

## **DESGRABACIÓN**

### **EZEQUIEL ASENSIO**

Buenas tardes a todos. Muchas gracias al equipo de Estrategas encabezado por Raúl, Gabriela, Pato, Caro, gracias por convocarme una vez más a charlar con ustedes de inversiones.

Como decía Raúl vengo hace 28 años del mercado de capitales, administrando fondos comunes de inversión y teniendo una o 2 sociedades de bolsa propias.

Ahora estoy más dedicado al tema de la docencia y la parte académica, voy a encarar esta charla más desde ese lado no porque les venga a enseñar nada sino porque quiero ayudarlos a pensar.

El año pasado cuando empezaba esta charla decía una frase de un economista famoso que es muy difícil ser un profesional en un país donde todo el mundo sabe, más aún ser un profesional en donde todo el mundo cree que sabe este decía este economista, como economista siento y comparto lo que sienten los jugadores y los directores técnicos de fútbol.

Acá pasa lo mismo y es una característica argentina, todos hablamos de todo y la verdad es que para poner un poco esta idea, todos hablamos de todo y en realidad ya ni discutimos ideas ni datos, ya no sabemos que discutimos.

Discutimos cosas que a veces el mundo ya ha dejado de discutir, un poco la idea de cuando Raúl me planteó la charla, digo voy a darles desde mi lado como economista profesional y muchos años en esto, voy a tratar de darles un poco más de marco.

Veo los diarios y la radio y se discute cualquier cosa, ni siquiera datos. Muchos economistas que van a la televisión y nunca vieron un número en su carrera, la verdad que nunca hablan de un número. Hablan de cosas, de generalidades.

Y quiero aclarar que no estoy tomando partido ni por un lado ni por otro de la grieta si quieren llamarlo o de alguna ideología política.

Quiero hablar de economía técnica. Si discutimos política discutimos política, si discutimos de economía discutimos de economía y esto lamentablemente es así en todos lados del mundo.

El mercado financiero para tratar de predecir que va a pasar, que variable va a moverse o que voy a estar mejor cubierto si en dólares o en pesos, a tasas, al Carry Trade, etcétera, necesito entender dónde estoy parado.

Pero necesito entender dónde estoy parado, desde un lado seguro, desde datos. Después los puedo o no compartir, los puedo criticar o no, pero necesito saber bien donde estoy parado.

Si hoy les pregunto a muchos de ustedes y la verdad es que no se, podemos tener 800 millones de respuesta. Unos me dirán que sí, otros que no.

Estábamos mal y ahora vamos mejor, estábamos bien y ahora vamos mal. No sabemos ni a donde vamos, ni donde estamos en algún momento con la discusión.

Hoy de vuelta el tema es el dólar. ¿Es realmente un problema el dólar hoy? No lo es. ¿se va a disparar la inflación? ¿Sigue la economía argentina en crisis? ¿No está en crisis?

La verdad que hay una sarta de opiniones poco fundamentadas, muchas fundamentadas, que está bien, y podemos o no estar de acuerdo pero como que todo se mezcla en esta Argentina. Hoy mi intención es tratar de que todos empecemos a levantar un poco el nivel de discusión.

Argentina sigue discutiendo temas que el mundo no discute más. El mundo no discute más como combatir la inflación.

Hace 20 años que el mundo combatió la inflación y no la discute, hace más de 20 años que el mundo y ahora les voy a mostrar un gráfico, está encarado de una caída fuerte de la pobreza y la ha logrado en bastante. Falta muchísimo.

El mundo no discute si es mejor estar abierto a comerciar con el mundo o si es mejor estar cerrado.

Ustedes me dirán pero viste que Estados Unidos ahora aparte de lo que Argentina cambia de idea, Estados Unidos ahora se puso proteccionista.

El arancel promedio de Estados Unidos es menor del 3%, nosotros estamos hablando de aranceles o prohibiciones o de impuestos a las importaciones de arriba del 25, o 30, 40%.

Ahí es donde se desdibuja todo y me sale esta cosa que amo desde la docencia y digo vamos a clarificar un poco, a serenarnos y a tratar de entender dónde estamos.

Después podemos llegar a la conclusión de que estamos muy mal: perfecto. Pero sepamos donde estamos porque si no difícilmente podemos llegar a algún lado.

Esta idea de que el mundo no discute más muchos problemas que en Argentina están en boca de todos y que inclusive los políticos de hace de 40 años tampoco pudieron resolver. Entonces no voy a perder más tiempo y voy a empezar a tratar de saber por lo menos en una primera parte de la charla a dónde estamos.

Fíjense que el mundo como fue la caída desde 1820 donde el 94% de la población del mundo estaba en absoluta pobreza, como ha caído desde 1980, del 44%, hoy estamos en el 9,6 en el mundo.

Es mentira que el capitalismo es un sistema perverso, no digo que sea el mejor pero sí que en términos de pobreza es el único que ha hecho algo y con esto no estoy siendo un liberal acérrimo ni un defensor a ultranza del capitalismo.

Todo tiene sus bemoles pero digamos las cosas como son, hoy estamos en un 9,6% de pobreza en el mundo, en absoluta pobreza y en 1980 estábamos en el 44, el mundo no es que está para atrás como mucha gente dice hoy.

Fíjense al contrario de Argentina, esta es la pobreza y la indigencia en Argentina. En la época del menemismo la pobreza fue del 24,6% y en el kirchnerismo del 30,2%.

Seguimos discutiendo cosas de economía desde el lado de la política si hace 40 años que Argentina no puede bajar la pobreza, sino que la aumenta. En el

'74 la pobreza era del 4,5%, lo único que hizo fue crecer mientras el mundo iba totalmente para el otro lado.

Desde el 44% al 9,6 en el mundo y en Argentina pasamos del 4,5% al 30%, claramente estamos haciendo algo mal y no es de ahora ni de los últimos 10, 12 años, Argentina tiene un problema estructural serio. Entonces hay que discutir las cosas que hay que discutir, las importantes.

Argentina desde junio del 2016 que ha empezado o más o menos un crecimiento de la economía desde ese momento hasta hoy la economía está creciendo un 3,3%, que fue el último dato que presentó el EMAE, el Estimador Mensual de Actividad Económica y estamos un 0,4% por encima de lo que es diciembre de 2015.

O sea que Argentina ya recuperó toda la caída en materia de nivel de actividad, estos son datos oficiales, el EMAE, que sale una vez por mes.

Fíjense lo que fueron las otras caídas, la del 2011 con el cepo y la del 2014, con que tuvo su máximo de actividad en agosto de 2013, es más o menos parecida, ya recuperada.

Entonces la economía argentina ¿está creciendo o no está creciendo? Sí, está creciendo, no lo discutamos más.

No lo discutamos más, veamos qué pasa, si se sostiene, discutamos eso, pero no puede ser que sigamos escuchando cosas: la economía decrece, se descrean puestos de trabajo.

Vamos a los números ¿la economía está creciendo? Primer punto, sí. ¿Es sostenible? Sí. Tiene 2 factores distintos a las recuperaciones anteriores que no está basado en el aumento del consumo que es emisión monetaria o gasto público para financiar el consumo de corto plazo, sino está basado en el tema de inversión y exportaciones y eso se ve claramente.

Ahí tienen un pequeño cuadro de las recesiones comparadas, lo que fue la verde del 2015, 2016.

Esta que estamos viendo ahora y su recuperación y después las otras 2, la azul del 2013 - 2014 que recuperó y después volvió a caer y la del 2011-2012 la

rosa que también tocó el máximo, recuperó la toda la caída y después volvió a caer. Ahora estamos en un nivel que parece ser bastante más sustentable que en las anteriores.

Acá hay un breve cuadro y lo rescato es de la actividad de la actividad mensual el Estimador Mensual de Actividad Económica es que 12, de los 15 sectores de la economía están creciendo.

Fíjense los últimos 3 trimestres con el crecimiento que ha tenido el nivel de actividad económica, con un 3.3% en mayo dio un salto fuerte en materia de actividad. Desde junio de 2015 que no se registraba un nivel de actividad tan alto.

Después el estimador mensual de la industria, fíjense que en el último mes también subió 6,6 y viene en una franca recuperación desde diciembre del 2016, con una caída en febrero que es bastante estacional y después una franca recuperación.

Acá solamente un dato alternativo de patentamiento de motos que ha crecido 38% y también ahí está en cantidad de motos.

El empleo privado, entonces en materia de actividad estamos claros que estamos creciendo.

En el tema del empleo también, fíjense que los niveles de empleo ya están casi en los niveles de mitad de 2015 recuperando casi toda la caída si uno toma enero 2016 hasta abril 2017.

Estos son datos públicos, claramente hay una recuperación del empleo y estamos en nivel ya prácticamente todo recuperado de lo que se perdió en el 2016.

El salario real ha aumentado en los últimos 3 meses, significa que descontado la inflación, el poder adquisitivo de la gente ha crecido 2,6 en marzo, otro tanto en abril y un 4,2 en mayo y allá vamos con una inflación que está para abajo.

Otra cosa es la recaudación de impuestos ligados a la actividad. Fíjense que las barras azules están creciendo, significa que si la recaudación de consumo aumenta es porque hay mayor nivel de consumo.

Tenemos la recaudación tributaria, que medida por la actividad y sin blanqueo está creciendo a tasas del 36% anual, entre un 10 y un 12% respecto a la inflación.

Volvemos a la inflación y hago un breve paréntesis. La inflación estamos en 21.7, ayer salió la inflación de julio que es de 2.1 y los estimados de agosto por la primer semana están dando alrededor del 1.5.

Fíjense que tenemos la menor inflación, pasamos de 45%, 40% de inflación, de 29% del 2008-2007 es casi la más baja, hay que irse hasta 2009 para encontrar un nivel de inflación tan bajo.

Por último, el tema del tipo de cambio y la apreciación, es el tipo de cambio real multilateral que es el que toma el Banco Central como tipo de cambio nominal, descontado la inflación de todos los países con los cuales Argentina comercia y ponderado el peso de cada país en base al peso que tiene la negociación externa argentina o sea el volumen de comercio con ese país en el total.

El tipo de cambio está bastante apreciado, significa que es como si hoy tuviésemos en términos nominales un dólar de 10.

No es esa la relación pero los quiero relacionar con un tema de apreciación, qué significa estar apreciado y también un nivel de reservas internacionales, fíjense que desde junio de 2015 hasta hoy casi se han duplicado.

La economía ¿está creciendo? Sí, claramente está creciendo. El nivel de inflación es el más bajo en los últimos casi 8, 9 años ¿sí? Hace mucho que no teníamos inflación anual del 21.

Puede terminar el año 21/22 hay que ver que pasa hacia adelante, nivel de reserva de la economía están duplicadas desde hace año y medio hasta ahora.

Acuérdense que antes de que termine el gobierno anterior el gran miedo era donde iba a terminar el tipo de cambio porque no había reservas y si uno hacía los números finos del Banco Central, la verdad que le daba Patrimonio Neto Negativo al Banco Central.

En materia de actividad estamos creciendo; en materia de empleo se recuperó casi todo el empleo que se perdió en el 2016 por los ajustes que se hicieron; en materia de reservas, se duplicaron.

Nivel de actividad estamos creciendo, empleos se recuperó, consumo se está recuperando o sea el nivel de actividad se está recuperando y un dato más que es el tema de endeudamiento.

El endeudamiento desde el 2015 al 2016, el 2016 el endeudamiento aumentó en 32832 millones de dólares.

Escucho hablar gente de cifras de más de 100.000 millones, me encantaría que hicieran esos números con mi billetera porque me la multiplicarían por 5 en 2 minutos.

Ese fue el número de incremento de la deuda, de los cuales sólo el 27% es con acreedores privados y el resto es con otros rubros del Estado y es probable que el Gobierno actual la lleve a un 32-33% de deuda mientras se va ajustando el déficit fiscal.

En este escenario hacia adelante la gran pregunta es qué pasa hoy con el dólar.

Hace 6 meses estaba recontra atrasado que los industriales argentinos no podían importar. Hoy estamos todos locos que el dólar se desmadra y de vuelta, vuelvo a sacar la parte política que mucho de eso tiene que ver; no en la causa del dólar sino en estos comentarios.

¿Qué dice el mercado hoy con respecto al tipo de cambio?

Dice que los futuros, fíjense que esto es al cierre de ayer valía 17.70, 17.72, el Banco Central intervino y los futuros, la gente está viendo que el mercado está viendo una tasa anualizada, acá abajo donde dice ARS NDF, está viendo tasas aproximadas entre el 18, el 19% de aumento anualizado.

Este es el peso argentino desde el 30 de diciembre de 2016, subió un 11,51% en términos nominales o sea subió casi lo mismo o un poquito menos que la inflación.

¿Hay disparada del dólar? No. ¿Tenemos problemas de reservas? No. ¿Tenemos endeudamiento externo, podemos financiarnos en el mundo? Sí. No digo que hay que seguir así toda la vida pero no hay tal gravedad como la que a veces se escucha decir.

Acá tenemos los bonos, lo que rinden los bonos argentinos. En materia de inversiones con este escenario que les planteo uno tiene primero 2 alternativas: o va a una inversión arriesgada como pueden ser las acciones o va a una inversión más tranquila y más conservadora como pueden ser los bonos o los fondos comunes de renta fija.

Para ver que pasó en acciones fíjense que el Merval, el índice argentino en lo que va del año creció un 28,26% y casi un 31 la línea roja que es los máximos del año, hasta ayer un 28,26%. Un poco más del doble de la inflación de este momento.

Si uno lo mide en dólares ve que el tipo de cambio en el año ha subido casi un 16% en dólares y un 27% en dólares si toma los máximos.

El mercado accionario está diciendo señores creemos que la economía se está reactivando, claramente se está reactivando, sino esto no existe.

Cuando uno evalúa acciones mira hacia adelante lo que es el flujo de ganancias descontado a una tasa, entonces en mercado accionario vemos que ha crecido y mucho.

Hoy estamos en un nivel importante pero puede ser un nivel para tener un poco de cuidado o asumir riesgos con mayor cautela.

Y en términos de bonos, fíjense esto es el gráfico del Merval en dólares desde que asumió Macri.

Hasta ayer, 77% en dólares, rindió casi un 44 anual en dólares, no está tan mal la economía porque si no esto no pasa, el mercado financiero no actúa así.

Si uno va a los bonos y quiere algo más tranquilo acá tenemos 2, 2 curvas. La curva azul que son los bonos en pesos que ajustan por CER, es decir por la inflación, voy tomando un parámetro de que la inflación va a andar en alrededor



del 20% anual más un 4% en los bonos cortos y más un cerca de un 5% en los bonos largos, uno está obteniendo en pesos una rentabilidad del 25%.

Lo mismo puede lograr con otros tipos de bonos en pesos que ajustan por Badlar o que ajustan por Lebac pero ya casi no existen más. Hoy la tasa de interés y la misma Lebac está en torno del 26%. 25 de piso y 26, 25 está el corredor de pases del Banco Central.

Si uno quiere ver en dólares, que pasa con los bonos en dólares, es la curva verde donde pasan de rendir un 3% los más cortos, el que vence en el 2019 hasta casi un 7 y pico por ciento, un 8% los que vencen allá dentro de 100 años.

Si a uno le suma entre ese un 3 y un 7 de entre los extremos o un 8, la devaluación esperada que dice el mercado de que está en el 19-20%, me vuelve a dar la tasa en pesos equivalente del 26-27%. Así que hoy invertir en dólares o en pesos, prácticamente tengo la misma tasa.

El mercado estaba bastante arbitrado y esto no pasa en momentos de turbulencia, pasa en momentos de tranquilidad.

Para ir cerrando, quiero decirles la alternativa que hace al perfil de inversión de cada uno.

Si quiero estar tranquilo por si el tipo de cambio sube, me dolarizo y compro bonos en dólares. Si quiero estar en pesos también puedo estar en pesos y puedo tener casi la misma tasa.

Lo único que va a pasar y es lo que los confunde a muchos de ustedes y es lo que a veces pasó en estos últimos 2 meses, es que el ajuste en los momentos del tiempo pasa distinto.

Si tengo punta a punta un año y la tasa en pesos viene así y al final del año me da el 26, el tipo de cambio no me daba nada durante 6 meses y de golpe ajustó y viene el miedo.

Entonces ahí viene ese ajuste y todos: uy el tipo de cambio! No, tranquilidad. Que la economía gracias a Dios hoy está tornándose cada vez más sana, falta

mucho, esperemos que siga bien, que se puedan hacer todas las cosas que sean bien para el país, no para un partido político o para otro.

Lo cierro con una frase que una vez cuando tenía unos fondos comunes decía a los inversores es: no existe la mejor inversión, existe tu mejor inversión.

Es decir en base a tu nivel de riesgo, tu nivel de tolerancia a ese riesgo, tus ingresos, tus egresos, tu flujo de caja, tus necesidades, esos van a hacer que inviertas bien.

No lo que te diga uno: vení ahora comprá dólares porque esto vuela o comprá pesos, hacé Carry Trade, etcétera.

Como ven hoy, las alternativas están bastante arbitradas y rinden bastante parecido. Muchas gracias y contesto las preguntas que quieran.