

**DESGRABACION DISERTACION**  
**EZEQUIEL ASENSIO**

Estamos viviendo en el mercado financiero unos días bastante movidos. La baja de la calificación de los Estados Unidos de AAA a AA+ lleva, como decíamos con algunos de mis socios, a tirar a la basura 50 años de libros de finanzas.

La verdad que es un momento totalmente histórico el que se está viviendo en los mercados y se están planteando muchas cosas, de cómo sigue todo esto y quiero un poco ir bajándoles las expectativas, no tengo “la” respuesta, pero sí de tratar de ver o de analizar juntos por qué estamos o dónde estamos, cómo llegamos a donde estamos.

Sé que en el panel del día de hoy y de mañana van a haber otros colegas míos hablando también un poco acerca de la economía argentina y de la del mundo así que seremos varios y se cumplirá seguramente ese dicho que hay en el mercado financiero que el único consenso es el disenso, estamos todos de acuerdo que pensamos diferentes ante un mismo hecho.

Hoy les voy a traer un poco de qué es lo que está pasando en el mercado y quienes a nivel individual o por lo menos que cada uno tenga algo más certero, porque se dicen muchas cosas pero no muchas de las cosas que se ven en los diarios son verdad y como siempre pasa, hay que ser muy frío en estos momentos para tratar de tomar decisiones correctas.

Quien se pone nervioso o se enoja en estos momentos de los mercados pierde y hay que mirar un poquito más a largo plazo o ver que pasó en estos mismos momentos en situaciones anteriores. Algunas parecidas hemos tenido, no tanto, pero algunas parecidas hemos tenido.

Para comenzar un poco de por qué llegamos hasta donde llegamos, les traje un gráfico donde habla un poco de cuánto es la relación de gastos de los gobiernos de los países avanzados, de los países emergentes y de las economías de bajo ingreso, la deuda del fisco respecto a su PBI.

Acá tenemos que los países de alto crecimiento en los últimos años, del 2008 a esta parte, tienen un ratio de deuda muy importante cercano al 100% de su Producto y las economías emergentes se mantuvieron bastante bajo en su nivel de endeudamiento y obviamente los países de low income también han tenido un bajo endeudamiento.

Esto ¿por qué fue? Todos saben que la crisis del 2008 que comenzó con algún efecto financiero, algún Fondo francés que se cerró, después vino la caída del Lehman Brothers como el gran efecto, en Argentina tuvimos la nacionalización de las AFJP; esos fueron los dos o tres íconos de toda esa crisis mundial que fue el apalancamiento o el gran endeudamiento que tuvo el mercado americano con las famosas hipotecas.

Después de la gran crisis, todos los países en desarrollo han incrementado fuertemente su déficit fiscal y su deuda sobre su PBI porque la expansión fiscal y la expansión monetaria que han hecho ambas era lo único que salía, es lo único que se podía hacer para evitar justamente caer en una gran depresión como la de los años '30.

Bernanke, actual presidente de la Reserva Federal estadounidense, hizo su tesis doctoral en la crisis del '30 y se dio cuenta que la crisis del '30 duró cuatro o cinco años y se perpetuó en el tiempo justamente por no salir a atacar de lleno y fuertemente con todas las herramientas monetarias y fiscales que habían en ese momento hasta que comenzó la recuperación.

Entonces eso fue lo que hizo Estados Unidos, Europa y los países desarrollados. Acá se tira abajo una teoría que se venía hablando en este momento que era la teoría de Pecking, donde los países emergentes estaban totalmente afuera de esta gran crisis.

Esta crisis del 2008 se provocó justamente en los países centralizados pero también obviamente por la conexión y la globalización que tienen en el mundo hoy en día obviamente ha impactado en los países emergentes.

A diferencia de las crisis de la deuda en los años '80, hoy los países latinoamericanos nos encontramos con un nivel de ratio de deuda sobre el PBI muy bajo, un nivel de balanza de pagos bastante positivos y una balanza comercial también positiva. Si bien en esas épocas la balanza de pagos era en algunos puntos superavitaria por la cuenta capital no tanto por la cuenta corriente, que hoy en este caso sí está pasando.

Hoy son más superavitarias por la cuenta corriente que por la cuenta capital en varios de los países y en aquellos que es excesivamente grande como le está pasando a Brasil que tiene su problema de apreciación de su tipo de cambio y es justamente por las dos cosas: por la balanza comercial y por la entrada de capitales que tiene Brasil donde las inversiones están creciendo muy fuerte. Entonces lo que vemos es un gran endeudamiento de los países desarrollados respecto de su PBI.

Traje este gráfico para mostrarles lo que fue la crisis del 2008 con respecto a las otras anteriores y si ustedes pueden ver esto es en término de empleo, es la cantidad de trabajo perdido en las crisis después de la segunda guerra, en las recesiones después de la guerra y fíjense cómo en esta maroma de curvas tenemos todas las crisis y tenemos la del '30.

La pérdida en términos de trabajo fue mucho más fuerte y ésta es la del 2008, la pérdida en términos de trabajo que pegó en la economía americana y en las economías en desarrollo fue mucho más fuerte que la década del '30 y es aún el único factor que falta todavía tener en crecimiento, empezar a que crezca sólidamente.

Está creciendo y tenemos datos ambiguos: por un lado tenemos datos que nos dice que crece una semana, a la siguiente que decrece, los pedidos por seguridad de desempleo o la tasa de desempleo o la tasa de empleo son los tres parámetros que uno mira macroeconómicamente para ver si realmente el mercado de trabajo está creciendo o no.

Es muy fuerte la pérdida del desempleo en la crisis del 2008, fue mucho más grande que todas las crisis anteriores hubo realmente una gran crisis; me acuerdo de que en esa época se hablaba de que recién en el 2012 o el 2011, fines del 2011 principios del 2012 íbamos a tener el primer crecimiento en las economías desarrolladas del mundo.

Ha pasado el 2011 y en los primeros dos cuartos del 2011 y en los últimos dos cuartos del 2010 la economía americana y la europea, que la pongo junta pero tienen una diferenciación y la voy a marcar ahora, han crecido, cosa que en ese mismo momento en el epicentro de la crisis octubre 2008/septiembre 2008 nadie pensaba que en el 2011 en el segundo cuarto y tercer cuarto del 2010 las economías desarrolladas iban a crecer.

Hoy hay muchísimo nerviosismo y es acá donde hay que tener la tranquilidad de mirar frío que es lo que está pasando y no envalentonarse ni para un lado ni para el otro porque puede haber grandes perdedores y se pueden perder grandes fortunas. Es importante en estos momentos no salir a hacerse el Gordon Gekko y decir “la tengo clara” porque probablemente estamos en un momento de turbulencia y podemos correr serios riesgos.

Otro gráfico que muestra cómo evolucionó el empleo y la participación de la gente dentro del empleo, la económicamente activa, la unemployment rate o la tasa de desempleo, fíjense cómo a diferencia de la crisis del '82/83 que fue otra recesión, después tenemos la del '73, la del '91/92, la del 2001/2002 que prácticamente no tuvimos esta subida del desempleo. Desde el año '60 un pico cercano al 10% del desempleo y hoy está en el 9,2, 9,1.

Esto es para mostrar también la importancia de cómo afectó la crisis y por qué había que salir a matarla tan fuerte con medidas fiscales y monetarias.

Acá también vemos los pedidos de seguro de desempleos, si bien han tocado en máximo en enero de 2011, hoy están un poquito más cercano entre los 400 mil pedidos de seguros de desempleo por semana y acá tenemos las series del año '71.

Faltaría que ajusten un poquito más, el último dato si mal no recuerdo de la semana pasada salió cerca de los 400, creo que esperaban 405 y salió 400; si bien el mercado empleo fue

muy fuerte, fue lo que más sufrió y se está levemente recuperando a una tasa mucho menor de lo esperado.

Acá tenemos que falta para llegar al PBI potencial de Estados Unidos porque ahora estamos en el medio de la crisis y se han tomado muchas medidas. Si uno mira el cuadro, la línea roja punteada tenemos el budget oficial, el output potencial o el PBI potencial.

Han escuchado hablar de que Argentina ya está llegando a su PBI potencial o sea que más de lo que produce con los recursos que tiene no puede, por eso estamos sintiendo una pequeña presión sobre los precios y acá tenemos el gap que tenemos de diferencia, que son varios puntos porcentuales de PBI en lo que realmente está creciendo el PBI, en cómo cayó en la crisis del 2008 y en cómo ya ha comenzado a subir en el 2009/2010 y este es el último cuarto del 2010.

Lo que estamos en realidad discutiendo es la tasa de crecimiento del PBI, que Estados Unidos está creciendo muy tenuemente con respecto a lo esperado también, pero por lo menos tenemos algo positivo es que tenemos un output gap interesante como para que retome fuerte el sendero de crecimiento.

Nos encontramos con un Estados Unidos que como ustedes vieron, el sufrimiento del fin de semana que se aprobaba que no se aprobaba, parecía el Congreso argentino, levantar el techo de endeudamiento que estaba en 14 trillones de dólares, finalmente se levantó, entonces Estados Unidos hoy tiene un endeudamiento sobre el PBI que está por arriba del 100% de su Producto Bruto o sea, debe una vez lo que produce en un año.

Por otro lado tiene una deuda fiscal que está entre el 10 y el 12% del Producto Bruto o sea el Estado está endeudado en un 10 o 12% de lo que produce durante un año, esos son números típicos de países subdesarrollados pero no son típicos de Estados Unidos o muy pocas veces se lo ha visto en Estados Unidos y en Europa.

Entonces porque si ahora nadie le presta a Estados Unidos, China o los países asiáticos no siguen comprando dólar como moneda de reserva. ¿Quién le va a prestar?

Hasta el viernes anterior se discutía esto, los bonos del Tesoro americano subían en precio, lamentablemente acá hay un tema que lo estudian bien lo que se llama la behaviour of financial que se dedica a estudiar el comportamiento financiero de los agentes económicos y realmente lo que ve ahí es que hay un tema de comportamiento.

La gente hoy lo único que mira es, bueno, ¿con qué me puedo salvar? Los Bonos del Tesoro, nunca me lo van a dejar de pagar y sigue yendo a eso por más que esté en discusión si lo va a pagar o no, esto parece algo raro pero está pasando.

Para leer algo positivo fíjense que el consumo privado está muy caído en los Estados Unidos o sea tiene un gap todavía contra el potencial de crecimiento de un 8%.

Las inversiones privadas también tienen gap contra el potencial después de la crisis, de un 29% de crecimiento, el Producto Bruto puede todavía incrementarse un 7% respecto a su potencial y los behaviour of financial o los ingresos fiscales pueden crecer todavía un 22%.

Todavía hay margen de maniobras si Estados Unidos logra enderezar la tasa de crecimiento de su economía para que todo esto se de vuelta y pueda perfectamente disminuir fuerte en su déficit fiscal y hacerle frente a su ratio de deuda de PBI.

Por último, el gasto primario que si bien se excedió mucho por el tema de la crisis, todavía tiene como un 7 o un 8% para ajustar, la balanza de pagos está en un 10% de pérdidas.

Todavía tenemos los márgenes para que si el crecimiento vuelva a tener un ritmo sostenido, un poquito más fuerte de lo que viene esto deja de ser el caos del mundo y Estados Unidos comienza tranquilamente a dar vuelta su situación, básicamente de deuda y tema fiscal.

Lo digo a título personal, Estados Unidos sigue siendo y va a ser por los próximos 5, 7 o 10 años la economía más importante del mundo. Estados Unidos representa un cuarto del Producto Bruto mundial y por más que China y los países asiáticos vengán creciendo mucho, el centro todavía sigue estando en los Estados Unidos.

Yéndonos un poquito a Europa para ver qué es lo que está pasando, fíjense los números es lo mismo que los Estados Unidos con una gran diferencia. La gran diferencia de Europa es que no tiene tanto acceso al endeudamiento o al financiamiento como tiene Estados Unidos y además tiene una rigidez monetaria que es el Euro.

Tiene una moneda común donde los países distan bastante de tener sus políticas económicas parecidas porque el costo de capital no es lo mismo en Grecia que en Estados Unidos, la productividad de los factores no es la misma en Grecia que en Estados Unidos, ni los salarios son los mismos en Grecia que en Estados Unidos y así entre toda Europa.

Imaginémonos que Bolivia, Argentina, Perú todos los de Latinoamérica tengamos una sola moneda y obviamente vamos a tener un problema, es muy difícil contener a una unidad monetaria bajo una misma unidad de cuenta, bajo una misma moneda, con diferencias sustanciales.

Para graficar traje que pasó del 2007 al 2011 en términos de déficit fiscal con relación al PBI en Grecia, fíjense cómo aumentó, en Irlanda, en Portugal, en España y en Italia; básicamente Alemania y Francia no porque son los que están bien, Alemania tiene un déficit fiscal menos de tres puntos del Producto y Francia anda por ahí.

Hoy Alemania y Francia están financiando la fiesta de todo el resto de Europa y el dilema que hoy tiene Alemania es decir “si yo los dejo caer, me caigo yo también”. ¿Por qué le tengo que seguir financiando la fiesta a estos señores que no hacen las cosas como deben?

Y si miramos en el ratio de deuda fíjense lo que es Grecia, lo que es Irlanda, lo que es Portugal, lo que es España y lo que es Italia.

La situación en Europa es mucho más complicada que la de Estados Unidos por lo menos a criterio nuestro porque estamos seguros, no creemos que el Euro de acá a unos años se mantenga como lo conocemos hoy, va a haber un cambio fuerte seguro pero estos son números bastante relevantes para ver el problema de Europa.

El problema de Europa a distinción de Estados Unidos que viene creciendo es que está en recesión y que además de eso, los productos, los bienes transables exportables de Europa no es el fuerte de sus economías, no es su mayor generación de ingresos.

Por ejemplo en Grecia es el turismo, en Irlanda y España pasa lo mismo, estamos con un problema que es el grave problema que siempre uno como economista, es ¿y ahora qué hago? Tengo recesión, estoy endeudado hasta el tuétano y tengo déficit fiscal y la gente me dice que no me presta más y por otro lado la gente me dice que quiere trabajar y no puedo seguir gastando.

Es el problema central que tiene Europa, por eso estamos seguros que de acá a algún tiempo, algunos de estos participantes que hoy conocemos como son el Euro no lo van a ser más y van a tener su propia moneda.

Acá tenemos los crecimientos divergentes de Europa, fíjense cómo el Euro en el área punteada está ahí arriba, después Grecia cayendo bastante, España e Irlanda creciendo un poco pero todavía por debajo del nivel, este es un indicador que mide la producción mensual de manufactura industrial. Por arriba del 50 está relativamente bien o está en una zona de ascenso, por debajo del 50 estamos mal.

Vamos un poquito a Argentina tenemos hoy un tema que vamos a encontrarlo por tres frentes.

Por un lado la balanza comercial, donde el saldo de la balanza comercial está cayendo fuertemente y donde hay algunas estimaciones que para el 2012 el balance del saldo comercial o el superávit puede ser 0 lo que dificultaría el ingreso de dólares al país o no tendríamos ese excedente de dólares que financió la corrida o la huida de capitales en este año. En los últimos 3 años hemos perdido casi una vez y media las reservas aproximadamente o 65 mil millones de dólares y en este año ya llevamos perdidos 16 mil millones de dólares, sin ninguna gran crisis interna.

Las impo están yendo muy fuerte con respecto a la expo y esto es normal en países que crecen mucho y donde la producción interna no llega a abastecer al consumo interno y el consumo interno se lo sigue dando manija vía consumo.

Tenemos por otro lado los forecast de crecimiento para el 2011 donde Argentina podemos estar hablando de un poquito más del 6%, del 6,5% -estos son datos de FIEL nosotros no hacemos estimaciones de crecimiento- y el resto de los países de América Latina.

Por otro lado hay un problema y es que en la Argentina está trazado o no está trazado el tipo de cambio, para medir algo más práctico todavía Argentina si uno mira, estos son los salarios en dólares y si miran los salarios en pesos constantes, digamos estamos ahí. El costo por unidad de trabajo todavía está bajo aunque los salarios ya en dólares están empezando a estar relativamente caros.

Brasil tiene un real a 1,57 por dólar y algunos otros países han apreciado su moneda como Chile, todavía nos queda margen contra los competidores. Hay otras formas de medir y podemos llegar a decir que Argentina, el tipo de cambio necesita a un poquito de aire, no estoy diciendo que hay que devaluar, pero como está el tema, un poquito de aire en términos de salarios queda.

Para ver la cuenta corriente de Argentina, tenemos la balanza que fue muy superavitaria por el aumento de las expo sobre las impo en el 2002, después se achicó bastante y ya para el cuarto trimestre del 2011 empieza a estar en 0, es decir que la cuenta corriente empieza a dar 0 y la cuenta capital o no entra en dólares por la cuenta capital ya sea vía préstamos, vía inversiones, entonces estamos en 0 no tenemos ingresos de divisas.

Esta es la cuenta corriente de la balanza comercial puntual y esta es la cuenta corriente de la balanza de pagos; acá tenemos los royalties que es la plata que se giró al exterior en términos de utilidad.

Para terminar con el tema fiscal, es el que en el 2011, fíjense que el superávit primario sin meterle utilidad del BCRA y del ANSES por Bono, etc., etc., y para enero/mayo del 2011 estamos en 1 punto del Producto pero si uno lo tira toda la serie a fin de año vamos a estar casi en medio punto por debajo o sea que vamos a tener un déficit primario de medio punto. Después, cómo le agregamos utilidad del Banco Central, transferencia del AFJP, ingresos por el FMI y demás, lo vamos a poner en positivo pero no es sostenible esto en largo plazo.

Y como verán, un cuadro de tipo de cambio que nuestra moneda es la azul, todavía respecto a las otras no se apreció tanto y eso es lo que hablaba antes para verlo un poco más que todavía tenemos un pequeño colchoncito de aire.

Y esto, como anteúltimo slight fíjense cuál fue el precio del oro acompañando los aumentos del endeudamiento o los límites de endeudamiento del fisco americano. Del '96 a esta parte fíjense cómo ha subido en forma constante y hoy hizo un nuevo récord y está por arriba de los 1700, hoy el oro está 4% arriba, cuando las Bolsas están hoy 5% abajo en Estados Unidos, 5% debajo de Brasil, 5% abajo del mundo y el oro hoy está 5% arriba.

Hay que tener mucho cuidado qué es lo que se hace hoy en inversiones personales, el otro día Tenaris que bajó como un 15% en dos días, algunos decían que por fundamentos en esta empresa tiene que subir, vale mucho o sigue vendiendo afuera a lo mejor y desde ese día que fue el miércoles hasta hoy, está otro 15% abajo.

La Bolsa brasilera está en el año casi un 20% en dólares de caída por la apreciación del real y un 25% en reales abajo en lo que va en el año, sin embargo Brasil es potencia, crece, vende, exporta, tiene un problema con su moneda porque le entra demasiada plata, es el problema que todos queremos tener. Sin embargo sigue cayendo y se sigue cayendo.

Entonces hay un miedo muy fuerte y lo que les recomiendo como algo sincero es tengan mucho cuidado al invertir en forma personal, no se dejen llevar por recomendaciones así apuradas para hacer lo que se llama un stop picking o un bottom fishing, como llaman los americanos, aprovechar estas oportunidades porque todo está regalado, puede estar mucho más regalado. No sabemos qué pasa, el problema no está tanto en Estados Unidos sino está en Europa y puede pasar cualquier cosa.

Lo que sí les recomiendo es estar en activos posicionados de muy bajo riesgo no sólo en commodities, los únicos dos commodities son el oro y la plata porque es una defensa de valor, de hecho entre el viernes y hoy los commodities como la soja y todo eso que está muy correlacionado con el nivel de actividad económica de los países también han caído muy fuerte.

Lo que sí les recomiendo, es importante estar en algún Fondo Común de Inversión, un Fondo tiene una diversificación que uno en materia individual no la tiene o le cuesta ver y uno está más al tanto de las cosas que pasan de lo que cualquiera de ustedes que no es su profesión estar todo el día mirando en una pantalla pueden hacer, así que, les recomiendo muchísima cautela, no es que lo peor no pasó, pero no sabemos, puede llegar a venir.