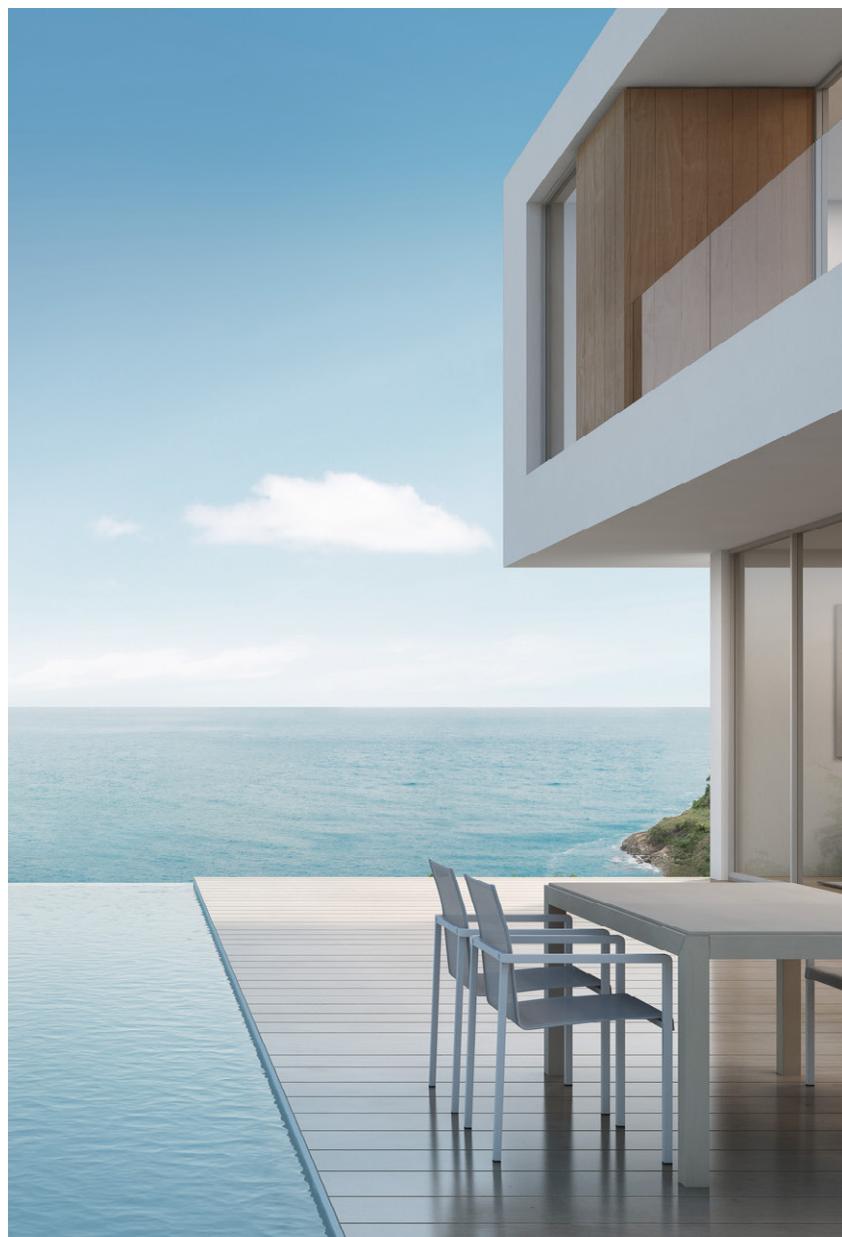


HOUSE VIEW GLOBAL



AGOSTO, 2022

por MARTÍN POLO,
estratega en jefe
de Cohen

LA TREGUA

PERSPECTIVAS.COHEN.COM.AR

 | Perspectivas

El segundo semestre arrancó con mejores perspectivas de lo que esperábamos un mes atrás. La normalización en las cadenas de suministro y la caída en el precio del petróleo debido a la menor demanda quitaron presión a la inflación en el corto plazo. Por otro lado, pese a la caída de la actividad, la economía sigue en pleno empleo, le pone presión a los salarios y por ende a la inflación de servicios. La FED continúa subiendo la tasa de política monetaria en línea con las expectativas. Las tasas de interés se estabilizaron y esto dio impulso tanto a la renta fija como a las acciones. Este contexto será temporario y dependerá de la dinámica que tomen los precios de los servicios, pues cuanto más tarden en bajar, más rápido tendrá que actuar la FED. Así, mantenemos nuestra cautela ante una economía que continuará marcando bajo crecimiento con alta inflación, por lo que recomendamos posicionarse en bonos largos de alta calidad – pues la presión seguirá estando en el tramo corto de la curva –, en tanto que para acciones seguimos posicionados en sectores defensivos y nos mantenemos neutrales en commodities.

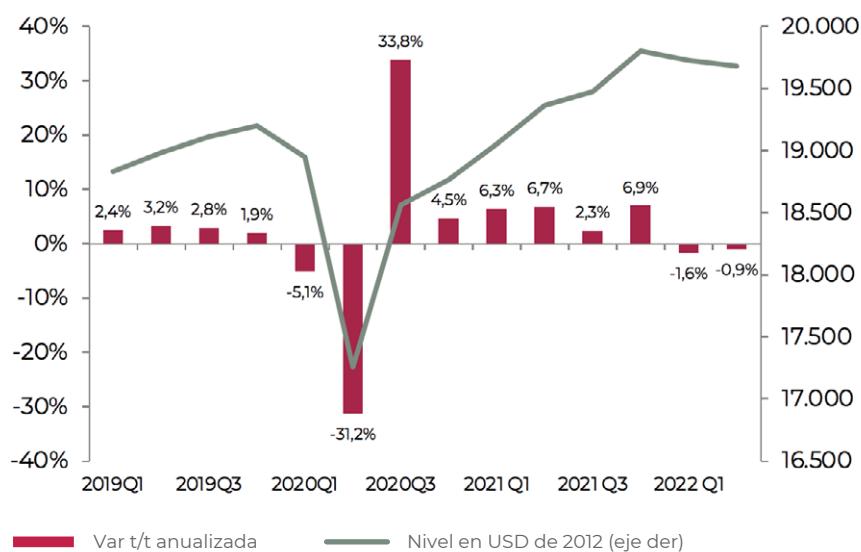
AActividad estancada

La primera estimación del PBI del 2Q 22 marcó una caída de 0.9% t/t anualizada, la segunda caída trimestral consecutiva, en un contexto en el que la inflación implícita aceleró su marcha al 8.7% t/t, la más alta desde 1981. Esto estuvo en línea con el nowcast de la FED de Atlanta que proyectaba una caída de 1.2% y sorprendió al consenso de mercado que esperaba una expansión de 0.5%. Este resultado fue explicado por la caída de la inversión, del consumo del sector público, y en particular por la acumulación de inventarios: tuvo una contribución negativa de 2 pp, que fueron compensados en parte por el alza en el consumo privado y en las exportaciones netas dado el mejor desempeño que tuvieron las ventas externas por sobre las importaciones. Con una mirada más amplia, observamos que el



crecimiento perdió impulso tras la recuperación pospandemia. De hecho, de crecer al 6.5% en el primer semestre del 2021, en la segunda mitad del año pasado moderó el alza al 4.6% y en los primeros seis meses de este año marcó una caída de 1.3% (excluyendo inventarios pasó del 9.4% al 0.8% en la segunda parte de 2021 y a -0.1% en lo que va de 2022). Todos los componentes de la demanda marcan la misma tendencia, aunque destacamos la fuerte moderación en el consumo privado (por caída en bienes) y la caída persistente del consumo del sector público de la mano del ajuste que vienen marcando las cuentas públicas.

PBI DE EE.UU

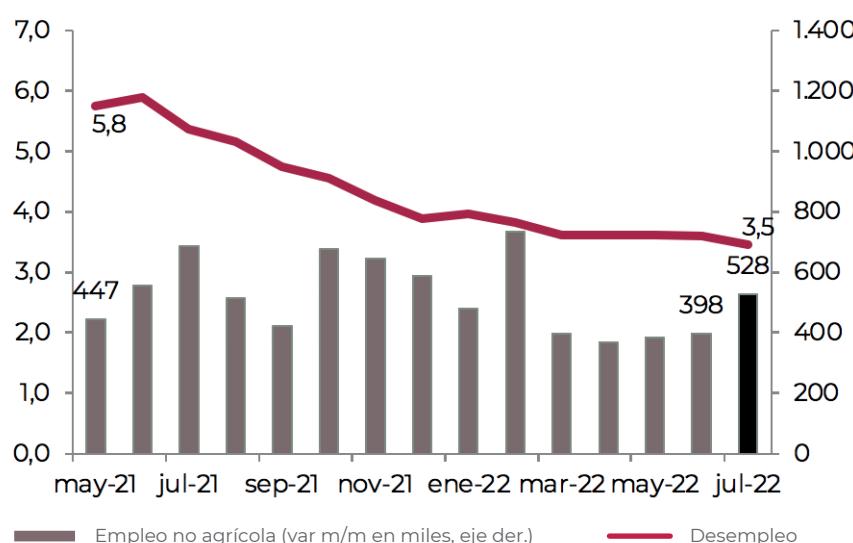


El mercado laboral suma tensión

Pese a la desaceleración que observamos en el nivel de actividad, el mercado laboral continuó mostrando un buen dinamismo. Es una buena noticia dado que permite contener la masa salarial y sostener el consumo. La tasa de desocupación en niveles mínimos pone presión a los salarios y a la inflación futura. Concretamente, en julio la creación de empleo no agrícola subió a 528 mil nuevos puestos (+4.2% i.a.), 100 mil más que en los cuatro meses previos y el mejor desempeño desde

febrero pasado. La mejora fue generalizada, con gran aporte del sector de servicios al tiempo que se recuperó el empleo público. Esta suba en el empleo no agrícola fue compensada en parte por la contracción en 349 mil (-9.0% i.a.) en el empleo agrícola, lo que resultó en un alza total de 179 mil empleos (+3.7% i.a.). Dado que la población económicamente activa se redujo en 63 mil personas –se mantiene en torno al 62.2%, quedando 1.1 pp por debajo del nivel pre pandemia–, la tasa de desempleo cayó a 3.5%, uno de los niveles más bajo de la historia. En este contexto, los salarios privados (medidos por hora trabajada) subieron 0.5% m/m y acumulan en el último año un alza de 5.2%. Dado que no se esperan cambios en la oferta laboral, si la demanda continúa en alza, la desocupación continuaría en baja y presionará aún más a los salarios, lo que generará presiones inflacionarias.

EEUU. INDICADORES LABORALES

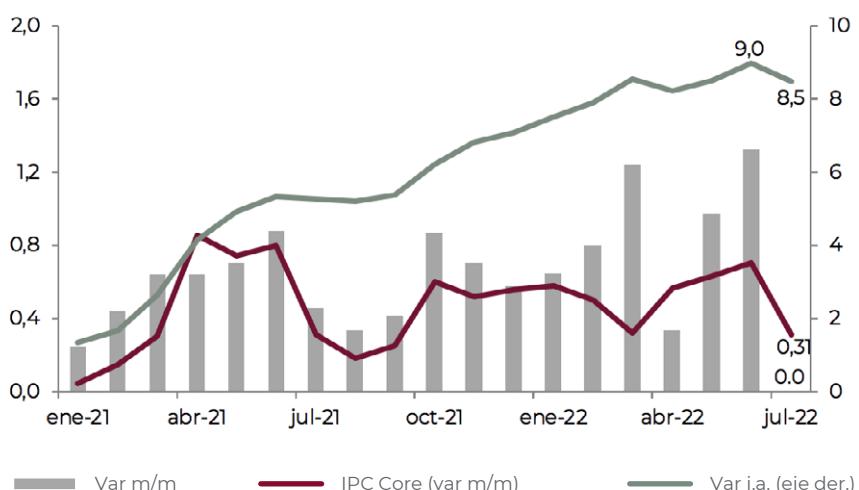


Bajó la inflación

En julio, la inflación americana tuvo un respiro y sorprendió positivamente al mercado luego de un primer semestre en el que los resultados venían muy por encima de lo previsto, especialmente en junio cuando había marcado un alza de 1.3% m/m. Concretamente, el IPC de julio no registró cambios respecto al de junio (el consenso esperaba un alza de 0.2% m/m) por lo que la variación anual bajó de 9.1% a 8.5%, aún entre las más altas de las últimas 4 décadas y muy por encima del objetivo de la FED. También fue positivo que el IPC Core marcó un alza de 0.3% m/m, menos de la mitad al promedio de los tres meses previos, y quedó en 5.9% i.a. La moderación en la inflación se explicó principalmente por la caída de 4.6% m/m en los precios de la energía –esto explicado por la caída en el precio del petróleo, que por menor demanda y mayor oferta en julio cayó 13%, lo que condujo a una baja de 8% en el precio de naftas–. Mientras tanto, los precios de alimentos, de atención médica y de otros servicios continuaron en alza, lo que marca una resistencia en la convergencia de la inflación al nivel objetivo de la FED. Otro de los factores que permitió aflojar la dinámica de precios es la normalización que están presentando las cadenas de suministro globales, que se acercan a niveles prepandemia y permiten reducir los problemas de oferta que estuvieron presentes en el último año: el índice de presiones de las cadenas de suministros globales de la FED de NY, que aglomera los tres principales indicadores logísticos (índice Harpex que refleja el precio de los conteiner en buques a nivel global, el índice Baltic Dry y el índice de precios del ISM de manufacturas), en julio cayó al nivel más bajo desde enero de 2021.



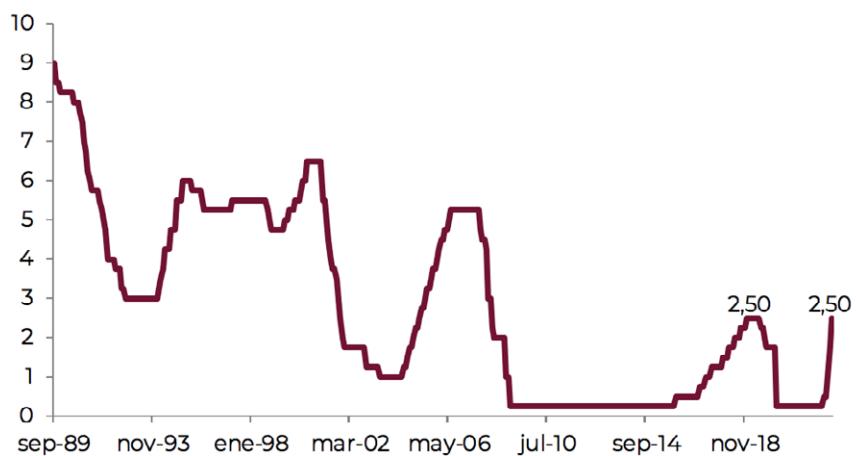
EE.UU. INDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR



Continúa el Tightening.

En la reunión del 27 de julio, la FED decidió incrementar la tasa de referencia en 75 pb por segunda vez consecutiva llevándola en apenas 4 meses de 0.25% a 2.50%, el nivel más alto desde enero de 2019. Si bien estos movimientos dan cuenta de una política muy agresiva, pues desde 1994 no lo sube a este ritmo, considerando los niveles inflacionarios, aún tiene margen para seguir ajustando. De hecho, la FED estima que seguirán ajustando la tasa en las próximas reuniones para terminar el año en 3.4%, mientras que el mercado espera que terminen por encima de 3.5% y que a partir de marzo del año que viene comenzarán a bajarla. En este contexto de ajuste, se observa una disminución en las expectativas de inflación: la de mercado a 10 años, descontando los primeros cinco años (forward 5-5), se ubicó en 2,3% en su último registro frente al 2,7% el 21 de abril de 2022. Por su parte, según la NY FED, las expectativas de inflación de los consumidores a 1 año disminuyeron a 6,2% desde 6.8% del mes pasado, mientras que las de 3 años disminuyeron a 3.2% siendo el menor registro desde abril del 2021.

TASA DE INTERÉS DE REFERENCIA DE LA FED



Curva invertida

La inflación de corto plazo y las perspectivas de desaceleración económica de largo plazo aumentan la presión sobre la curva de rendimientos del Tesoro, que desde principios de julio se mantiene invertida dado el mayor rendimiento que ofrecen los bonos cortos. Con las expectativas de largo plazo más ancladas y los riesgos de desaceleración económica, la tasa de diez años se ubica por debajo del 3% luego de alcanzar el 3.5% a mediados de junio. Por su parte, en línea con una política monetaria más contractiva en el corto plazo las tasas de dos años se mantuvieron estables, cercanas al 3.2%. Como resultado, la curva se invierte con una diferencia de rendimiento entre la tasa de dos años frente a la de diez años a su mayor registro desde el 2000. Con la necesidad de que la Reserva Federal mantenga la política monetaria para bajar inflación es esperable que esta inversión sea más persistente que en otros episodios.



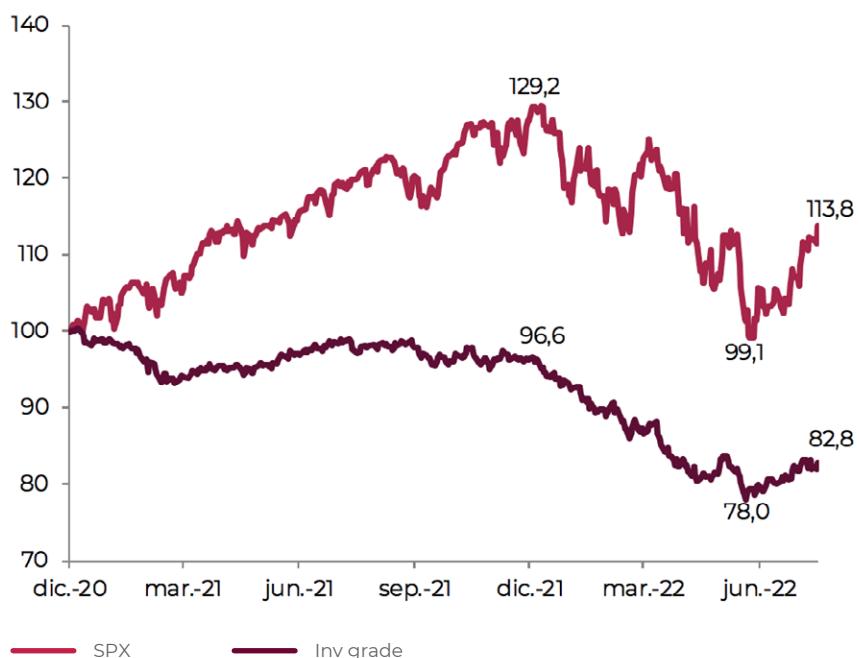
RENDIMIENTO DE LOS BONOS DEL TESORO



Mercados en alza

Tras marcar fuerte caídas en el primer semestre, con muy mala performance tanto en renta fija como en renta variable –especialmente en las compañías de alto crecimiento que dependen en mayor medida de tasas de interés–, la distensión en las tasas de interés y la moderación en las expectativas de inflación y de un “soft landing” del nivel de actividad permitieron que la segunda mitad del año arranque con una importante recuperación de los mercados en general. A esto también se sumaron los resultados de los balances del 2Q 22 que, si bien marcan una reducción en el crecimiento de las ventas y las ganancias –incluso por debajo de la inflación–, estuvieron por encima de lo esperado y se estima que en los próximos trimestres sigan mejorando.

RENTA FIJA VS RENTA VARIABLE
DIC20= 100



ESTRATEGIA

El mercado tiene una tregua. Con el precio del petróleo estabilizado y los precios de naftas en baja, sumada la menor presión en los precios de otros bienes –de fuerte aumento en 2021 con alza del 14%– la inflación se mantendría acotada también en agosto y ayudará a que las expectativas de inflación continúen ancladas. Sin embargo, la película de fondo pasará por la dinámica de los precios de los servicios: representan el 60% de la canasta y su evolución está más relacionada con la evolución de los salarios, que estarán presionados por un mercado laboral en pleno empleo. En este contexto, las tasas cortas seguirán bajo presión mientras que las largas probablemente se van a mantener estables con una política monetaria contractiva y mayor demanda por activos seguros. En este escenario los bonos del tesoro a largo plazo (IEF) o bonos de calidad corporativos (LQD) son los más



HOUSE VIEW GLOBAL

recomendables dado que tienen margen para reducir los spread. Preferimos no sumar exposición en los bonos corporativos de alto rendimiento y emergentes pues estarán más expuestos al riesgo que trae la desaceleración económica y la suba de tasas de interés.

En cuanto a la renta variable, si bien la tregua es común para todos los sectores, salvo el energético, en nuestra cartera global mantenemos un perfil defensivo priorizando servicios públicos (XLU) y salud (XLV). Aquellos con portfolios más agresivos, que abogan por la recuperación, pueden invertir en las big tech (XLK) que se ven favorecidas por la fortaleza que mostraron sus balances en los últimos años. No recomendamos Europa, pues la situación económica se irá tornando cada vez más difícil a medida que llega el invierno, y no cubre el faltante que genera la salida de Rusia como proveedor de gas. En emergentes, encontramos atractivos a algunos países de Latinoamérica debido a posiciones técnicas y buenos fundamentales, como es el caso de Brasil (EWZ) y en menor medida Chile (ECH), en caso de que el proyecto de reforma constitucional sea rechazado. Por otro lado, recomendamos alejarse de acciones relacionadas con el consumo cíclico y con el Real Estate que en un ambiente de desaceleración y suba de tasas probablemente se van a ver negativamente afectados. En cuanto a los commodities, nos mantenemos neutrales dado que la paulatina normalización de la oferta de Ucrania y Rusia y la menor demanda global están reequilibrando los precios en niveles previos al conflicto.



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.

