



por
MARTÍN POLO,
estratega en jefe
de Cohen

TIEMPO DE HALCONES

Aprovechamos el inicio del año para dar un house view diferente en el que nos enfocaremos en las perspectivas para el año que arranca. Sin dejar de ver la coyuntura de corto plazo, intentamos dar un marco conceptual de la situación económica y financiera global, con especial énfasis en la economía americana. No necesariamente buscamos dar alternativas de inversión sino mostrar lo que a nuestro juicio son los principales determinantes del mercado.

En 2022 los mercados tuvieron uno de los peores años de su historia. Pocas veces se dio la caída fuerte y simultánea de bonos y acciones. Si bien fueron varios los eventos que golpearon a los mercados, como la invasión Rusa a Ucrania y el rebrote de Covid en China, creemos que el más importante fue el cambio de la política monetaria de la FED, que ante la escalada inflacionaria migró de laxa a uno de los ajustes de tasas más fuerte de los últimos años. La escalada de las tasas de interés fortaleció al dólar y licuó el efecto de la guerra al precio de los commodities. El ajuste monetario no fue aislado sino que fue generalizado en la mayoría de los países, siendo el mayor ciclo contractivo desde la crisis financiera de 2008. Esto supone un punto de inflexión para toda la economía global que deberá transitar el 2023 con los efectos del ajuste de tasas sobre el nivel de actividad.

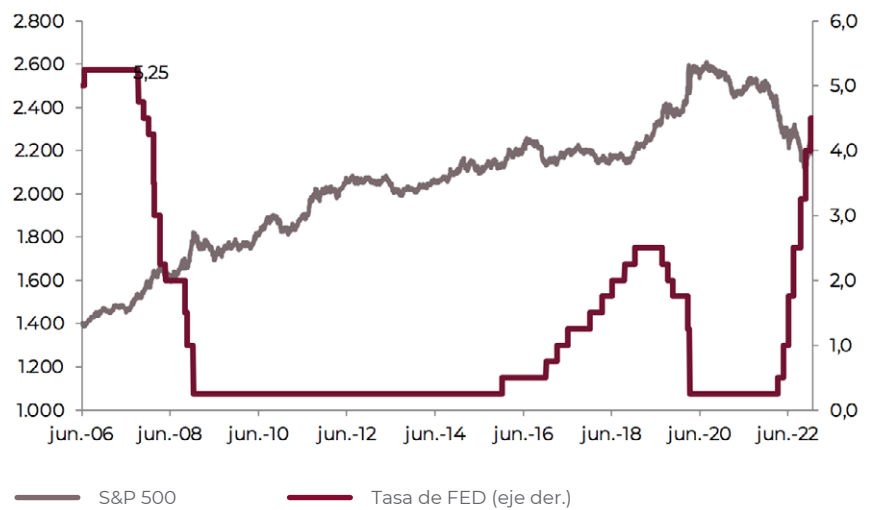
Mercado global

Dic 21=100



Fin de ciclo. No podemos explicar la fuerte caída de 2022 sin antes destacar que hasta fines de 2021 los mercados marcaban récords históricos y que la pandemia fue un shock negativo transitorio que le llevó muy poco tiempo en recuperar y volver a los niveles previos. La rápida respuesta de los gobiernos con grandes paquetes de estímulo fiscal y monetario dieron al mercado los argumentos necesarios para escaparle a los riesgos que generaban estas medidas a mediano plazo si es que no se terminaba con ellas a tiempo. Más precisamente la Fed no sólo llevó la tasa de referencia a 0% sino que también fue expandiendo su balance comprando bonos del Tesoro Americano en 80.000 M al mes. Las señales de aceleración inflacionaria ya habían florecido en el segundo semestre del 2021 pero no se atacaron de raíz, confiando en que era un evento transitorio derivado de las tensiones que generaban las cuarentenas en las cadenas de abastecimiento globales – que impedían a la oferta responder al aumento de la demanda fruto del estímulo fiscal –. Así, con la inflación cerrando diciembre de 2021 por encima del 7% anual, desde 1.3% de un año atrás, la única señal que aportaba Powell y compañía fue la de amagar con reducir el ritmo de expansión monetaria (*tapering*) confiando en que la economía iba a mantener el buen ritmo de actividad y la inflación iba a retroceder al nivel objetivo (de hecho, en diciembre de aquel año estimaban que en 2022 el PBI crecería 4%, el desempleo bajaría a 3,5% y el IPC tendría un alza de apenas 2,6% anual).

TASA DE LA FED VS S&P 500

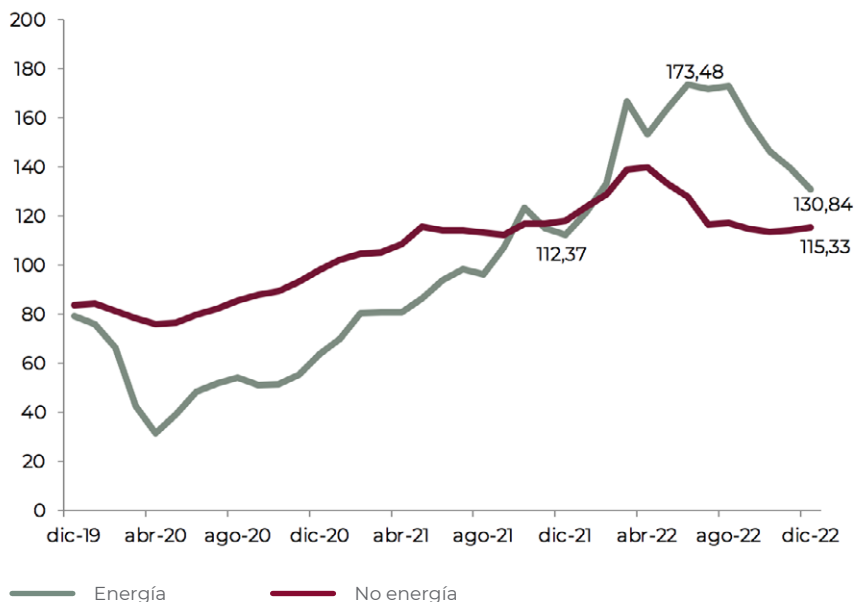


Ladran pero no muerden. Cuando la Fed ya comenzaba a hablar de *tapering*, el escenario global se vio sacudido por la escalada del conflicto entre Rusia y Ucrania. No era algo nuevo, pues desde 2014 la región había estado bajo tensión por la guerra de Crimea y por la posibilidad de que Ucrania se uniera a la UE, lo cual era fuertemente rechazado por el Kremlin. El riesgo geopolítico volvió al centro de la escena no tanto por la participación de estos países en la economía global (no más del 12% en el PBI global) sino por la importancia de estos en el mercado de *commodities*. Peor aún, Rusia conforma el principal suministro de gas natural a toda Europa, lo que hacía de la situación una mucho más frágil. La invasión implicó romper con las negociaciones y derivó en un plan sistemático de sanciones a Rusia. La consecuencia directa fue un alza exponencial de todos los precios de los commodities, con el petróleo y el gas natural a la cabeza. La suba de los precios de las materias primas dio un nuevo impulso a la inflación de todo el mundo que –salvo en algunos países asiáticos– subió al nivel más alto de los últimos 40 años. Por caso, en EE.UU, para junio el IPC general ya marcaba un alza de 9% i.a., la más alta desde 1982; y

tendencia similar marcaba el resto del mundo. Sin embargo, la escalada de los precios de las materias frenó en el segundo trimestre y desde entonces estos comenzaron a normalizarse e incluso, en varios casos, cerraron en niveles más bajos que los previos al conflicto. Si bien el factor común es el temor a la desaceleración/recesión global, podemos enumerar otros factores que permitieron aplacar este riesgo: en cuanto al petróleo, pese a las sanciones y el cierre del mercado europeo, Rusia pudo sustituir las exportaciones al viejo continente con más envíos a China e India al tiempo que EE.UU. utilizó inventarios estratégicos para aumentar la oferta; en el caso del gas natural, Europa pudo abastecerse de otros proveedores y acumuló buena cantidad de inventario para pasar el invierno; en cuanto a los precios agrícolas, la gradual normalización de los envíos de Ucrania de trigo y maíz quitó presión a los precios que también terminaron el año en los niveles de principio de año. La soja marcó una tendencia similar, aunque logró terminar el año por encima de lo que lo había empezado.

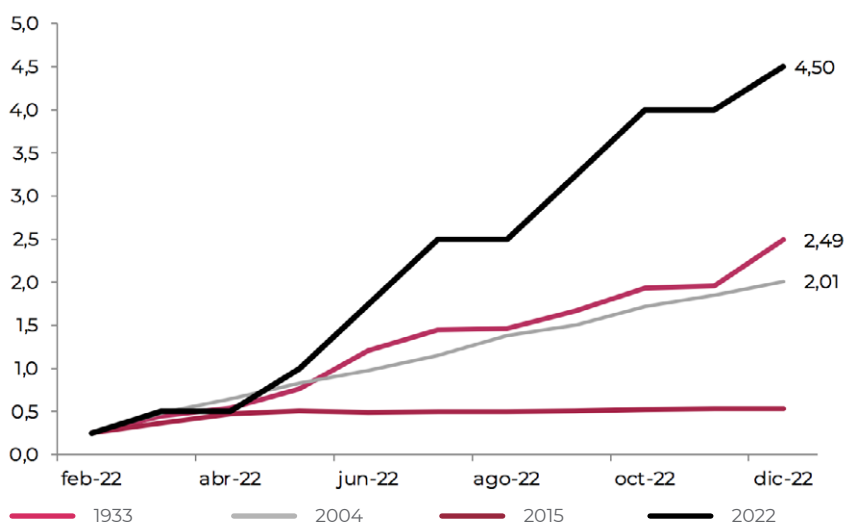
Índice de Precios de Commodities

en USD corrientes 2010=100



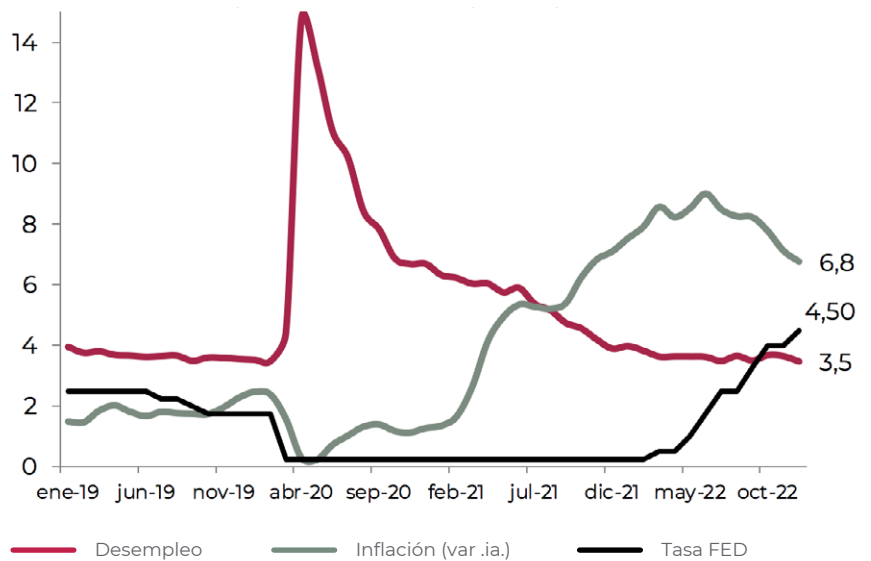
El despertar de la Fed. Como comentamos más arriba, la aceleración inflacionaria obligó a la Fed a salir de su zona de confort por primera vez desde 2018. Esto cambió la tranquilidad del mercado, que confiaba en tasas de interés bajas por mucho más tiempo. Recién en marzo realizó el primer ajuste en la tasa de referencia al llevarla de 0,25% a 0,50% y sin dar demasiadas pistas en cuanto a la velocidad de reducción de balance. Con la inflación lanzada, en cada una de las siguientes 6 reuniones que siguieron subió la tasa hasta cerrar el año en 4,50%. Es el ajuste monetario más rápido y contundente de las últimas 4 décadas: en el ciclo contractivo anterior de 2015, la suba de tasas pasados 10 meses fue de apenas 25 pb, y superó también ampliamente al de 1994, cuando la suba de tasas fue de 175 pb en el mismo período. A esto sumó el ajuste en la hoja de balance en USD 450.000 M. Peor aún, a diferencia de lo que esperaba el mercado, la Fed anunció que el ajuste monetario continuará en 2023 esperando que la tasa de referencia llegue a 5,1%. La suba en la tasa de referencia impactó en los rendimientos de los bonos del Tesoro Americano aunque a no todos por igual: las tasas cortas subieron más rápido (la UST2Y pasó de 0,73% a 4,40%) que las largas (la UST10Y pasó de 1,50% a 3,83%) y se invirtió la pendiente de la curva, síntoma de que el mercado espera una baja de la inflación en el corto plazo y menor crecimiento en el mediano plazo.

CICLO DE SUBA DE TASAS CAMINO A SEGUIR SEGÚN OTROS PERÍODOS



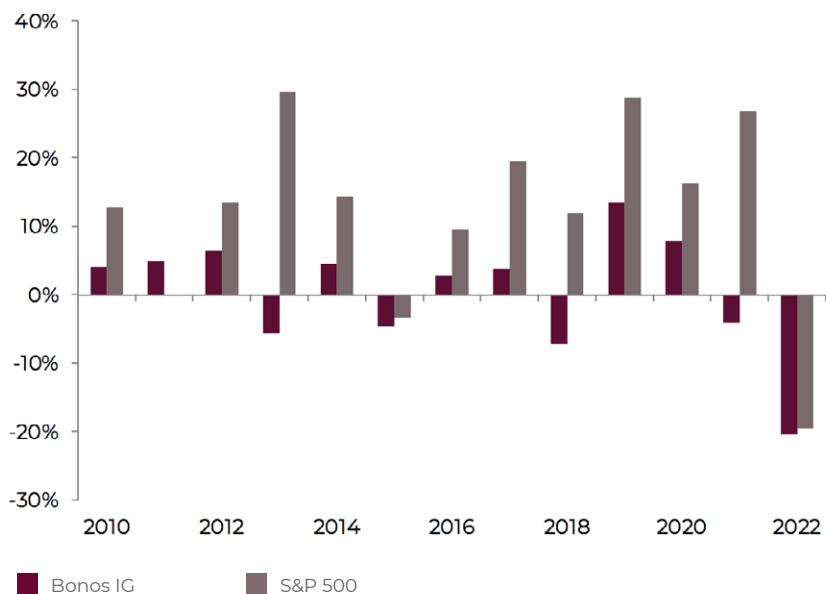
¿Recalentada? Uno de los aspectos destacados del año pasado fue que, a pesar del ajuste de tasas de interés y de la suba de la inflación, la actividad esquivó la estanflación e incluso terminó el año con mejor desempeño del que había arrancado. Si bien en los primeros dos trimestres el PBI cayó 1,1% t/t promedio por trimestre –explicado por la inversión y la caída de las exportaciones–, en la segunda mitad del año recuperó dinamismo: en el 3Q creció 2,9% trimestral y en el 4Q 22 lo habría hecho cerca del 4% t/t anualizado con buena performance del consumo y de las exportaciones. Con esto, y pese a la recuperación de la segunda mitad del año, en todo 2022 la actividad creció 2% i.a., –vs. 6% en 2021– y quedó por debajo del 3% anual del promedio histórico. El mercado laboral fue el gran motor del consumo: si bien la creación de empleos no agrícolas fue moderando su dinamismo a lo largo del año (de 539 mil nuevos empleos en el 1Q 22, bajó a 250 mil en el 4Q22), en términos generales se mantuvo pujante y alcanzó para bajar la tasa de desocupación al 3,5% (vs 3,9% de 2021), idéntica a la que había previo a la pandemia. Vale destacar, que la baja en la tasa de desocupación se explica también por la caída persistente en la población económicamente activa, por lo que el aumento de la demanda presionó sobre los salarios que en el año fueron de menor a mayor, aunque no pudieron evitar la caída en términos reales por la inflación. Respecto a esto último, podemos dividir al 2022 en dos etapas: la primera, que duró hasta junio, en la que los precios de la energía aceleraron la marcha que la inflación venía teniendo desde 2021 (pasó de 0,6% mensual a 0,9% mensual); y la segunda, a partir de la segunda mitad de año, cuando la inflación bajó al 0,2% mensual gracias a la caída de los precios energéticos. La mala noticia es que la inflación Core –excluye energía y alimentos– muestra una mayor resistencia a la baja dada la menor flexibilidad de los precios de los servicios, por lo que mantiene un alza en torno al 0,4% mensual. Así las cosas, si bien la inflación comenzó a ceder, aún está muy por encima al objetivo de 2% anual de la Fed, lo que la obliga a mantener el sesgo contractivo de la política monetaria.

DESEMPLEO, INFLACIÓN Y TASAS DE EE.UU.



La suba de tasas golpeó a todos los activos. Como comentamos, en 2022 los mercados tuvieron un año tristemente olvidable. Tomando como referencia los índices más representativos, en renta variable el S&P cayó 20% en el año y prácticamente idéntica performance tuvo el índice de bonos de alta calidad. El mayor ajuste se dio en los primeros meses del año, en los que las acciones cayeron 25% y los bonos 23%, mientras que en el último trimestre, con un mercado que fue digiriendo el shock de suba de tasas, las acciones repuntaron 7% y los bonos 2%. Si hacemos un análisis más fino de la renta variable, se destacó la dispar performance que tuvieron las empresas *growth* –de alto crecimiento y más dependientes del financiamiento– que presentaron un ajuste de 30% de la mano de las bajas en las principales tecnológicas, mientras que las *value* cayeron “sólo” 7%, dado que los sectores más asociados al ciclo económico tuvieron un leve retroceso, a lo que se sumó el sector energético como el gran ganador del año con un alza de 58%. En cuanto a la renta fija, la suba de tasas goleó en todos los índices y los rendimientos de las corporativas se ampliaron hasta el nivel más alto desde 2008.

Rendimiento anual



Perspectivas. La economía americana y global transitarán 2023 con los riesgos de enfriamiento acelerado del nivel de actividad y con la inflación no cediendo a la velocidad prevista. Esto aporta un contexto resbaladizo para los mercados, principalmente por la consecuencia que tendría sobre los balances de los gobiernos y de las empresas. Recordemos que en los últimos 2 años la deuda global total –pública y privada– subió 30 pp hasta 260% del PBI, situación sólo comparable con lo ocurrido durante las dos guerras mundiales. A pesar de ello y de la volatilidad que generará cada una de las 8 reuniones de la Fed de este año, no esperamos que los mercados repitan una performance tan negativa como la del último año pero tampoco notamos que sea un año de fuerte rebote, especialmente en aquellos sectores que más se endeudaron en los últimos años. Hasta que la inflación no se ubique en el nivel objetivo de la Fed, no podremos estimar el fin del ciclo alcista de tasas. La clave pasará entonces por analizar el impacto del menor dinamismo de la actividad económica y de la menor liquidez en los resultados de las empresas que ya vienen siendo golpeadas desde 2022.

A diferencia de este pasado año, en el que los sectores *value* tuvieron una performance relativa mucho mejor al de los *growth*, en 2023 la performance será más pareja dado que los *value* no tendrán el impulso del sector energético y los *growth* tendrían cierto espacio de recuperación tras el desplome del año pasado. Sin embargo, la desaceleración del nivel de actividad, el ajuste de tasas y el precio de *commodities* en baja nos obligan a ser más prudentes y selectivos en nuestras carteras especialmente durante los primeros meses del año. Las ganancias del S&P para el 4Q22 ya se estima en -1,6% en relación al mismo período del año previo, a lo que se le suma que de un total de 101 compañías, casi el 60% ya realizó preanuncios negativos para el último trimestre del año, muy por encima del 47% promedio de los últimos cuatro trimestres. Por esta razón, aún no vemos momento de entrada para sectores más cíclicos, como el consumo discrecional, a pesar de que el ratio en relación al S&P se ubique por debajo del promedio de los últimos cinco años. Consideramos mantenernos en sectores defensivos y especialmente en utilidades, que registra un P/E de 13,6 vs. 16,4 promedio de los últimos 5 años.

En renta fija, los bonos de alta calidad continúan mostrándose más atractivos de cara a un escenario aún volátil. La fortaleza del dólar sumada a la agresividad de la Fed llevó a estos activos a registrar su mayor pérdida histórica anual (20,3% medidos en el ETF LQD). Ante esta caída, hoy en día registran tasas efectivas de 5,5% en comparación al 2,5% que rendían a fines del 2021. Para bonos categorizados como BBB o más, estas son tasas históricamente atractivas especialmente ante nuestro escenario base planteado. Por esto, mantenemos nuestra recomendación en bonos de alta calidad especialmente por sobre los de mayor rendimiento que promedian yields de 8%. A nivel regional, Europa seguirá estando en un contexto riesgoso, especialmente por el conflicto geopolítico y una inflación que sigue presionando al BCE. A pesar de la buena performance que registró la eurozona en el último



trimestre del año (20,2%), cerró el 2022 en terreno negativo (-19,3%). Esto se debió a la resistencia que viene mostrando el nivel de actividad europeo al contexto de suba de tasas. Sin embargo, el mercado laboral se mantiene firme lo que apuntaría a mayores presiones salariales que dificultarían el retroceso de la inflación, obligando al BCE a mantener su política monetaria contractiva. Por esta razón, por el momento no vemos oportunidad de entrada, especialmente ante la situación de suministro de gas que se mantiene frágil y dependiente aún de Rusia.

Asia sería la región menos golpeada por el escenario de suba de tasas dado que estará favorecida por el mayor crecimiento de China tras la flexibilización de su política sanitaria. Países como Hong Kong o India aumentarán su comercio con el gigante asiático ante el escenario de desglobalización que se está dando a nivel mundial. Ambos países promediaron una caída de 9% durante el 2022, registrando así el menor ajuste de los últimos 10 años (sin contar el 2020). Por su parte, América Latina no se espera que tenga el impulso de la mejora de términos de intercambio aunque sí se vería favorecida por una desaceleración gradual del dólar.

Cartera global Cohen. Con esta visión de los mercados, mantenemos nuestra estrategia de 35% en el segmento de renta variable y 65% en renta fija. Consideramos que los sectores defensivos y las compañías de mayor calidad pueden registrar una menor volatilidad ante el escenario planteado. Por su parte, mantenemos un 5% de la cartera en sector energético dado que puede verse beneficiado por la mayor apertura de China mientras que un 3% se continúa posicionando en el sector de comunicaciones dado el ratio atractivo que mantiene el sector en relación al S&P 500.

**Los datos utilizados en el presente informe tienen fecha de cierre 6 de enero de 2023.*

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.

