



Índice Viento de Cola – Junio 2018¹ Por Emilio Ocampo

DEPTO FINANZAS -UCEMA

Durante el mes de junio el índice TWIN (<https://www.ucema.edu.ar/posgrado/maestria-en-finanzas/seminario-viento-de-cola>) **cayó 1,9%**, invirtiéndose la tendencia de meses pasados: condiciones más favorables en los mercados financieros globales no alcanzaron a compensar la fuerte caída de los precios de los *commodities* agrícolas.

Mientras que el índice AGRO cayó 2,7%, el índice FREM experimentó una leve recuperación de 0,7% durante el mes de junio. Este cambio de tendencia es importante y es esperable que continúe en los próximos meses. La tendencia alcista de las tasas de interés y la revaluación del dólar a nivel internacional históricamente han coincidido con una caída en el precio de los *commodities*. De continuar esta tendencia el contexto internacional será menos favorable para la economía argentina.

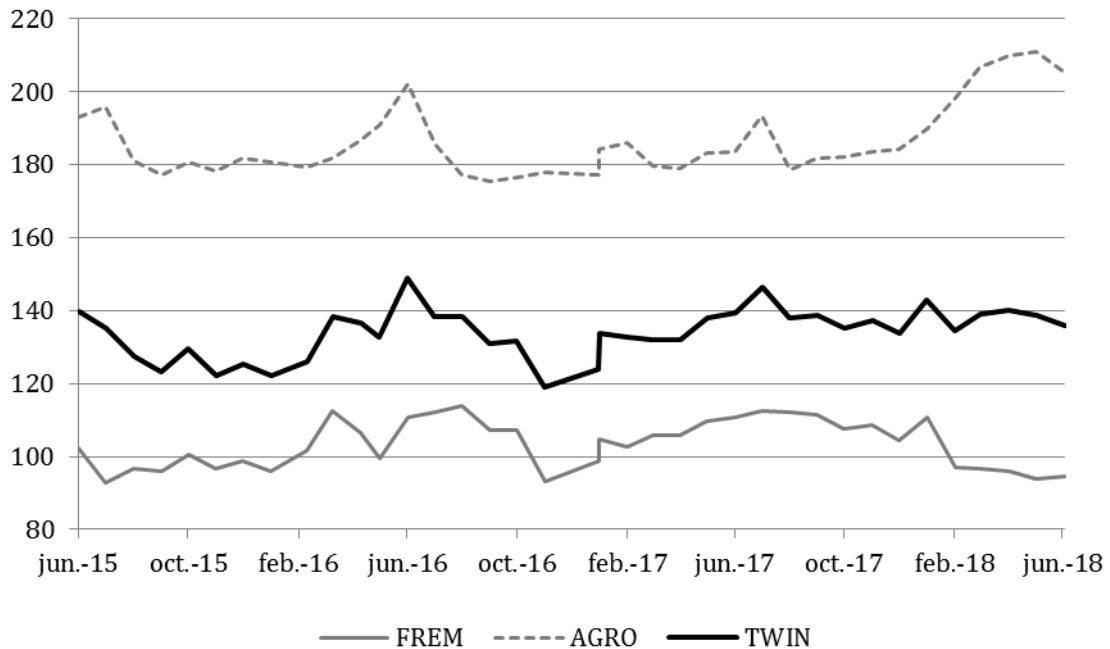
A pesar de que el índice TWIN se encuentra levemente por encima del nivel promedio de la era Macri, el riesgo país sigue en aumento y el promedio de junio de 2018 se ubicó entre los niveles más altos desde diciembre de 2015, tanto en términos absolutos como en relación al resto de los mercados emergentes

	Índice 2006=100				Embi+ Arg /EMBI+
	FREM	AGRO	TWIN	EMBI+Arg	
<i>Junio 2018</i>	94	205	136	531	134%
<i>Variación mensual</i>	0,7%	-2,7 %	-1,9 %	12,9%	5,0%
<i>Variación últimos 12 meses</i>	-14,0 %	12,1%	-1,5 %	28,9%	5,8%
<i>Último mes vs. promedio 2003-2015</i>	-0,5 %	2,1%	0,8%	-66,4%	-68,0 %
<i>Promedio Administración Macri</i>	105	187	135	443	124%

¹ Debido a que el Banco Mundial ha suspendido hasta septiembre la publicación de los precios mensuales de *commodities* (“Pink sheet”), este mes se retrasó la publicación del índice de viento de cola TWIN, que es elaborado con esa base de datos.



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



Nota: 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. El *spread* del EMBI+ 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

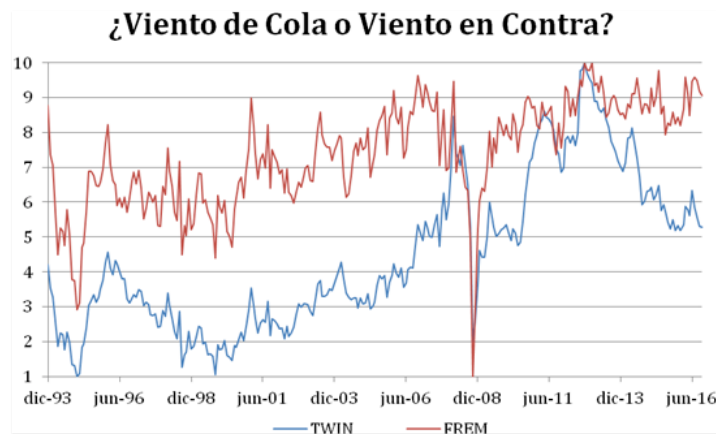
Una búsqueda en Google revela que el término “viento de cola” entró en las discusiones sobre el desempeño de la economía argentina a partir del año 2004. En ese entonces hacía referencia a la fuerte recuperación de los precios de los *commodities* agrícolas en los mercados internacionales. Entre junio 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.





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.