

HOUSE VIEW GLOBAL

SEPTIEMBRE, 2022



por MARTÍN POLO,
estratega en jefe
de Cohen

SIN FRONTERAS

PERSPECTIVAS.COHEN.COM.AR



Perspectivas

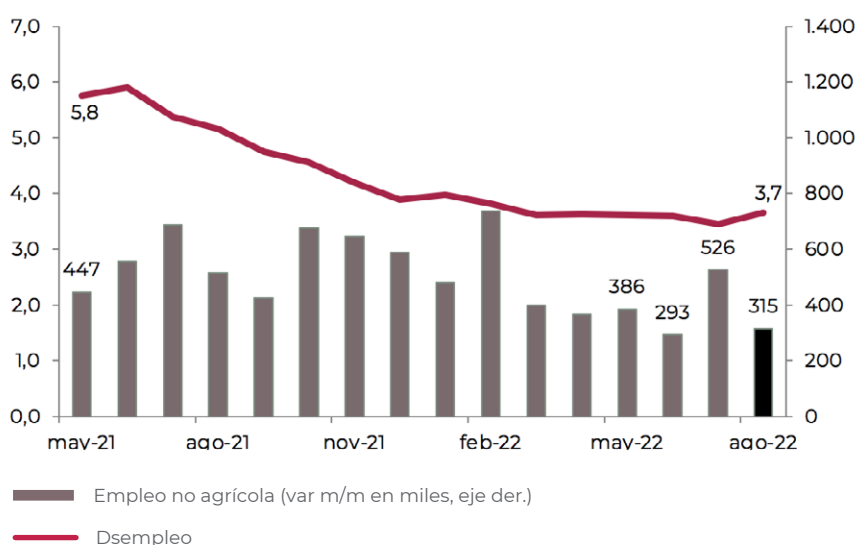
La tregua duró poco y los mercados volvieron a caer. Bonos y acciones dejaron atrás la buena performance de julio y operan nuevamente a la baja. No alcanza con que los precios de los commodities bajen ni con que se normalicen las cadenas de suministro para bajar la inflación sostenidamente. La fortaleza del mercado laboral y la resistencia de la inflación presionan para que la FED continúe endureciendo la política monetaria con más subas de tasas de interés. En este contexto, los rendimientos de los bonos del Tesoro, especialmente los del tramo corto, volvieron a subir – alcanzando los niveles más altos de la última década – y aumentó el spread con las tasas más largas. Nuestro escenario base apunta a un soft landing de la economía americana con las tasas de interés y desempleo subiendo y la inflación bajando gradualmente. Con este marco de fondo, presentamos una cartera global para afrontar este escenario subponderando acciones y sobreponderando la posición en renta fija.

El mercado laboral se mantiene sólido con el desempleo en niveles históricamente bajos

El informe de mercado laboral de agosto marcó que el empleo siguió creciendo, aunque en el margen moderó su dinamismo. Concretamente, en el último mes se crearon 315 mil nuevos empleos no agrícolas, levemente por debajo de los 526 mil que se habían creado en julio y a los 402 mil promedio de los tres meses anteriores. La desaceleración fue más fuerte en el empleo privado, que creó 308 mil –vs 477 mil en julio–, explicado principalmente por el sector de servicios que generó 263 mil nuevos puestos de trabajo –vs 411 mil en julio– siendo el peor desempeño desde abril de 2021. Por su parte, el empleo agrícola, sumó 127 mil puestos, por lo que el empleo total del mes llegó a 422 mil empleos, el mejor resultado desde marzo pasado. Sin embargo, dada el alza de 786 mil en la población económicamente activa (la PEA ascendió al 62.4% de la población civil, la más alta desde

marzo) la cantidad de personas desempleadas subió en 344 mil y la tasa de desocupación subió a 3.7% (desde 3.5% en julio). En este contexto, los salarios moderaron su dinamismo al marcar un alza mensual de 0.28% –desde marzo subían al 0.42% mensual– acumulando en el último año un incremento de 5.2%, 3 pp menos que la inflación.

EEUU. INDICADORES LABORALES

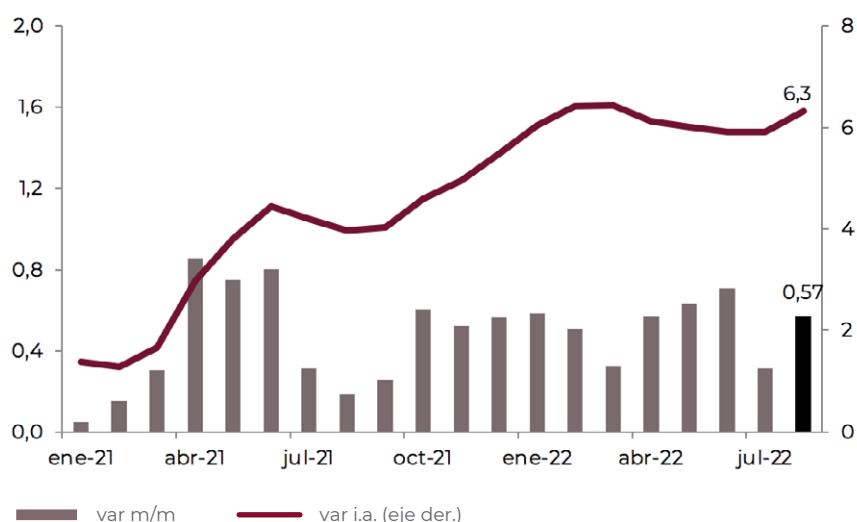


La inflación no cede

El IPC general de agosto marcó un alza de apenas el 0,1% m/m acumulando en los últimos doce meses un alza de 8.3% i.a. –levemente por encima del 8,1% i.a. que esperaba el mercado– y se alejó del 9% i.a. que había registrado en junio. Al igual que en julio, la estabilidad que marcó el índice general se explicó exclusivamente por los precios energéticos que, de la mano de la caída que tuvo el precio del petróleo, en dichos meses cayeron a razón de 5,4% mensual –entre marzo y mayo habían subido al 6.4% mensual–. Sin embargo, la evolución del IPC Core volvió a encender las alarmas al marcar un incremento de 0,6% m/m, el doble a la de julio, acumulando en los últimos 12 meses un alza

de 6,3%. En este contexto, considerando que en los próximos meses difícilmente la inflación pueda bajar abruptamente, el escenario previsto por la FED en la última reunión (en la que estimaba que la inflación core cerraría 2022 con un alza de 4,3%) deberá ser ajustado al alza.

EE.UU. CPI CORE

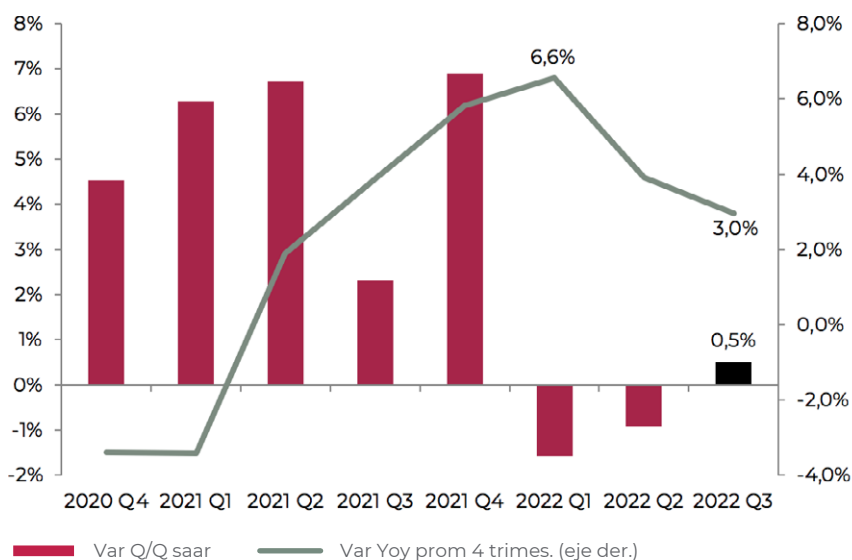


La actividad no repunta

Como venimos destacando en informes anteriores, la actividad económica americana se estancó en el último año luego de la fuerte recuperación que tuvo pospandemia. Concretamente, de crecer a un ritmo anualizado de 6.5% en el primer semestre del 2021, en la segunda mitad del año pasado moderó el alza al 4.6% y la primera mitad de este año marcó una caída de 1.3%. Los datos del tercer trimestre hasta aquí publicados no muestran un cambio significativo de tendencia: más allá de que el aporte del sector externo sería más positivo –porque las exportaciones crecen y las importaciones caen– y de que el sector público estaría siendo menos contractivo –el gasto vuelve a subir por encima de los ingresos–, el consumo no muestra avances y la inversión continúa en baja, especialmente en el mercado inmobiliario. A esta

tendencia también la vienen marcando los índices PMI: el PMI manufacturero de agosto marcó 51,5 vs 52,2 de julio y fue el más bajo desde mayo de 2020, el PMI de servicios no trajo mejores noticias al registrar 43,7 puntos, el valor más bajo desde junio del 2020 y lo mismo ocurrió con el PMI compuesto, que quedó en 44,6 puntos (recordemos que por debajo de los 50 pb. indica desaceleración). Con todo esto, el nowcast de la FED de Atlanta para el nivel de actividad, marca que el PBI de este trimestre marcaría un alza anualizada de apenas el 0,5% respecto al trimestre anterior, por lo que en los últimos 4 trimestres habría marcado una expansión de 3%, menos de la mitad de lo que lo hizo dos trimestres atrás.

PBI DE EE.UU

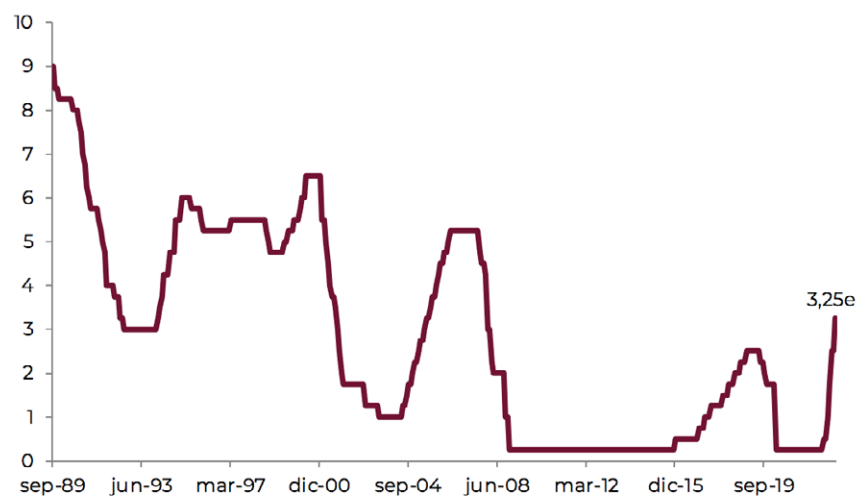


El trabajo aún no está hecho

Con la inflación tardando en bajar, la FED debe continuar con el endurecimiento de la política monetaria. Así lo dejó en claro Jerome Powell en la reunión de Jackson Hole, donde remarcó que la economía norteamericana necesita mantener una política monetaria agresiva por

más tiempo para así lograr controlar la inflación, pese a que esto implicaría una desaceleración en el crecimiento y un mercado laboral más débil. Ya con la publicación del IPC de agosto, la FED hizo un nuevo ajuste de 75 pb en la tasa de referencia llevándola a 3,25% -es el tercero consecutivo de esta magnitud-. Incluso subió su proyección a 4,4% para fin de este año.

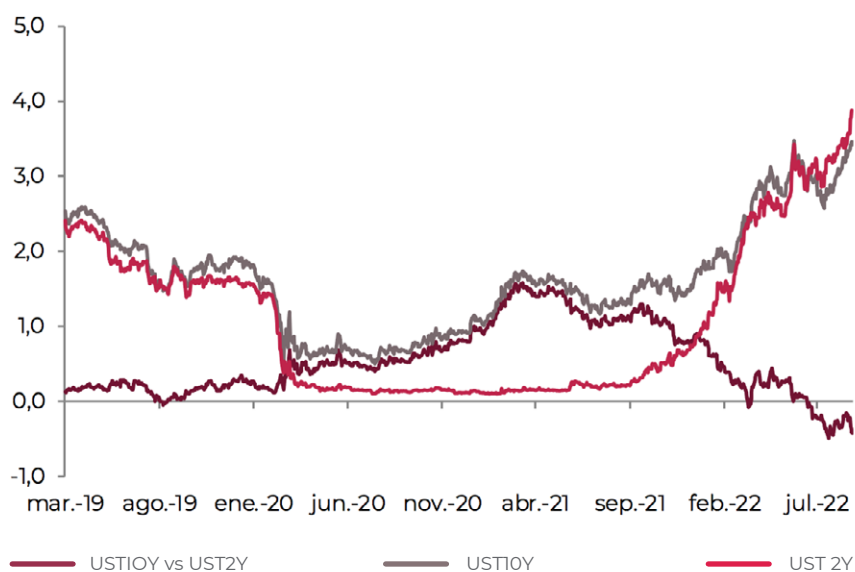
TASA DE INTERÉS DE REFERENCIA DE LA FED



Repuntan las tasas y la curva se mantiene invertida

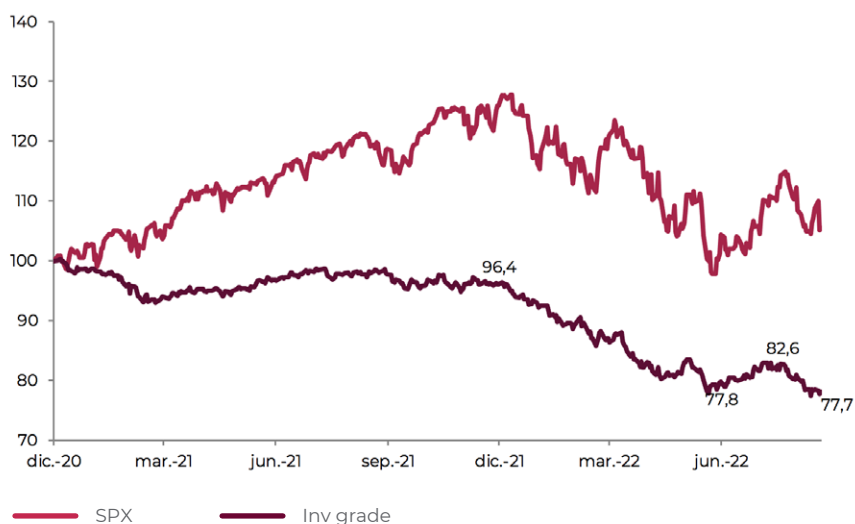
La inflación de corto plazo y las perspectivas de que la política monetaria será más contractiva continúa presionando sobre la curva de rendimientos de los bonos del Tesoro, con todos los tramos operando al alza, especialmente los cortos en la última semana. La tasa de diez años subió al 3,5%, casi 1 pp por encima a la que había marcado a principios de agosto, mientras que la de los bonos a 2 años subió hasta el 3,9%, el nivel más alto desde 2007. Como resultado, la curva sigue invertida 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 política monetaria para bajar inflación es esperable que esta inversión sea más persistente que en otros episodios.

RENDIMIENTO DE LOS BONOS DEL TESORO



Fin de la tregua

Tras el veranito que tuvieron los mercados entre mediados de junio y mediados de agosto, ante la suba en los rendimientos de los bonos del Tesoro, los principales índices de acciones y bonos volvieron a retroceder manteniendo el escenario de Bear market. Concretamente, el S&P marcó una baja de 8% en los últimos 30 días, con caída en la mayoría de los sectores que lo componen, especialmente en los de alto crecimiento como las tecnológicas. Con esta performance, en lo que va de 2022 el principal índice accionario americano acumula una caída de 16%. Los bonos también fueron golpeados con los Investment Grade ajustando 5,8% en el mes y 19% en lo que va del año.



Estrategia: Una cartera global para el soft landing

Presentamos la cartera alineada para un escenario de soft landing. Este contexto se caracteriza por una política monetaria contractiva en búsqueda de una desaceleración del crecimiento económico que permita un paulatino retroceso de la inflación a los niveles target que establece la FED.

En esta situación subponderamos la tenencia de acciones (30% de la cartera total) debido a que el bajo crecimiento disminuye las ganancias de las empresas y la política contractiva lleva a menores precios por descuento de flujos de fondos. Preferimos empresas que sean inelásticas a la caída del ingreso por inflación, a la desaceleración económica y a la suba de tasas por la política monetaria contractiva de la FED. Esto nos lleva a sobreponderar sobre aquellas compañías consideradas de mayor "calidad" dada su gran capitalización y su sólida posición de mercado. Este tipo de empresas marcan una menor volatilidad en escenarios de desaceleración económica al mismo tiempo que logran trasladar en mayor medida el efecto inflacionario a sus precios finales, marcando así mejores proyecciones para el escenario esperado de "soft landing".

Respecto a los sectores, mantenemos una estrategia mayoritariamente defensiva en un escenario de elevada incertidumbre y volatilidad. Esto nos lleva a aumentar la posición en utilidades, sector de salud y consumo defensivo con el objetivo de disminuir las fuertes oscilaciones que pueda marcar el mercado de cara a los próximos meses. Cabe destacar que estas firmas, en su mayoría empresas value, muestran mejores rendimientos en lo que va del año que aquellas compañías más cíclicas. Por esta razón subponderamos en sectores como consumo discrecional al igual que el real estate, este último afectado por la suba de tasas que impacta negativamente en los créditos hipotecarios. En los sectores restantes mantenemos una posición neutra teniendo en cuenta tanto los conflictos a nivel global como los datos económicos que puedan impactar en esta posición. Dentro de este caso destaca principalmente el sector energético, donde a pesar de que se espera que el enfriamiento de la economía norteamericana disminuya la demanda energética, el conflicto en el continente europeo puede llevar a un nuevo rebote en los precios de estos commodities.

Por su parte, sobreponderamos la posición en renta fija (70% de la cartera) concentrada en 30% en bonos del Tesoro, 30% en bonos Investment Grade y 10% en bonos ajustables por inflación (TIPS). La proporción en bonos del tesoro se selecciona no sólo para disminuir la volatilidad de la cartera sino para reducir la correlación en los activos. De esta manera, la cartera suma un 60% de activos de alta calidad mientras que el 10% en TIPS otorga cobertura ante la perspectiva de que el contexto inflacionario se mantenga por un mayor período de tiempo. Preferimos bonos de alta calidad ya que en el escenario de elevada inflación y bajo crecimiento como el actual la volatilidad puede sostenerse en el tiempo. Con respecto a los plazos de los bonos, esperamos que la duración corta de los bonos se vea bajo presión por la política monetaria contractiva, mientras que la larga se mantenga relativamente estable en base a la expectativa de que el proceso de desinflación termine siendo exitoso. Entendemos que mientras dure

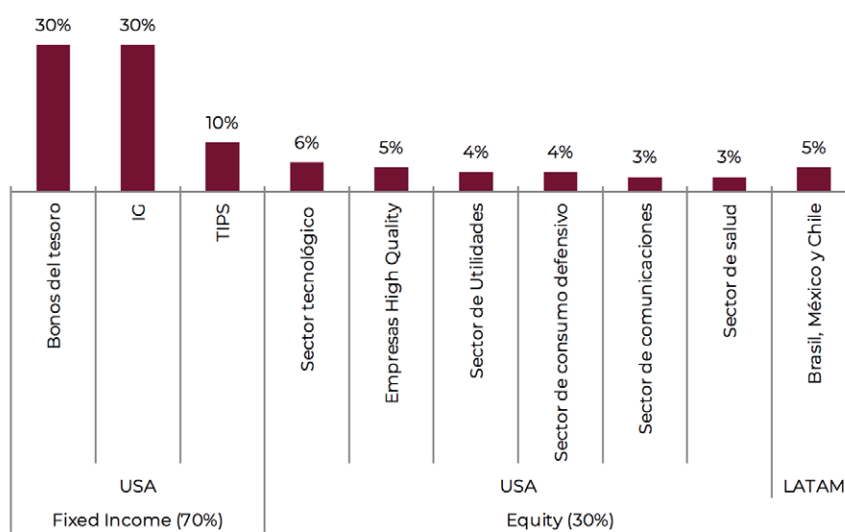
este proceso la inversión de la curva se va a sostener. En ese sentido, preferimos la parte media y larga de la curva de bonos del tesoro.

Entendemos que América Latina se mantiene bien posicionada en un escenario en el cual los commodities mantienen precios elevados aunque de manera heterogénea en relación a la incertidumbre política. En este sentido, seguimos prefiriendo a Brasil con valuaciones atractivas, perspectivas de crecimiento al alza y un escenario político de menor incertidumbre. En menor medida y a largo plazo, encontramos atractivos a los activos de Chile que, si bien tienen un proceso constitucional por delante, es probable que en valor esperado sea de un resultado mejor a lo que se esperaba con la anterior propuesta como también una mayor moderación de las reformas del nuevo gobierno.

Ante este escenario se ha tomado la decisión sobre los distintos asset classes que componen a la Cartera Global Cohen. Cabe destacar que, en comparación al S&P 500, muestra un mejor rendimiento YTD (-17,2% vs. -14%) al mismo tiempo que marca una menor volatilidad para el mismo período. Dentro de la cartera, LATAM viene posicionándose como el activo de mayor avance a lo largo del 2022, seguido por el sector de utilidades. Por el contrario, los bonos de mayor calidad se ubican más rezagados aunque dadas las proyecciones de "soft landing" consideramos que estos activos se verán mejor posicionados de cara al corto y mediano plazo.



COMPOSICIÓN DE LA CARTERA 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.

