIB-real (5.4% vs. 3.7% un año atrás). Sin embargo, al corte del tercer trimestre de 2014, el ICF aumentó nuevamente, alcanzando niveles neutrales (100 unidades). Dicho comportamiento obedeció a: i) una menor laxitud monetaria por cuenta de los incrementos de +125pb en la repo-central (del 3.25% al 4.5%) durante marzo-



*En México, se tomó la tasa interbancaria.
Fuente: Golman Sachs.

Escribanos sus comentarios a: areyes@deceval.com.co o avera@anif.com.co

* La información contenida en el documento anterior no compromete a Deceval, ni constituye asesoría legal de su parte en la materia.

ENFOQUE

MERCADO DE CAPITALES



DICIEMBRE 17 DE 2014

PÁGINA 4

septiembre de 2014; y ii) un incremento en la tasa activa cercano a los +83pb (del 13.2% al 14.1%).

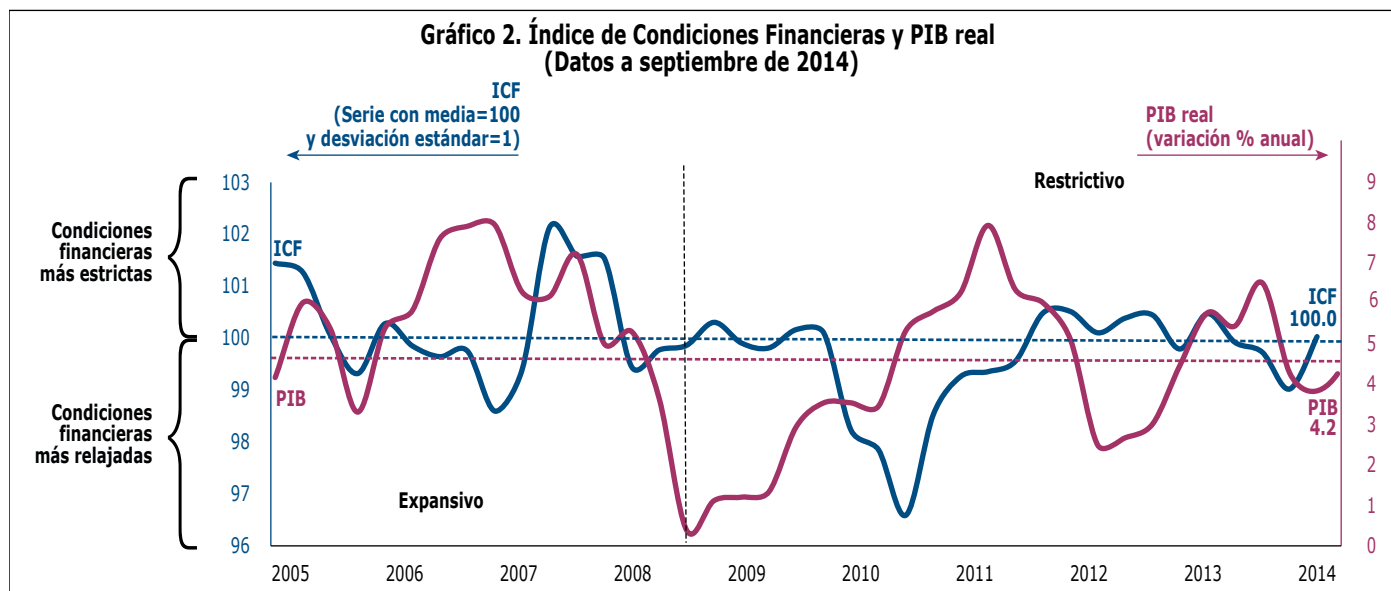
Más recientemente, dichas dinámicas restrictivas han sido contrarrestadas levemente por: i) una reducción en la pendiente de la curva de rendimientos de los TES, llegando a 180pb en septiembre de 2014 (vs. 311pb de diciembre de 2013); ii) una disminución en la prima de los CDS soberanos de -18.3pb en lo corrido del año a septiembre; y iii) una revaluación del ITCR del -0.8% año corrido a septiembre.

Al cierre del año, cabría esperar niveles del ICF muy similares a los actuales. Ello se explicaría principalmente por la relativa estabilidad proveniente de: i) la tasa repo, permaneciendo en niveles del 4.5% por un período prolongado; ii) la tasa activa,

Al cierre del año, cabría esperar niveles del ICF muy similares a los actuales. Ello se explicaría principalmente por la relativa estabilidad proveniente de la tasa repo, la tasa activa y la curva de TES. Tal vez la única presión alcista sobre el ICF (algo de "nerviosismo financiero") vendría de la devaluación de la tasa de cambio

sin mayores cambios frente a sus valores actuales del 14%; y iii) la curva de TES, sin marcadas correcciones alcistas, donde la tasa de los bonos a 10 años se ha mantenido en niveles del 6.5%-6.8% durante octubre-noviembre de 2014.

Tal vez la única presión alcista sobre el ICF (algo de "nerviosismo financiero") vendría de la devaluación de la tasa de cambio, la cual, según los pronósticos de Anif, sería del orden del 6.5% anual en promedio para todo el año 2014. Dicha devaluación se ha venido acentuando durante los últimos meses, debido al deterioro de las cuentas externas del país (con un déficit de la cuenta corriente que se perfila hacia el 4.5% del PIB) derivado de los recientes descensos hasta del 35% en los precios del petróleo.



Fuente: cálculos Anif con base en Bloomberg, Superintendencia Financiera y Banco de la República.