



por MARTÍN POLO,
Estratega en Jefe
de Cohen

TIEMPOS TURBULENTOS

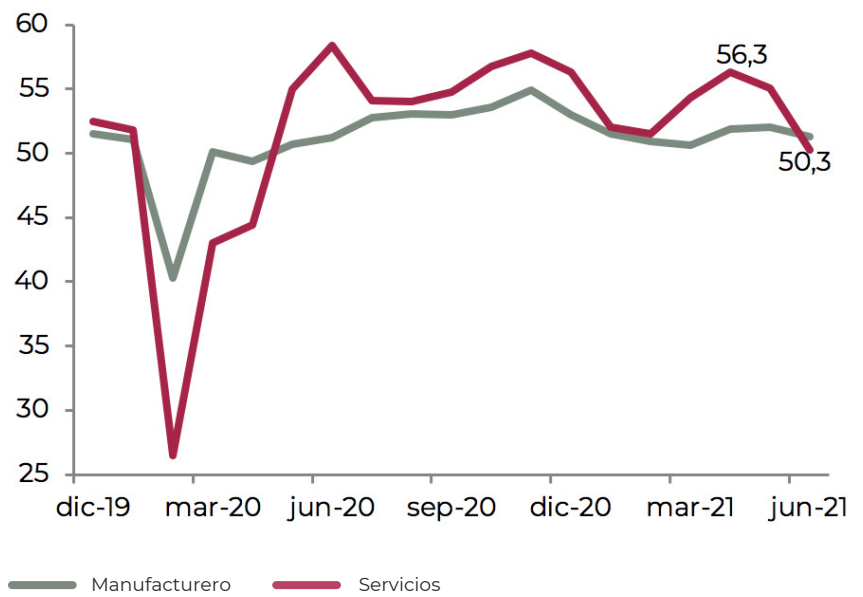
El contexto global se volvió más turbulento. Estados Unidos combina aceleración inflacionaria con moderación en el ritmo de actividad mientras que la FED comienza a dar señales de endurecimiento de la política monetaria. China modera el crecimiento, en tanto que la variante delta aumenta los casos de Covid y amenaza la recuperación global. En este contexto, se aplanó la curva de rendimientos y las tecnológicas le ganaron a las cíclicas. Los commodities frenaron el rally alcista y los emergentes volvieron a estar castigados. Ante la volatilidad que se avecina en los próximos meses, con una FED con tono más hawkish, apostamos a una cartera más neutral y defensiva.

La amenaza Delta. En las últimas semanas, los temores del Covid volvieron a instalarse ante el aumento de casos en Europa por la variante Delta. La buena noticia es que dado el avance de la vacunación con dos dosis en la población, hasta el momento el aumento de casos no presiona sobre las hospitalizaciones ni sobre la cantidad de fallecidos, reflejo de la efectividad de las vacunas. Si bien los países no establecieron nuevas restricciones, es un factor a seguir de cerca. La preocupación es mayor en los países menos desarrollados, en donde la aplicación de la segunda dosis viene mucho más demorada y podrían tener una nueva ola de contagios, que obligaría a nuevas restricciones.

Temores de desaceleración en China. Si bien China es el principal motor de la economía global y una de las que más rápido se recuperó de la crisis del Covid, en los últimos meses viene mostrando moderación en su tasa de crecimiento. Con el fin de evitar que la inflación ponga en riesgo la estabilidad social, frenar la expansión de crédito y detener el fuerte impulso de los precios de las viviendas, finalizado el primer trimestre el Banco de China endureció las condiciones crediticias. Con esto, el indicador de impulso de crédito, que mide la creación de crédito respecto a la tendencia, en mayo marcó

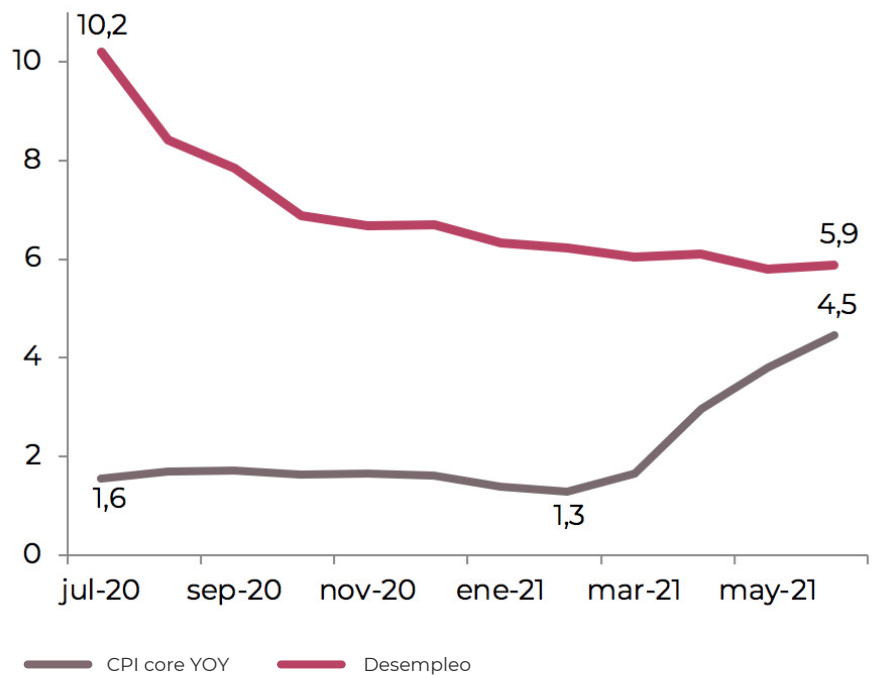
la peor caída desde que se tiene registro. El freno en el crédito se empieza reflejar en el nivel de actividad y es una luz amarilla para la economía global. De hecho, el índice PMI Caixin de servicios de junio se ubicó en 50,3, 5 pp menor al de mayo y el nivel más bajo de los últimos 14 meses, lo que refleja que el sector pierde impulso (sólo perforó los 50 puntos en el peor momento de la pandemia), algo muy preocupante para una economía que fue la primera en salir de la pandemia.

CHINA PMI



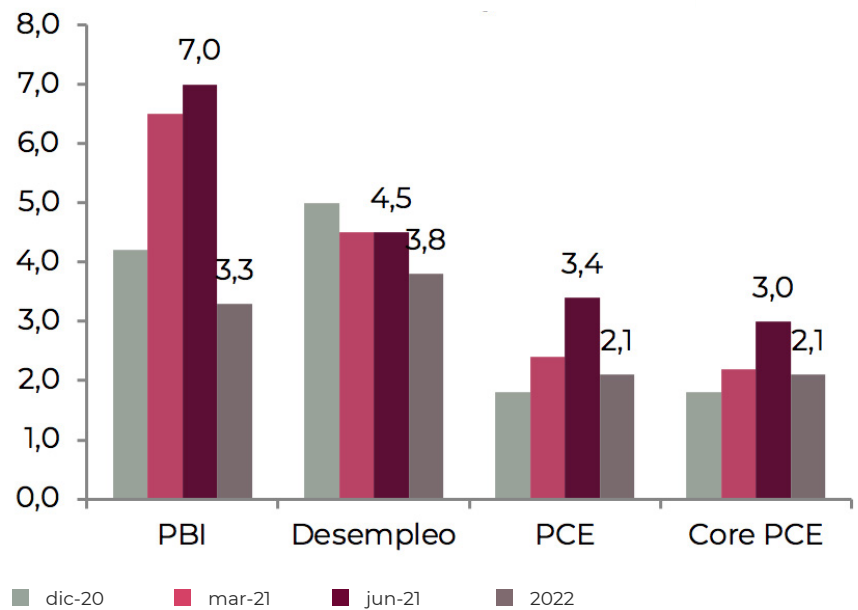
Re-opening, aceleración de la inflación y una FED con tono más duro. El avance en la vacunación en EE.UU le sigue marcando el camino a la vuelta a la normalidad. El re-opening trae consigo el repunte del nivel de actividad y del empleo, pero también genera presiones inflacionarias. Concretamente, la inflación de junio marcó un alza de 0,9% mensual, acumulando en los últimos 12 meses un alza de 5,4% (la más alta desde 2008). Igual tendencia marcó el IPC Core y PCE Core, principal termómetro de la FED. La aceleración de los precios es generalizada, aunque se destaca la dinámica de bienes, que suben al 8,7% i.a., mientras que los servicios lo hacen al 3,1% i.a. Dado que hubieron rubros que mostraron un fuerte incremento debido a cuellos de botella en la producción -que no permitieron abastecer la demanda-, el debate continúa centrándose en si la suba es transitoria -como prevé la FED- o si es de carácter permanente, dada la fuerte expansión monetaria generada por una política monetaria y fiscal ultra expansiva. En cuanto al mercado laboral, de la mano del sector de servicios, en junio se mantuvo muy dinámico con la creación de 815 mil nuevos puestos de trabajo no agrícolas, pero no alcanzó para compensar la caída en el empleo agrícola y de la población económicamente activa, por lo que la tasa de desocupación subió hasta 5,9%, 2 pp por encima de la registrada previo a la pandemia (quedan por recuperar más de 7 millones de puestos de trabajo). Pese a esta performance, las perspectivas de crecimiento se fueron corrigiendo a la baja: el ISM no manufacturero retrocedió de 64 en mayo a 60 en junio, lo que apunta a una moderación en el crecimiento del PBI. En cuanto esto último, si bien el consenso espera que el PBI del 2Q 21 acelere su marcha respecto al 6,4% que marcó en el 1Q21, las expectativas se fueron corrigiendo a la baja: por caso, el nowcast de la FED de Atlanta, que a principios de mayo marea un alza de casi el 14% anualizado, cerró el trimestre en 7,8%.

INFLACIÓN Y DESEMPLEO EN EE.UU



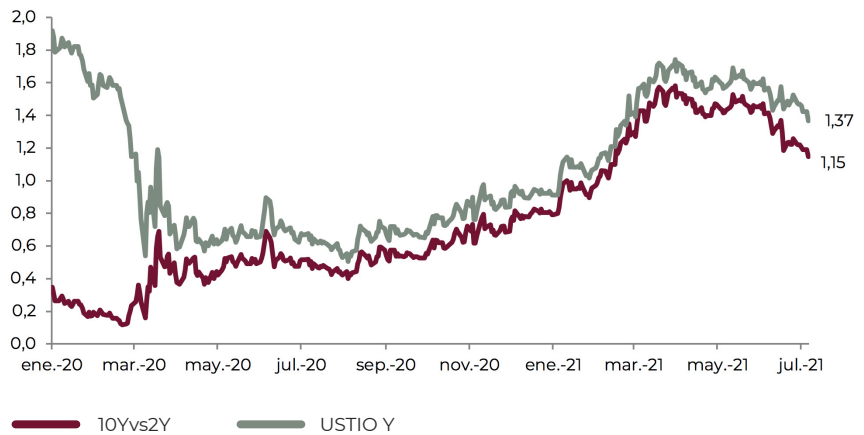
La FED reacciona. Con este marco de fondo, en la última reunión, la FED actualizó sus proyecciones para este año, en las que elevó las estimaciones de crecimiento de PBI al 7,0% y de inflación al 3,1%. Al mismo tiempo, en el mapa de proyecciones -el dot plot- se observó que más miembros de la FED estiman que la suba de tasas de interés se adelante y que las mismas sean más altas. La FED reconoció que comenzaron a analizar la posibilidad de comenzar el tapering (menor expansión monetaria), aunque no dieron pistas de cuándo comenzarán. Powell trata de bajar la tensión afirmando que “La FED mantendría la tasa de interés en 0 hasta que las condiciones laborales alcancen niveles consistentes con su visión de pleno empleo”.

PROYECCIONES DE LA FED PARA 2021/22



Se aplanan la curva. Pese a la aceleración de la inflación y que los pronósticos aparentan quedarse cortos para este año, el mercado parece haber comprado el diagnóstico de la FED y espera que la aceleración sea transitoria. Menor estímulo fiscal y una FED que endurecería su postura -en caso de que fuese necesario-, generarán las condiciones para enfriar la dinámica de precios, aunque a costa de un menor crecimiento. Esto se reflejó en la curva de rendimientos de los bonos a 10 años, que de los 1,75% que había marcado a fines de marzo, retrocedieron a 1,30% -el nivel más bajo desde febrero-, al tiempo que la inflación implícita en los bonos a 5 y 10 años bajó a 2,5% y 2,4% respectivamente.

BONOS DEL TESORO AMERICANO



Se fortalece el dólar y frena a los commodities. Con una FED más hawkish y China mostrando un desempeño menor al esperado, el dólar se fortaleció frente a todas las monedas. El índice DXY, que mide a la moneda americana frente a las monedas más negociadas en los mercados financieros -con el Euro como gran protagonista-, subió 3% y volvió a los niveles de fines de abril. Las monedas emergentes acompañaron esta dinámica, aunque se destacó el real brasileño, que interrumpió el rally que los llevó de USD BRL 6 a 4,9, y volvió a superar los USD BRL 5. En este contexto los commodities frenaron la suba que venían marcando: tras subir 20% en los primeros 5 meses, en junio se estabilizaron. El comportamiento fue dispar: mientras que el petróleo, el hierro, el acero y el aluminio continuaron en alza, el cobre, el oro y los granos mostraron una tendencia declinante.



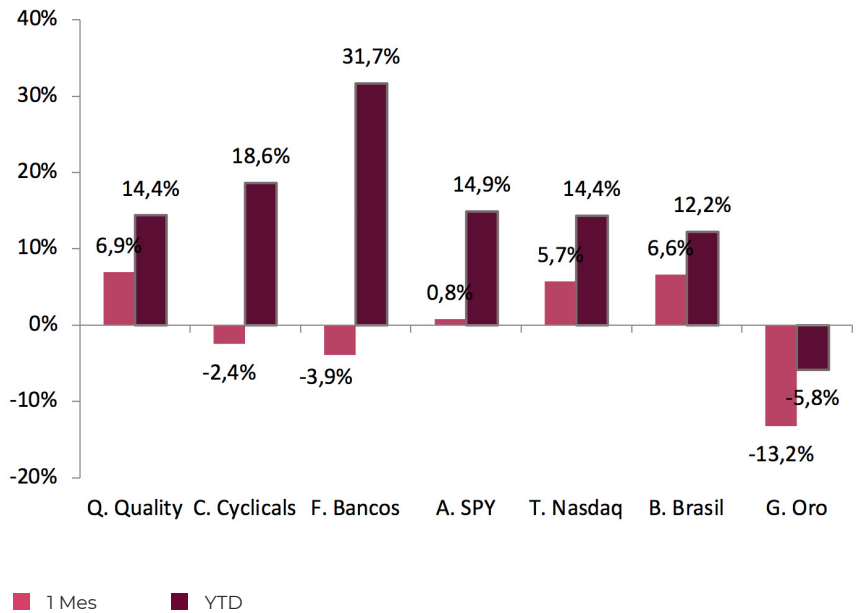
Reflation trade en pausa. La caída de los rendimientos de los bonos del Tesoro americano fue el reflejo del fuerte repunte que tuvieron los precios de los bonos largos. La bolsa alcanzó nuevos récords, pero con mayor impulso de las tecnológicas, dado que las cíclicas acusaron recibo. Concretamente, mientras que entre fines de 2020 y el 13 de mayo el S&P subió 9,7% y el Nasdaq apenas 1,8%, desde entonces a la fecha el S&P subió 5,5%, en tanto que el Nasdaq lo hizo 12,8%. Así las cosas, en lo que va del año los rendimientos se emparejaron dado que S&P rindió 15,8%, levemente por encima del 14,8% que marcó el Nasdaq. Analizando por sectores, se destaca la pausa que tomó el reflation trade que predominó hasta mayo. De hecho, desde el 15 de mayo, de la mano de Microsoft y Apple, las Tecnológicas fueron las de mejor desempeño al marcar un alza 13%, seguidas por las de comunicación (impulsadas por Facebook y google), que aumentaron 8,3%, y las de consumo discrecional (por Amazon), que hicieron lo propio 8,1%. Los sectores cíclicos ajustaron, entre los que se destacaron las caídas del financiero, industrias y materials, que cayeron 2,5%, 1,0% y 6,0% respectivamente. A pesar de la pobre performance reciente de las cíclicas, en lo que va del año siguen siendo las de mejor desempeño de la mano de las energéticas, bancos y las industrials.

SPX/QQQ



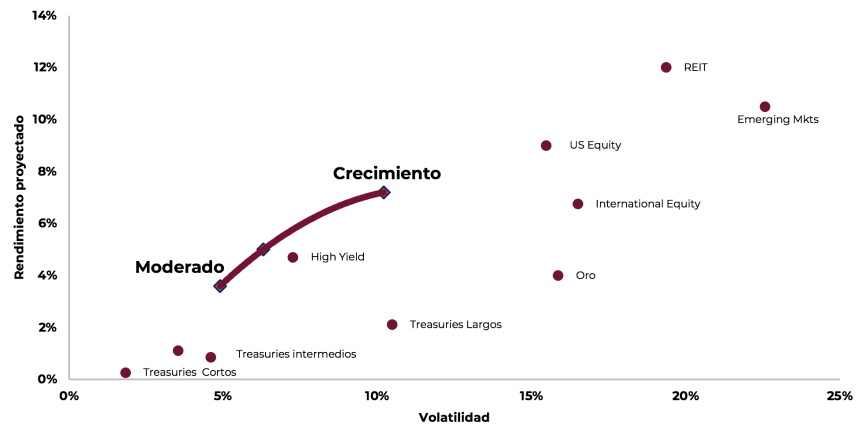
Carteras Cedears. El mejor desempeño de las acciones de las compañías tecnológicas y la caída que tuvieron las cíclicas se reflejó en nuestras carteras Cedears. En junio la cartera de mejor desempeño fue la Quality, marcando un alza de 6,9%, seguida por la Nasdaq, que rindió 5,7%, a las que se acopló la cartera de Brasil que, de la mano del fuerte repunte de Petrobras (+20% en el mes), subió 6,6%. La cartera S&P quedó neutral mientras que la cartera de Bancos y la Cíclica presentaron caídas de 3,9% y 2,4% respectivamente. La de oro se llevó el peor desempeño del mes, al marcar una caída de 13%. En los primeros seis meses del año la cartera de bancos fue claramente la de mejor desempeño, al acumular un alza del 32%, en tanto que el resto de la carteras que invierte en la bolsa americana marcaron subas en torno al 15% (Cíclicas 19%, SPX 15%, Nasdaq y Quality 14%). Más atrás se encuentra Brasil, que subió 12%, en tanto que la del oro acumuló una caída de 6,5%.

RENDIMIENTO DE LAS CARTERAS CEDERAS



Carteras globales. La diversificación entre segmentos en una cartera permite captar beneficios en diferentes escenarios. Nuestra cartera moderada (busca resguardar el capital) se compone en un 69% por renta fija y 19% en renta variable, 5% por real estate, 2% por oro y el 5% restante por liquidez. En la cartera crecimiento (busca la apreciación del capital en el largo plazo) la participación de renta fija baja al 25%, sube la de renta variable al 40% al tiempo que la de real estate y oro se elevan al 15%, quedando el 5% en liquidez. En los últimos 25 años el rendimiento de la cartera moderada promedió 3,6% anual, con un desvío de 4,9%, mientras que el rendimiento de la cartera crecimiento fue de 7,2%, aunque con un desvío del 10,2%. En 2020, pese a sufrir el derrumbe provocado por la pandemia, la cartera moderada logró un rendimiento de 9,5%, mientras que la de crecimiento llegó a 13,3%.

**PENSANDO LA POSPANDEMIA:
RIESGO Y RENDIMIENTO POR ACTIVOS***



Rendimientos del último mes. Como remarcamos más arriba, entre las principales consecuencias de un tono más hawkish del último comunicado de la FED se destacaron la baja de tasas de en los Treasuries y demás activos de larga duration (beneficiados por la baja en tasas largas), el fortalecimiento del dólar, la caída del oro y el buen desempeño de acciones tecnológicas. A esto se sumó la continuidad del buen desempeño en Real Estate y de Brasil, aunque este último tiene participación marginal en la cartera. Con este marco de fondo, y dado el mejor desempeño relativo de la renta fija, en junio la cartera moderada subió 1,1%, acumulando en el primer semestre un alza de 3,2%, en tanto que la cartera crecimiento tuvo un rendimiento de sólo 0,4% en el mes, aunque en lo que va del año acumuló una

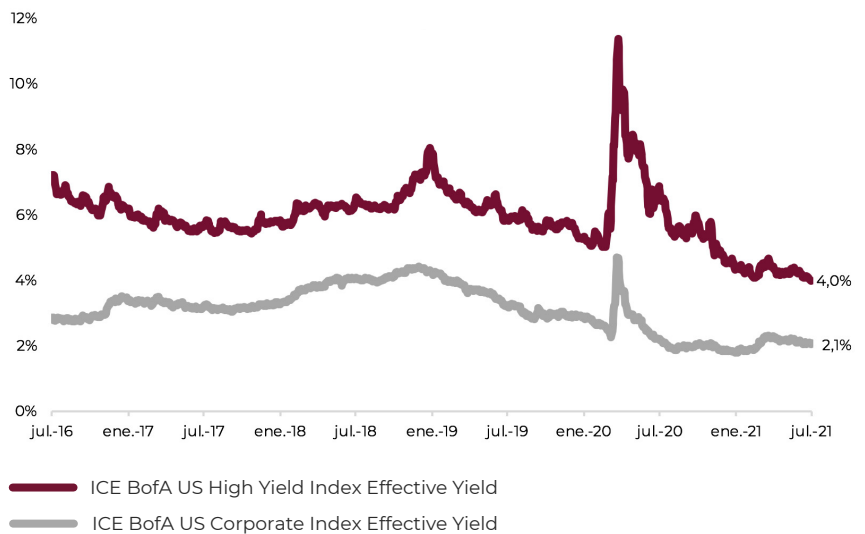
RENDIMIENTO CARTERAS GLOBALES



ASSET ALLOCATION

I. Bonos High yield short duration. ¿Cómo invertir con tasas de interés tan bajas? La fuerte inyección de liquidez que hizo la FED y otros bancos centrales llevaron las tasas de interés a mínimos históricos y hacen poco atractiva la inversión en renta fija. Los bonos del Tesoro de menor duration tienen rendimientos por debajo de la inflación y los TIPS a 10 años rinden negativo. La tasa de interés que pagan los bonos corporativos de alto rendimiento se ubica apenas por encima del 4,0%, mientras que la de bonos corporativos con grado de inversión devengan una tasa del 2,1%. En este contexto, preferimos apostar a los bonos de alto rendimiento de menor duration, apostando a una suba futura de tasas de interés, aunque es importante tener una correcta selección de instrumentos. Es por ello que destacamos 3 fondos: AXA US Short Duration High Yield (se enfoca en el Mercado Americano, tiene duration de 2,1% y rinde 3%), Neuberger Berman Short Duration EM Debt y Barings Emerging markets Short Duration (invierten en mercados emergentes, tienen duration un poco más alta, de 2,5 y 3 respectivamente, y rinden 3,3% y 5,6%). Combinando estos 3 fondos, se puede obtener mayores rendimientos y limitar la pérdida por

**5 AÑOS DE RENDIMIENTOS
INVESTMENT GRADE Y HIGH YIELD**

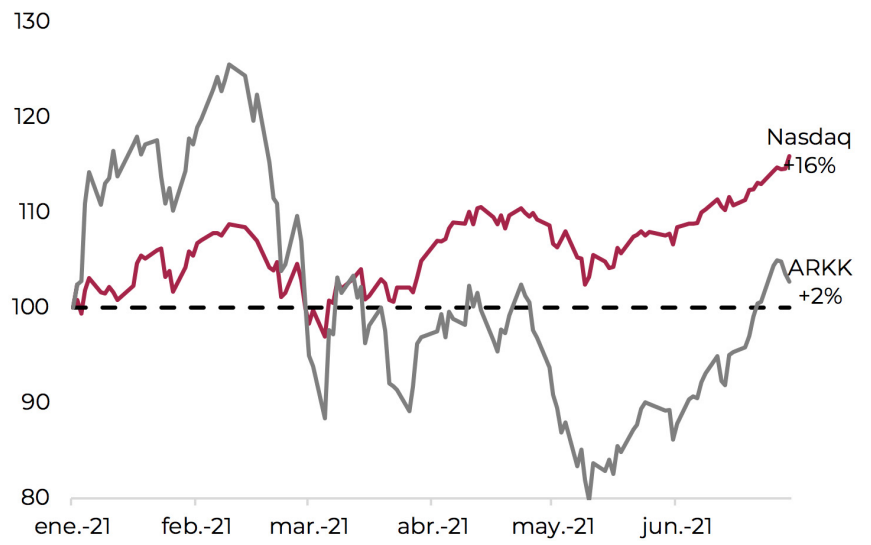


II. Activos cíclicos y tecnológicas maduras. La aprobación de la vacuna de Pfizer y el resultado de las elecciones de EE.UU a fines de octubre de 2020 fueron claves para que las acciones de los sectores cíclicos marquen muy buenos rendimientos, recuperando terreno respecto a las tecnológicas. Ante este contexto más volátil, con una FED que cuidadosamente va dando pistas de una política monetaria más dura, la caída en los rendimientos de los bonos del Tesoro y con el crecimiento del nivel de actividad perdiendo impulso, el reflation trade va perdiendo impulso, por lo que preferimos tomar la ganancia de este trade. A futuro, adoptamos una postura más neutral o market wait entre activos cíclicos y tecnológicas maduras.

Maduras vs incipientes. Dentro de las tecnológicas es muy evidente la diferencia entre las empresas maduras y las incipientes. Las primeras, entre las que ubicamos a las FAANG (Facebook, Apple, Amazon, Netflix, google) y Microsoft, son empresas consolidadas con unidades de negocio definidas y con flujos de caja positivos. Por el contrario, las incipientes tienen valuaciones muy elevadas, no generan flujo de caja y presentan mucha volatilidad. Esto se ve cuando analizamos la evolución del Nasdaq, que en lo que va del año subió 15% respecto al ETF ARK innovation (invierte en empresas tecnológicas de vanguardia, con mucho futuro pero con valuaciones muy altas), que en la primera mitad del año subió apenas 2%, aunque con gran volatilidad.

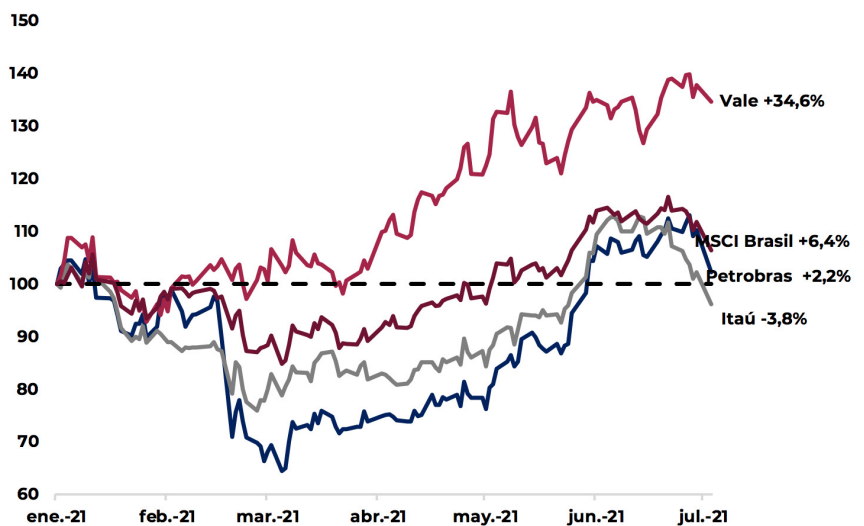
HOUSE VIEW GLOBAL

NASDAQ VS ARK INNOVARION - 2021



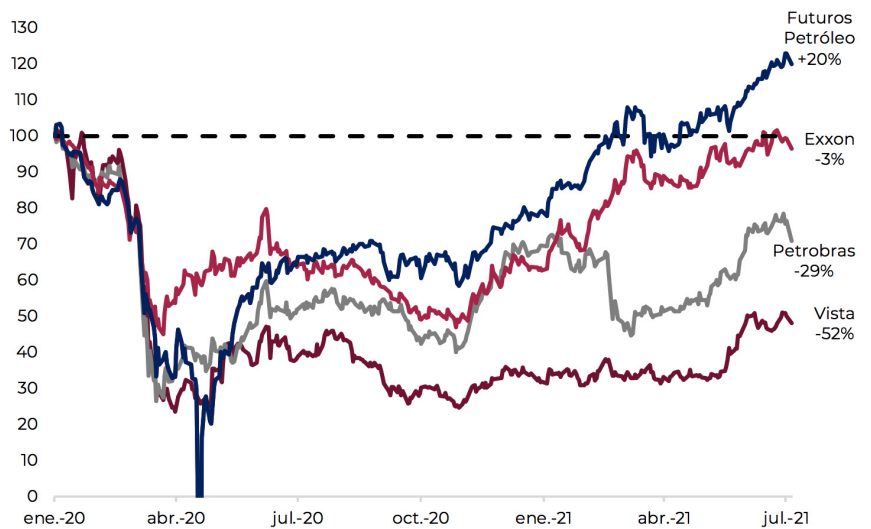
III. Apostamos a Brasil. En el primer semestre, el rendimiento de Brasil fue modesto y volátil: el MSCI subió sólo 6,4% impulsado por la minera Vale, que subió 34%, mientras que el resto de los componentes tuvieron un desempeño muy malo, llegando a marcar caídas superiores al 30% en el primer trimestre del año. La ganancia en sus términos de intercambio, derivada de los precios de las materias primas y la ambiciosa agenda de reformas estructurales que está impulsando Bolsonaro, mejoran los fundamentales para una economía que en los últimos cinco años tuvo una mala performance. Esto se reflejó en el valor de sus activos, que quedaron con valuaciones muy bajas. Si bien el contexto político suma incertidumbre (en noviembre del año que viene hay elecciones presidenciales), puede generar volatilidad. Mantenemos una visión constructiva con Brasil: el trade paga el riesgo aunque, dada la volatilidad, recomendamos que la participación de Brasil en la cartera no supere el 10%.

BRASIL Y PRINCIPALES COMPONENTES - 2021



IV. Oportunidades con las Petroleras. El sector viene siendo muy castigado por las prácticas ESG. Actualmente se nota un contraste entre los precios actuales y el futuro del negocio. Concretamente, mientras que en lo que va del año el petróleo acumuló un alza del 20%, las valuaciones de las empresas están muy rezagadas (Exxon está 35% abajo, Petrobras 29% y Vista 52%). Las perspectivas para el petróleo son alcistas dada la recuperación de la demanda asociada al rebote del nivel de actividad, al tiempo que la oferta está siendo castigada por la caída de la producción de los principales productores mundiales (Rusia produce 10% menos petróleo que antes de la pandemia, Arabia Saudita 20% y EE.UU 15%). El combo se completa con políticas más agresivas del gobierno de Biden para con el sector en EE.UU que impiden que la oferta reaccione al alza de precios.

PETROLERAS Y WTI (2020-2021)



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.