

HOUSE VIEW GLOBAL

DICIEMBRE, 2021



por MARTÍN POLO,
estratega en jefe
de Cohen

MIRANDO AL 2022

La economía americana recobra impulso, pero lo hace en un contexto de inflación en alza. La FED empieza a endurecer su postura y le pone presión a las tasas de interés. Es una amenaza para un mercado que en 2021 mostró excelentes resultados, alcanzando nuevos máximos históricos. De cara al 2022, esperamos una economía moderando el crecimiento, con la FED adaptando su política a la evolución de la inflación. En este contexto, nuestras recomendaciones de inversión para el año entrante apuntan a las empresas Value, bonos cortos y aumentar la asignación en activos más seguros como el oro.

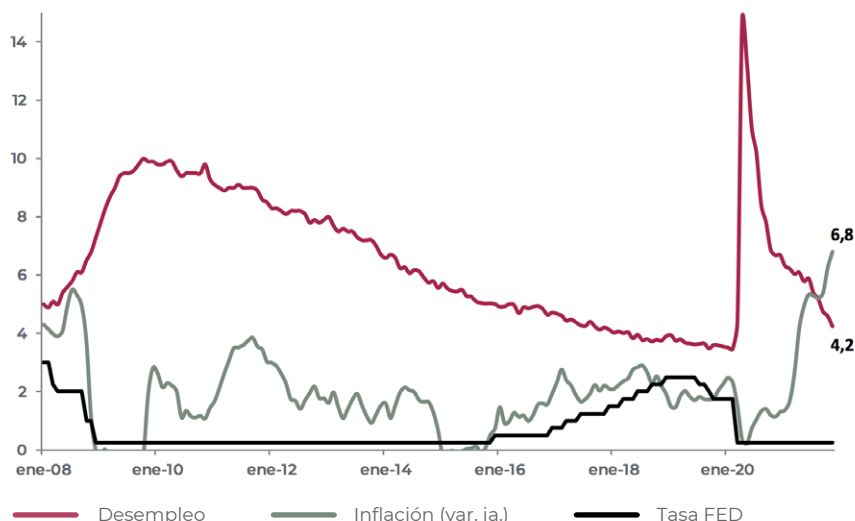
La inflación está

Uno de los aspectos más destacados de la recesión generada por la pandemia en EE.UU fue la profundidad de la caída del PBI, además de su rápida recuperación desde que las restricciones se fueron liberando. En base a un combo de política fiscal y monetaria ultra expansivas, la actividad se recuperó en forma de “V”, y ya opera por encima del nivel previo a la crisis. Esto la diferenció de la recesión de 2008, provocada por la crisis financiera, en la que le llevó 3 años volver al nivel previo precrisis. Si bien en los primeros meses quedó “oculta”, en 2021 la inflación se despertó. Pese a que el consenso se movió todo el año pensando que era un efecto transitorio -que obedecía a problemas en las cadenas de suministro, falta de mano de obra y subas en el precio de la energía-, los precios minoristas y mayoristas tuvieron un fuerte y persistente incremento. **Así las cosas, si bien este año el PBI tendría una expansión superior al 5,5% i.a., la inflación minorista podría superar el 7% i.a., la más alta desde 1991** y muy alejada de las estimaciones que había hecho la FED hace apenas 2 meses. Con este marco de fondo, Jerome Powell tuvo que reconocer que el mayor dinamismo de los precios ya no es un aspecto transitorio, y que la entidad está preparada para endurecer la política monetaria. Por lo pronto, este mes arranca el Tapering, por lo que reducirá el ritmo de compra de activos en USD 15.000 M mensuales.

Mejoran las perspectivas para el 4Q21

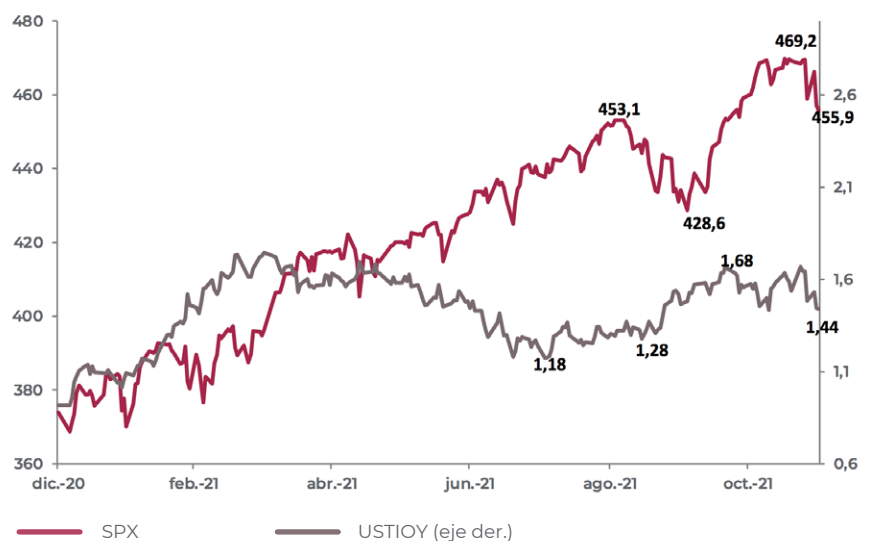
Tras el freno que sufrió en el 3Q21, las perspectivas para el último trimestre del año son de aceleración del crecimiento de la mano del mayor dinamismo del consumo, que apunta a subir al 8% t/t. Concretamente, en octubre el consumo personal repuntó 8,7% anualizado, acelerando en todos los componentes. También se notaron mejoras en la producción industrial, mientras que el sector servicios se mantuvo con buen dinamismo. En el mercado laboral, pese a la desaceleración que tuvo el empleo no agrícola en noviembre (creó apenas 210 mil nuevos empleos, la marca más baja del año), el buen desempeño del empleo agrícola (generó casi un millón de nuevos puestos) permitió que **la tasa de desocupación baje hasta el 4,2%**, la cifra más baja desde febrero de 2020. En cuanto a la inflación, luego de marcar cierta moderación entre julio y septiembre, en octubre volvió a acelerarse, con el PCE -indicador de referencia de la FED- marcando un alza de 0,6%, y de 0,4% para la medición core, acumulando en el último año un incremento de 5% y 4,1%, respectivamente, muy por encima del 4,2% y 3,0% que estima la FED para este año. Peor es la dinámica del IPC, que en el mismo período acumuló una suba de 6,8%, y 4,6% i.a. para el IPC Core.

MERCADO LABORAL EE.UU.



Buscando refugio

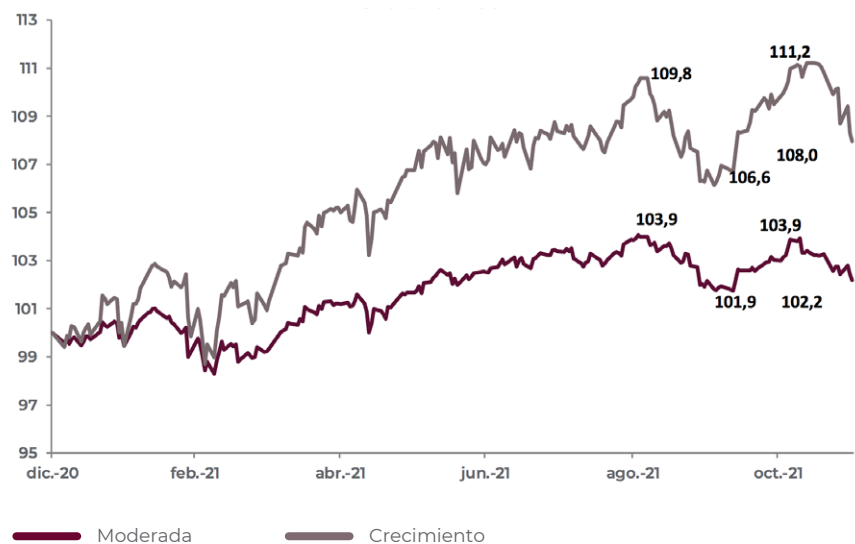
La aparición de una nueva cepa de COVID-19 en los últimos días de noviembre generó incertidumbre y volatilidad en los mercados. **El índice S&P 500, que acumulaba un alza de 2,1% en los primeros 24 días del mes, corrigió 2,9% en las últimas jornadas, y finalizó noviembre con una baja de 0,8%.** El resto de los mercados de equity corrieron una suerte similar, destacándose el paso a territorio negativo del índice de mercados emergentes en el acumulado de 2021. La búsqueda de refugio de valor también revirtió la tendencia alcista, observada en los rendimientos de renta fija, con la tasa de Treasuries a 10 años -que había alcanzado 1,67% a finales de mes- cayendo hasta 1,45% en las últimas ruedas de noviembre. La compresión de rendimientos generó que los bonos de mayor calidad crediticia cierren el mes positivos (0,5%), cumpliendo su tradicional función de reducir la volatilidad de las carteras en tiempos turbulentos.



Carteras globales

La mala performance que tuvo el equity en EE.UU, Japón, Europa y Brasil durante el último mes apenas fue amortiguada por la mejora marginal que mostraron los bonos de alta calidad. Así las cosas, **la cartera recomendada para perfiles de riesgo moderado cedió 0,5% en noviembre y acumuló un retorno de 3,4% en lo que va del año**, en tanto que **la cartera de Crecimiento, recomendada para perfiles más agresivos que buscan apreciar el capital en el mediano plazo, cayó 1,2% en el mes, y en los 11 meses del año acumuló un retorno de 9,1%.**

CARTERAS GLOBALES 31 DIC 20 = 100



Carteras Cedears

Al ser un refugio ante contextos volátiles, la cartera de Oro fue la de mejor performance, al marcar una suba de 2,4% en noviembre, aunque no le alcanza para revertir el mal año, en el que acumula una pérdida de 15%. Si bien todas las acciones padecieron la volatilidad y la incertidumbre en el último mes, amparadas por sus muy buenos balances y perspectivas alentadoras que resisten la coyuntura de corto plazo, las grandes tecnológicas tuvieron un mejor desempeño relativo. Esto repercutió favorablemente en nuestra cartera Quality-compuesta por las grandes tecnológicas y otras empresas con muy buenos balances-, que marcó una ganancia de 1,1% en el mes y 28,3% en lo que va del año ([conocé el rendimiento de nuestras carteras durante el mes de noviembre](#)).

TRADES DEL MES

(+) Reflation Trade. En noviembre, los activos cíclicos fueron golpeados por la variante Ómicron, por lo que operaron con bajas más pronunciadas que el promedio del mercado. Mientras el S&P 500 perdió 0,8%, las compañías industriales cayeron 3,6%, el sector energético cedió 5% y el financiero un 5,7%. A futuro, esperamos que la persistencia de inflación alta y tasas en alza otorguen viento a favor para el sector financiero, que se beneficiará de un mayor spread entre tasas activas y pasivas.

(-) Reopening Trade. Naturalmente, fue el sector más perjudicado por la nueva variante. La cadena de hoteles Hilton perdió 6,2% de su valor en noviembre, mientras que las aerolíneas cedieron 8,8%, pasando a terreno negativo (-9,4%) en el acumulado del año en curso. Las líneas de cruceros cedieron con especial intensidad. Luego de prácticamente 2 años sin navegar, las medidas de contención del virus reducen la expectativa de que a principios de 2022 vuelvan a

autorizarse viajes en cruceros. Carnival Corporation cayó 20,6% en noviembre, acumulando una baja de 18,7% en 2021 y de 66,5% respecto de sus valores previos a la pandemia.

(+) Petróleo. Durante noviembre el petróleo se desplomó 20%, presionado por los temores ante la aparición de la nueva variante de coronavirus y la cancelación de vuelos entre varias naciones, con impactos en la demanda de combustible. Esto golpeó a todas las compañías del sector, que presentaron importantes caídas, donde sobresalió Vista con una baja del 23%. Más allá de este pánico inicial, la corrección del crudo luce exagerada, ya que los precios en los que cerró el onceavo mes del año descuentan un golpe desmesurado -aproximadamente 7 M de barriles diarios- en la demanda de los próximos 3 meses.

(-) Siderúrgica. Las empresas de la industria siderúrgica tuvieron una caída promedio de 11,1% en el mes. Las complicaciones en el Congreso norteamericano demoraron la aprobación del plan de infraestructura de Biden, impactando sobre la expectativa de demanda. Adicionalmente, las negociaciones de Estados Unidos con Europa anticipan un mayor ingreso de acero del viejo continente al mercado norteamericano, donde los precios rondan máximos sin precedentes. La nueva cepa de coronavirus también explicó parte de las bajas. De manera similar a lo acontecido con Petrobras, la brasileña Gerdau -que presenta fuerte rezago contra sus pares- se diferenció con un alza de 2,3% en el mes.

(+) Big Tech. Las grandes tecnológicas cerraron un mes de predominancia alcista, diferenciándose no solo del S&P 500, sino también de las tecnológicas de menor tamaño relativo. Mientras el S&P 500 (-0,8%) y el Nasdaq (+0,25%) operaron entre bajistas y neutrales, el índice Nasdaq 100 -que engloba las 100 mayores tecnológicas- cerró noviembre con un alza de 2%. La mayor parte de las

subas fue explicada por Apple que, impulsada en parte por avances en su unidad de vehículos autónomos, saltó 10% y finalizó el mes en nuevos máximos. Amazon y Meta Platforms también registraron alzas, en este caso de 4% y 0,3% respectivamente, al tiempo que las líderes del año, Microsoft y Alphabet, marcaron bajas de 0,1% y 4,2% -respectivamente-. Estas compañías proveen bienes y servicios con fuerte diferenciación de marca y, en muchos casos, sin competencia relevante, lo que las convierte en beneficiarias de la inflación. Su poder de mercado y la demanda inelástica de sus sectores les permite trasladar a precios todo aumento de costos que el contexto genere.

(+) Real Estate EE.UU. Si bien el Real Estate norteamericano cedió 2,1% en noviembre, las compañías de construcción registraron un alza de 5%. Ambos segmentos alcanzaron nuevos máximos a finales de noviembre, aunque no lograron escaparle a la caída general del mercado en las últimas ruedas del mes. Continuamos con nuestra convicción alcista para el segmento de bienes raíces y constructores de viviendas. Si bien el retiro de estímulos de la FED tendrá un impacto alcista en la tasa de créditos hipotecarios, los inventarios se encuentran en niveles reducidos, la construcción aún no reacciona a los mayores precios y existe un efecto demanda adicional basado en la cobertura inflacionaria.

(-) Brasil. Los activos brasileños siguieron en baja. El índice MSCI Brasil cedió 1,1% durante noviembre, para encontrarse -20,6% en lo que va del año. Se diferenció de esta tendencia Petrobras, que subió 8,7% en el mes y se mantiene positiva en el acumulado de 2021. La petrolera anunció un pago de dividendos para diciembre que equivale a más del 10% de su valor de mercado, presentando además un programa plurianual de dividendos que aumentó considerablemente su atractivo dentro de la industria, por lo que su dividend yield quedó en torno al 20% anual.

Conclusiones

La economía global enfrenta el desafío de quebrar la tendencia alcista de la inflación de manera gradual. Es importante seguir de cerca los movimientos de la FED y de las expectativas de mercado. Creemos que, dada la dinámica actual, el ajuste monetario deberá ser más intenso y rápido de lo que espera el consenso. En este contexto, 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-. También recomendamos las tecnológicas consolidadas con buenas perspectivas, aunque con valuaciones relativamente altas, que pueden ser un buen refugio ante la inflación. 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. La situación sanitaria seguirá generando volatilidad, pero hasta el momento las vacunas se mostraron efectivas, y no vemos viable un escenario de lockdown global como sucedió en 2020.

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.