



---

por  
MARTÍN POLO,  
estratega en jefe  
de Cohen

---

# EL DILEMA DE POWELL

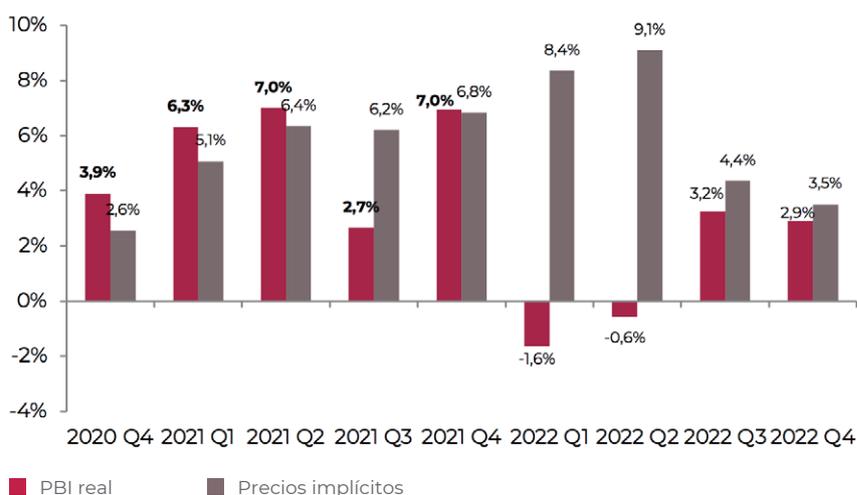
En el último mes el mercado contó con buenas noticias y esto se reflejó en la mayoría de los activos financieros, especialmente en las acciones tecnológicas que fueron las que más cayeron en el inolvidable 2022. En EE.UU. la actividad económica marca un buen dinamismo, con el empleo creciendo y la inflación cediendo. Similar situación se vivió en Europa que esquivó la recesión y logró moderar la inflación gracias a la fuerte caída en el precio del gas natural. A esto se sumó la flexibilización de las políticas sanitarias en China que le permiten recuperar ritmo de actividad luego de la fuerte desaceleración del año pasado. En este contexto, las perspectivas económicas para este año mejoraron, especialmente porque se espera una moderación más suave en la actividad en los países desarrollados mientras que los emergentes aprovechan las ventajas de la aceleración del crecimiento en China. También se debilitó al dólar y le dio soporte a los precios de los *commodities* que se mantienen en niveles elevados. El mercado se envalentona y se ilusiona con que el ajuste monetario estaría llegando a su fin, evitando la recesión y con la inflación convergiendo más rápidamente al nivel objetivo. Por todo esto, proyecta que las tasas de interés de referencia comenzarían a ceder.

Pero la batalla contra la inflación continúa y obliga a la Fed y a los demás bancos centrales a mantener las tasas de interés elevadas. Creemos que el escenario que está descontando hoy el mercado es demasiado optimista, pues sostenemos que con una tasa de desocupación en mínimos históricos, la presión de los salarios limitará el proceso de desinflación y esto obligará a la Fed a mantener las tasas altas por más tiempo. Es decir que debemos balancear la buena noticia de que la suba de tasas está cerca de terminar con aquella que dice que se mantendrán altas por un largo período, situación muy diferente a la de los últimos años en los que el mercado gozó de tasas de interés en niveles mínimos. Mantenemos nuestra visión de un *soft-landing* del nivel de actividad, con una economía que irá perdiendo impulso a medida que el

encarecimiento del crédito comience a impactar en el consumo. También tenemos que tener en cuenta que siguen habiendo riesgos geopolíticos importantes por la guerra en Ucrania y la constante tensión entre China y EE.UU. y podría sumarse un nuevo rebrote de Covid –una costumbre de los últimos dos años–. Con este marco, nuestra cartera global se sigue focalizando en las acciones de sectores defensivos y en bonos de alta calidad para aprovechar las tasas de interés.

**Crecimiento y desinflación en EE.UU.** En el 4Q22 la economía americana mostró la mejor performance del año dado que logró crecer en un contexto de inflación a la baja. Concretamente, el PBI registró una expansión de 2,9% trimestral anualizado mientras que los precios implícitos subieron al 3,5%. Con este resultado, la segunda mitad del año promedió un alza del PBI 3,1% trimestral anualizado con los precios subiendo al 4,1%. Contrasta completamente con la que había marcado durante los primeros seis meses cuando la actividad se contrajo al 1,1% por trimestre mientras que los precios subían al 8%. Así las cosas, pese al endurecimiento de la política monetaria que llevó la tasa de referencia de 0,25% a 4,75% y los temores de la guerra, la economía americana terminó creciendo 2,1%, superando las expectativas del mercado y de la Fed que estimaban que iba a estar por debajo del 2%.

**EE.UU. PBI VAR. TRIMESTRAL ANUALIZADA**



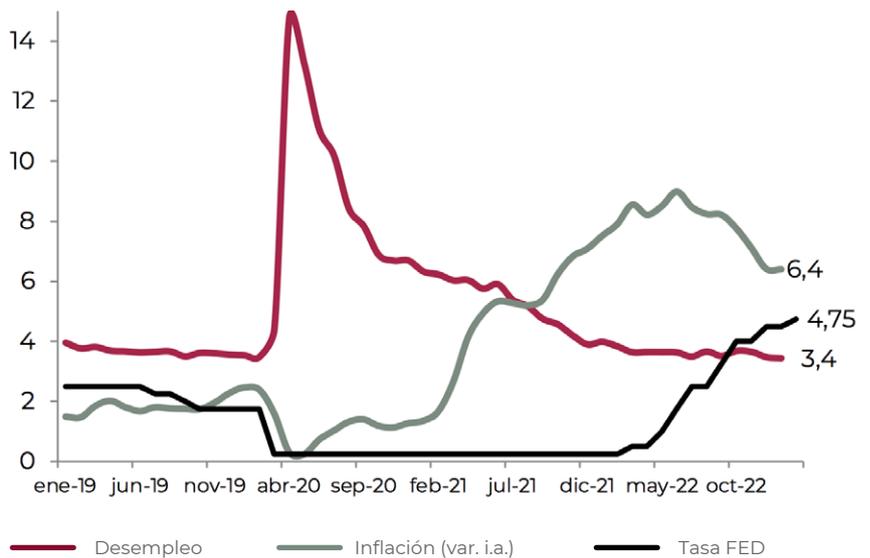
**Pero no todos los componentes brillaron.** Si bien destacamos la resistencia de la economía americana para recuperarse rápido, al analizar los componentes del PBI se destacan señales de preocupación que seguramente van a afectar con más fuerza en los próximos trimestres. Por un lado, fue una buena noticia que el consumo de las familias se mantuviera firme durante el año. Creció 2,8% i.a. apoyado en el consumo de servicios que subió 4,5% i.a. mientras que el consumo de bienes tuvo una caída de 0,4% i.a., incluso mostrando una desaceleración en el último trimestre al crecer 2,1% y cayendo 3,4% en diciembre. El otro componente que aportó al crecimiento fue la acumulación de inventarios que le aportó 0,7 pp, por lo que si excluimos este componente –que resulta volátil y tiende a ser neutral en el mediano plazo–, el crecimiento fue más modesto. El consumo público, las exportaciones netas y la inversión tuvieron una contribución neta negativa al crecimiento. La dinámica del consumo será determinante para este año, pues ya no contaría ni con un mayor impulso del mercado laboral ni con la alta tasa de ahorro que habían logrado los años de pandemia.

**El año empezó con señales mixtas.** Sin dudas la mayor sorpresa en este comienzo de año fue el fuerte crecimiento que marcó el mercado laboral en enero, superando todas las expectativas. Se crearon 517 mil nuevos puestos de trabajo no agrícolas, casi el doble de los que se habían creado en los meses previos, a los que se agregaron otros 377 mil del sector agrícola, totalizando una creación de empleo total de casi 900 mil puestos. Esto compensó con creces el incremento de la población económicamente activa, por lo que la tasa de desocupación bajó al 3,4%, el nivel más bajo desde mayo de 1969. El buen panorama del mercado laboral se completa con salarios que no aceleraron su marcha al marcar un alza 0,3% m/m (vs 0,4% en el último trimestre). Pero más allá de esta sorpresa, los indicadores hasta aquí conocidos apuntan a una desaceleración e incluso contracción debido a lo que

muestra el PMI y la producción industrial. Asimismo, el crédito al consumo se desaceleró fuerte mientras que las exportaciones cayeron. Los próximos indicadores que se publicarán en la segunda mitad del mes podrán dar una señal más firme de la salud de la economía.

**El dilema de Powell.** Luego de hacer la suba de tasas más rápida de los últimos 30 años con cuatro subas consecutivas de 75 pb, en las últimas dos reuniones la Fed parece haber levantado el pie del freno subiendo la tasa en 50 pb y 25 pb, respectivamente. Las declaraciones de Powell tuvieron una buena lectura al confirmar que la inflación está bajando en un contexto en el que la actividad económica evita un *hard landing*. Es un escenario ideal para la Fed y para el mercado, que incluso se ilusiona con que las tasas dejarían de subir y hasta se animan a pronosticar una caída si la actividad se frena más de lo esperado. Sin embargo, los últimos datos de empleo estarían dificultando el camino de la Fed para enfriar la economía, lo que le daría un mayor margen para continuar con la suba de tasas. Powell trata de contener las expectativas marcando que si bien a las tasas le quedarían poco ajuste, se deberían mantener elevadas por más tiempo.

**DESEMPLEO, INFLACIÓN Y TASAS DE EE.UU.**



**Esperando la inflación de enero.** Es cierto que la inflación americana cedió en la segunda mitad del año pasado. Así lo marcó el IPC y todos los indicadores de precios, como el índice de precios implícitos del PBI que marcamos más arriba. Si bien el pico de inflación quedó atrás, el partido que se juega ahora es el de la convergencia al 2%, objetivo de la Fed. En este sentido, cobra relevancia la dinámica de los precios de los servicios que vienen siendo los más resistentes, dado que son los que más tardan en ajustarse. Las expectativas de enero y febrero apuntan a que la inflación subirá por encima de 0,5% mensual, lo que volvería a tensar la cuerda del mercado. El mayor riesgo es que para lograr bajar la inflación, las tasas de interés tengan que seguir subiendo y que la actividad marque un ajuste más forzado.

**Europa baja la inflación y esquivo la recesión.** La guerra ruso-ucraniana es una amenaza latente para la Eurozona, la tercera economía del planeta luego de EE.UU. y China. Sumado al riesgo geopolítico de una escalada del conflicto, la fuerte dependencia de Rusia como proveedor de energía la ponía en una situación muy vulnerable. La escalada del precio del gas natural disparó la inflación y fue una amenaza para el crecimiento. Sin embargo, la fortuna de un invierno más cálido y la provisión de otras energías alternativas le permitieron revertir la tendencia de los precios del gas e incluso abaratarlos y contar con stocks más que suficientes para lo que resta del invierno. La inflación cedió por la menor presión de los precios de la energía mientras que el resto de los precios sigue subiendo por encima de lo *normal*. Ante este panorama, el Banco Central Europeo subió 50 pb la tasa de referencia, hasta 3,0%, y anticipa que tendrá otro ajuste en la próxima reunión de marzo. Los pronósticos de crecimiento para este año tuvieron una leve mejora: se espera que el PBI suba 0,1% i.a. mientras que la inflación quedaría en 5,9%.

**China post cuarentena.** La política sanitaria estricta en China en 2022 hizo que el gigante asiático tuviera uno de los peores años desde

1978, con una marcada desaceleración del crecimiento, sólo superado por la crisis de la pandemia. El golpe fue en el 2Q22 cuando el PBI cayó 2,7% t/t y en el 4Q22 cuando se estancó. Así, el crecimiento en todo el año fue de apenas 3,0%. La flexibilización de la política sanitaria le da espacio para rebotar por lo que se espera que este año acelere el crecimiento al 5,2% por el impulso que tendría el consumo interno producto de un nivel de ahorros históricamente alto para la población del país (14% del PBI vs. promedio histórico de 7%) y sea una de las principales locomotoras del crecimiento global: por cada punto de crecimiento de China, el crecimiento del resto del mundo mejora en 0,3 pp. Esto también se reflejó en las acciones que en el último trimestre del año pasado subieron 30%.

**El impulso de las tecnológicas.** El mayor optimismo del mercado en cuanto a que la Fed podría desacelerar la inflación sin mayores subas de tasas y un freno abrupto de la economía, le dio soporte a las acciones. El segmento *Growth* o de alto crecimiento fue el principal favorecido ya que está compuesto en mayor medida por las tecnológicas, las más sensibles a los movimientos en las tasas de interés por el mayor apalancamiento que poseen. A esto se le sumó la mayor apertura proveniente de China, lo que se espera que impulse una mayor demanda global como así también que aliviane los inconvenientes en las cadenas de suministros dada la gran cantidad de fábricas que no podían operar en ese país debido a los confinamientos. Esto llevó a que en el último mes (entre el 10 de febrero y 10 de enero) el Nasdaq avance 10%, en tanto que el S&P subió 4%, mientras que el Dow Jones se mantuvo estable. Las *Big-Tech* fueron las grandes ganadoras con un alza de 16%, entre las que se destacaron Tesla, Nvidia y Meta con subas de 73%, 43% y 37%, respectivamente.

**Bien los desarrollados y mal comienzo para los emergentes.** El repunte de la renta variable se concentró en los mercados desarrollados. A EE.UU., que subió 4,6%, lo acompañaron la Eurozona, el Reino

Unido y Japón y con subas de 3,9%, 2,2% y 5,5%, respectivamente. Diferente fue el comportamiento de los emergentes que en el mismo período presentaron una ligera caída de 0,2%, con China y Latam bajando 0,6%. Esta última fue arrastrada por Brasil que cayó 3,6% debido a la mala performance de Vale y Gerdau.

**Malos balances, pero mejores perspectivas.** La temporada de balances del último trimestre está mostrando débiles resultados. La tasa de ganancias proyectada marca una caída de 2,9% i.a. -vs -1,6% i.a. antes de iniciar la temporada-. Si no tenemos en cuenta al sector energético, la baja se profundiza a 7,1% i.a -vs. -4,6% i.a.-. Sin embargo, los resultados no golpearon en gran medida a las acciones por los planes de reajuste de costos que están aplicando la mayor parte de las compañías mediante fuertes recortes de personal. Esto demuestra el nuevo *guidance* que están implementando, especialmente las *big tech*, con el objetivo de aumentar la eficiencia y reajustar sus balances.

**Bonos estables.** Si bien el marco general del mercado apunta a un menor ajuste en la tasa de referencia, en el último mes los rendimientos de los bonos del Tesoro americano tuvieron un leve repunte: la UST2Y subió 30 pb hasta 4,48%, mientras que la de los UST10Y subió 15 pb hasta 3,7%. Así volvió a aumentar el *spread* entre ambas (82 pb), síntoma de que el mercado sigue previendo una recesión futura. En este contexto, los índices de renta fija no acompañaron la buena performance de las acciones y tuvieron leves caídas: el índice de bonos del Tesoro americano marcó una baja de 0,3%, los *Investment Grade* -0,1% y los *High Yield* -0,5%. Los bonos que ajustan por inflación -los *Tips*- y los emergentes se diferenciaron al subir 0,3% y 0,5%, respectivamente.

**Commodities en alza.** La apertura que está llevando a cabo China y el conflicto geopolítico de Rusia-Ucrania actúan como sostén de los precios ante un escenario de menor dinamismo de la demanda global. Además, las principales firmas vienen recortando gastos y les deja poco margen para realizar inversiones en energías renovables, llevándolas

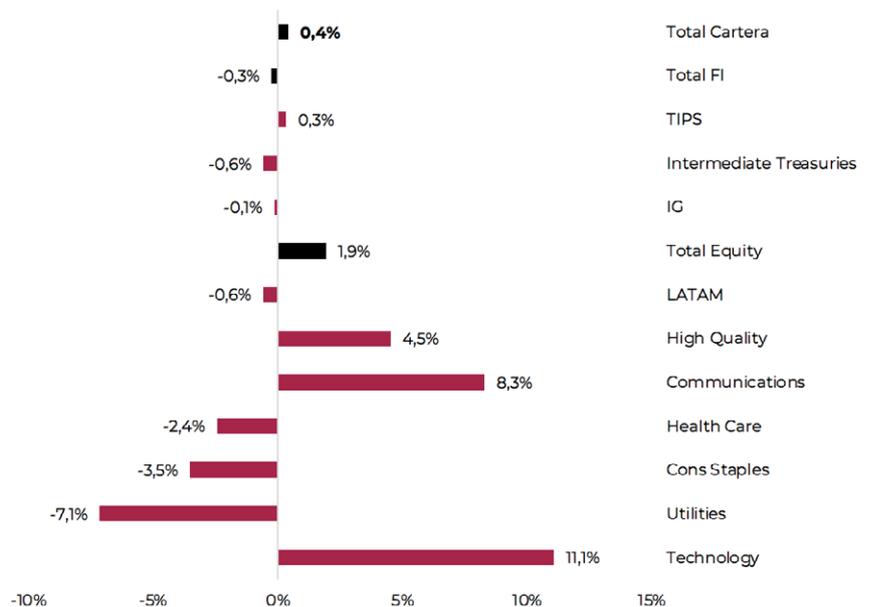
aún a demandar crudo y gas natural. En este contexto, los *commodities* tuvieron un comportamiento volátil en el último mes y terminaron con leves subas. El petróleo subió 4%, el cobre 2% y los agrícolas tuvieron un alza de 1%. Sólo el oro escapó a la tendencia general al marcar una caída de 0,5%.

**Un piso para el dólar.** Con los sólidos datos laborales de EE.UU. y el mercado dudando respecto a las subas de tasas, el dólar se estabilizó luego del fuerte retroceso que tuvo en el último trimestre del año pasado. La moneda norteamericana subió 0,2% medida con el DXY, mientras que contra el Yuan operó estable y contra el Real subió 0,7%.

**El motor de China.** La mayor apertura de la segunda economía del mundo llevó al índice a avanzar casi un 30% en el último trimestre. A pesar de esto, aún se espera una mayor recuperación dado el impulso que tendría el consumo interno producto de un nivel de ahorros históricamente alto. Sin embargo, los conflictos geopolíticos que mantiene China, especialmente con Estados Unidos, nos lleva a ser cautos, por lo que aumentamos nuestra exposición del país mediante la incorporación de mercados emergentes en general. De esta manera se agrega diversificación al mismo tiempo que se aprovecha la expansión que los países asiáticos vayan a tener producto del crecimiento chino. Con esta incorporación se lograría disminuir la volatilidad que pueda registrar China producto de su intervencionismo estatal y el conflicto que mantiene respecto al territorio taiwanés. Al mismo tiempo, los bancos centrales asiáticos comienzan a regularizar su postura agresiva, lo que los ubica en un ciclo económico que favorecería a sus mercados. Con este escenario, consideramos mayor oportunidad en economías como India, Corea del Sur y Taiwán. A pesar de que esta última puede verse afectada por los inconvenientes con China, también se espera que la expansión de consumo beneficie a la industria de semiconductores, que tiene a Taiwán como uno de los principales productores del mundo.

**Cartera global Cohen.** Con la *performance* de los mercados recién comentada, nuestra cartera global repuntó 0,4% en el último mes, acumulando en lo que va del año una ganancia de 2,7%. A diferencia del mes anterior, el segmento de renta variable aportó la mejora (30% de la cartera) y subió 1,9% impulsado por las acciones de las empresas de mayor calidad, de comunicaciones y tecnológicas que compensaron con creces la caída en las acciones defensivas y de LATAM. Esta mejora fue compensada por la caída de la renta fija de 0,6% en el mes, debida principalmente a la caída de los bonos del Tesoro y los *Investment grade*, amortiguados por la mejora de 0,3% que tuvieron los *Tips*.

**RENDIMIENTO CARTERA GLOBAL**  
(10 FEB VS 10 ENE 2023)



**Estrategia:**

Con lo expuesto, nuestro escenario base continúa siendo de *soft landing* para la economía americana. A diferencia del consenso del mercado creemos que la inflación va a ser más alta y el crecimiento más bajo. A pesar de la moderación de las últimas reuniones, el endurecimiento de la

política monetaria del último año irá impactando cada vez más sobre el consumo y el mercado laboral notará el golpe. De hecho, creemos que el muy buen dato de empleo de enero no se sostendrá en los próximos meses y la creación de empleo irá moderándose cada vez más. Por el lado de la inflación, si bien hay algunos items que ayudarán a desinflar el IPC, como los relacionados con los gastos de vivienda, notamos una mayor resistencia en los precios de los demás servicios. Esto demorará el regreso al 2% de inflación al que apunta la Fed. La buena noticia es que no esperamos un aterrizaje brusco de la actividad económica gracias a que la tasa de desempleo se mantiene en niveles históricamente bajos.

En base al escenario de tasas altas, con menor crecimiento económico y con inflación en baja, no modificamos la composición de nuestra cartera global y dejamos la participación de la renta fija en 65% y de acciones en 35%. Creemos que es la mejor combinación en relación riesgo-retorno: con los riesgos de recesión, la volatilidad se mantendrá elevada por lo que mantenemos un sesgo conservador.

En cuanto a la renta fija, mantenemos nuestra exposición sobre los bonos, especialmente de mayor calidad, dado que las tasas actuales de los IG en torno al 5,2% se muestran en niveles históricamente altos para activos de categoría BAA o más, posicionándolos más atractivos que bonos HY que registran retornos promedio de 7,3% pero con niveles mayores de riesgo de crédito. Respecto a la *duration*, consideramos que los de corta y mediana pueden mostrar una mayor recuperación en relación a los de larga, por lo que mantenemos nuestra tenencia de bonos intermedios dado su *ratio* riesgo/retorno actual. Consideramos que nuestra tenencia tanto de bonos IG como *Treasuries* nos otorgarán mayor cobertura para corto y mediano plazo, especialmente respecto a la volatilidad que pueda registrar nuestro segmento de renta variable durante ese período.

Respecto a las acciones, recortamos levemente nuestra posición en

defensivas comenzando así a migrar a segmentos más agresivos en línea con una mirada de más largo plazo. Sin embargo, dada la volatilidad producto de conflictos geopolíticos como también la posibilidad de tasas altas por un mayor período de tiempo, nos mantenemos *overweight*, especialmente en empresas de mayor calidad que registran ratios más atractivos: menor ratio de deuda, posición de mercado sólida, alta capitalización, etc. Con una estrategia táctica, mantenemos nuestra posición sobre el sector energético con el ETF XLE dado que los conflictos geopolíticos y la guerra en Ucrania le aportarán volatilidad y problemas de oferta que sostendrán los precios. Mantenemos nuestra posición sobre LATAM. A pesar de que consideramos que también se verá favorecida, no sólo por la expansión de China sino también por la suba que puedan tener los *commodities*, la volatilidad que está mostrando Brasil nos lleva a ser cautos y no aumentar exposición. Las disputas que está mostrando el presidente Lula da Silva con el jefe del Banco Central llevan a considerar que habrá inconvenientes en el camino económico del país. Por esto, elegimos mantenernos neutrales en la región dada la alta ponderación que tiene el país sobre Latinoamérica.

En cuanto al oro, su cotización viene retrocediendo en el último mes (-0,8%) por lo que no creemos que aún sea un momento de entrada. A su vez, consideramos conveniente esperar a que las mineras comiencen a mostrar signos de recuperación ya que aún proyectan tasas de ganancias para el segundo y tercer trimestre por debajo de su promedio de 5 y 10 años.

Encontramos oportunidades en Asia Emergente, que aprovechará la recuperación en el crecimiento que tendrá la segunda economía global. Con esta incorporación se lograría disminuir la volatilidad que pueda registrar el territorio chino producto de su intervencionismo estatal y el conflicto que mantiene respecto al territorio taiwanés. Al mismo tiempo, los bancos centrales asiáticos comienzan a regularizar su postura

# HOUSE VIEW GLOBAL

agresiva, lo que los ubica en un ciclo económico que favorecería a sus mercados. Con este escenario, consideramos mayor oportunidad en economías como India, Corea del Sur y Taiwán. A pesar de que este último puede verse afectado por los conflictos con China, también se espera que la expansión de consumo beneficie a la industria de semiconductores, que tiene a Taiwán como uno de los principales productores del mundo.

*\*Los datos utilizados en el presente informe tienen fecha de cierre 10 de enero de 2023.*



# 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.

