



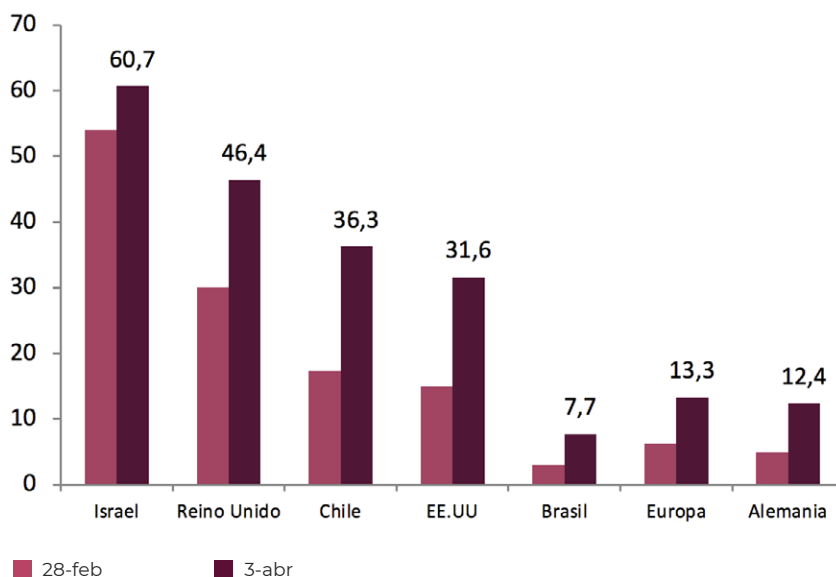
por MARTÍN POLO,
Estratega en Jefe
de Cohen

AMENAZAS DE LA RECUPERACIÓN

Avanza la inmunización global y Estados Unidos consolida su recuperación con más empleo y un nuevo plan de estímulo fiscal. Las expectativas de inflación siguen en alza y presionan a las tasas de interés. El dólar se fortaleció y los precios de los commodities perdieron impulso. En este contexto se consolida un nuevo mapa de ganadores y perdedores en el mercado, donde destacan las muy buenas perspectivas para los sectores cíclicos. Nuestras carteras de Cedears acompañaron esta tendencia y en marzo tuvieron subas generalizadas.

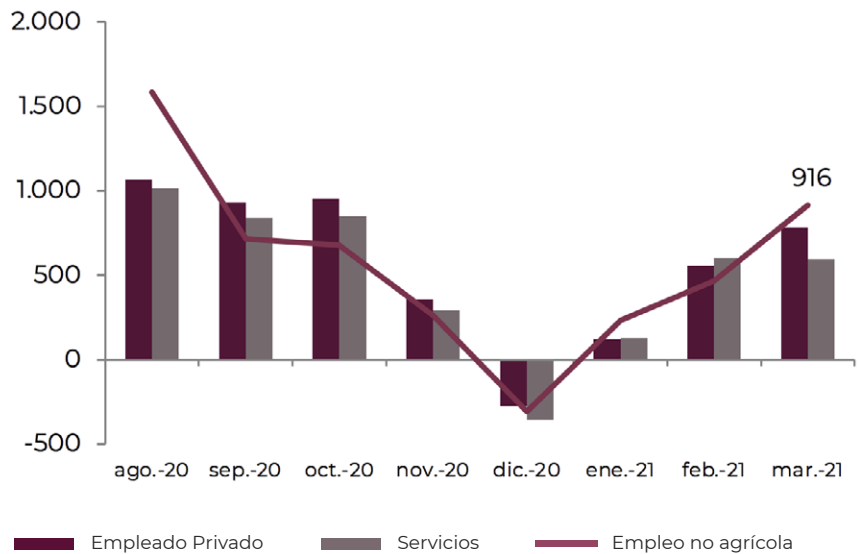
Más vacunas, más movilidad y más actividad. Superados algunos problemas de distribución y de aprobaciones, el proceso de vacunación contra el COVID-19 en el último mes aceleró su marcha en la mayoría de los países. Por su importancia en la economía global y por su impacto en el mercado, lo más importante pasa por Estados Unidos que prácticamente ya vacunó al 32% de la población, con más 110 millones de dosis aplicadas. Más demorada, pero mejorando en el margen, Europa continental también va tomando impulso y ya vacunó al 13% de su población – muy por detrás de Reino Unido que ya superó el 46%. Con este marco de fondo, los contagios y los decesos marcaron una notable caída y todo ayuda a que la economía opere con menos restricciones y vaya convergiendo a la normalidad que tenía previo a la pandemia.

% DE POBLACIÓN VACUNADA



La locomotora americana. La actividad en Estados Unidos continúa mostrando un fuerte dinamismo. Esto se reflejó en los indicadores de empleo que en marzo tuvieron una muy buena performance. Concretamente, tras la moderación que había mostrado hacia fin del año pasado, en el primer trimestre de este año la creación de empleo no agrícola fue ganando impulso. En enero se crearon 233 mil nuevos puestos, en febrero 468 mil y en marzo superaron ampliamente las expectativas al registrar 916 mil nuevos puestos. Esto fue impulsado por el muy buen desempeño del empleo en el sector de servicios, principal víctima de la pandemia, y permitió que la tasa de desocupación bajara al 6%, reflejando que aún le queda camino por recorrer para volver al nivel de 3.5% que lucía previo a la pandemia.

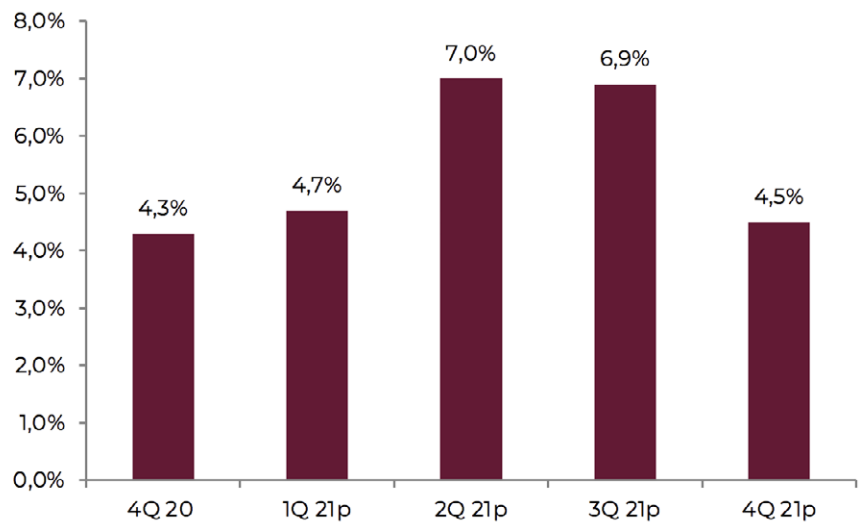
MERCADO LABORAL DE EE.UU
VAR MENSUAL, EN MILES DE EMPLEO



Ahora plan de infraestructura. Tras la aprobación del Congreso al plan de estímulo fiscal por USD1.9 trillones (casi 9% de PBI y acumulan USD5.8 trillones de estímulo fiscal lanzado desde principios de 2020), ahora la administración Biden apunta a un nuevo plan de infraestructura por USD2.3 trillones. La diferencia con el primero es que este tiene un plazo de 8 años y sería financiado con mayor presión tributaria sobre las ganancias corporativas. La negociación recién comienza y habrá mucho camino por recorrer, pero pone de relieve la impronta de Biden por acelerar el dinamismo de la economía americana y volver a su sendero de crecimiento tendencial. Las principales partidas del plan de infraestructura estarán destinadas a la construcción (asilos, escuelas, viviendas accesibles para los estratos económicos más bajos, rutas, puertos, aeropuertos), a promover los vehículos eléctricos y mejorar la red de internet de alta velocidad, como así también obras para aumentar y mejorar la infraestructura eléctrica y provisión de energías renovables.

A Tasas chinas. Con la recuperación del empleo y el mayor gasto fiscal que se viene, las perspectivas para el crecimiento de la economía americana continuaron mejorando y se prevé que en los próximos trimestres acelere su marcha para lograr el mejor desempeño de las últimas décadas. Concretamente, tras marcar en el cuarto trimestre de 2020 una expansión de 4.3% (desestacionalizado y anualizado) respecto al trimestre anterior, las perspectivas del consenso de analistas – coincidiendo con el escenario de la FED – apuntan a que en el primer trimestre de este año la expansión se elevaría a 4.7%, pero en el segundo y el tercero aceleraría al 7.0% y 6.9% respectivamente, y 4.5% para el último trimestre del año. Con esta performance, en 2021 el PBI de EE.UU se expandiría al 6% (pronóstico que podría corregirse al alza), la mejor performance desde 1984.

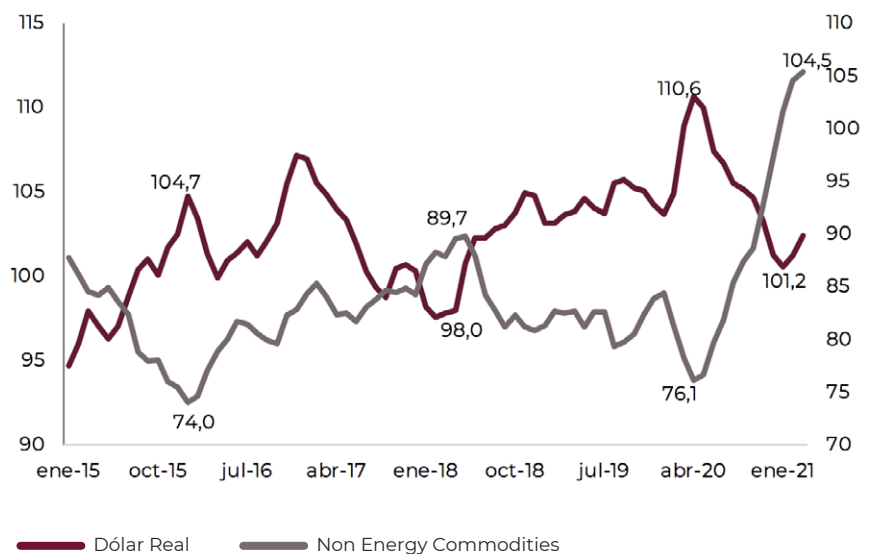
PBI VAR TRIM DESEST ANUALIZADA
ENCUESTA DE BBLG



El mercado teme por un sobrecalentamiento de la economía. Si bien la FED no pierde oportunidad para repetir que no piensa mover ni una coma de su política monetaria hasta fines de 2023, el mercado teme que una recuperación más rápida de la prevista genere sobrecalentamiento de la economía y presione a la inflación más de la cuenta. De hecho, la tasa implícita en los bonos a 5 años siguió en alza y superó 2.5%, el nivel más alto desde 2003. Como consecuencia de lo anterior, la tasa de los bonos del Tesoro Americano siguen subiendo y en el mes superaron el 1.7% (aunque en los última semana se estabilizaron). Si bien se mantienen en niveles históricamente bajos, la suba que presentaron las tasas de largo plazo fue más rápida a la prevista y presentó el mayor empinamiento desde 2015.

Presión sobre el dólar y los commodities. Como lo venimos destacando en informes anteriores, la aceleración del crecimiento de estados Unidos en un contexto en el que las perspectivas para el resto del mundo son menos alentadoras y la suba de las tasas de interés continuaron dándole sostén al dólar a nivel global que se fortaleció contra todas las monedas, entre las que se destacó la apreciación que tuvo frente al Euro. Esto le quitó impulso a los precios de las materias que, si bien tuvieron una fuerte suba en el último semestre, en el margen se observan signos de “fatiga”. El petróleo, que fue el más castigado durante la pandemia, sigue siendo el de mejor performance en los últimos meses. En línea con un escenario de crecimiento global, el cobre siguió en alza, al tiempo que la soja mantiene una suave tendencia alcista debido a menores perspectivas de cosecha en Brasil y Argentina.

DÓLAR VS COMMODITIES

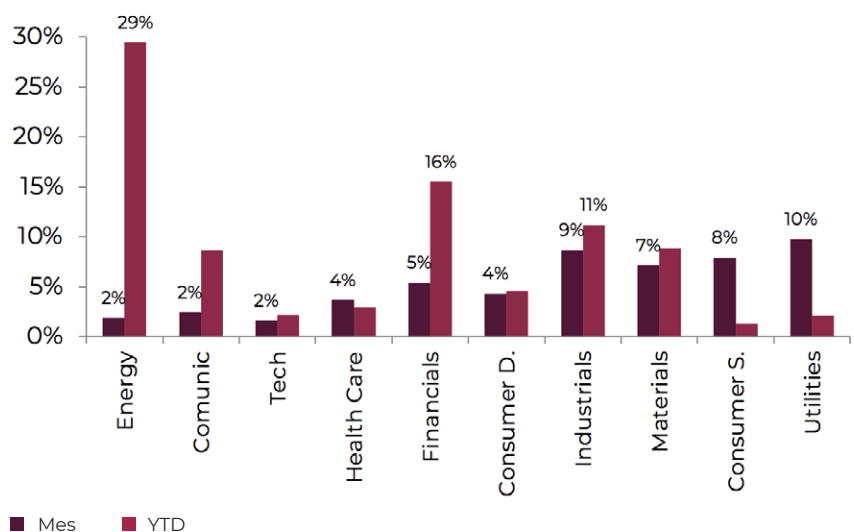


Fuente: Cohen en base a Reserva Federal de Saint Louis (FRED)

Se consolidan las cíclicas. En este contexto de normalización de la actividad económica se consolida un nuevo mapa de ganadores y perdedores en el mercado. Los sectores que durante la pandemia fueron beneficiados por la baja de tasas de interés y nuevos hábitos de consumo, como el tecnológico, se corrieron del podio para darle lugar a los cíclicos: bancos, energéticos, industria, materiales y consumo. Los activos de renta fija y el oro, que fueron refugio de valor durante la pandemia, siguen perdiendo posiciones –especialmente los bonos de mayor duration que son los más perjudicados por la suba de tasas de interés. En marzo, al mejor rendimiento del mercado lo tuvieron las utilities, con un alza del 10%, seguido por las industriales y las de consumo, con alzas de 9% y 8% respectivamente. Los bancos, por su lado, subieron 5%. Las tecnológicas subieron apenas 2%, lo mismo que las energéticas afectadas por la caída que tuvo el precio del petróleo durante marzo.

Con esta performance, cerrado el primer trimestre, los que presentaron mejor rendimiento fueron las empresas energéticas con un alza de casi el 30%, seguido por los bancos con suba de 16%, y las industriales que lo hicieron 9%; en tanto que las tecnológicas tuvieron un incremento de apenas el 2%.

DESEMPEÑO POR SECTOR
MARZO 2021

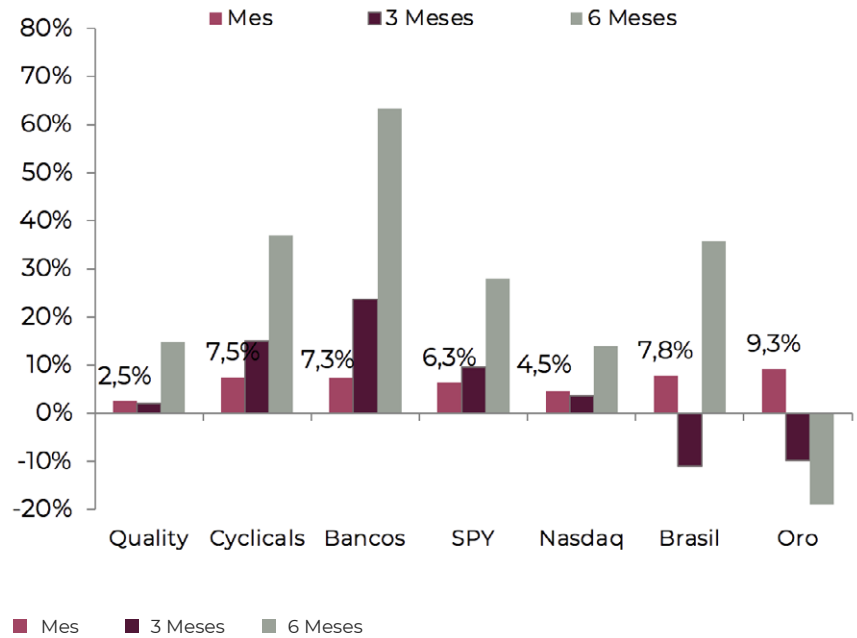


GRAN PERFORMANCE DE NUESTRAS CARTERAS DE CEDEARS

La muy buena performance de los sectores cíclicos se reflejó en nuestras carteras de Cedears, que en marzo presentaron subas generalizadas. La que más subió fue la cartera de oro, dado que pese a la baja que presentó el metal, las mineras que componen esta cartera tuvieron un muy buen desempeño. Le siguió la cartera de Cedears Brasil que subió 8%, luego las Cyclicals y bancos con alzas de 7.5% y 7.3% respectivamente, y un poco más atrás la cartera SPY que rindió 6.3%. Las de peor performance fueron las carteras de Nadaq y Quality, con suba de 4.3% y 2.5%.

Tomando un espectro de análisis más amplio, se destaca el muy buen desempeño que tuvieron nuestras carteras de Cedears de Bancos, Cíclicas y SPY que ocupan el podio de rendimiento en el último trimestre y en los últimos 6 meses. La de bancos, la más destacada de todas, en el último trimestre subió 23%, acumulando en el último semestre un alza de 63%. La cartera de cíclicas rindió 15% en el trimestre y 37% en los últimos 6 meses, y la Cartera SPY lo hizo 9.5% y 28% respectivamente. Acorde con el comportamiento de la cotización del oro, y a diferencia de lo ocurrido en marzo, la cartera de oro fue la de peor desempeño al acumular en el último semestre una caída de 19% y 10% en los últimos tres meses. Las carteras Quality y Nadaq que el año pasado habían sido las de mejor desempeño por muy amplio margen, en los últimos dos trimestres tuvieron un desempeño muy modesto con alza del orden del 15%. Finalmente, la cartera de Brasil, si bien no empezó bien el año con pérdida de 10% debido a los problemas políticos y sanitarios que atraviesa, en los últimos 6 meses mostró un rendimiento positivo de 36% gracias a la performance de la minera Vale que subió su cotización más de 70%.

RENDIMIENTOS CARTERAS CEDEARS



CONCLUSIONES

Seguimos optimistas. El avance de las vacunas y la baja de contagios irán acelerando el crecimiento de la economía global. Estados Unidos es la gran locomotora de la recuperación y esto se notará con más fuerza en este trimestre. La normalización de la economía también se verá en la dinámica de la inflación, aunque por ahora sin riesgo de desborde o de alerta como para que la FED modifique su hoja de ruta.

La presión de las tasas llegó para quedarse. La curva de los bonos del Tesoro Americano tuvo el mayor empinamiento desde 2015 debido a la suba de las tasas largas. Esto es un proceso asociado a la normalización del nivel de actividad aunque seguimos de cerca la evolución que tome en las próximas semanas. El alza en las expectativas de inflación seguirá presionando sobre la tasa de los bonos del Tesoro que ahora se mueven en un rango en torno al 1.7%. A medida que Europa se vaya normalizando, esperamos que el dólar se estabilice en los próximos meses.

Preferimos los sectores cíclicos y mercados emergentes. Esperamos que continúe el reflation trade y seguimos apostando a las acciones de los sectores cíclicos como bancos, energéticas y consumo. En cuanto a las acciones del sector tecnológico, que fueron las grandes ganadoras durante el 2020, creemos que es momento de tomar ganancia y no arriesgar una corrección más severa. Los países emergentes, favorecidos por el alza de los precios de las materias primas, siguen siendo una apuesta atractiva dado que aún no han tomado los beneficios de este escenario y en el primer trimestre fueron castigados. A esto se suma el endurecimiento de las políticas monetarias que comenzaron varios bancos centrales, que le dan soporte a sus monedas. El mercado de renta fija y el oro seguirán golpeados por el alza de tasas.

HOUSE VIEW GLOBAL

El presente informe es publicado por Cohen S.A. y ha sido preparado por el Departamento de Research 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 Sociedad de Bolsa S.A. para la compra o venta de los títulos valores 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 Sociedad de Bolsa S.A. considera confiables, tal información puede ser incompleta o parcial y Cohen Sociedad de Bolsa 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 Sociedad de Bolsa 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.