

por MARTÍN POLO,
Estratega en Jefe
de Cohen

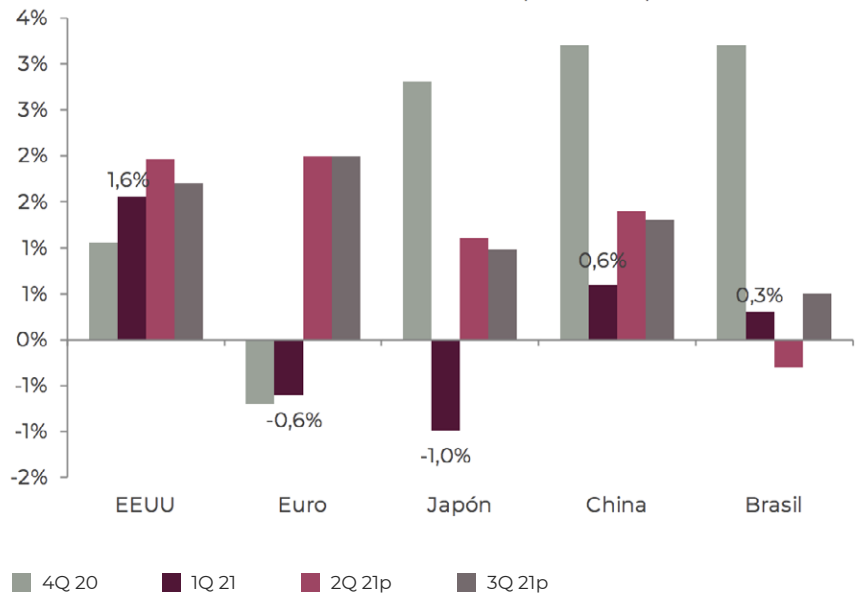
PENSANDO LA POSPANDEMIA

La economía mundial va dejando atrás la pandemia aunque a distintas velocidades entre las regiones. El rápido avance de la vacunación y el fuerte estímulo fiscal ubican a EE.UU como la gran locomotora de la recuperación global, mientras que el resto del mundo irá acelerando la marcha en los próximos trimestres. Pese al mayor crecimiento y al impulso que toman los precios, las expectativas de inflación lucen contenidas y se extiende la idea de que es producto de la normalización del nivel de actividad. Esto le da aire a la FED, que mantiene sin cambios el rumbo de la política monetaria asegurando liquidez y tasas bajas por los próximos dos años. El rendimiento de los bonos del tesoro americano se estabilizó en torno a 1,60% y los mercados reaccionaron al alza, con mejoras tanto en renta fija como en variable. El dólar se debilitó contra la mayoría de las monedas y los commodities volvieron a subir, siendo una gran noticia para los mercados emergentes. En este contexto de tasas de interés en mínimos históricos y con valuaciones elevadas, los inversores deben asumir mayores riesgos o aceptar menores rendimientos. La diversificación y la búsqueda de alternativas menos convencionales se torna fundamental.

Recuperación desigual. Durante el 1Q21, la actividad económica global continuó mejorando de la mano del fuerte dinamismo de la economía americana, que se consolida como la gran locomotora de la recuperación pospandemia. Concretamente, con el rápido avance de la vacunación, el reopening y el estímulo fiscal, en los primeros tres meses del año el PBI de EE.UU creció 1,6% (6,4% anualizado) con respecto al cuarto trimestre del 2020, y quedó 0,4% por encima del nivel de un año atrás. El buen desempeño se apoyó principalmente en el consumo privado, tanto de bienes como de servicios que se recuperan a medida que se van relajando las restricciones. También se destacó el gasto público y la inversión en maquinaria y construcción, mientras que las exportaciones netas y los inventarios -debido al fuerte aumento del consumo interno- tuvieron una contribución negativa al crecimiento. La buena performance de EE.UU contrastó con el desempeño que

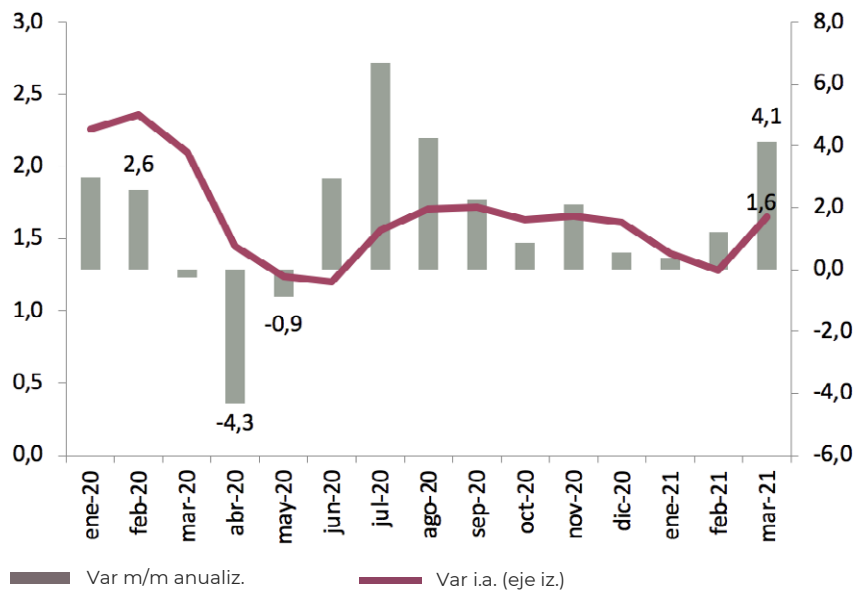
tuvieron en el mismo período la Eurozona y Japón, donde el PBI de 1Q21 marcó una caída de 0,6% y 1,0% respectivamente. China, que había sido la que más rápido había vuelto a crecer durante la pandemia, empezó el año con un modesto crecimiento de 0,6%, en tanto que Brasil hizo lo propio al 0,3%, marcando la dificultad que tienen las economías en vías de desarrollo para recuperarse de la pandemia. La buena noticia es que, en base al avance en las vacunas, se espera que la economía global acelere su marcha en los próximos trimestres, ya no sólo con EEUU (que aprovechará el impulso de la recuperación del empleo y las transferencias del gobierno), sino también del resto del mundo.

VAT T/T DESEST

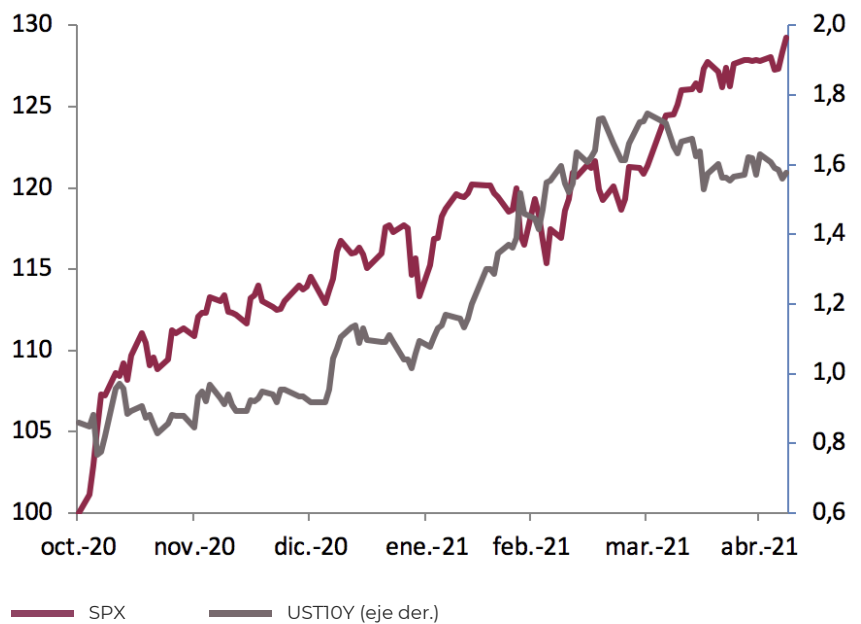


Inflación acotada. Mientras la economía se recupera y la tasa de desocupación cede, las miradas se enfocan en la dinámica de la inflación, dado que esta es la que le marcará el ritmo a la política monetaria de la FED. Concretamente, en los últimos meses la marcha de los precios se aceleró: de subir al 0,5% anualizado a fines del 2020, en marzo pasado subió al 4,1% anualizado, acumulando en los últimos doce meses un alza del 1,6%. Por ahora, está por debajo del nivel objetivo de la FED, que entiende que la dinámica que tuvieron los precios en los últimos meses no implica el riesgo de entrar en un espiral inflacionario, sino que es producto del acomodamiento de precios relativos. Por ello, por ahora no ve razones para modificar su hoja de ruta en cuanto al retiro del estímulo monetario ni para mover la tasa hasta fines de 2023. Si bien en los próximos meses los precios seguirán en alza y seguramente tendremos períodos con la inflación “core” por encima del 2,5% anual, hay consenso de que será transitoria. Así lo indica la inflación implícita en los bonos del Tesoro americano ajustable, que para los próximos 5 años se estabilizaron en torno al 2,5% luego de un primer trimestre en el que habían marcado un importante crecimiento.

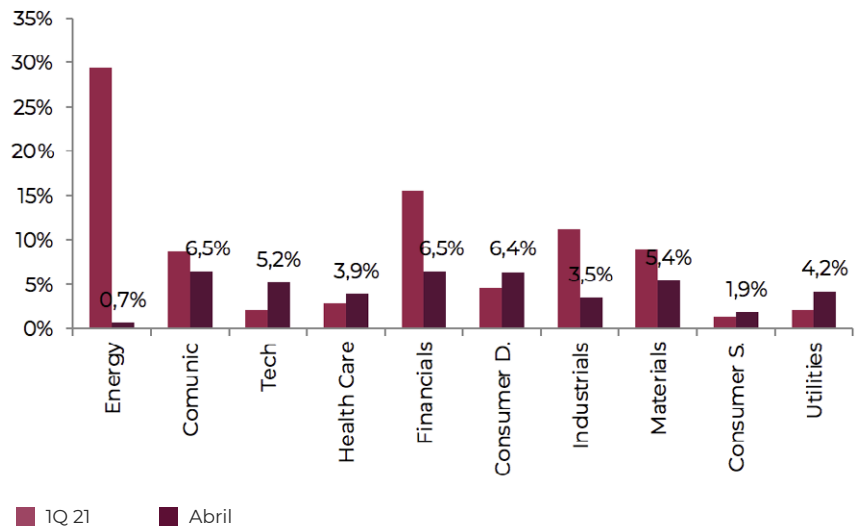
IPC CORE



Se estabilizaron las tasas, se debilitó el dólar y subieron los commodities. Con las expectativas de inflación estabilizadas, la presión sobre las tasas de interés del tesoro americano cedió. Concretamente, luego de que la tasa del bono americano a 10 años (UST10) pasara de 0,9% a 1,7% (entre principios de enero y fines de marzo), en abril la tasa se estabilizó y navegó en torno al 1,6%. Esto tranquilizó los mercados y las acciones tecnológicas en particular. Al mismo tiempo, le quitó presión a un dólar que quebró la tendencia que había mostrado en los meses previos y se debilitó contra la mayoría de las monedas, en especial frente al Euro. En este contexto, los commodities volvieron a subir con fuerza. Esto se debe a la mayor demanda -derivada de más crecimiento- y, además, el alza en la demanda prevista por el plan de infraestructura de Biden: se destacaron el cobre y la soja, que alcanzaron la cotización más alta desde 2013.



Abril en verde. La mejora en las perspectivas para la economía global, la estabilidad en la UST10 y los muy buenos balances del primer trimestre dieron impulso a los mercados tanto en renta fija como en renta variable. En cuanto a esto último, es destacable que la mejora fue generalizada en todos los sectores, sobresaliendo las tecnológicas: a pesar de haber sufrido una toma de ganancias durante los primeros tres meses del año, lograron recuperarse. El buen clima financiero también se reflejó en los mercados emergentes: destacamos el muy buen desempeño que viene mostrando el EWZ de Brasil que, de la mano de la minera Vale, viene recuperando terreno tras el bajón que padeció entre enero y febrero pasado (cuando el contexto político se deterioró, minando las chances de que el país vecino aproveche las oportunidades del escenario global de la pospandemia).



Diversificar y buscar nuevas alternativas. En un contexto caracterizado por tasas de interés que se mantienen en mínimos históricos (con valuaciones elevadas en los principales sectores del mercado norteamericano), la disyuntiva entre riesgo y rendimiento se profundiza. Los inversores deben asumir mayores riesgos o aceptar menores rendimientos, por lo que la diversificación y búsqueda de alternativas menos convencionales se torna fundamental. Por ello, planteamos los siguientes instrumentos para armar una cartera diversificada:

I. Bonos cortos. Dado el nivel actual de tasas y la expectativa de inflación, dentro de la renta fija vemos atractivo ponderar en mayor medida la liquidez y los bonos cortos, a la espera de mayores tasas de interés para aumentar exposición a títulos más largos. En este segmento despierta interés el rendimiento de fondos high yield de corta duración al vencimiento, con tasas promedio que van desde 3% hasta 6% anual en los productos de casas como Axa, Neuberger Berman y Barings.

II. Sectores cíclicos. Dentro de la renta variable, el mercado norteamericano de 2021 se caracteriza por el rezago relativo de las tecnológicas y demás sectores que cotizan a ratios de valuación elevados. Lo anterior convive con una recuperación notable en las compañías más dependientes del ciclo económico, como la construcción, la industria y las finanzas. La persistencia de estímulos fiscales, la laxitud monetaria y una economía global en franco crecimiento contrastan con un nerviosismo generado por dos factores: los aumentos impositivos propuestos por Biden y, a su vez, la expectativa del momento en que finalmente se frene la inyección de dólares desde la FED, preludio de una suba de tasas. Bajo este contexto, es altamente probable que la tendencia observada en lo que va del año persista en los meses venideros.

III. Oportunidad para los mercados emergentes. Por fuera del equity norteamericano, nuestra preferencia se centra en los mercados emergentes. El atractivo de las acciones en países emergentes radica en que suelen rendir mejor que el S&P 500 en tiempos de dólar débil y commodities alcistas, lo que se combina con un importante rezago acumulado en la última década: se generan así valuaciones relativas muy interesantes. El índice MSCI Emerging Markets está constituido en un 75% por economías asiáticas, principalmente China, Hong Kong, Taiwan, Corea del Sur e India. Brasil, un mercado especialmente atractivo, es la principal economía no asiática en este índice, con una participación que ronda el 5%.

IV. Real Estate. En la búsqueda de diversificación, cobertura inflacionaria y dividendos que compensen las tasas bajas en renta fija, encontramos valor en real estate. Se puede acceder al mismo a través de instrumentos como Vanguard Real Estate Index Fund ETF o Vanguard Global ex-US Real Estate Index Fund ETF. La combinación de tasas de créditos hipotecarios en mínimos, los precios en ascenso y la construcción reducida durante los años posteriores a la crisis subprime en 2008 ofrecen un punto de entrada interesante de cara a los próximos años.

V. Oro para seguridad. Finalmente, el oro es un pilar fundamental de toda combinación de activos dada su correlación reducida con las acciones, que suele tornarse en negativa durante las crisis.

RENDIMIENTO DE DIVERSOS SECTORES EN 2021



Cartera Recomendada. Bajo estos lineamientos generales, nuestra recomendación para portfolios de riesgo moderado consiste en destinar 30% a bonos corporativos Investment Grade, 24% en Treasuries, 15% en renta fija high yield, 14% en acciones norteamericanas, 5% en acciones internacionales, 5% en Real Estate, 5% en liquidez y 2% en oro. Acorde a las volatilidades históricas, correlaciones entre activos y rendimientos ajustados por los niveles de tasas del presente, **esta combinación cuenta con un rendimiento esperado que se estima en 3,6% anual y una volatilidad del 4,9%.** Se trata de un rendimiento reducido para los estándares históricos de quienes invierten en combinaciones similares. Como comentamos, esto se debe a que el contexto actual de tasas y valuaciones aumenta la disyuntiva histórica entre riesgo y rendimiento. Debemos prepararnos para aceptar menores rendimientos, o correr mayores riesgos.

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.