

---

por MARTÍN POLO,  
estratega en jefe  
de Cohen

---

# NUEVO CICLO

Con la economía recalentada, se terminó el ciclo de tasas bajas y política fiscal expansiva. Nace un ciclo de rebalanceo que apunta a reducir la hoja de balance de la FED y corregir el desequilibrio fiscal. El foco se centra en bajar la inflación. ¿Qué otros desafíos enfrenta la economía global? ¿Cómo posicionarse en este contexto?

El apuro por recuperar el nivel de actividad, con una fuerte expansión fiscal y monetaria, desoyó el desequilibrio que estas medidas generaban. Recuperada la actividad, y con la mira puesta en reducir la inflación, resulta necesaria una reversión de la política fiscal y monetaria. La guerra en Ucrania y los temores por la salud de la economía China complican la tarea, dada la mayor presión que imponen los precios de las materias primas y el riesgo que genera para la economía global la caída en la actividad del gigante asiático.

La FED acelera el endurecimiento de la política monetaria y le pone fin al ciclo de abundante liquidez. Con tasas de interés más elevadas y sin margen para una política fiscal expansiva, la actividad económica pierde impulso y corre el riesgo de entrar en un ciclo recesivo, si es que la inflación golpea al ingreso real de la población. En este contexto, y tras la “fiesta” vivida en 2021 con notables ganancias en las acciones, en 2022 el mercado vive el peor inicio del último siglo, con un importante ajuste tanto en renta fija como en renta variable.

Si bien no esperamos que la inflación se acelere, creemos que seguirá superando el nivel objetivo de la FED, por lo que las tasas de interés seguirán un camino alcista que le aportará volatilidad al mercado. Para el corto plazo, seguimos recomendando estrategias defensivas, apuntando a los sectores con menor volatilidad, e ir aprovechando las elevadas tasas de interés en bonos subsoberanos y corporativos de alta calidad.

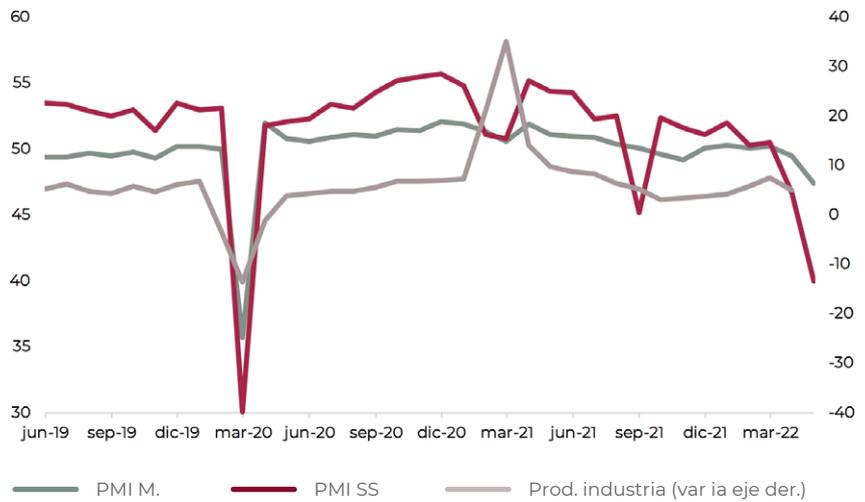
## China pone en jaque a la economía global

Con la política de “cero COVID”, China intensificó la cuarentena en las principales ciudades y la actividad le empieza a pasar factura, poniendo en riesgo la meta de crecimiento del 5,5% para este año. Concretamente, el PMI de servicios marcó 36,3 puntos – vs 42 del mes previo –, el nivel más bajo desde marzo del 2020. Aunque con menor intensidad, el freno también lo mostró el PMI de manufacturas, que cayó hasta 46 puntos. Este índice presenta una importante relación con el crecimiento de la producción industrial, que en marzo todavía se mostraba en crecimiento (5% a/a), pero que es probable que observe una importante desaceleración en los meses que vienen.

Otro indicador del impacto de la esta política fue el comercio exterior de abril, en el que las exportaciones chinas crecieron sólo 3,9% i.a. – 10 pp menos de que lo venían haciendo –, al tiempo que las importaciones se estancaron, confirmando la performance de marzo. Por su parte, en las proyecciones de abril del FMI, incluso antes de conocerse lo fuerte que resultó la nueva cuarentena, ya marcó que China va a crecer al 4,3% en 2022, lo que representa una importante disminución desde el 5,6% de su anterior proyección.

El efecto de una menor producción industrial china también afectará al mundo, ya que amenaza a las cadenas logísticas globales, que son muy dependientes de bienes semi-industrializados de ese país. Es importante destacar que la cuarentena trae el peor efecto para países exportadores de commodities, como lo es la región latinoamericana: disminuye la demanda de materias primas y aumenta los precios de bienes industriales.

**CHINA: PMI VS PRODUCCIÓN INDUSTRIAL**



### Rusia dispara los commodities

La invasión rusa continúa, las sanciones se profundizan y sus efectos también. Luego de más de dos meses de la invasión a Ucrania, en Europa avanza la discusión de no importar gas ni petróleo de Rusia. Los efectos de la disminución de productos energéticos de Rusia a nivel global serían considerables, ya que representa el 12% de la producción global de petróleo y el 16% de gas.

Los efectos ya se empiezan a sentir hasta en EE.UU, donde el gas alcanzó los USD/BTU 8,8, su mayor registro desde el 2008, cuando el boom del shale gas no había comenzado. En marzo de este año, el 75% de los envíos de gas americano fueron a parar a Europa, en comparación con el 44% del año pasado. Adicionalmente, los problemas con la producción agrícola continúan, donde se estima que la cosecha de trigo de Ucrania – uno de los cuatro mayores productores mundiales – caerá al menos un 35% debido a la guerra.

En este sentido, incluso en un escenario con menores proyecciones de crecimiento globales – 3,6%, frente de 4,9% anterior del FMI –, los precios de los commodities agrícolas y energéticos se mantienen

bastante firmes. El trigo presentó una suba de 6% en el mes y el maíz de 2%, mientras que la soja mostró una caída de 4%. El petróleo Brent, por su parte, presenta una suba de 11%. Sin embargo, con la desaceleración global, particularmente la de China, los metales muestran caídas importantes. El cobre cae 11%, mientras que el mineral de hierro lo hace un 12%.

**INDICE DE PRECIOS DE COMMODITIES  
EN USD CORRIENTES 2010=100**



**Tropezó la actividad**

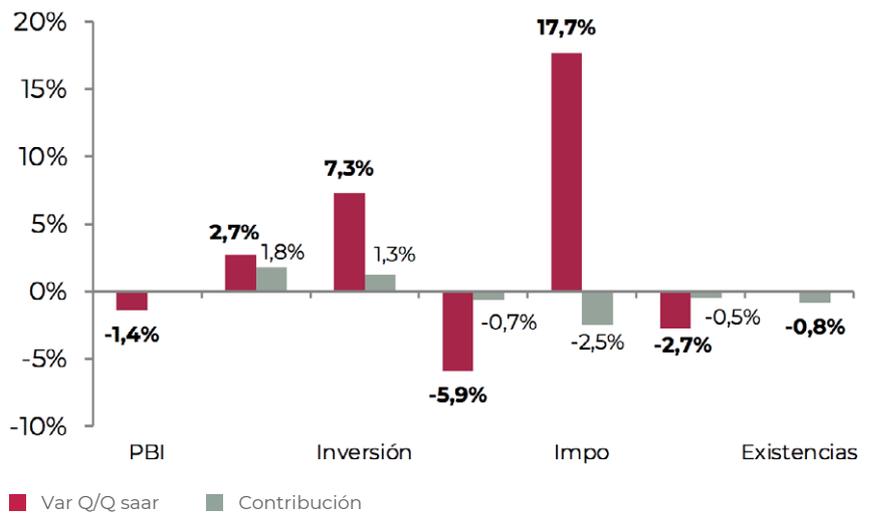
En la primera estimación del año, el PBI profundizó la tendencia a la baja que se venía observando en el segundo semestre del año pasado. De hecho, tras crecer a un ritmo del 6,5% trimestral en el primer semestre de 2021, en el segundo bajó a 4,6%. En el 1Q22 el **PBI marcó una caída anualizada de 1,4% t/t**, muy por debajo a las expectativas del mercado, que esperaba una expansión en torno al 1,5% t/t. Fue la primera caída tras seis trimestres consecutivos de recuperación – luego del desplome que había tenido por los efectos de la pandemia –.

## HOUSE VIEW GLOBAL

Esta tendencia obedece al deterioro de las cuentas externas – por mayor impulso de las importaciones – y a la contracción que viene marcando el gasto público luego de la fuerte expansión del déficit en 2020. Concretamente, la caída de 1,4% en el 1Q22 fue porque las exportaciones netas que le restaron 3,2 pp al PBI – con exportaciones cayendo 6% t/t e importaciones subiendo al 18% –, además de la influencia de la desacumulación de inventarios, que le restaron 0,8 pp, y la contracción del gasto público en 2,7% t/t, que le restó otros 0,5 pp (esto se explica principalmente por la caída de 5,9% t/t del gasto federal por menores transferencias y gastos en defensa). Esto fue compensado en parte por el consumo privado, que de la mano de alza del consumo de servicios, subió 2,7% t/t y le aportó 1,8 pp al PBI, y por la inversión, que creció 7,3% y aportó 1,3 pp.

Con este resultado, el PBI a precios constantes quedó 3,6% por encima del mismo trimestre del año anterior, promediando en los últimos 4 trimestres un alza de 6,6%. Mientras tanto, los precios implícitos del PBI siguieron acelerando, marcando una suba de 8% t/t en el trimestre – el mayor incremento desde el 2Q81 –, por lo que en términos nominales el PBI creció 6,5% en los primeros 3 meses del año y 11% en el último año.

### EE.UU PBI 1Q22

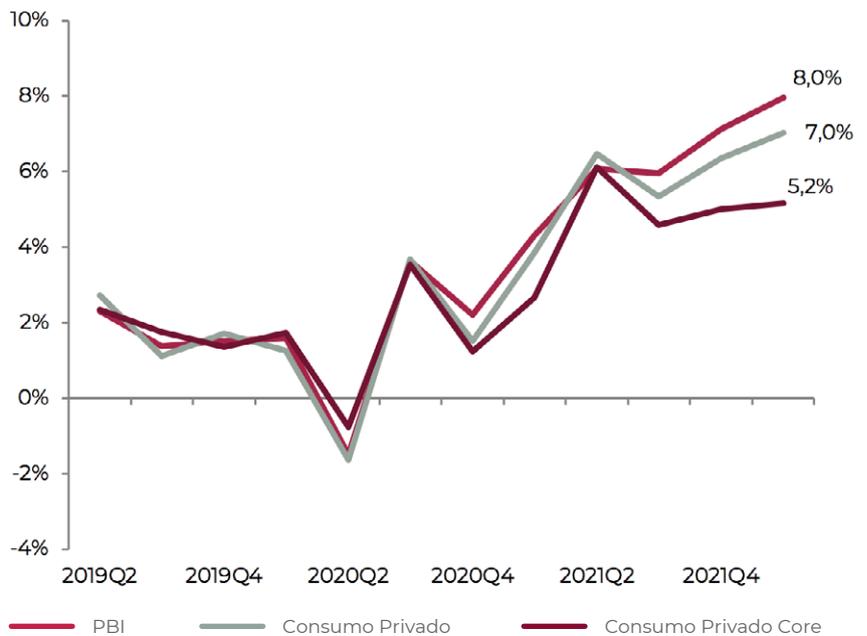


La inflación acelera

Pese a la caída en el nivel de actividad en los primeros 3 meses, la inflación no dio señales de moderación. Si bien fue evidente el impacto del alza en los precios de la energía y de los alimentos, los precios en general acentuaron la tendencia que se venía registrando en los trimestres previos. Así, **el deflactor del PBI marcó una suba de 8% t/t anualizado** (en los últimos doce meses subió 6,8%), en la que todos los componentes se aceleraron. Por caso, el índice de precios implícitos del consumo privado (PCE), que utiliza la FED para medir la inflación, subió 7,0% t/t % (los precios de la energía y alimentos lo hicieron 43% t/t) y 6.3 i.a., mientras que el PCE Core subió 5,2% t/t – idéntico resultado que el acumulado de 12 meses –.

Analizando la evolución mensual, se aprecia mejor la aceleración que la inflación está teniendo en el margen, dado que en marzo el IPC subió al 16% anualizado (1,2% m/m) y el PCE lo hizo al 11% anualizado (0,9% m/m). El dato aliviante, y que le trajo buenas noticias a la FED y al mercado, fue que la medición core moderó su marcha, al subir al 4% anualizado.

EE.UU. PRECIOS IMPLÍCITOS  
VAR T/T ANUALIZADA



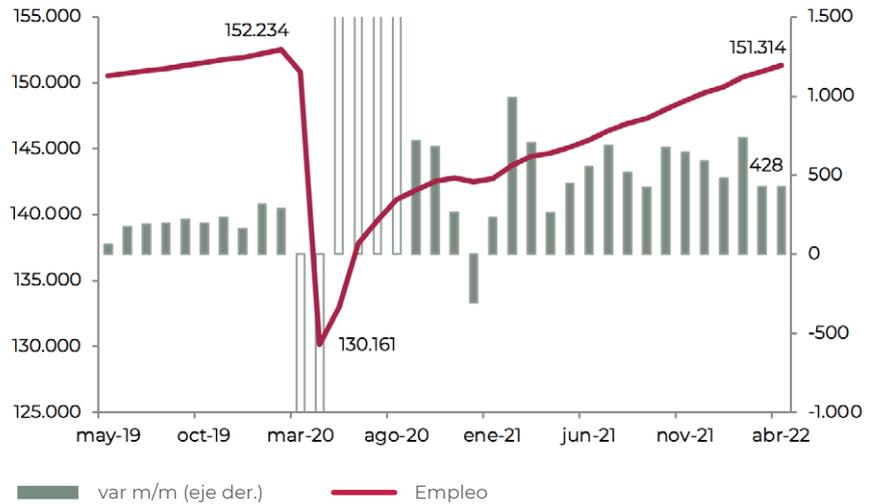
## El empleo se mantiene robusto

Pese a la desaceleración que marcamos en el nivel de actividad, la dinámica del empleo se mantiene robusta, con la tasa de desocupación en el mismo nivel que antes de la pandemia, siendo uno de los niveles más bajos de la historia. Concretamente, en abril se crearon 428 mil nuevos puestos de trabajo no agrícolas, levemente por debajo del ritmo promedio que marcó los doce meses previos (550 mil al mes). Al mismo tiempo, debido a que el empleo agrícola cayó en 781 mil, el empleo total se redujo en 353 mil nuevos puestos. Dado que la tasa de participación laboral bajó de 62,4% a 62,2%, esto permitió que, a pesar de la caída del empleo total, **la tasa de desempleo se mantenga en 3,6% en abril.**

La recuperación del empleo privado se da en un contexto en el que los salarios vienen creciendo por debajo de la inflación, acumulando en el último año una caída de 2,5% en términos reales. Así las cosas, el mercado laboral se mantiene con muy buen dinamismo, con el empleo privado creciendo al 4.6% i.a., muy por encima del crecimiento del PBI, que lo hace al 3,0% y casi triplicando la dinámica que mostraba previo a la pandemia.

Pese a la fuerte recuperación de los últimos dos años, si bien el PBI es 3% mayor al que tenía previo a la pandemia, la cantidad de empleos no agrícolas se ubica en 1,2 millones (0,5%) abajo: hay 650 mil menos en el sector público y 563 mil menos en de sector privado – de los cuales 400 mil corresponden a servicios –, mientras que la cantidad de desocupados tiene solo 200 mil personas más, dado que la tasa de participación se redujo a en 400 mil personas (de 63,3% en febrero 2020 a 62,3% en abril).

### EMPLEO NO AGRÍCOLA: CANTIDAD DE PERSONAS



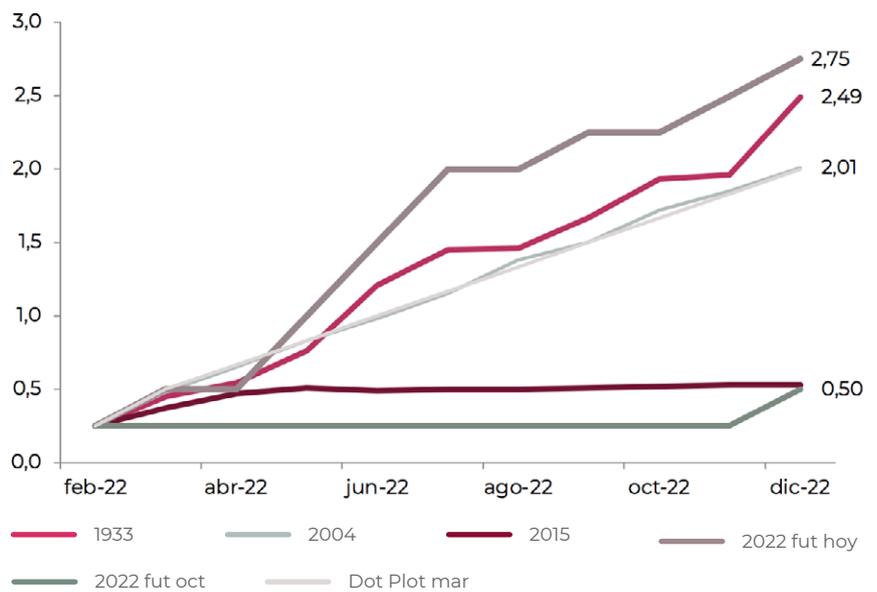
### La FED quiere recuperar el tiempo perdido

Ante este contexto de recuperación del empleo y con la inflación superando el 8% anual, la FED reafirmó el mensaje que había dejado en la reunión de marzo y endureció su política monetaria. De esta manera, terminó el ciclo de tasas de interés bajas y comienza su programa de retiro cuantitativo que, como es habitual, no será fácil de digerir para el mercado, más aún considerando la notable expansión monetaria que había generado en los últimos dos años.

Así, en la reunión del 4 de mayo, la FED subió 50 pb su tasa de interés de referencia, hasta 1%, la mayor suba desde el 2002 y la segunda suba consecutiva por primera vez desde 2006. Sin embargo, queda aún por debajo del 1,75% que marcaba antes de la pandemia. Si bien Powell descartó un alza de 75 pb en la próxima reunión, el mercado está proyectando una dinámica de tasas más agresiva, previendo que para fin de año lleguen a 2,9%. De concretarse, **sería la corrección más fuerte desde al menos los años 90', y mostrándose en línea con la mayor inflación en 40 años.**

Adicionalmente, anunció que comenzará con el retiro de USD 30 MM en bonos del Tesoro y USD 17,5 MM en activos con respaldo hipotecario por los próximos tres meses. Posteriormente, hará lo propio con USD 95 MM. Este programa de retiro es considerablemente más fuerte que el realizado 2018, pero también su balance duplica al de aquella situación – USD 9 billones de dólares, vs 4 billones antes –.

**CICLO DE SUBA DE TASAS  
CAMINO A SEGUIR SEGÚN OTROS PERÍODOS**



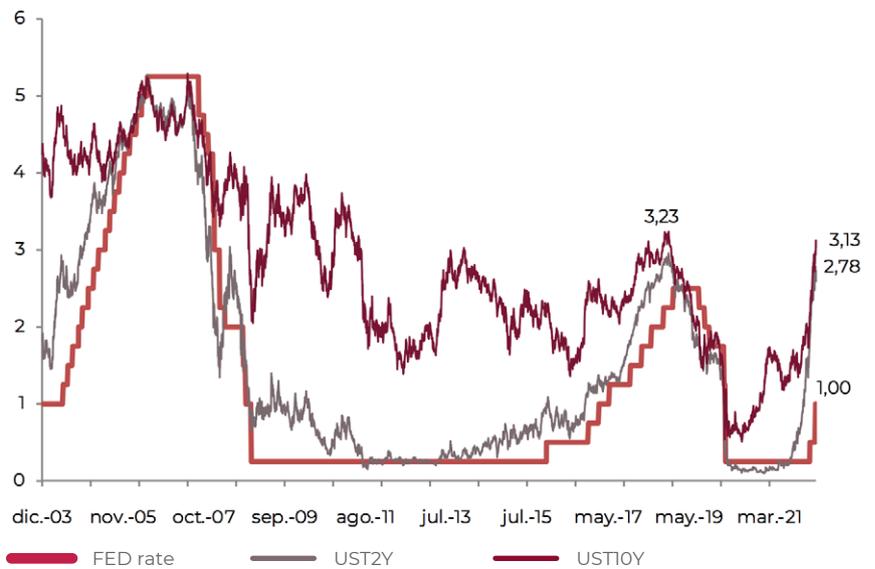
**Las tasas de interés suben**

Con la FED más agresiva, combinando la venta de títulos con el alza en la tasa de referencia, los rendimientos de **los bonos del Tesoro americano aceleraron su recorrido alcista, llegando al nivel más alto desde 2018.**

A diferencia de lo ocurrido hasta marzo, donde el mayor aumento lo marcaba la parte corta de la curva, la tasa que más subió en el último mes fue la de los bonos a 10 años, que avanzó 80 pb, el doble de lo que aumentó la tasa a 2 años, por lo que la curva de rendimientos se

normalizó. En lo que va del año, la tasa a 2 años pasó de 1,2% a 2,7%, la de 5 años de 1,26% a 3,07% y la de 10 años de 1,51% a 3,14%. Pese a esta suba, las tasas siguen siendo negativas en términos reales, marcando el peor registro desde 1981.

**RENDIMIENTO DE BONOS**



**Mercados sin piso**

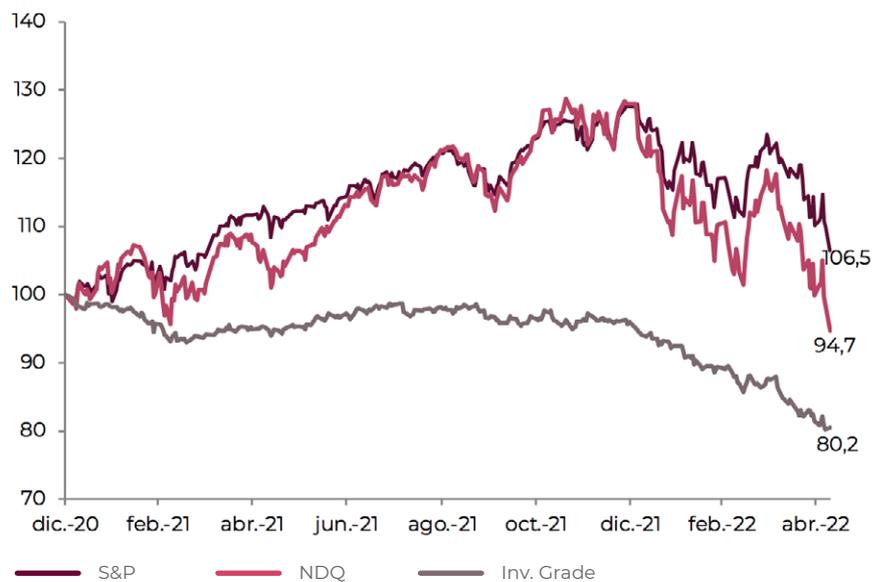
El alza que vienen teniendo las tasas de interés, en conjunto con las preocupaciones por la desaceleración de la actividad económica, continúan teniendo efectos nocivos para los mercados, tanto en renta fija como en renta variable, **marcando el segundo peor arranque de año de la historia.**

Concretamente, la volatilidad volvió a subir, con el VIX superando los 30 puntos y borrando la mejora que había tenido hasta mediados de abril. Los bonos tuvieron caídas generalizadas: el índice de bonos del Tesoro cayó 4% el último mes y acumula una baja de 10% en lo que va del año. Igual tendencia marcaron los bonos investment grade, los de alto rendimiento y los emergentes.

Por el lado de renta variable, el S&P cayó 17% (retrocedió a los niveles de marzo de 2021) y el Nasdaq fue el más castigado, al marcar una caída de 26% que lo llevó a los valores de noviembre de 2020, borrando toda la ganancia de 2021. La mayor sensibilidad a la suba de tasas se reflejó en las empresas *Growth* o de alto crecimiento, que en el año acumulan una pérdida de 25% –lideradas por el ajuste en la FAANG –, mientras que las Value cayeron 5%.

Entre los sectores ganadores de este nuevo ciclo, se destacó el energético, que sigue aprovechando el alza en el precio del petróleo, en tanto que las empresas de consumo estable y utilities cumplieron su rol defensivo y prácticamente no registraron cambios en el año.

## ACCIONES VS BONOS 31 DIC 20 = 100



## Latam no pudo escapar

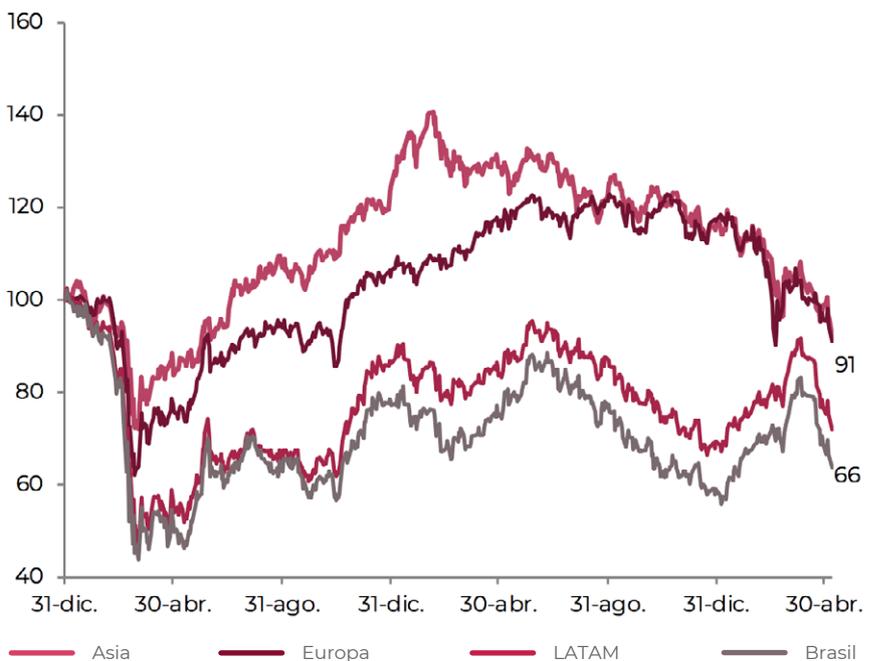
Pese a que los precios de los commodities se mantuvieron firmes, la incertidumbre global pesó más y los índices regionales se mostraron a la baja. En un mes donde el dólar continuó fortaleciéndose a nivel

global, alcanzando su mayor registro en 20 años, las monedas de la región se deprecian: el real de Brasil lo hace un 5,9%, el peso chileno un 5,1%, el colombiano un 8,6% y el peruano un 2,6%.

**En el último mes, el ETF de Latinoamérica (ILF) cayó 18%, frente al 12% que lo hizo el de emergentes (EEM).** Así, en lo que va del año el ILF perdió gran parte de lo que había ganado en los primeros 4 meses anteriores y acumula un alza de sólo el 4%, mientras que el EEM cayó 18%. La mala performance del último mes fue generalizada, donde se destacó Brasil (EWZ), que bajó un 20%. Además, Colombia (ICOL) cayó un 15%, Chile (ECH) un 13% y Perú (EPU) un 22%.

Entendemos que gran parte de este comportamiento obedeció a la política monetaria contractiva de la FED y a la inesperada cuarentena en China, que afecta de manera directa a la región. Sin tener claro cómo va a continuar la política para enfrentar al COVID-19 en China, no es recomendable posicionarse en Latam.

**RENTA VARIABLE POR PAÍS  
DIC19=100**



## La hora de los inversos

Dentro de los pocos activos que mostraron rendimientos positivos, se destacan los inversos. Con tasas de interés al alza e incertidumbre respecto al crecimiento económico, las empresas con potencial de crecimiento de largo plazo se ven muy golpeadas. Es por esto que los ETFs inversos de ARK innovación, Tuttle Capital Short Innovation (SARK) y el de pequeñas empresas – Tuttle Capital Short Innovation (SARK) –, recomendados en el artículo [Inflación: ¿soft o hard landing?](#), acumulan subas de 30% y 27%, respectivamente. Hay que tener en cuenta que son instrumentos altamente volátiles, por lo que solo resultan recomendables para perfiles de riesgo elevado, sin abarcar una porción considerable de la cartera.

Por otro lado, existen otros inversos que pueden resultar interesantes para tomar cierto resguardo, en la búsqueda por posicionarse en un período de alta incertidumbre: estos son el ProShares UltraPro Short QQQ (SQQQ) y el ProShares Short S&P500 (SH), que permiten estar en corto en el Nasdaq y S&P 500.

## ¿Momento de bonos?

Para perfiles conservadores, ya se observan tasas de interés en ciertos bonos que resultan atractivas para un horizonte de mediano plazo: hablamos de bonos municipales americanos, con el ETF de Vanguard Tax-Exempt Bond (VTEB), y bonos corporativos, con el iShares iBoxx \$ High Yield Corp Bd (HYG). Estos fondos recientemente han presentado importantes caídas debido a la suba de tasas. Sin embargo, en un escenario en el que la FED no acentúa su política monetaria contractiva, estos bonos pueden mostrar retornos importantes, debido a que las tasas que exhiben actualmente ya se encuentran cercanas a niveles históricos.

## HOUSE VIEW GLOBAL

El índice High Yield de Bofa se ubica en 7%, mientras que antes de la pandemia mostraba rendimientos del 5%. Por otro lado, hay que considerar que, en el anterior programa de retiro de estímulos (2018), alcanzaron rendimientos de hasta 7,9%, por lo que, si bien ya muestran rendimientos atractivos, puede que todavía no hayan encontrado un piso.

# 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.