

PERSPECTIVA GENERAL

Nuevamente, como consecuencia de algunos indicadores económicos que han dado señal de debilidad, entre los que destaca el incremento en el número de bancarrotas, el aumento de algunos estándares de crédito, la activación del indicador recesivo denominado la Regla de Shamm, la aún invertida curva de rendimientos y algunas cifras del mercado laboral, ha renacido la narrativa de los riesgos de recesión. No obstante, lo que está ocurriendo son hechos que más bien soportan nuestra expectativa de un aterrizaje suave de la economía (soft-landing), que dista de un escenario recesivo, donde una controlada desaceleración económica, como consecuencia de la política monetaria restrictiva, permitirá el progresivo alcance de la meta inflacionaria de la Reserva Federal de EE.UU. (Fed), de acuerdo al análisis real que hemos realizado a múltiples indicadores económicos, que sugieren que el riesgo o ruido recesivo, al momento, es excesivo.

Por ejemplo, refrescando el tema laboral, dado que es uno de los mandatos de la Fed, podemos aseverar que, efectivamente, algunas cifras del mes de julio dejaron una exagerada señal de debilidad, pero visto desde una perspectiva más amplia, la suavización del mercado de empleo ha sido gradual, y no un quiebre. De hecho, el crecimiento promedio anual del empleo de entre mayo y julio de este año (+1,7% a/a), luego de la volatilidad y estrecha fortaleza alcanzada tras la pandemia, ha retornado al promedio visto durante el periodo de los años 2013-2019 (+1,7% a/a), cuando no existía la pandemia. Así como este indicador, vemos otros con ciertos ajustes, que no pueden ser categorizados como catastróficos. Respecto a la inflación, con una meta promedio de la Fed (+2%) que no es explícita la fórmula de cálculo, hemos visto que el indicador general, preferido por la Fed, el Personal Consumption Expenditures (PCE) viene cediendo llamativamente hasta +2,5% a/a en el mes de junio, mientras que el indicador subyacente, que desestima los volátiles precios de alimentos y energía, ha frenado su descenso, sobre todo por la persistencia en los precios de las rentas y servicios, hasta +2,6% en el último año, sin cambios respecto de mayo, pero no muy lejos del rango objetivo de la Fed. Además, el indicador de expectativas de corto plazo apunta a que niveles ligeramente por encima de 2% constituyen un rango estable para las variaciones interanuales de precios. Es por esto que, las tendencias del mercado laboral y la inflación refuerzan nuestra opinión de que la Fed reducirá su tasa de política monetaria 25 puntos básicos (pbs), a mediados de septiembre, por primera vez en más de cuatro años, y tendremos otro probable recorte en diciembre del 2024, además de cuatro disminuciones de 25 pbs cada una en 2025, ante la necesidad de la Fed de evitar impactos mayores de su política restrictiva, debido a que el progresivo aumento del diferencial entre la tasa referencial y el nivel de inflación va amplificando el impacto sobre la economía.

Por su parte, los mercados financieros han experimentado bastante turbulencia, con el Índice de Volatilidad alcanzando un nivel máximo no visto desde la pandemia y los índices bursátiles cayendo entre -6% y -13%. Además, los rendimientos bajaron a niveles no vistos desde mediados del año 2023, por el exagerado incremento en las expectativas de recortes de tasas, que llegaron a pronosticar casi 125 pbs de reducción este año, con bajadas de 50 pbs en dos de las tres reuniones que le queda a la Fed en 2024. Esta situación encontró asidero en la debilidad de las cifras económicas referidas en los párrafos anteriores, con el respectivo aumento de los riesgos recesivos. Además, también vimos presiones por la disolución de una parte de los denominados carry trade, que son inversiones que se financian tomando provecho de las bajas tasas en otras regiones. En este caso, la expectativa de achicamiento del diferencial de tasas que hacía atractiva esta estrategia entre los intereses pagados en EE.UU. y Japón, generó estas presiones, luego que el Banco de Japón decidió subir sus tipos de interés. Esto impactó sobre todo a los sectores de mejor desempeño, como los de tecnología e inteligencia artificial (IA), por reportes que referían que el impulso de la IA ha sido exagerado, si se toma en cuenta que el sobre desempeño de este sector podría desacelerar y emparejarse al del resto de los miembros de otros sectores. Todo esto se conjugó en las presiones sobre los mercados bursátiles y en los bonos. Sin embargo, luego de dichas presiones, se ha revertido una parte importante de las pérdidas. Si bien algunos analistas incrementaron el riesgo de recesión, la información económica aún no soporta el caso, al menos a la velocidad implícita en las tasas de interés, con la inflación cayendo y la Fed normalizando sus tasas para limitar el poder recesivo de la política restrictiva. En este contexto, seguimos viendo un mercado, a nivel de índices, que está sobre valuado, y aunque puede seguir subiendo, es aconsejable proteger posiciones con Stops o Puts. Mantener inversiones en empresas con programas de recompra significativos, y en empresas favorecidas por bajada de tasas de interés (real estate), además de cautela con bancos que serán afectados por este mismo factor. En IA seguimos viendo las mejores oportunidades en proveedores de infraestructura (data centers). En cuanto a la renta fija, aún vemos atractivo y nos gustan bonos del Tesoro y créditos hasta cinco años.

ESTADOS UNIDOS



MACRO VIEWS

- I. PIB: Cierra en 2,5% en 2023, dadas las sorpresas positivas de los dos últimos trimestres. Aunque podría desacelerar en 2024 (2,0%).
- II. Inflación: 2,9% al cierre del 2023, y alrededor de 2,5% en 2024 (PCE-core, fin de periodo).
- III. Tasa Fed: El "pívor", desde el máximo actual de 5,50%, podría ocurrir en septiembre de 2024, para llevar la tasa hacia 5,0% al cierre de 2024.

MARKET VIEWS

- I. Acciones - Neutral: Ante fin de ciclo de alza de tasas y escenario de soft-landing, que podrían soportar al mercado, junto a expectativa de pivó de tasas, por perspectiva de control inflacionario. No obstante, valoraciones permanecen no atractivas, lo cual contrarresta potencial del mercado. Vemos un mercado sobre valuado, pero que puede seguir subiendo, soportado por expectativas de crecimiento de ganancias que va a ser difícil de cumplir. Proteger posiciones con Stops o Puts. A nivel de sectores, el enfoque continúa en tecnología, con toma de ganancias, nos movemos a cautela con financieras y más positivos en salud. En temática de Inteligencia Artificial, preponderar proveedores de infraestructura (cloud, data centers). Mantener inversiones en empresas con programas de recompra significativos y empresas favorecidas por bajada de tasas.
- II. Renta Fija - Positivo (bonos de 3-5 años): Renta fija de EE.UU. está en un punto de inflexión crítico, con economía mostrando signos de una desaceleración controlada, que permite a la Fed realizar recortes de tasas en el horizonte próximo. Bonos del Tesoro de tres a cinco años y alto rendimiento de manera muy selectiva.
- III. Spreads - Positivo: Nos mantenemos más constructivos en IG, ante mejor calidad de balances. Anticipamos que el spread de IG se mantenga en un rango de 95-105 puntos básicos (pbs) en el corto plazo, con potencial de ampliación hacia 105-115 pbs hacia fin de año, si preocupaciones sobre la recesión se intensifican, aunque dicha ampliación será más que compensada por recortes en tasa base. En este entorno, favorecemos una estrategia barbell, sobreponderando el tramo corto (1-3 años) y el intermedio largo (7-10 años) de la curva IG. En términos sectoriales, mantenemos una preferencia por sectores defensivos (servicios, salud y consumo básico), mientras nos mantenemos cautos en sectores cíclicos, especialmente sector detal y automotriz.

EUROPA



MACRO VIEWS

- I. PIB: Desaceleración en 2023 (a 0,5%) y ligera recuperación en 2024 (0,7%).
- II. Inflación: Se ha evidenciado una fuerte desaceleración en inflación en últimos meses. Se estima que se pase de 5,5% en 2023 a 2,4% en 2024 (promedio anual).
- III. Tasa de BCE: Fuerte desaceleración en inflación permitió inicio de ciclo de ajuste gradual de las tasas, de 25 puntos básicos en la reunión de junio hasta 4,25%, estimamos un nivel de 3,50%-3,75% para el cierre de 2024.

MARKET VIEWS

- I. Acciones - Neutral: Estamos cambiando nuestra perspectiva sobre el mercado de acciones europeo, desde neutral a cautelosamente optimista, debido a las recientes revisiones al alza en las perspectivas de crecimiento económico para 2024 y 2025. FMI acaba de mejorar perspectivas de la región para estos años, debido a la fortaleza esperada en el sector servicios y recuperación de las exportaciones netas. Las valoraciones siguen atractivas, mayormente en acciones de valor de pequeña capitalización. El mercado alemán ha mostrado fortaleza relativa en la zona y se negocia cerca de máximos históricos, mientras que la periferia registra las mayores mejoras en las perspectivas de crecimiento y así como en las ganancias corporativas esperadas.
- II. Renta Fija - Positivo: Estamos cambiando de neutral a positivo en los Bunds, dado el liderato del BCE en su ciclo de reducción de tasas. A pesar de la preferencia en deuda corporativa, estamos aumentando posiciones en deuda soberana (Bunds y Gilts), como protección a eventual volatilidad en spreads de crédito.
- III. Spreads - Positivo: Mayor desaceleración en la inflación, que permite ajustes de tasas a la baja en el BCE, nos coloca con valor en emisores europeos, con rendimientos atractivos. Nuestra preferencia es por nombres de grado medio inferior de calificación y mantenemos duración por debajo del mercado, especialmente en sector financiero vs. corporativos. Preferimos la parte corta a media de la curva (1-5 años). Estructura escalonada entre 1-5 años. Hemos empezado a tomar posición, marginalmente pequeña, en la parte larga de la curva (10Y), pero en la mejor calidad crediticia (A para arriba).



PANAMÁ

- I. Shocks ocurridos durante el 2023 (cierre de mina y fenómeno El Niño) deterioraron de forma relevante la perspectiva de crecimiento para este año. Pero, hechos recientes mejoran las perspectivas del corto plazo.
 - II. Ministro de Economía y Finanzas, de nuevo gobierno, ha dado señales positivas con su postura de responsabilidad fiscal y su acercamiento amistoso con las calificadoras de riesgo e inversionistas institucionales.
 - III. Disposición a negociar con First Quantum un cierre ordenado y progresivo, que podría implicar una reactivación parcial de actividades para financiar el cierre, y expectativa de normalización del tránsito de buques por el canal, por salida anticipada de sequía causada por fenómeno El Niño generan riesgos alcistas al crecimiento. Además, directiva de Asamblea Nacional han dado buenas señales en lo que podría ser un futuro consenso para reformas fiscales claves.
 - IV. Deuda – Neutral – Valoración atractiva vs. LatAm. Crecimiento esperado mejor a LatAm. Baja probabilidad de reforma fiscal, pero gobierno puede controlar gasto.
- I. Petróleo – Positivo: Caída reciente generó precios atractivos, en conjunción con demanda de transporte en EE.UU. mejor a la expectativa y bajos inventarios esperados en EE.UU.-OECD para 2S24. Incremento de riesgo geopolítico puede ser factor alcista adicional.
 - II. Gas natural – Positivo: Técnicos dan señales de atractivo en precios actuales. Mantenemos buena perspectivas en transporte interno en EE.UU., pero temporada de huracanes ha impactado sobre capacidad exportadora.
 - III. Cobre - Neutral: Inventarios en Londres/Shanghái que están altos en términos estacionales, junto técnicos que dan señales de venta ligera, y trayectoria esperada de tasas sigue limitando el espacio de subida adicional.
 - IV. Oro - Positivo: 2S24 con potencial por la fuerte demanda de oro físico por bancos centrales emergentes y nuestra perspectiva de reducciones de tasas para el resto del año. Demanda de oro física de ETFs respaldados en oro pudiera estar comenzando a aumentar. Precios pueden superar pronósticos consenso para el resto del año.