



por
MARTÍN POLO,
estratega en jefe
de Cohen

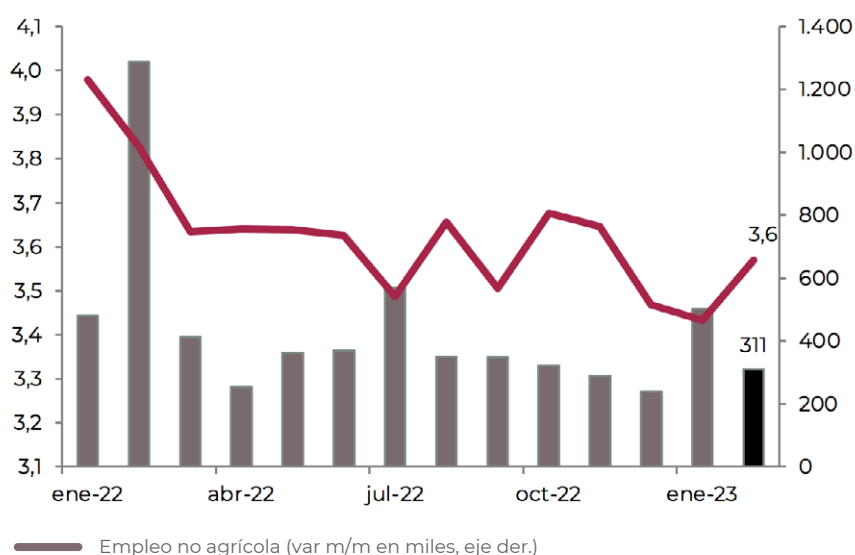
A LA ESPERA DEL 22 M

De nuevo el miedo y la incertidumbre predominan en los mercados globales, especialmente en las últimas jornadas luego de la caída del Silicon Valley Bank. El trabajo de la Fed ya venía cargado porque la actividad da signos de recalentamiento. Esto obligó a Powell a mostrarse más restrictivo: tasas más altas y por más tiempo al previsto. En consecuencia, el mercado se movió previendo mayor ajuste en la reunión del próximo 22 de marzo. Pero apareció un actor inesperado: la caída de un banco. La memoria de la última crisis de 2008 se situó en el centro de la escena. Si bien las autoridades reaccionaron rápido para llevar tranquilidad a los depositantes y a los ahorristas, el miedo se hizo presente. El comportamiento natural fue un flight to quality hacia los bonos del Tesoro y de mayor calidad mientras que las acciones fueron castigadas. Por ahora, el ajuste se concentró sólo en los bancos regionales, pero podrían aparecer nuevos casos. Se abre así un escenario más desafiante en el que la Fed deberá combinar una política monetaria más restrictiva para controlar la inflación pero al mismo tiempo asegurar la liquidez del sistema financiero y evitar una crisis sistémica. Así las cosas, para el mediano plazo mantenemos nuestro escenario de soft-landing en el que preferimos bonos de alta calidad y acciones defensivas. Sin embargo, para el corto plazo, recomendamos aumentar la posición en activos líquidos y seguros, especialmente bonos del Tesoro. Asimismo, aconsejamos evitar la exposición en el sector bancario, tecnológico y bonos corporativos de mayor rendimiento ante la volatilidad que marcarán los mercados hasta que se asegure que el sistema financiero esté más saludable.

Boom de empleo. El mercado laboral se mantiene pujante. Tras los 510 mil nuevos puestos de trabajo no agrícolas creados en enero, en febrero se crearon otros 311 mil. Nuevamente superando ampliamente las expectativas del mercado de poco más de 200 mil. Con este resultado, en los primeros dos meses del año la creación de empleo no agrícola

promedió 408 mil puestos de trabajo por mes, muy por encima de los 284 mil mensuales que se habían generado en el último trimestre del año pasado. La aceleración en la creación de empleos se explica por la dinámica del sector privado en general y el de servicios en particular: en los últimos dos meses crearon 290 mil puestos por mes, 40% más de lo que habían creado en el trimestre anterior. Si bien el empleo agrícola en febrero se redujo en 134 mil personas, en los dos primeros meses tuvo una creación neta de empleos de 128 mil por mes, revirtiendo la caída de 153 mil mensuales del 4Q22. Así las cosas, con la aceleración conjunta del empleo no agrícola y agrícola, en lo que va del mes el empleo total promedió 536 mil nuevos puestos por mes contra 131 mil del último trimestre del año pasado.

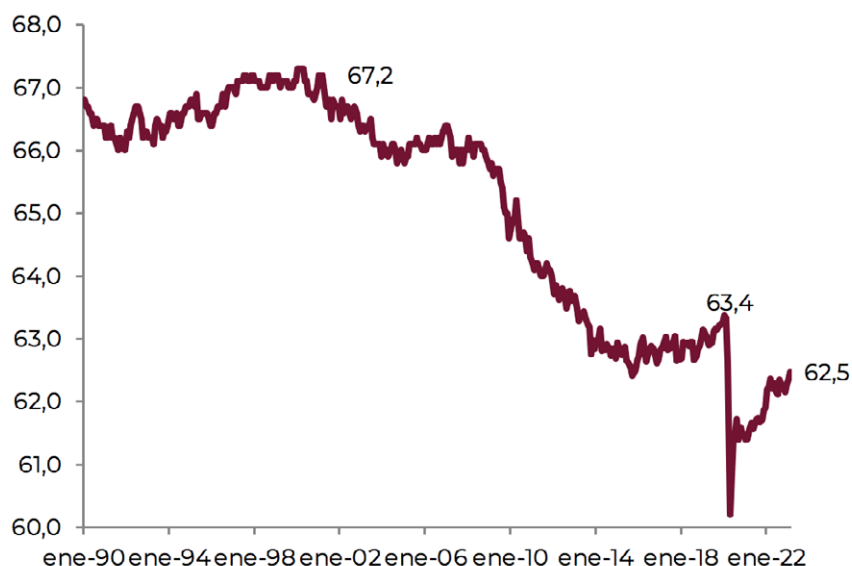
EE.UU. INDICADORES LABORALES



Más gente quiere trabajar. La aceleración en la creación de empleos no fue suficiente para compensar el aumento de la población económicamente activa (PEA) que llegó a 62,5% (643 mil personas por mes). Recordemos que la tasa de participación laboral –la relación entre la cantidad de trabajadores respecto a la población en condiciones de

trabajar– tiene una tendencia declinante de largo plazo, pero con la pandemia tuvo una caída mucho más pronunciada –de 63.2% a 60.2%–. Si bien se fue recuperando desde el mínimo, aún tiene espacio por recorrer –más de 2 millones de personas en caso que vuelva al nivel pre pandemia–. Con este resultado, la tasa de desocupación subió de 3,4% a 3,6% y aún se mantiene en niveles históricamente bajos. A esto se sumó que los salarios operaron estables: el salario por hora subió 0,2% m/m y 4,7% i.a. Este contexto le pone menor presión a la inflación, al menos en el corto plazo.

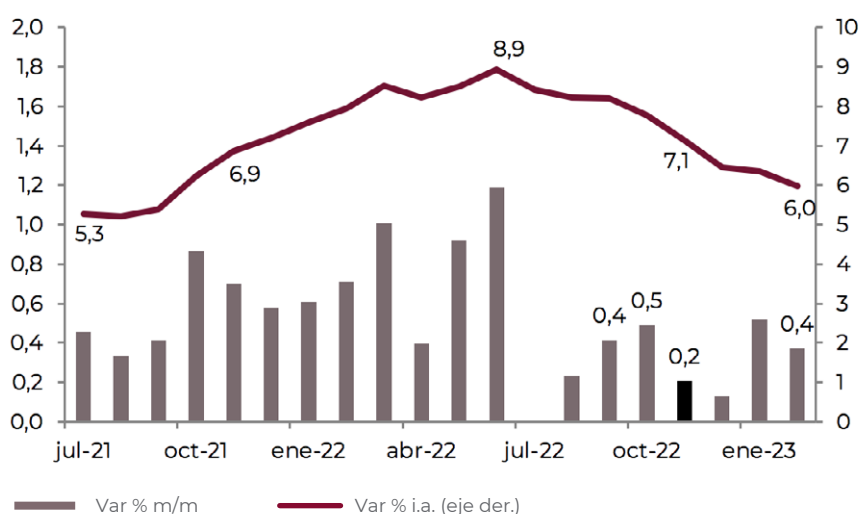
EE.UU. TASA DE PARTICIPACIÓN LABORAL



La inflación se mantiene elevada. La inflación vuelve a estar en el centro de la escena y le baja el tono al proceso de desinflación que venía destacando el *mercado* y la propia Fed en sus declaraciones de fin de año y principios de enero. Enero avisó con un alza de 0,52% m/m en la general y en febrero marcó 0,37% m/m acumulando en los últimos doce meses un incremento del 6,0%. Peor aún fue la *performance* del IPC core que marcó una suba de 0,45% m/m, la más alta desde septiembre

por lo que la variación anual se mantuvo en 5,5%. La resistencia del IPC *Core* se debe a la dinámica del precio de los servicios que subieron 7,3% i.a. mientras que la de los bienes lo hace al 1,0% i.a. Las primeras estimaciones de marzo apuntan a una inflación similar a la de febrero. Si bien el consenso de mercado destaca que la inflación anual se viene moderando, creemos que el proceso hasta llegar al nivel objetivo será lento en un escenario de crecimiento moderado o de *soft-landing*.

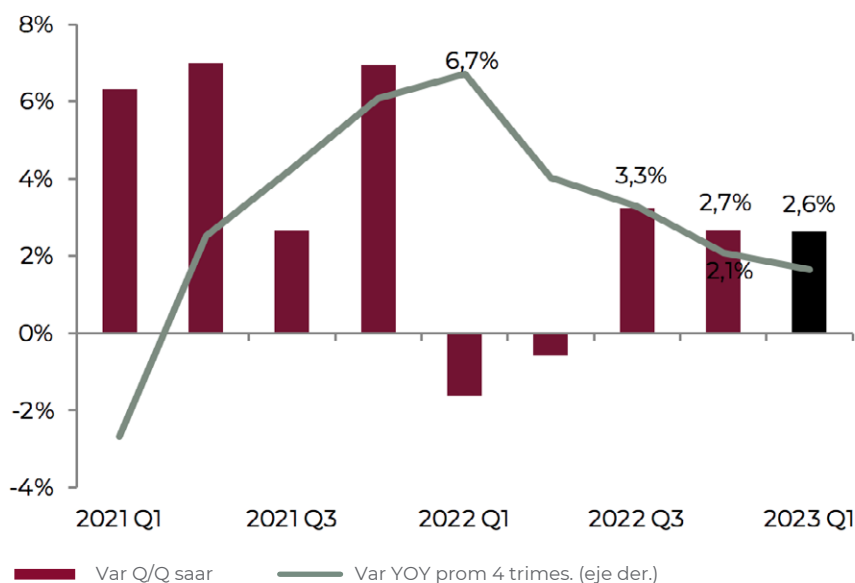
EE.UU. ÍNDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR



No landing... por ahora. Además de la mejora en el mercado laboral, también se registraron avances en la producción manufacturera y de servicios, al tiempo que los indicadores de confianza del consumidor continuaron mejorando. Con todo esto, las perspectivas de crecimiento para el 1Q23 –de acuerdo al *nowcast* de Atlanta– apuntan a un aumento del PBI de 2,6% t/t anualizado –igual al del 4Q 22– y quedaría 2,0% por encima al de un año atrás. El mayor aporte viene del consumo privado, que marcaría un alza de 4,4% t/t, seguido por la inversión fija, que lo haría al 1,0% t/t. Así las cosas, a pesar del alza de tasas de interés del último año, la actividad sigue creciendo y el mercado laboral en alza

con tasa de desempleo en mínimos históricos. En la medida en la que el mercado laboral no disminuya su ritmo, la masa salarial seguirá en alza limitando la moderación del consumo, todo lo cual hará más difícil bajar la inflación.

PBI DE EE.UU.

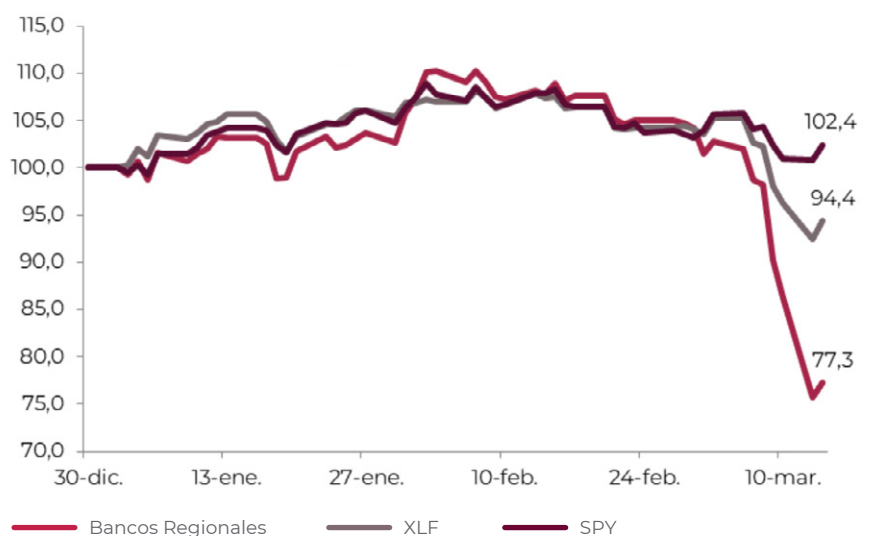


¿Déjà vu de 2008? La suba de tasas y el deterioro que tuvo el mercado en 2022, con fuerte caída de bonos y acciones, especialmente de las tecnológicas, comenzó a mostrar su impacto en la economía real con la caída de Silicon Valley Bank (SVB). El SVB era una entidad financiera que estaba entre las 20 principales de EE.UU. y se caracterizada por operar principalmente compañías *start-ups* –es decir firmas de alto riesgo y altas necesidades financieras–. Durante el período de tasas ultra bajas, este tipo de compañías captaban mucho financiamiento que luego lo depositaban en el SVB quien a su vez, invertía estos instrumentos en bonos del Tesoro y en cédulas hipotecaria –MBS–. Con la fuerte suba de tasas que hizo al Fed en el último año y el escenario adverso, el financiamiento de estas empresas quedó limitado y

comenzaron a aumentar sus necesidades de liquidez al tiempo que las atractivas tasas de los bonos de corto plazo llevaron a disminuir el volumen de depósitos, lo que terminó de impactar en la liquidez de la entidad. Dado que gran parte de las tenencias del banco se encontraban en bonos del Tesoro que había adquirido en 2021 tuvieron que venderlos para aumentar la liquidez y asumir la pérdida dada la baja que tuvieron esos bonos con el alza de las tasas de interés. El miedo escaló y el retiro de depósitos se aceleró (los clientes de SCB retiraron USD 42.000 M en un solo día) y la empresa colapsó casi un 60% en sólo una jornada. Esto golpeó a las acciones de todo el sector bancario, especialmente al índice de acciones de bancos regionales que entre el 8 y el 14 de marzo (último dato disponible) cayó 20%, mientras que el XLF, que agrupa a las empresas de todo el sistema financiero, incluido los bancos de inversión y compañías de seguro, tuvo una caída más moderada del 8%.

ACCIONES DEL SISTEMA FINANCIERO

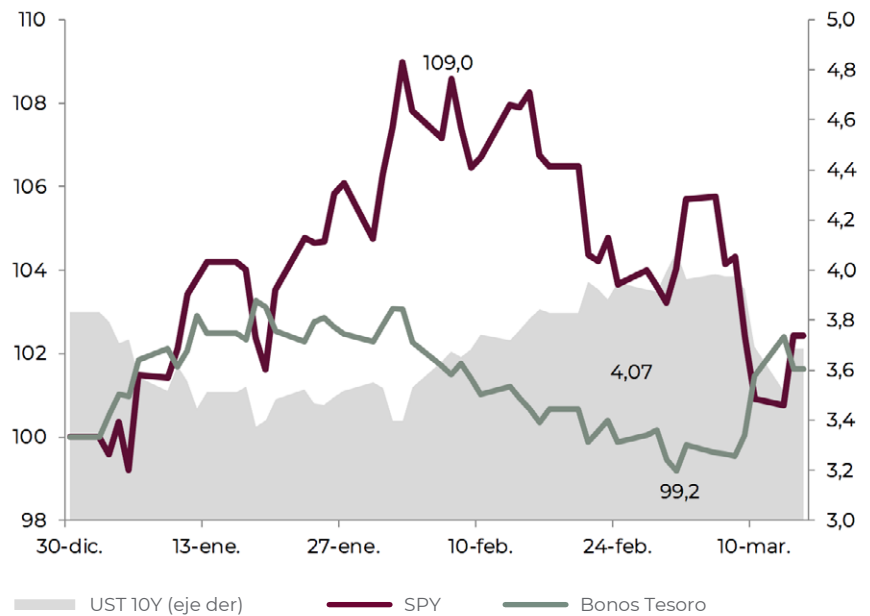
31DIC22 = 100



Whatever it takes. Sabido el impacto que tiene la caída de un banco sobre todo el mercado, luego de no alcanzar la solvencia suficiente, el SVB fue absorbido por el regulador financiero de California. La medida fue tomada con el objetivo también de evitar las corridas y el efecto contagio hacia otras entidades, llevando a SVB a oficializar su cierre registrando la segunda mayor quiebra bancaria desde la Gran Recesión luego de Washington Mutual en 2008 (LB era un banco de inversión sin depósitos). A pesar de que los grandes bancos no tienen clientes con tantas necesidades de financiación, el efecto negativo podría venir del contagio dado que estas entidades también mantienen en sus portfolios tenencias de bonos del Tesoro. Por el momento, tanto el Tesoro como la Fed aseguraron liquidez al sistema –aprobaron un paquete de fondeo adicional por USD 25.000 M– de manera de proteger a los depositantes y a los accionistas. El objetivo de la Fed y del propio Biden es proteger a la economía americana y fortalecer la confianza en el sistema financiero. El sistema financiero está mucho más sólido que en la crisis de 2008 y en las últimas dos jornadas se estabilizaron las acciones bancarias favorecidas por los bancos grandes que captaron la fuga de depósitos del resto del sistema. Sin embargo, dada la interconexión del sistema financiero, la crisis puede tener nuevos capítulos, por lo que recomendamos mantener la prudencia. Al mismo tiempo, probablemente los bancos estén más restrictivos a la hora de prestar, lo cual limitará la capacidad de crecimiento de una economía altamente bancarizada.

Volatilidad y flight to quality. En el último mes, el mercado americano padeció de incertidumbre. En primer lugar fue impulsada por la expectativa de un ajuste monetario más agresivo al que pensaban a principio de año y luego por el *flight to quality* –o vuelo a la calidad– que generó la corrida bancaria contra el SVB. El primer efecto fue mayor presión sobre los rendimientos de los bonos del Tesoro americano que alcanzaron los niveles más altos desde 2007 (la tasa a 3

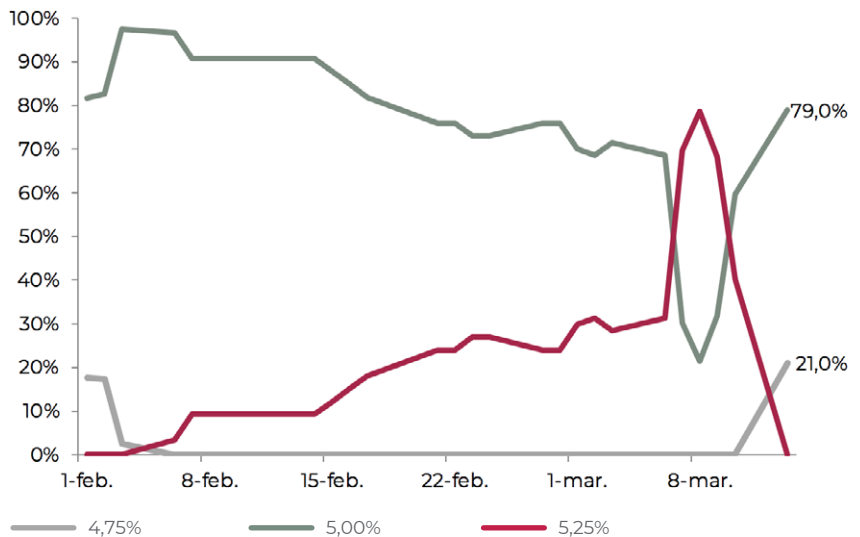
meses llegó a 5,25% mientras que las tasas de los bonos a 2 y 10 años subieron hasta 5,07% y 3,92%, respectivamente) y con el spread entre tasas cortas y largas más amplio de la década. El segundo efecto tuvo el impacto inverso: los temores a una crisis de mayor magnitud disparó la demanda por activos seguros –los bonos del Tesoro subieron 2,1% en tres ruedas- y con ello los rendimientos quebraron la tendencia alcista y retrocedieron a los niveles más bajos del año (la de 3 meses cayó hasta 4,49%, la de 2 años a 3,98% y la de 10 años a 3,69%). Ante la elevada volatilidad e incertidumbre, el mercado está evaluando los efectos entre una política más restrictiva para bajar la inflación o una política más laxa para limitar el riesgo sistémico. En este contexto, los bonos del Tesoro y los bonos corporativos de alta calidad fueron los ganadores del último mes (entre el 14 de marzo y el 10 de febrero) al marcar un alza de 1,6% y 1,1%, respectivamente, en tanto que los de alto rendimiento y emergentes tuvieron una leve caída. Por el lado de las acciones, el S&P cayó 4% arrastrado por la mala *performance* de los sectores cíclicos. Si bien tuvo bajas generalizadas entre los sectores, este resultado estuvo impulsado por las acciones del sistema financiero que cayeron 12% mientras que las acciones tecnológicas tuvieron un comportamiento mucho más estable. Vale destacar que también influyó en la mala *performance* del mes, la caída de 9% en las acciones del sector energético, que estuvo asociado a la baja del precio del petróleo producto de los temores de recesión y de los mayores inventarios.



Esperando el 22 M. La combinación de una economía con signos de recalentamiento con riesgos de liquidez en el sistema financiero, hacen más desafiante la decisión que tome la Fed en cuanto a la suba de tasas de interés. Recordemos que la última reunión había aminorado el ritmo de suba a 25 pb luego de una año de fuerte subas y el mercado venía previendo un ajuste de otros 25 pb, pero en la último discurso de Powell en el Congreso reconoció que, ante la resistencia a la baja de la inflación y la tensión en el mercado laboral, el nivel final de las tasas de interés probablemente sea más alto de lo esperado. Sin duda que el evento de SVB le agrega incertidumbre dado que un ajuste más agresivo podría traer mayores complicaciones al sistema financiero y temores sobre el riesgo sistémico. Por el momento, creemos que la Fed priorizaría la lucha contra la inflación y que subiría la tasa en 25 pb. Volver a acelerar la suba iría en contra de la credibilidad sobre el diagnóstico de la entidad, ya que en los últimos dos meses no tuvo un evento extraordinario que justifique un cambio de escenario.

PROBABILIDAD DE TASAS PARA EL 22 DE MARZO

HOY 4,75%

**Estrategia:**

Con lo expuesto, nuestro escenario base continúa siendo de *soft landing* para la economía americana aunque –tras el muy buen primer trimestre– esperamos que el crecimiento desacelere sensiblemente en lo que resta del año. A diferencia del consenso de mercado, creemos que la inflación va a ser más alta por lo que la política monetaria seguirá siendo restrictiva. La situación del sistema bancario es un foco de atención, aunque en el corto plazo no esperamos una crisis sistémica dada la rápida respuesta del gobierno para mantener la liquidez y solvencia de los bancos. Para el corto plazo, nuestra posición táctica es mantenerse sobreponderado en bonos de alta calidad y de corta duración. En tanto que para la renta variable, en el corto plazo reducimos la exposición en los sectores cíclicos dados los temores de menor nivel de actividad. Para un horizonte de inversión de mayor plazo, mantenemos nuestra exposición a los sectores defensivos y bonos *Investment Grade*, dado que el *spread* con las tasas de bonos del Tesoro tenderá a reducirse. En base al escenario de altas tasas, con

menor crecimiento económico y con inflación en baja, no modificamos la composición de nuestra cartera global dejando la participación de la renta fija en 65% y de 35% en acciones. Creemos que es la mejor combinación en relación riesgo retorno. Con los riesgos de recesión la volatilidad se mantendrá elevada, ante lo cual elegimos mantener un sesgo conservador.

**Los datos utilizados en el presente informe tienen fecha de cierre 14 de marzo 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.

