



El Viento de Cola en Agosto 2017 Por Emilio Ocampo

DEPTO FINANZAS -UCEMA
Setiembre de 2017

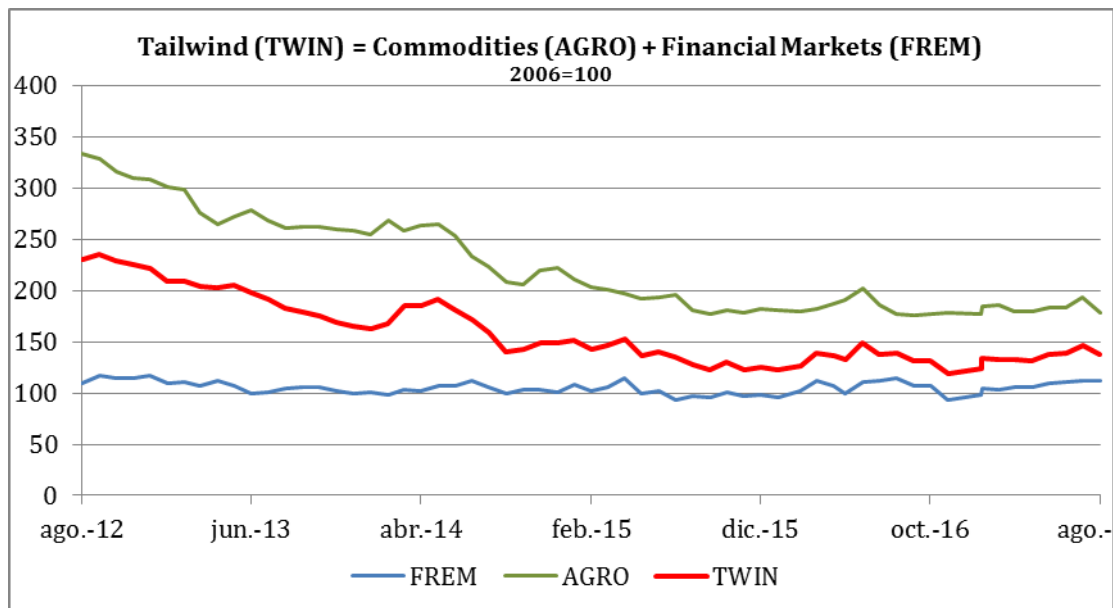
Advertencia: Debido a que el FMI dejó de actualizar su base de datos de precios de *commodities* los índices se recalcularon con la base de datos del Banco Mundial.

En agosto se cortó la racha positiva de viento de cola iniciado en noviembre de 2016. El índice de viento de cola (TWIN - <https://www.ucema.edu.ar/posgrado/maestria-en-finanzas/seminario-viento-de-cola>) alcanzó un valor de 138 (2006=100), una caída de 5,8% en relación a julio.

Esta caída se explica fundamentalmente por la caída en el precio promedio de la soja (-4,4%), el maíz (-5,7%) y el trigo (-15,4%) en relación a julio. Consecuentemente, el índice AGRO mostró una caída de 7,5%. Respecto a la evolución de los mercados financieros internacionales, el índice FREM se mantuvo prácticamente en los mismos niveles a pesar del aumento de la volatilidad medida por el índice VIX. El rally en las acciones de mercados emergentes continuó durante en agosto en contraste con una caída en el índice S&P 500.

A pesar de la caída del TWIN, la prima de riesgo país de Argentina cayó en agosto respecto al mes de julio tanto en términos absolutos como relativos. Conclusión: el viento de cola amainó en agosto pero sigue siendo más intenso que en noviembre de 2015 y durante el período 2003-2015 gracias a un contexto favorable en los mercados internacionales de capitales.

	Índice 2006=100				Embi+ Arg /EMBI+
	FREM	AGRO	TWIN	EMBI+Arg	
<i>Promedio Agosto 2017</i>	112	179	138	420	334
<i>Variación mensual</i>	-0.2 %	-7.5 %	-5.8 %	-3.6 %	-0.2 %
<i>Variación últimos 12 meses</i>	-1.4 %	0.8%	-0.5 %	-6.2 %	-4.9 %
<i>Ago 2017 vs. promedio 2003-2015</i>	18.2%	-11.1 %	2.1%	-73.4 %	6.8%



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.

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



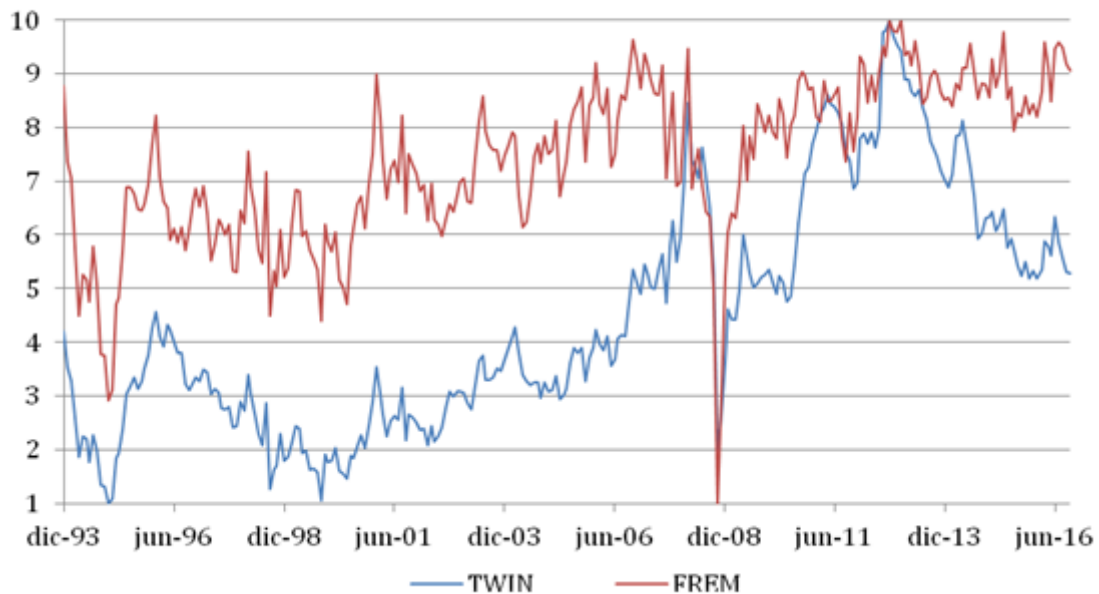
2001. Como una fragata antigua desarbolada en combate, la economía argentina aprovechaba ese viento favorable con sólo la mitad de su velamen: la exportación de soja y derivados. La otra vela recién se izaría en 2005 con el primer arreglo con los *holdouts*, y sería arriada con la profundización del 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.