



Índice de Viento de Cola para la economía argentina

Por Emilio Ocampo

DEPTO FINANZAS -UCEMA

Mayo de 2017

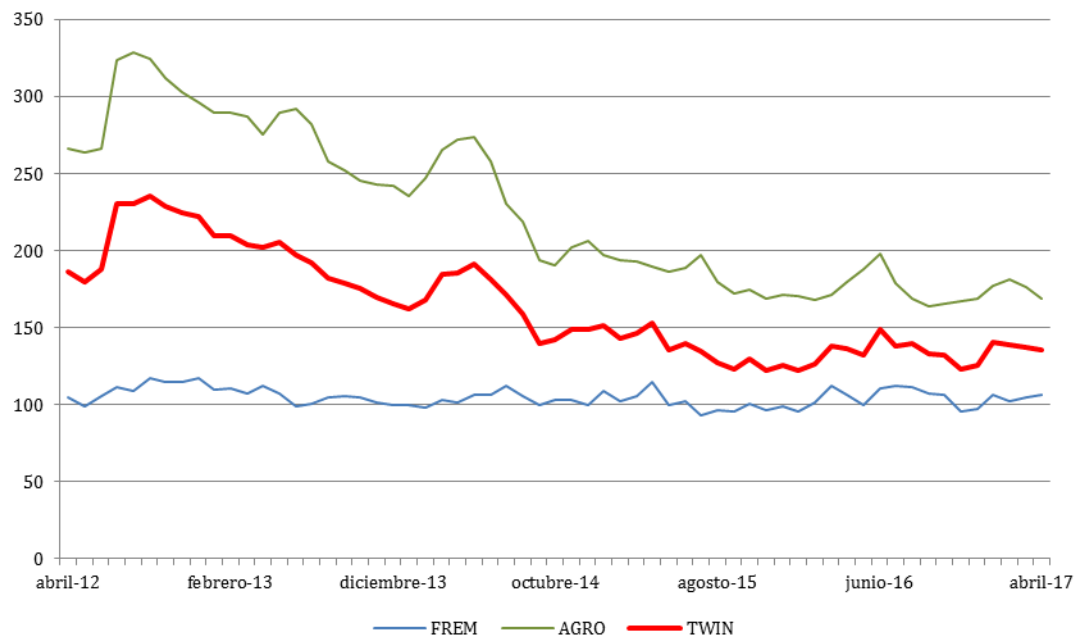
El índice de viento de cola TWIN (<https://www.ucema.edu.ar/posgrado/maestria-en-finanzas/seminario-viento-de-cola>) sigue confirmando la tendencia decreciente que se inició a partir de febrero. En el mes de abril alcanzado un valor de 135 (2006=100), lo que significó una caída mensual de 1,8%. Esta caída se explica principalmente por la baja en el precio de los principales *commodities* agrícolas que exporta Argentina que se reflejó en una merma mensual de 4,2% en el índice AGRO. Esto más que compensó una mejora en los mercados financieros internacionales medida por el índice FREM que mostró una variación mensual de 2%, impulsada por una caída de las tasas de interés a largo plazo y la continuación de un rally en los mercados de acciones de economías emergentes.

En relación al período 2003-2015, la economía argentina todavía experimenta un leve viento de cola, gracias a la alta receptividad de los mercados financieros globales. En este contexto, la prima de riesgo país volvió a caer levemente en términos absolutos, alcanzando su nivel más bajo desde la asunción del presidente Macri. Sin embargo, en relación al promedio de mercados emergentes está por encima de los niveles de paridad alcanzados en febrero de 2016 cuando se anunció el cierre de la negociación con los holdouts. Esto indica que en términos relativos los inversores internacionales siguen asignando mayor riesgo a los bonos argentinos.

| | Índice 2006=100 | | | RIESGO PAIS ARGENTINA (RPA) | RPA/ RPEMBl+ |
|-----------------------------------|-----------------|---------|--------|-----------------------------|--------------|
| | FREM | AGRO | TWIN | | |
| abril 2017 | 107 | 169 | 135 | 432 | 129% |
| Variación mensual | 2.0% | -4.2 % | -1.8 % | -4.5 % | -4.9 % |
| Variación últimos 12 meses | 0.1% | -5.6 % | -0.9 % | -20.7 % | -7.9 % |
| abril 2017 vs. promedio 2003-2015 | 12.3% | -12.3 % | 0.1% | -72.7 % | -69.2 % |

Nota: El índice TWIN se compone de dos sub-índices: el FREM mide la receptividad de los mercados financieros internacionales al financiamiento de economías emergentes y el AGRO los precios imperantes en los mercados de *commodities* agrícolas. La cifra entre paréntesis refleja el valor actual comparado con el período 1993-2017 en una escala de 1 a 10 donde el valor 10 denota el punto máximo y 1 el mínimo. El RPEMBI+ mide la prima de riesgo promedio de todos los mercados emergentes incluidos en el Índice EMBI+ de JP Morgan.

Tailwind (TWIN) = Commodities (AGRO) + Financial Markets (FREM) 2006=100



Apéndice - El índice Viento de Cola

Una búsqueda en Google revela que el término “viento de cola” entró en las discusiones sobre el desempeño de la economía argentina a partir del año 2004. En ese entonces hacía referencia a la fuerte recuperación de los precios de los *commodities* agrícolas en los mercados internacionales. Entre junio de 2002 y junio de 2004, los precios en dólares del maíz, la soja y el trigo aumentaron 42% en momentos en que la inflación dólar era insignificante. Durante ese período, la Reserva Federal mantuvo la tasa de referencia *fed funds* en niveles mínimos y las tasas a largo plazo se ubicaron en niveles no vistos desde fines de la década del sesenta.



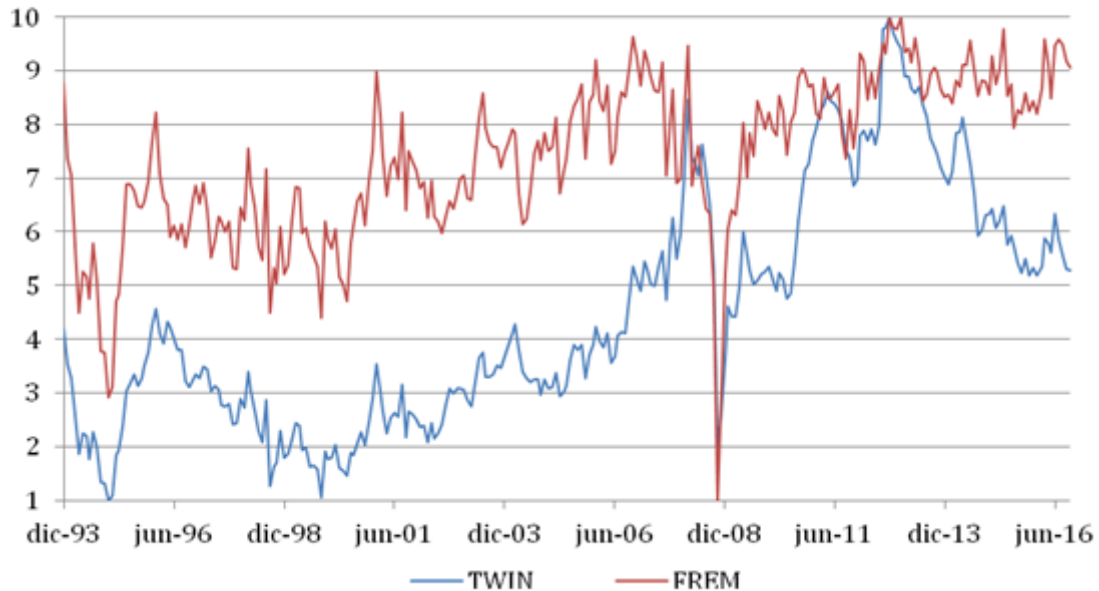
Siendo la Argentina un exportador neto de *commodities* agrícolas y un importador neto de capitales, esta situación era altamente favorable para el crecimiento de su economía. Sin embargo, el país no la podía aprovechar en toda su dimensión debido al *default* de 2001. Como una fragata antigua desarbolada en combate, la economía argentina aprovechaba ese viento favorable con sólo la mitad de su velamen: la exportación de soja y derivados. La otra vela recién se izaría en 2005 con el primer arreglo con los *holdouts*, y sería arriada con la profundización del modelo populista y el enfrentamiento con el juez Griesa.

Dilucidar si el entorno internacional ayudó o no al desempeño de la economía argentina durante el período 2002-2012 ha sido motivo de un intenso debate. “Se nos cayó el mundo encima,” fue la excusa esgrimida muchas veces desde el kirchnerismo para justificar los pobres resultados de sus políticas económicas.

El índice de viento de cola que hemos publicado con la UCEMA nos permite terciar en ese debate. Este índice, al que hemos denominado TWIN, tiene dos componentes o sub-índices: un índice del precio internacional del maíz, la soja y el trigo, y un índice del grado de receptividad existente en los mercados financieros internacionales para emisiones de deuda y acciones de países en desarrollo como la Argentina (al que hemos denominado FREM).

El gráfico siguiente muestra la evolución de ambos índices desde 1993 en adelante. La escala va de 1 a 10, siendo 1 el mínimo valor histórico, y 10, el máximo. Como se puede apreciar, el TWIN alcanzó su punto mínimo en diciembre de 2004 y el FREM en octubre de 2008. Los máximos para ambos índices se alcanzaron en la segunda mitad de 2012.

¿Viento de Cola o Viento en Contra?



La evolución del TWIN y el FREM confirma que, en promedio, y aun teniendo en cuenta el fortísimo impacto de la crisis global de 2008, las dos presidencias de Cristina Kirchner tuvieron el entorno internacional más favorable desde que la Argentina recuperó la democracia. De hecho, en septiembre de 2012, por única vez en la historia, ambos índices tomaron el mismo valor relativo, es decir 10. El viento de cola arreciaba. Desde entonces, ambos índices han caído significativamente. En noviembre de 2016 el TWIN tocó 5,1 mientras que el FREM 8,2. Es decir, los mercados financieros internacionales siguen siendo muy favorables para la Argentina pero el viento de cola ha amainado significativamente debido a que el precio de la soja en dólares cayó 42% respecto del pico alcanzado en agosto de 2012. Ya no se trata de viento sino de una leve brisa.

A mediados de 2005 el economista e historiador Roberto Cortés Conde advirtió que el “viento de cola” no duraría mucho y que, si no se traducía en inversión y productividad, no generaría crecimiento económico a largo plazo. Sus advertencias resultaron proféticas. El viento de cola sopló con fuerza durante siete años pero en vez tomar los recaudos necesarios para cuando inevitablemente amainara, el Gobierno decidió despilfarrar los recursos extraordinarios que generaba. Hoy, al igual que en 1951-1952 y 1975-1976, estamos pagando la factura de una fiesta irresponsable. Tuvimos tres



grandes auges de precios de *commodities* agrícolas en los últimos setenta años y los tres terminaron de manera similar. Colectivamente no hemos logrado transformar la experiencia en enseñanza.

Lamentablemente, todo sugiere que la extraordinaria bonanza que aún impera en los mercados financieros internacionales tampoco durará muchos más. El efecto Trump y la decisión de la Reserva Federal de aumentar la tasa *fed funds* presagian un escenario de tasas más altas y un dólar más fuerte. Y en tal escenario, será aún más difícil para la sociedad argentina seguir viviendo más allá de sus posibilidades. Esta es la fantasía que nos inculcó el populismo y a la que seguimos abrazados. Seguir aferrados a ella nos acerca peligrosamente a la situación que hoy vive Venezuela.