HOUSE VIEW GLOBAL

NOVIEMBRE, 2021

por MARTÍN POLO,
estratega en jefe
de Cohen

NUEVA ETAPA

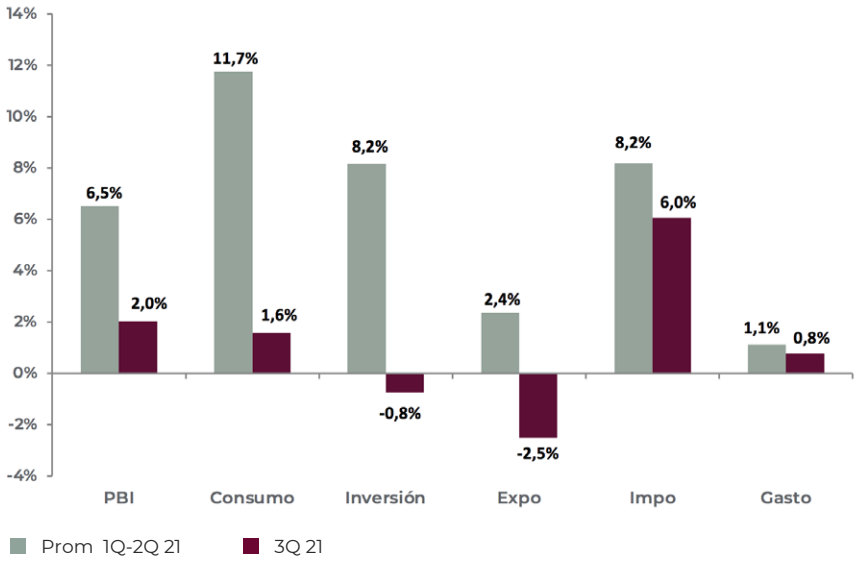
Tras el freno del tercer trimestre, en los últimos meses el nivel de actividad tomó impulso. La mala noticia fue que la inflación se aceleró y obliga a la FED a endurecer la política monetaria. En este contexto, la bolsa americana continuó batiendo récords, de la mano de las empresas en crecimiento.

Cohen™

Menor crecimiento

Tras crecer a un ritmo del 6,5% trimestral en la primera mitad del año, en el 3Q la actividad económica sintió el impacto de la tercera ola y marcó un alza de apenas el 2,1% t/t. El consumo privado, que venía creciendo al 12% t/t, en el último trimestre subió apenas 1,2% t/t, debido a la fuerte caída en la demanda de bienes en un contexto en el que el consumo de servicios mantuvo el ritmo de crecimiento de la primera mitad del año. La inversión fue el otro determinante de la desaceleración del PBI, al marcar una caída de 0,8% t/t, luego de crecer a razón de 8% t/t en el primer semestre. Los primeros datos del último trimestre son más alentadores, especialmente en lo que respecta a la producción industrial, que estaría dejando atrás los problemas de suministro, mientras el mercado laboral continúa mejorando con mayor creación de empleos y la tasa de desocupación bajando hasta el 4,2%. El sector de servicios también aparenta una mejor performance, reflejada en un PMI que, entre octubre y noviembre, promedió 57,9 puntos, levemente por encima del 56,6% que marcó en el tercer trimestre. De acuerdo al consenso de mercado, se proyecta que en el 4Q21 el PBI acelere el crecimiento a 5,1% t/t, por lo que en todo el 2021 la actividad se habría expandido 5,7% respecto a 2020.

VAR T/T ANUALIZADA

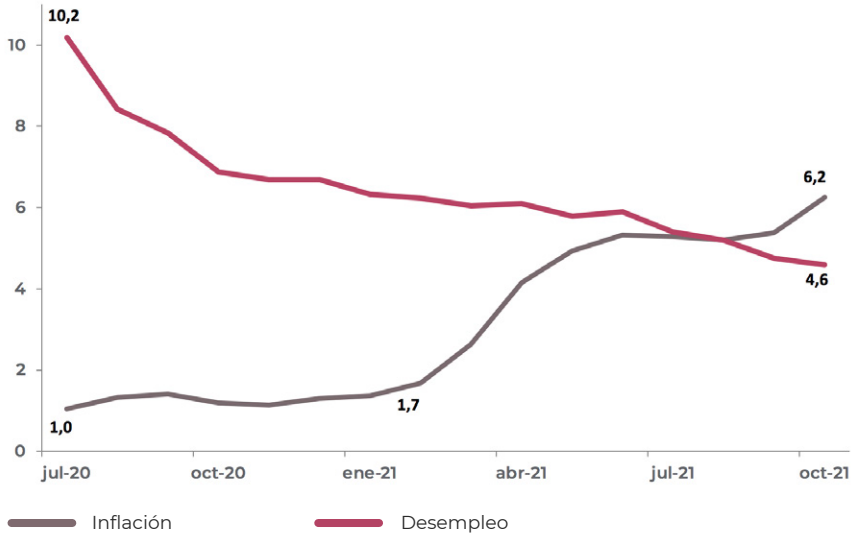


Cohen™

Mayor inflación

Pese a la moderación en el ritmo de crecimiento y a las promesas de la FED (sostiene que se debe a un factor transitorio), la inflación se acelera y se ubica muy por encima de los planes de la FED. Concretamente, luego de que en el 3Q21 el IPC marcó una suba promedio mensual de 0,4%, en el mes octubre aceleró a 0,9%, acumulando en los últimos doce meses un alza de 6,2%, la más alta desde 1991. Si bien parte de esto se explicó por la disparada del precio del petróleo (40% entre agosto y octubre) y su consecuente impacto en el precio de la energía, el IPC Core también aceleró, al pasar de 0,2% mensual a 0,6% m/m en octubre, elevando la variación anual al 4,6%. El PCE Core, indicador preferido de la FED para analizar la dinámica de precios, en octubre marcó un alza 4,1% i.a. Esto le pone una luz amarilla al view de la FED, que en la reunión de septiembre había proyectado la inflación de este año en 3,0% i.a., luego de sucesivas correcciones al alza.

INFLACIÓN Y DESEMPLEO



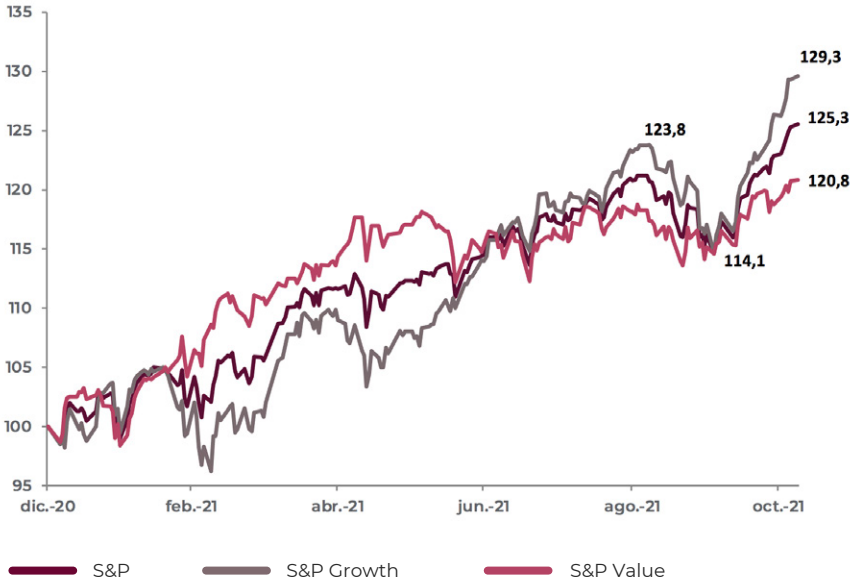
Llegó la hora de normalizar la política monetaria

Si bien ya estaba descontado que este año la FED iniciaría el Tapering, la aceleración inflacionaria obligó a la FED a ser más enfática en el camino a seguir. En la última reunión, la mayoría de los miembros coincidieron en que el QE debería concluir a mitad del año que viene, y mostraron un discurso más hawkish. Así, a partir de fines de noviembre, las compras de activos se reducirán en $15.000 M por mes. Además, prevé dos subas de tasas de referencia en 2022 y en 2023, esperando que se ubiquen entre 0,75% y 1,0. En este contexto, las tasas de interés de los bonos quebraron la tendencia bajista y subieron levemente, con la UST10Y operando en un rango en torno al 1,6%.

Los mercados continuaron en alza y tocaron nuevos récords

Tras la caída de septiembre, los principales índices bursátiles de EE.UU tuvieron una notable recuperación en octubre y en lo que va de noviembre. Los muy buenos balances presentados, sumados a las buenas perspectivas que presentan las principales empresas que cotizan, aportaron el empuje necesario para que el S&P y el Nasdaq alcancen nuevos máximos y acumulen en lo que va del año una ganancia superior al 25%, la mejor performance de los últimos 20 años. La buena performance fue generalizada en todos los sectores, aunque se destacaron las ganancias en el sector energético, que se favorecieron por el alza del petróleo, las tecnológicas y el consumo discrecional.

MERCADO DE EQUITY EE.UU
31 DIC 20 = 100



TRADES DEL MES

(+) Reflation Trade. Los activos cíclicos operaron alcistas. El sector energético subió por su dinámica propia, ligada al precio del petróleo. Por otro lado, el sector financiero y el industrial, que en septiembre habían caído en torno al 4%, subieron 7,3% y 6,8% -respectivamente- en octubre. La presentación de resultados corporativos favorables explicó esta tendencia. De esta manera, 2021 continúa siendo un año de Reflation Trade, aunque las mayores ganancias se registraron en los primeros 5 meses. El sector energético acumula un retorno de 56,7% en lo que va del año, mientras que el sector financiero rindió 38,3% en igual lapso, ambos por encima tanto del S&P 500 (+24%) como del Nasdaq (+23,5%).

(-) Reopening Trade. El Reopening Trade sufrió un duro revés en octubre. Las empresas de cruceros y aerolíneas sufrieron el ascenso de una nueva complicación, que se suma a su deteriorada rentabilidad: el

aumento en el costo del combustible. La línea de cruceros Carnival cedió 11,4% y el ETF de aerolíneas norteamericanas cayó 6%. Las cadenas de hoteles, aisladas del costo del petróleo, fueron la excepción. La contención del virus, principalmente en occidente, y el avance de la vacunación se tradujeron en subas para este segmento. Los hoteles Hilton subieron 9% y acumulan un alza de 29,4% en los primeros 10 meses del año. Si bien somos optimistas en el mediano plazo, en el corto plazo estos sectores estarán golpeados por el aumento de casos de COVID-19 en el hemisferio norte y que, en consecuencia, podrían traer nuevas restricciones.

(+) Petróleo. La persistencia de un descalce entre la oferta y demanda de crudo, agravada por fenómenos climáticos y el efecto sustitución generado por el costo récord del gas, se tradujo en un alza de 11,4% mensual en el precio del petróleo, que llegó a cotizar por encima de USD 83 por barril, el nivel más alto desde mediados de 2014. Si bien la amenaza de EE.UU de usar las reservas de crudo para aumentar la oferta global y contener la suba de precios de la energía golpeó al precio del petróleo, seguimos siendo optimistas con este sector.

El efecto Brasil aplicó también dentro del sector energético. Mientras la petrolera norteamericana Exxon (+9,6%) y la argentina Vista Oil & Gas (+26,8%) presentaron fuertes subas en octubre, Petrobras Brasil cedió 5% en igual lapso.

(+) Siderúrgica. La industria siderúrgica retomó el alza en octubre. Apuntaladas por la presentación de resultados récord en términos de ingresos, márgenes y ganancias, las cotizaciones del sector acusaron subas de hasta 20%. Los precios sin precedentes del acero norteamericano, en una industria caracterizada por elevados costos fijos, permitieron un notable ascenso en los márgenes operativos, que pasaron de rondar el 10% en 2020 hasta un 30% en la actualidad. US Steel sorprendió con sus resultados trimestrales el último día hábil de

octubre y su cotización se disparó 12,7%, acumulando un salto de 20,1% durante octubre. Nucor (+13,4%), Steel Dynamics (+13%) y Ternium (+9,5%) también operaron con fuertes alzas.

El efecto Brasil pesó sobre Gerdau. A pesar de que la compañía solo genera 40% de su facturación dentro del país -e incluso cuenta con importantes instalaciones en EE.UU, el mercado más sólido por el momento-, su tinte "brasileño" generó un desacople. La cotización de la compañía cedió 4% en el mes.

(+) Big Tech. Las grandes tecnológicas operaron dispares, en línea con las presentaciones de resultados y eventos judiciales. Facebook, que atraviesa un momento de baja popularidad agravado por audiencias en el Congreso, cedió 4,7%. Si bien la empresa presentó un balance alentador, mostrando resiliencia frente a las nuevas políticas de privacidad implementadas en iPhone, sus ambiciosos proyectos de realidad virtual implican fuertes compromisos de gastos que dañan las perspectivas de ganancias próximas, sin garantía sobre el éxito del proyecto. Apple (+5,9%) y Amazon (+2,7%) subieron por debajo del índice Nasdaq: sus balances dieron cuenta de importantes costos asociados a la escasez de semiconductores y demás cuellos de botella en la oferta -incluso laboral- que caracterizan la reapertura pospandemia. Las grandes ganadoras fueron Alphabet (+10,7%) y Microsoft (+17,6%). El segmento de computación en la nube, uno de los negocios más prometedores del momento, donde estas firmas forman parte del top 3 internacional en participación de mercado, hizo posible un crecimiento acelerado en sus ingresos.

(+) Real Estate en EE.UU. El Real Estate norteamericano subió 7,1% en octubre, y las compañías de construcción subieron aún más (+8,7%). El segmento retomó el alza, apoyado en la tendencia del S&P 500 y también en la publicación de datos favorables para el sector. Las ventas de viviendas existentes subieron 6,9% mensual, al tiempo que

los inicios de nuevas construcciones se mantuvieron contenidos en 1,6 M de unidades (-7,8% mensual), dando soporte a la idea de que los inventarios continuarán ajustados en el mediano plazo.

(-) Brasil. Los activos brasileños extendieron el canal bajista iniciado en los últimos meses. El índice MSCI Brasil cedió 8,8% durante el décimo mes del año.

Los deprimidos niveles de popularidad del presidente Jair Bolsonaro, que enfrenta elecciones a finales de 2022, realzan temores de un nuevo mandato para el ex presidente de izquierda Luiz Inácio "Lula" da Silva, que se consolida como el candidato favorito para los comicios.

Adicionalmente, en un intento por recuperar imagen pública e intención de voto, Bolsonaro planteó nuevos beneficios sociales, que implican incumplir el compromiso de límites al gasto público. Lo anterior se dio en un contexto en el que la inflación se mantuvo elevada, superando el 10% interanual y forzando al Banco Central a subir la tasa de interés de referencia hasta 7,75%, su mayor nivel en 4 años.

Conclusiones

La economía global ingresa en una fase de normalización, con el desafío de controlar la inflación y llevar adelante el reacomodamiento de las políticas monetarias y fiscales sin generar un shock negativo en los mercados. La situación sanitaria, con el alza en los casos de COVID-19 y la variante sudafricana, le dará mayor volatilidad. La profundidad y persistencia de la corrección que hizo el mercado en la última semana dependerá de la resistencia de la nueva variante a las vacunas disponibles.

Seguimos recomendando los sectores cíclicos, dado que se verán beneficiados por el alza de tasas y la suba del precio del petróleo, que favorece a las energéticas. Las Tecnológicas consolidadas se mantienen

con buenas perspectivas, aunque con valuaciones relativamente altas. En renta fija, ante la presión alcista de tasas, preferimos una cartera balanceada entre bonos cortos (fondos short duration HY como favoritos) y más largos.

Brasil sigue complicado, con más volatilidad política y proyectos de mayor presión tributaria. Somos constructivos con Brasil en el mediano plazo y vemos oportunidad en Vale. Dada la volatilidad e incertidumbre recomendamos bajar la participación en la cartera al 5%.

HOUSE VIEW GLOBAL

El presente informe es publicado por Cohen S.A y ha sido preparado por el Departamento de Estrategia de Cohen S.A. El objetivo del presente informe es brindar a su destinatario información general, y no constituye, de ningún modo, oferta, invitación o recomendación de inversión de Cohen S.A para la compra o venta de valores negociables y/o de los instrumentos financieros mencionados en él. El presente informe no debe ser considerado un prospecto de emisión ni una oferta pública. Aunque la información contenida en el presente informe ha sido obtenida de fuentes que Cohen S.A considera confiables, tal información puede ser incompleta o parcial y Cohen S.A no ha verificado en forma independiente la información contenida en este informe, ni garantiza la exactitud de la información, o que no se hayan producido cambios adversos en la situación relativa a los emisores descripta en este informe. Cohen S.A no asume responsabilidad alguna, explícita o implícita, en cuanto a la veracidad o suficiencia de la misma para efectuar la toma de decisión de su inversión. Todas las opiniones o estimaciones vertidas están sujetas a las variaciones intrínsecas y extrínsecas de los mercados.

Cohen™