



por MARTÍN POLO,
Estratega en Jefe
de Cohen

MERCADOS EN MODO RISK-ON

Los mercados continúan subiendo. El rebrote de casos de COVID-19 parece no detener al rally alcista, así como tampoco lo están haciendo los llamados de atención en cuanto a la desaceleración del crecimiento económico global.

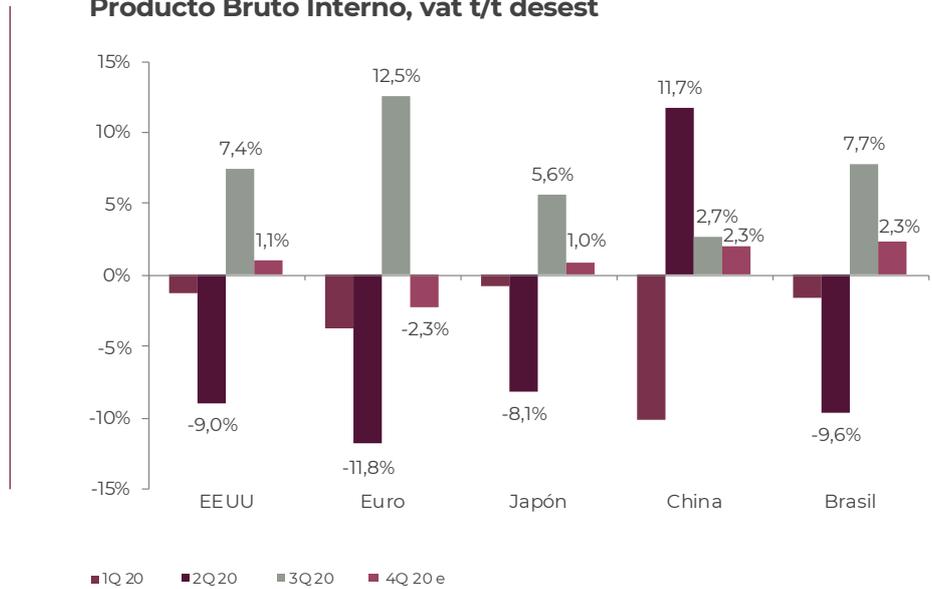
La vacuna, la hiper liquidez generada por los bancos centrales, las perspectivas de mayor estímulo fiscal en Estados Unidos y la fortaleza que muestra la economía China son razones suficientes para mantener las perspectivas favorables para este año. En este contexto, seguimos apostando a la normalización de la actividad económica global y, con ello, a la recuperación de los sectores cíclicos, los grandes perdedores de la pandemia.

En cuanto a las inversiones en el mercado local, si bien el refuerzo del control de cambios y la mejora del escenario global moderaron las expectativas de un ajuste en el tipo de cambio oficial, la aceleración inflacionaria y la incertidumbre en cuanto a un acuerdo con el FMI nos sugieren mantener la cautela y seguir posiciones en instrumentos ajustables por CER y tipo de cambio.

¿INMUNIZADOS?

Si bien a principios de noviembre del año pasado el mundo festejaba el éxito de las vacunas y la inminente vacunación, los contagios por COVID-19 continuaron, y tanto Europa como Estados Unidos padecieron una segunda ola que obligó a nuevos confinamientos y restricciones. Aunque lejos de repetir el desplome sufrido en el segundo trimestre, lo cierto es que la actividad en el último trimestre del año pasado vino un poco más débil. Por caso, se estima que el PBI en la Eurozona se contrajo 2.3%, y probablemente repita este resultado en el primer trimestre de este año. En Estados Unidos, aunque siguió en alza, los datos de diciembre y enero en materia de empleo y ventas minoristas fueron decepcionantes. Son luces amarillas en un mundo que le cuesta dejar atrás la pandemia y en el que la recuperación económica no será ni tan rápida, ni tan lineal como se espera. Aunque el proceso de vacunación va ganando impulso, la victoria final sobre el COVID-19 es más una esperanza que una realidad. El riesgo a una salida en forma de “W” sigue estando presente.

Producto Bruto Interno, vat t/t desest



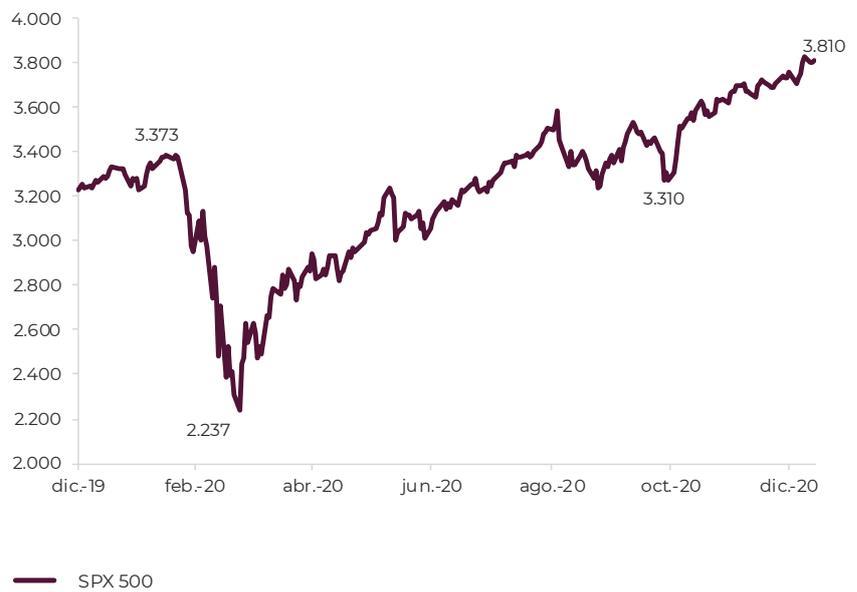
CONFIANZA CIEGA

Pese a la debilidad de los datos macroeconómicos comentada más arriba, la visión optimista que mantiene el mercado se apoya en la fuerte inyección de liquidez que hicieron los principales bancos Centrales (la FED, BCE y BOJ), y en los nuevos paquetes de estímulo fiscal que llevaría adelante el gobierno de Biden, en un contexto en el que la inflación –pese al alza en las expectativas– continúa siendo baja y está lejos de convertirse en una amenaza para el corto plazo.

Al mismo tiempo, China consolida su recuperación con un último trimestre que vino mejor de lo esperado y que le permitió terminar el año con un PBI 2% superior al de inicio de la pandemia. Mayor liquidez global, tasas de interés reales negativas, China aumentando la demanda y ciertos problemas con la oferta de materias primas son un combo ideal para las economías emergentes que gozan de mayor ingreso de capitales y de un shock en términos de intercambio. Esto le da soporte a una recuperación sólida y armonizada de la actividad económica global para 2021.

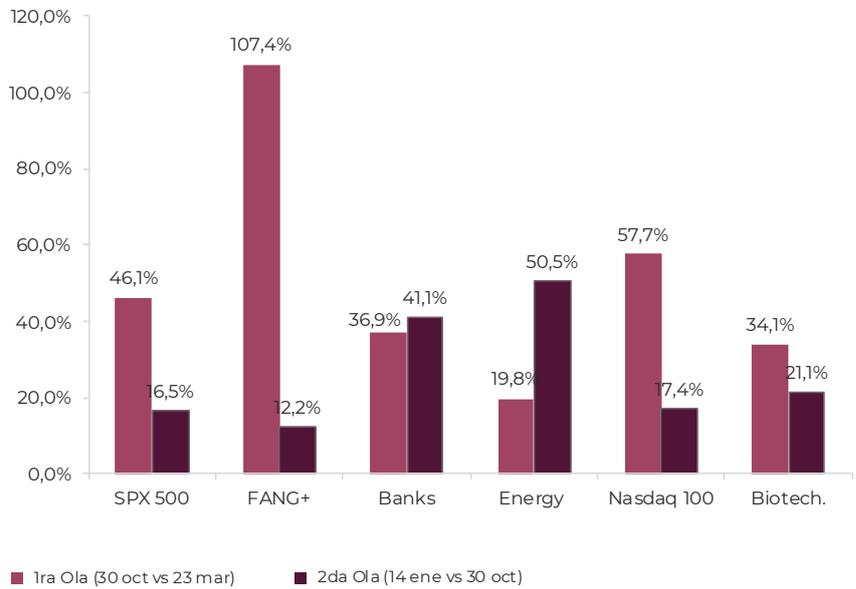
LA SEGUNDA OLA

Según señalamos en el informe House View de diciembre, en el último año destacamos tres fases del SPX500. La primera, de risk-off, ocurrió entre el 20 de febrero y el 23 de marzo de 2020, cuando el inicio de la pandemia derrumbó el valor de todos los activos. Posteriormente, vino la fase 2 o primera ola, que ubicamos entre el 23 de marzo y el 30 de octubre, y en la que los mercados, en base a la rápida y contundente respuesta de los Bancos Centrales y de los fuertes estímulos fiscales para sostener la demanda agregada, permitieron la recuperación de los precios hasta alcanzar nuevos récords. La tercera fase o segunda ola inició el 30 de octubre de 2020 hasta la fecha; fue un período destacado por la aprobación de la vacuna y la definición de las elecciones en Estados Unidos, dos temas que en los meses previos eran foco de incertidumbre y volatilidad. En esta ola, los mercados siguieron en alza y alcanzaron nuevos máximos.



EL CATCH-UP DE LAS CÍCLICAS

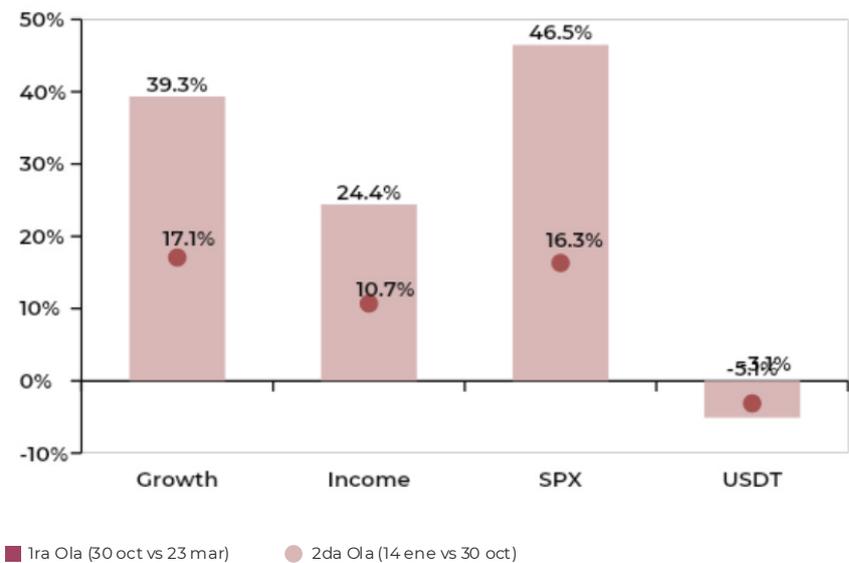
Una clara diferencia entre la primera y la segunda ola es la performance sectorial. En la primera ola, los sectores growth fueron los más dinámicos (al tiempo que el SPX subió 46%, las FANG y el NADAQ lo hicieron al 107% y 58% respectivamente), y los sectores cíclicos –como bancos y energéticas– tuvieron una recuperación mucho más modesta, con subas de 37% y 18% respectivamente. En cambio, resulta opuesta la performance durante la segunda ola: las cíclicas llevan la delantera, con un recuperación que va muy por encima del resto.



BUENA ROTACIÓN

En un contexto de risk-on, la estrategia de favorecer las acciones ofensivas y reducir la exposición en los activos defensivos –como oro y High Yields– mejoró la performance de nuestras carteras Income y Growth. Concretamente, mientras que en la primera ola el rendimiento de ambas carteras estuvo por debajo del SPX (46% vs 39% y 24% respectivamente), en lo que va de la segunda ola, y dada la buena performance de los cyclicals, la cartera Growth es la de mejor desempeño relativo al marcar un rendimiento de 17%, levemente por encima a la del SPX. Por su parte, la cartera Income tuvo un rendimiento mucho más modesto debido a que la suba de las tasas de interés golpeó la cartera de renta fija.

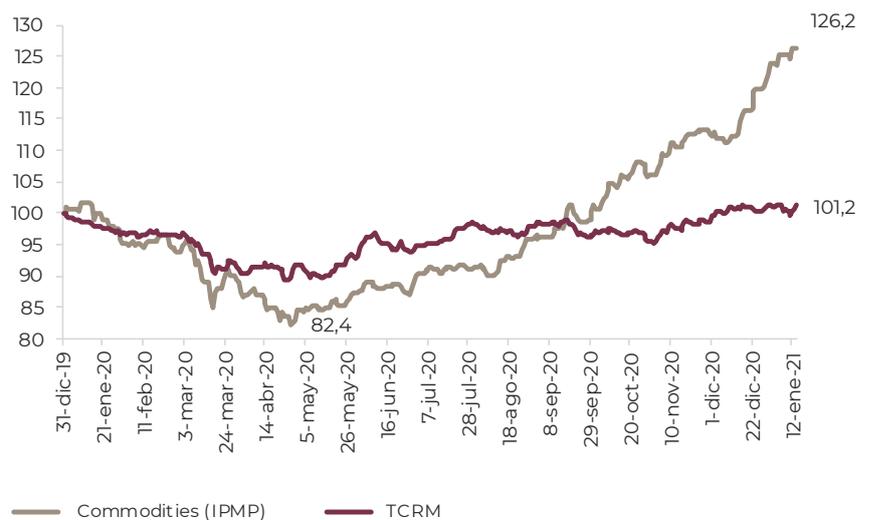
Rendimiento de Carteras



CUIDANDO LAS RESERVAS

La mejora del escenario global llegó cuando más se lo necesitaba, y fue un factor importante que ayudó a estabilizar el mercado cambiario local. La apreciación del dólar a nivel global y el fuerte repunte del precio de las materias primas se combinaron con el endurecimiento del control de cambios, con la intervención en el mercado de bonos para controlar la brecha cambiaria y con la mayor carga impositiva para reducir la demanda de dólar ahorro. No fueron medidas que apunten a mejorar la oferta de divisas, pero sí a reducir la demanda en un contexto de reservas internacionales al límite. Así, en los últimos dos meses, las reservas internacionales interrumpieron la pronunciada caída que venían marcando y esto ayudó a contener las expectativas de devaluación. De USD12.000 M de reservas netas a principios del año pasado, bajaron hasta menos de USD3.000 M, y en los últimos dos meses lograron repuntar a USD4.000 M. Aunque no modificó la cuestión de fondo (es esperable que el mayor dinamismo de las importaciones siga socavando el excedente comercial y con ello presionando al mercado de cambios), con más control y arriesgando la recuperación del nivel de actividad, el BCRA logró comprar tiempo para encarar el primer trimestre y evitar un salto discreto en el tipo de cambio.

31 dic=100



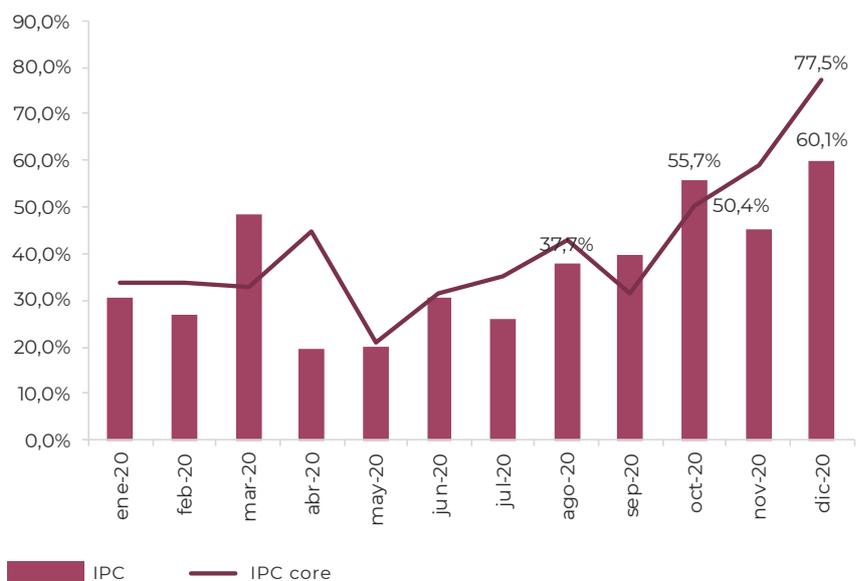
PERO LA INFLACIÓN ACECHA

Si bien el gobierno siente alivio por la recuperación de las reservas, la notable aceleración de los precios minoristas obliga a tomar una posición de cautela. La fuerte emisión monetaria, generada para financiar al tesoro a lo largo del año pasado, empieza a ser más nociva para la dinámica de los precios, más allá de los esfuerzos del gobierno por demorar ajustes de precios regulados y de mayor control de los mismos.

Esto se reflejó en el IPC de diciembre que marcó un alza anualizada del 60% –el doble de la de enero del año pasado–, mientras que el IPC “Core” (que excluye los bienes y servicios regulados o con comportamiento estacional) marcó un alza del 75%, la más alta desde septiembre de 2019 y el tercer registro más alto de más de una década.

Intervenido el mercado cambiario preferimos los instrumentos con CER por sobre los ajustables por tipo de cambio oficial y por los ajustables por tasa de política monetaria. Estimamos que estos serán los grandes perdedores de este año en el que las tasas de interés profundizará la caída en términos reales.

VAR MENSUAL ANUALIZADA



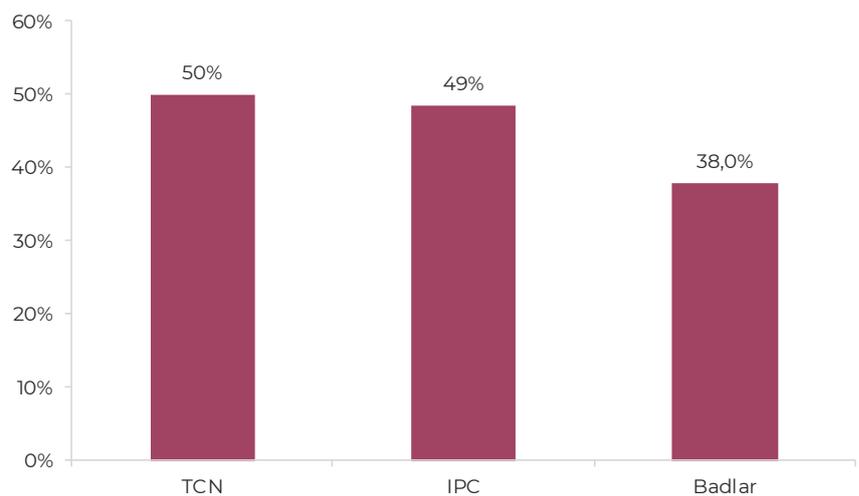
EN BUSCA DE UN CATALIZADOR

Pese a la descompresión del mercado cambiario y a la recuperación de las reservas internacionales, los bonos argentinos siguen cotizando muy bajo y el riesgo país no logra perforar los 1.400 puntos.

El poco ambicioso programa fiscal para 2021, la brecha cambiaria en torno al 70%, la inflación y el cargado perfil de vencimientos de deuda con organismos internacionales –más de USD10.200 M– obligan al gobierno argentino a ensayar un acuerdo con el FMI. No lograrlo generaría una fuerte volatilidad e incertidumbre en el mercado local, dada las notables complicaciones que provocaría un default con los organismos internacionales, pues el BCRA no tiene las reservas internacionales para afrontar estos pagos. Sería un punto de no retorno.

Hasta tanto no se despejen esas interrogantes, será difícil que remonten los bonos. Para los optimistas y con una mirada más de mediano y largo plazo, los bonos soberanos en moneda extranjera, así como el Merval (que se mantiene en niveles históricamente bajos), siguen siendo una buena apuesta que podría marcar un diferencial de rendimiento.

PROYECCIÓN REM 2021



HOUSE VIEW

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.