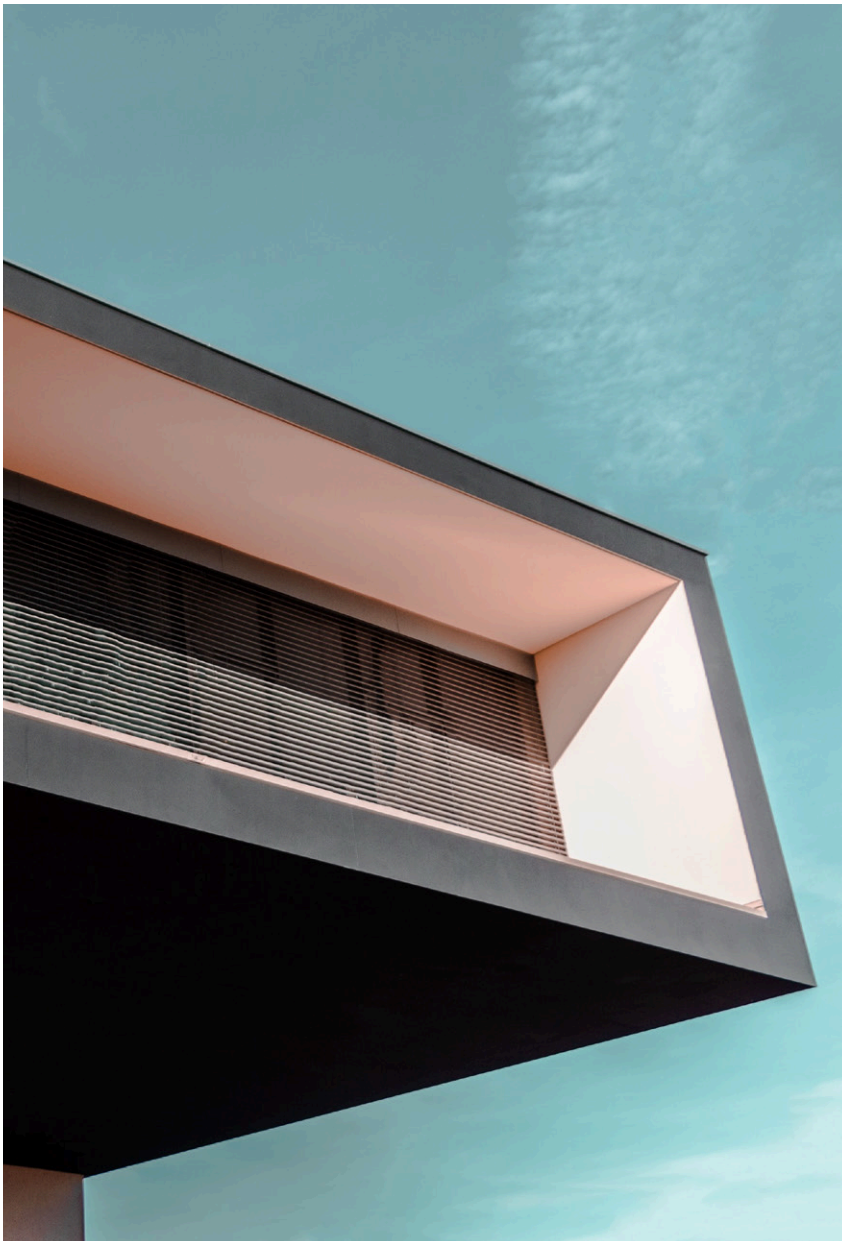
HOUSE VIEW GLOBAL

JULIO, 2022



SE ADELANTÓ LA RECESIÓN

por MARTÍN POLO,
estratega en jefe
de Cohen

La elevada inflación y la suba de tasas de interés de la FED comenzaron a sentirse con más fuerza en el nivel de actividad. El deterioro de las expectativas y la baja en los mercados golpearon al consumo y a la inversión. Todo indica que en el segundo trimestre el PBI volverá a caer, por lo que la economía americana entraría en un ciclo recesivo. Ahora resta saber cuán profunda será y qué duración tendrá. Mientras tanto, pese a la suba de tasas y una menor actividad, la inflación no cedió y cerró el primer semestre por encima de lo esperado. Esto sigue presionando a la FED para que continúe con el alza de tasas y la reducción de su hoja de balance. Con los precios de los commodities en baja, alejándose de los máximos del año, el mercado está a la expectativa de que la inflación encuentre su punto de inflexión, aunque teme que esto suceda por una caída más fuerte del nivel de actividad. Mientras tanto, esperamos los resultados corporativos del 2Q22: es muy probable que, ante esta situación, las perspectivas de ganancias se corrijan, por lo que el ciclo bajista del mercado puede extenderse. En este contexto, con perspectivas de que continuará el ajuste en las tasas de interés, seguimos recomendando mantener una estrategia de inversión que priorice los sectores defensivos y los bonos cortos de alta calidad.

Inflación alta

La inflación se mantiene elevada y las señales de moderación se hacen esperar. En los primeros cinco meses del año, el IPC subió a razón de 0,8% por mes. Las perspectivas para los próximos dos meses no son muy alentadoras, pues se espera que en junio marque un alza de 1%, por lo que en el primer semestre la inflación habría trepado a 8,6%, la más alta desde septiembre de 1981. El IPC core, que excluye los precios de la energía y los alimentos, subió a un ritmo de 0,5% mensual, llevando la variación interanual al 5,7%, lo que refleja que la presión de los precios es generalizada. La mejor noticia que tuvo el mercado es que el PCE core, la medida de inflación que utiliza la FED, tuvo una

dinámica más modesta, al marcar un alza promedio de 0,3% mensual – incluso mostrando cierta desaceleración en el margen –, por lo que en el último año acumula un alza de 4,7% i.a., lo que deja a la FED un poco más cómoda, dado que estima un aumento de 4,3% para todo el año.

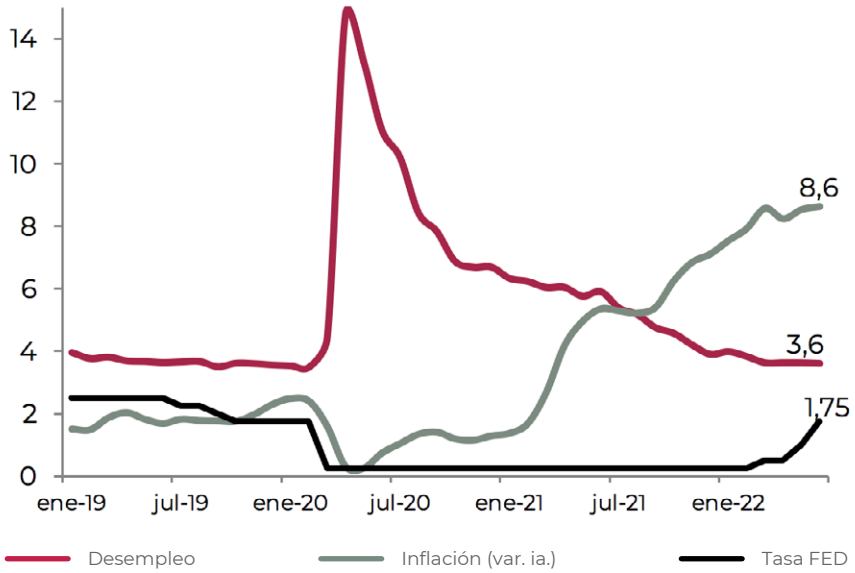
Si bien la caída reciente en los precios de los commodities ayuda a descomprimir, las expectativas de inflación a un año siguen muy elevadas (la última encuesta de la FED de NY marcan un alza 6,7% para los próximos 12 meses y 3,6% para los próximos 3 años), siendo un factor que deteriora las expectativas del consumidor y de los inversores. Cuanto más se demore en regresar al objetivo de 2%, mayor será el impacto en el crecimiento de largo plazo.

El mercado laboral pierde impulso

Si bien los indicadores laborales de junio fueron mejores que los de mayo, con una tasa de desempleo baja y estable – superando incluso a las expectativas del consenso –, la película de fondo comienza a marcar que el empleo va perdiendo impulso. Concretamente, en junio, la creación de empleo no agrícola fue de 372 mil nuevos puestos de trabajo, en línea con la dinámica de los meses anteriores. Mejor aún fue la performance del empleo privado, que generó 381 mil nuevos puestos – la cifra más alta desde marzo –, impulsado por la mayor demanda en el sector de servicios, que aportó 333 mil nuevos puestos, 50 mil más que en mayo. La mala nota la dio el empleo agrícola, que redujo 683 mil empleos, por lo que el empleo total cayó en 315 mil personas.

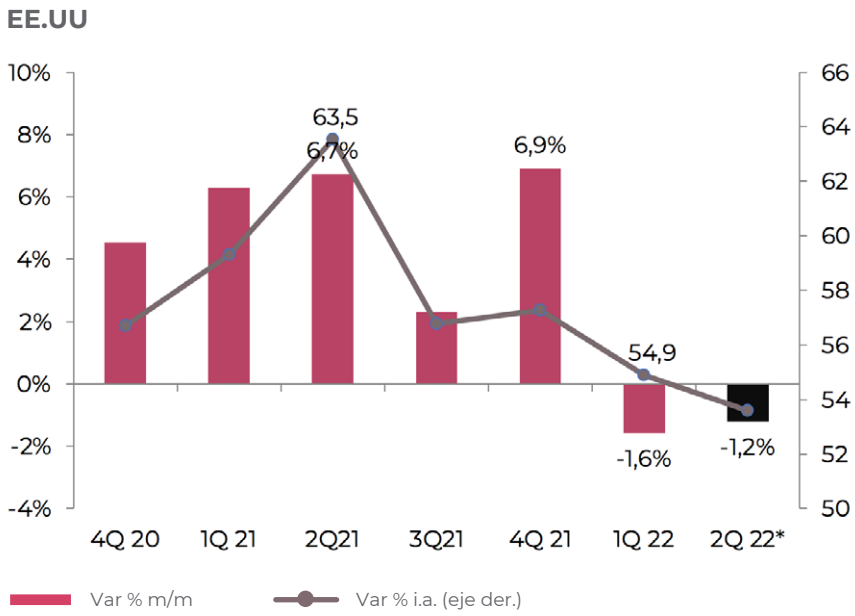
Dado que la población económicamente activa se redujo en 353 mil personas, la tasa de desempleo se mantuvo en 3,6% por cuarto mes consecutivo. Con estos resultados, en el 2Q el empleo total creció al 1,1% t/t, muy por debajo del crecimiento promedio del 5% en los cuatro trimestres previos. El empleo no agrícola siguió la misma tendencia, aunque la desaceleración fue más modesta: 3,4% en el último trimestre vs 4,7% en los 4 anteriores.

DESEMPLEO, INFLACIÓN Y TASAS DE EE.UU



Freno en la actividad

Si bien esperábamos que la economía modere el ritmo de crecimiento, los datos de los últimos meses estuvieron por debajo de las expectativas, aumentando las chances de que el PBI del 2Q22 marque una nueva contracción, confirmando la caída del 1Q22. Concretamente, el principal factor determinante de la mala performance del nivel de actividad es el consumo privado – especialmente de bienes durables –, que se ve golpeado por el marcado deterioro en las expectativas y en la inversión fija, especialmente en el mercado inmobiliario. Con todo esto, la última estimación del Nowcast de Atlanta estima una caída de 1,2% del PBI en el 2Q 22. Con esto, dada la contracción de 1,6% que había marcado en los primeros tres meses del año, la economía americana ya habría entrado en recesión. Esto resulta un duro golpe para las expectativas, y difícilmente se cumplan las estimaciones de crecimiento de 1,7% para este año (recordemos que a fines del año pasado se estimaba un alza de 4% para 2022).



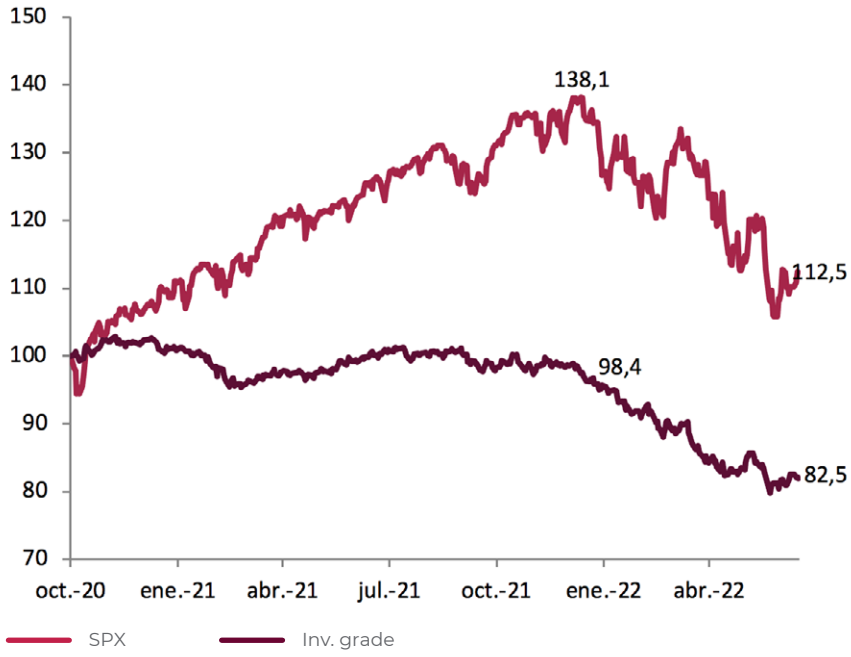
(*) PBI del 2Q22 Estimado con Nowcast de Atlanta FED

La FED prioriza la inflación

En las minutas de la reunión del 14 y 15 junio, en la que las tasas subieron 75 pb, la FED destacó que le teme más a la inflación que a la recesión, por lo que podría adoptar una política más rígida en caso de que los precios no aminoren su marcha. Al respecto, la entidad reconoció que las presiones inflacionarias no cedieron y que, si las expectativas se desanclan, será más costoso en términos de actividad y empleo llevar la inflación a la meta del 2%. Es por ello que, para evitar que la inflación se arraigue y que la FED pierda credibilidad, la entidad se encuentra más proclive a sacrificar crecimiento que a perder el control de la inflación. Con este marco de fondo, el mercado descuenta que en la reunión del 27 de julio la FED ajustará otros 75 pb la tasa de referencia, para llevarla a 2,5%. El mercado espera que termine el año en torno al 3,7% mientras que la FED la estima en 3,4%.

Buscando piso

La inflación, el alza de tasas y el freno en el nivel de actividad son una combinación nociva para el mercado, que tuvo el peor primer semestre de la historia, con fuerte caída en bonos y acciones. No hubo diversificación de cartera que pueda esquivar el ajuste en las valuaciones. Creemos que aún hay malas noticias por digerir: una recesión que llega antes de lo esperado, una inflación que baja lentamente y una FED que deberá ir ajustando más rápido las tasas de interés para bajar la inflación y recuperar credibilidad. Esto seguramente impacte en los resultados corporativos, por lo que esperamos que el mercado continúe volátil y sin encontrar el piso.



Estrategia de inversión

Ante este contexto de incertidumbre y volatilidad para las acciones, seguimos recomendando mantener la exposición en los sectores defensivos, aquellos no se vean afectados por la recesión ni por la suba

de tasas, como lo son el sector de servicios públicos y el de salud: en lo que va del año, muestran desempeños del -2% y del -8% respectivamente, frente al -19% del S&P 500. Si bien mantenemos la perspectiva de que los precios de las materias primas se mantendrán en niveles altos, el riesgo de ajuste por menor actividad global es considerable, por lo que nos mantenemos neutrales en el sector energético y en el de materiales. Para las grandes tecnológicas, si bien han ajustado fuertemente sus valuaciones, la presión al alza de tasas de interés les seguirá jugando en contra, por lo que no recomendamos aumentar la posición.

Para la renta fija, si bien la FED continuará ajustando las tasas cortas – y con la volatilidad e incertidumbre que genera la estanflación global, los bonos del Tesoro son un buen resguardo, especialmente los del tramo corto, dada la menor sensibilidad a los ajustes de tasas. Los bonos corporativos de mayor calidad y los de alto rendimiento son una buena opción por la tasa que devengan, aunque están expuestos al deterioro de la coyuntura y de los balances de las empresas.

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.