



Evaluando los riesgos de recesión en EE.UU.

FYNSA

Junio, 2022

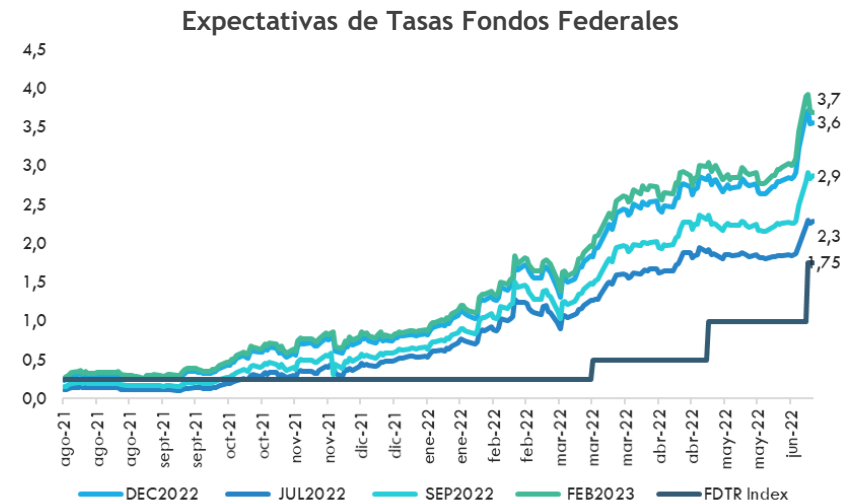
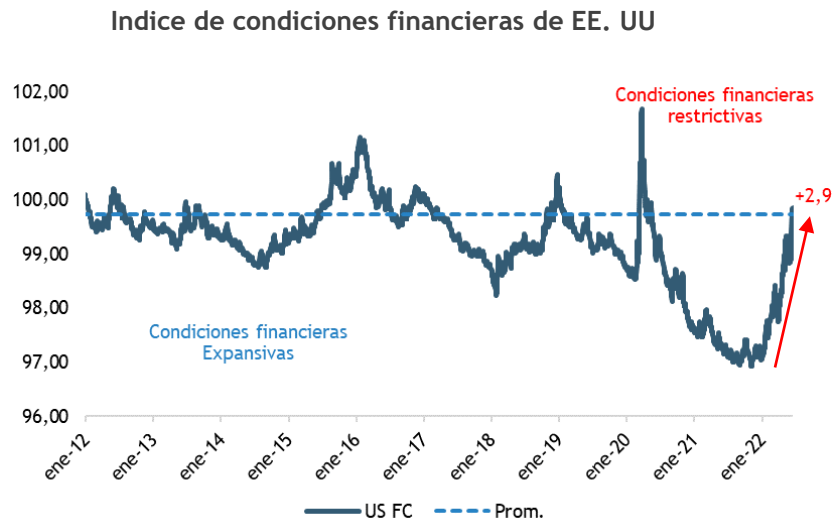
A blue-tinted photograph of a workspace. In the foreground, a pair of black-rimmed glasses rests on a stack of papers. Below the papers, the keyboard of a laptop is visible. A pen lies horizontally in front of the laptop. In the background, a white mug is partially visible. The overall scene is softly lit, creating a professional and focused atmosphere.

Visión y estrategia

Evaluando los riesgos de recesión

La Fed está adelantando el ciclo de senderismo

- En su reunión de junio, el FOMC aumentó la tasa de los fondos federales a 1,50-1,75 %, lo que supuso la primera alza de tasas de 75 pb desde noviembre de 1994. **La gran subida de tasas fue provocada por una inflación del IPC superior a la esperada en mayo.**
- En la conferencia de prensa, el presidente Powell dijo que el FOMC quiere llegar a una posición neutral más rápido para establecer la inflación en un camino a la baja y evitar el **desanclaje de las expectativas de inflación**. El Resumen de Proyecciones Económicas (SEP) actualizado reveló que el FOMC espera que la tasa de política esté en 3,25 -3,50% para fines de 2022, lo cual está en línea con los precios del mercado. **De hecho, el mercado ya ha absorbido el ciclo de alzas anticipadas, como se refleja en el fuerte endurecimiento de las condiciones financieras desde fines del año pasado.**
- Además, la voluntad de la Fed de subir la tasa al 3,8% en 2023, 130 pb por encima de su propia estimación de la tasa neutral a largo plazo (2,5%), **debería calmar los temores sobre su compromiso con la inflación objetivo y, por lo tanto, reducir la necesidad de ir mucho más rápido de lo ya establecido por razones de credibilidad.**



Evaluando los riesgos de recesión

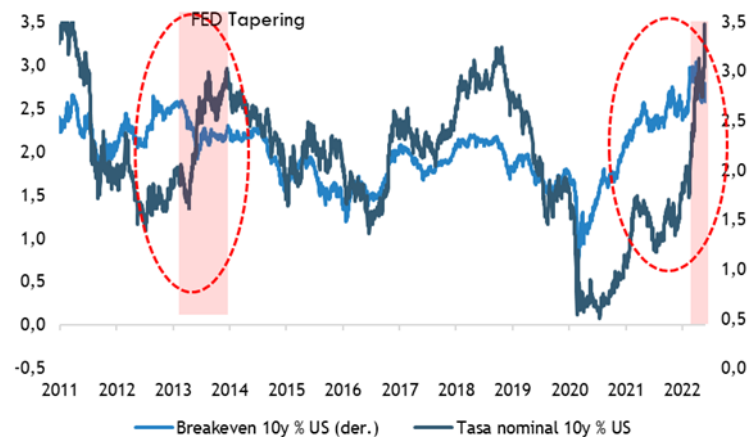
En principio nos inclinamos porque las tasas base ya estarían alcanzando un “nivel máximo relevante”

- El rango de pronóstico de fin de año para los rendimientos del Tesoro estadounidense a 10 años es 2,9% - 3,4 %, basado en la expectativa de que la tasa de política llegue a 3,0% y 3,5 % este año y que no haya recesión en 2023 en nuestro caso base.
- En principio nos inclinamos porque las tasas base ya estarían alcanzando un “nivel máximo relevante” ya varias divergencias que observábamos en meses previos, entre el nivel de tasas y los niveles de inflación, así como tasas reales que eran muy bajas comparadas con otros ciclos de ajustes, se han ido cerrando.

Breakeven de Inflación US 10y vs Tasa real 10y Yield (%)



Breakeven de Inflación US 10y vs Tasa Nominal 10y Yield (%)



Forecast for 10-Year Yield (GS)



Evaluando los riesgos de recesión

Todavía es posible construir un caso para cierta moderación de las presiones inflacionarias

El llamado de que la inflación podría estar de alcanzar “un peak” quedo bastante cuestionada después de la sorpresa inflacionaria del mes de mayo, **pero creemos que todavía existen buenas razones para que en los próximos meses la inflación pueda comenzar a ceder en el margen.**

La primera es el estado del consumidor estadounidense: el consumidor ha estado apoyando la economía estadounidense durante todo el año. Pero los hogares finalmente están reaccionando a la alta inflación y al crecimiento negativo del salario real. Las ventas minoristas apuntan en la misma dirección, al igual que las cifras de confianza del consumidor: tanto las condiciones actuales y los componentes de expectativas se han estado deteriorando a un ritmo acelerado. Varios minoristas han estado aludiendo a excesos de inventario (para recortar sus guidace) lo que también sugiere un retroceso en la demanda.

La segunda es la vivienda: Si bien el ritmo de aumento de los precios de la vivienda aún no se ha desacelerado, la actividad económica relacionada con la vivienda sí lo ha hecho, y mucho. Las ventas de casas usadas han caído un 13% de enero a abril, las ventas de casas nuevas casi un 30%. Además, ninguna de las dos series reflejaría aun gran parte del salto en las tasas hipotecarias (que han subido más de 200 pb en pocos meses alcanzado casi el 6%).

La contribución a la inflación interanual de las categorías de oferta restringida también debería moderarse hacia adelante. a medida que la congestión de las cadenas de suministro ceda adicionalmente.

Los mercados financieros también se han endurecido considerablemente, **lo que seguramente será otro lastre para la actividad en los próximos trimestres**

Por supuesto, el mayor riesgo hacia adelante seguirá asociado a los precios de la energía y alimentos, que por lo demás es poco lo que la FED puede hacer al respecto

EEUU. Confianza del consumidor



EEUU. Venta de viviendas



EEUU. Índice semanal de cuellos de botella de GS



Evaluando los riesgos de recesión

Todavía es posible construir un caso para cierta moderación de las presiones inflacionarias

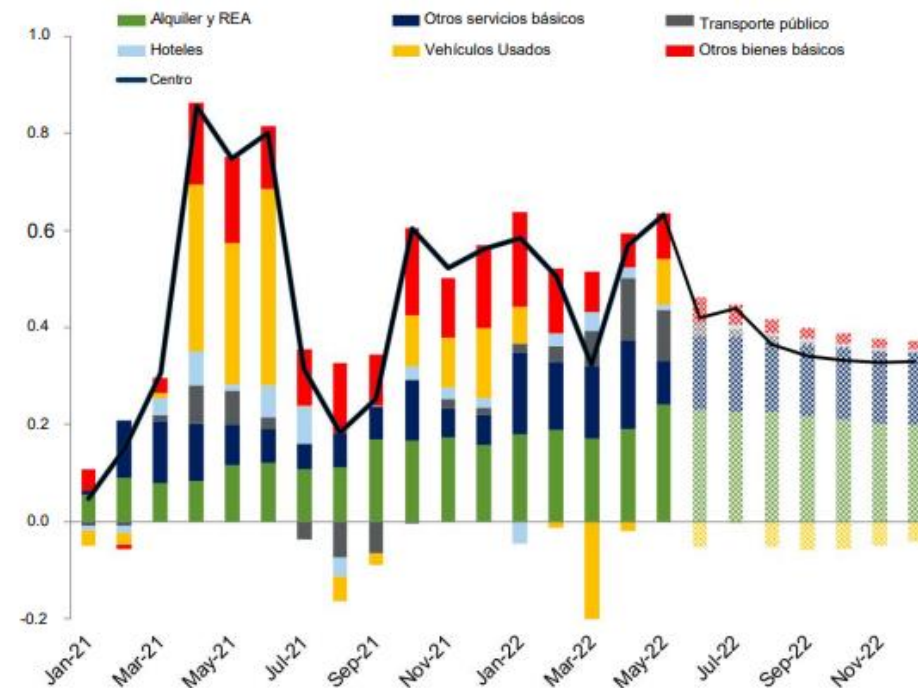
Todavía es esperable cierta reversión en los precios elevados de los autos usados y la moderación de la inflación en otras categorías de bienes básicos.

Las categorías de servicios cuya inflación se movió con las olas de la pandemia y el crecimiento económico, como el transporte público y los hoteles, también deberían experimentar una moderación de la inflación.

Sin embargo, es probable que la inflación de alquileres, OER y otros servicios básicos se mantenga elevada hasta fines de este año, lo que mantiene las cifras del IPC básico mes a mes por encima de los niveles consistentes con la meta de inflación de la Reserva Federal.

Para 2022 en general, se espera una inflación del IPC general del 8,1 % con una inflación del IPC subyacente del 5,9 %. Se espera que el cambio porcentual de 12 meses en el IPC subyacente caiga al 5,3% en diciembre después de alcanzar un máximo del 6,5% en marzo.

Descomposición del IPC básico de enero de 2021 a mayo de 2022
y previsiones de GS hasta diciembre de 2022

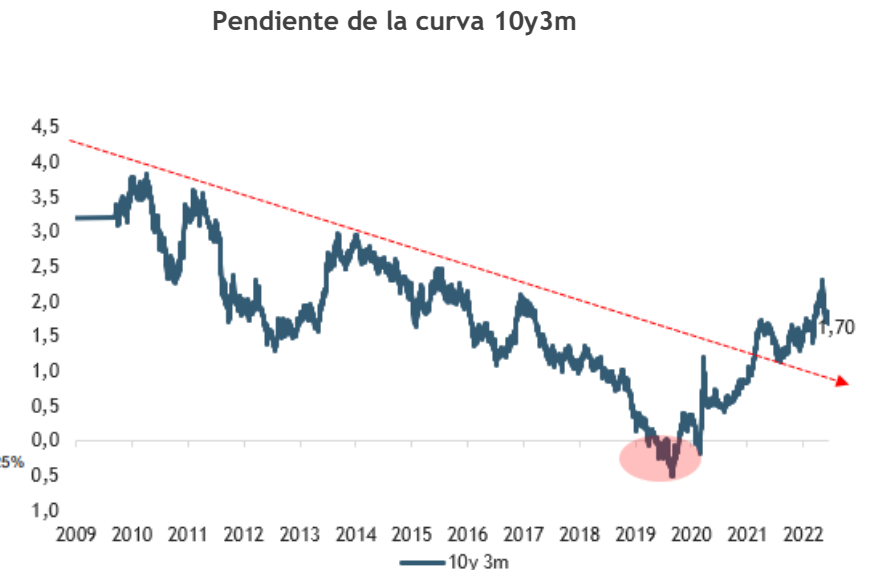
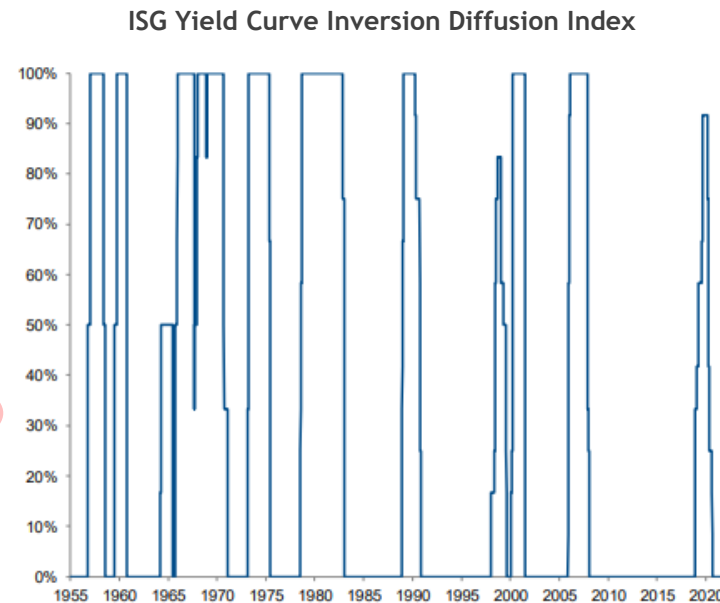
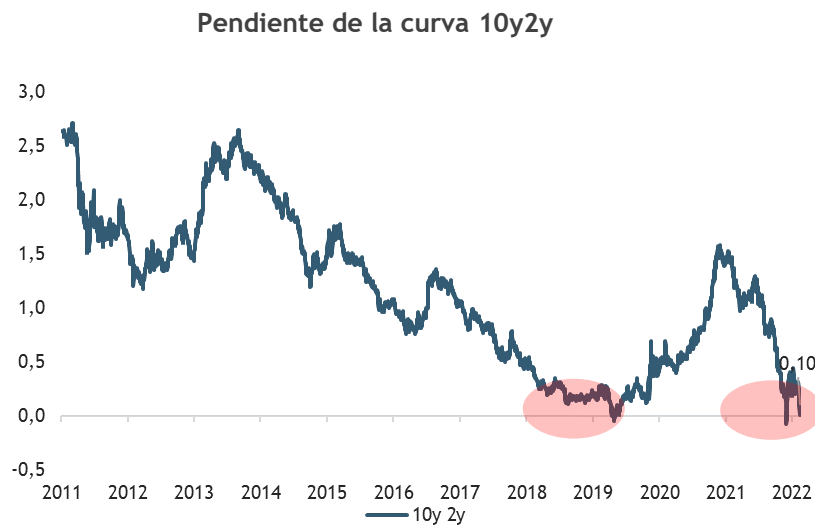


Fuente: Goldman Sachs

Evaluando los riesgos de recesión

Las curvas de rendimiento continúan indicando un riesgo moderado de recesión

- La curva de rendimiento de 10y2y se invirtió brevemente a principios de abril y coqueteó con la inversión más recientemente cuando el mercado digirió nueva información que la Fed estaba planeando acelerar el ciclo de normalización monetaria. Sin embargo, la curva ha vuelto a empinarse posteriormente, mientras que la curva de 10y3m, mantiene 170 pb de pendiente positiva.
- El índice de difusión de la curva de rendimiento ISG, que analiza una gama más amplia de curvas de rendimiento y tiene en cuenta la persistencia de la inversión, se mantiene en 25%, un nivel alcanzado por primera vez en abril. Sin embargo, todas esas inversiones se han revertido y actualmente no hay curvas en el índice invertidas.
- El índice superó el 90 % antes de cada recesión en el período posterior a la Segunda Guerra Mundial, y la recesión siguió 13 meses después, en promedio



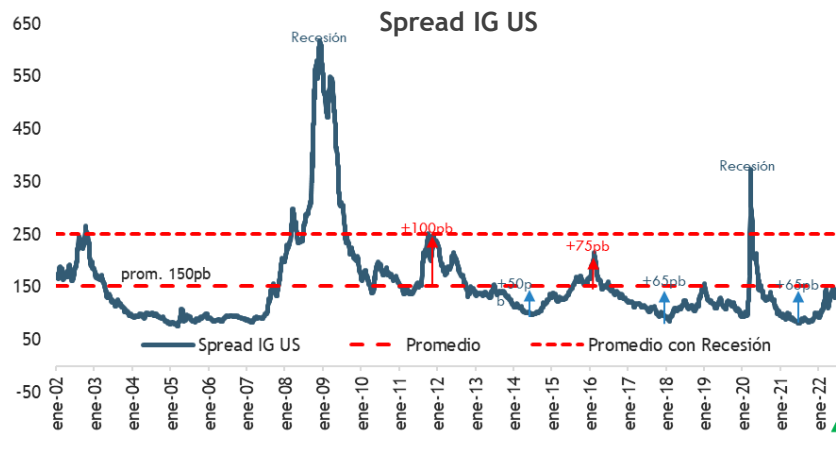
Análisis Semanal

Spreads: Puntos de Inflexión Históricos y probabilidades de recesión

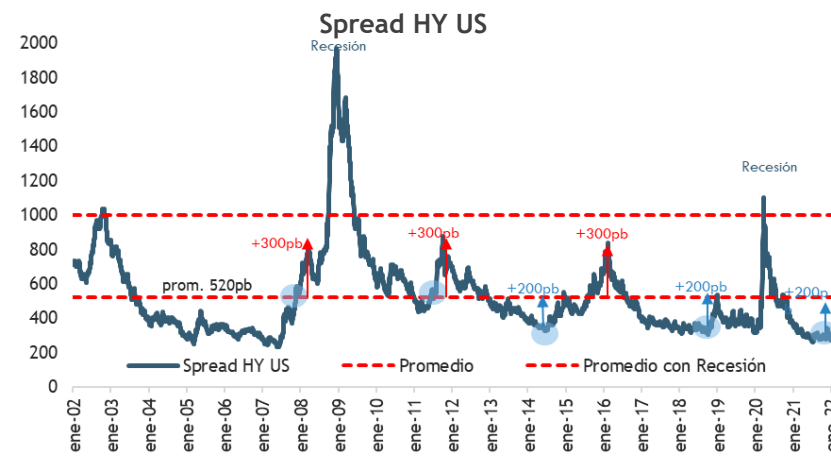
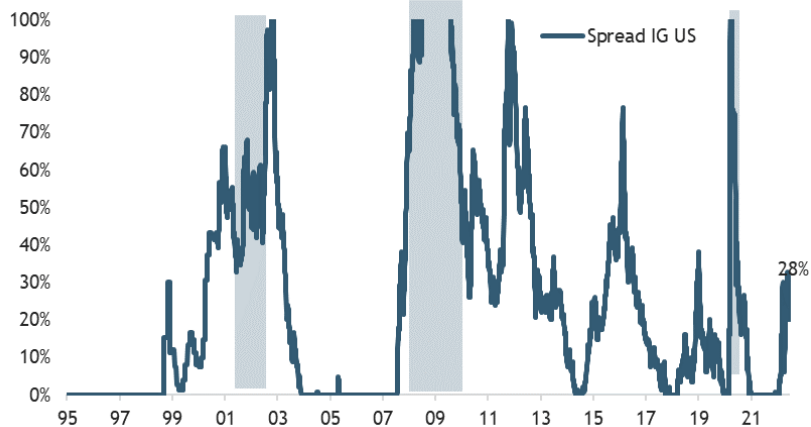
Los spreads IG US se han ampliado a 145 pb sobre los bonos del tesoro. El nivel promedio de spreads IG durante las recesiones (durante las últimas seis) es de 250 pb y el nivel promedio fuera de la recesión es de 100 pb

En tanto, los spreads HY US se han ampliado a 500 pb sobre los bonos del tesoro. Esto se compara con un nivel promedio de recesión de spreads HY (en las últimas tres) de 1000 pb y un nivel promedio fuera de la recesión de 350 pb.

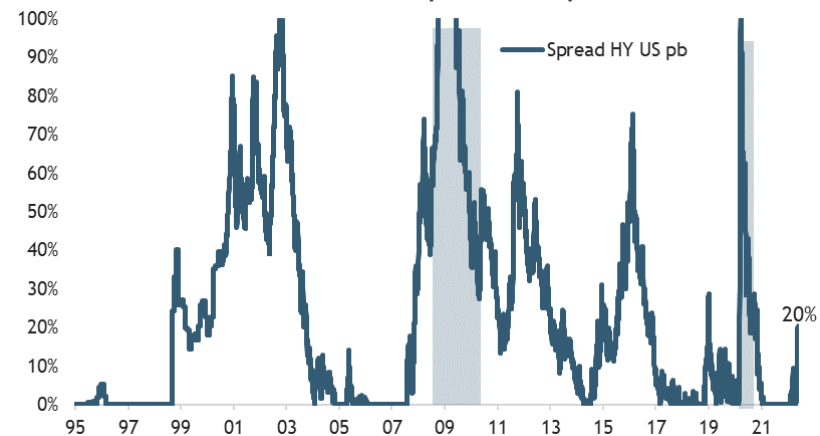
En ambos casos, los spreads se encuentran en torno a sus promedios de largo plazo, y tienen implícito aun una baja probabilidad de recesión



Probabilidad de recesión implícita en Spreads IG US



Probabilidad de recesión implícita en Spreads HY US

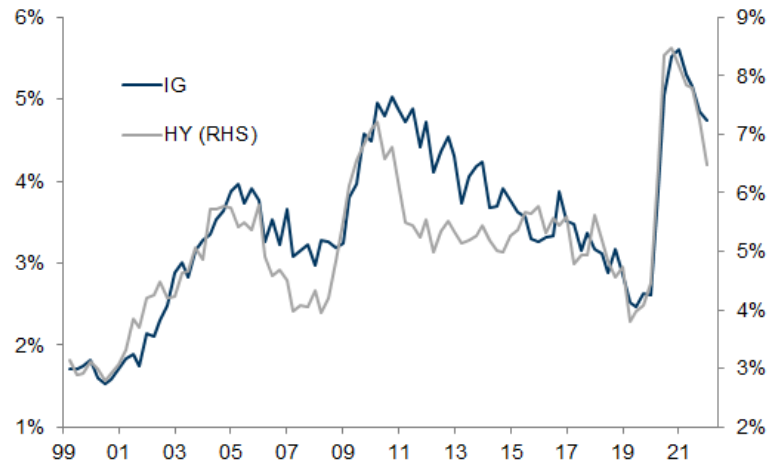


Evaluando los riesgos de recesión

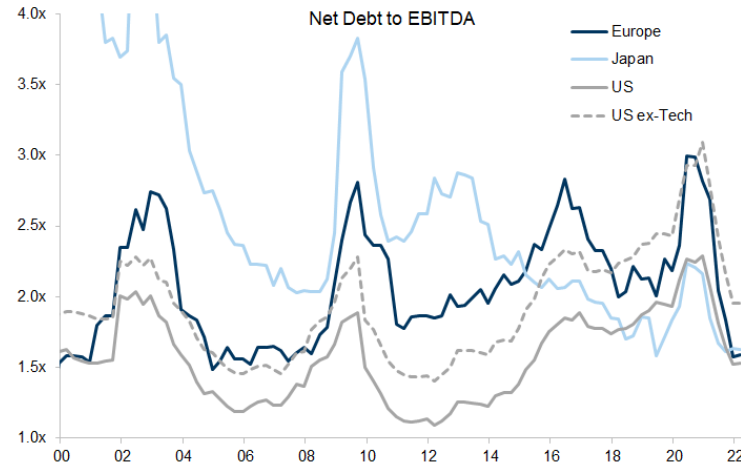
Los balances del sector privado son sólidos

- Los mercados crediticios se han mantenido relativamente estables, reduciendo los riesgos sistémicos, dado que los balances de las empresas se mantienen saludables.
- La relación entre efectivo y activos sigue siendo alta. Además, la capacidad de servicio de la deuda es tan fuerte como lo ha sido en 30 años

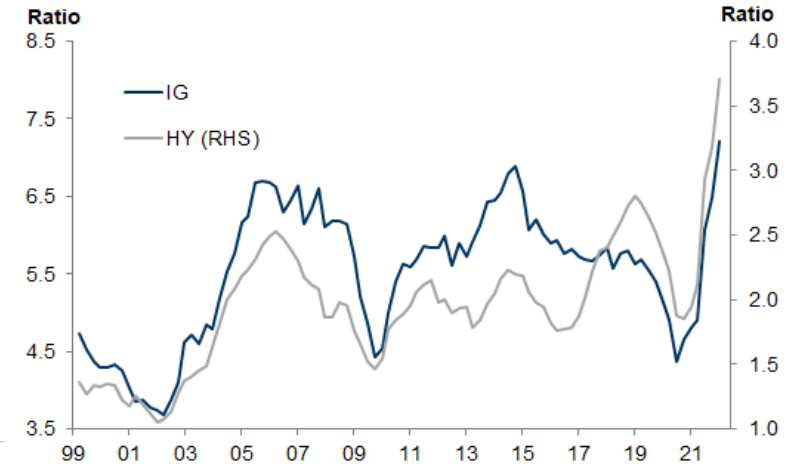
Las posiciones de liquidez siguen siendo muy sólidas. Razón de efectivo a activos totales para las corporaciones no financieras medianas IG y HY-rates domiciliadas en América del Norte



Los balances de las empresas en conjunto no están particularmente estirados



La capacidad de servicio de la deuda es la más fuerte desde finales de los 90. Coeficiente de cobertura de intereses para las sociedades no financieras medianas con calificación IG y HY domiciliadas en América del Norte



Evaluando los riesgos de recesión

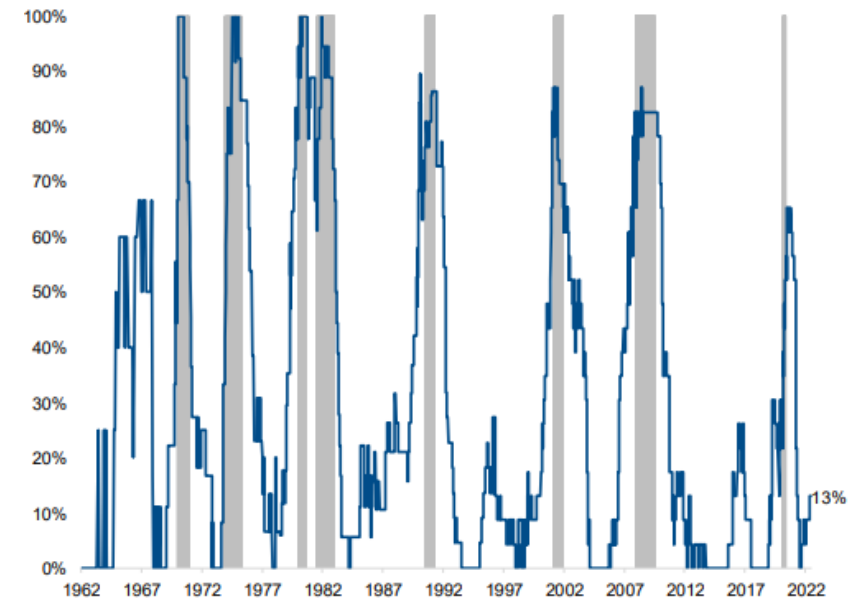
Los datos de la economía real muestran una probabilidad creciente, pero aún moderada, de recesión a corto plazo

- Varios de los principales indicadores y criterios NBER en el cuadro de mando de recesión de GS se han disparado. La puntuación total ha aumentado a poco más de 40 un umbral de riesgo moderado de recesión. (El umbral para el riesgo elevado de recesión es 65).
- Sin embargo, los indicadores clave, como el índice ISM manufacturero, la producción industrial y el empleo de los hogares, se mantienen muy por encima de sus respectivos umbrales. También es importante tener en cuenta que el NBER necesitaría ver una serie de aspectos negativos antes de llamar a una recesión, lo que no es el caso en este momento.
- En el panel de recesión de GS, el 13 % de los indicadores principales se activan actualmente, frente al 9 % en mayo. A modo de comparación, en todas las recesiones pasadas, excepto la recesión de 2020, se activaron al menos el 80% de los indicadores principales.

GS Recession Score Card

Type	Variable	Signal May-22	Current	Threshold	Transformation
Leading Indicators	Conference Board's Leading Economic Indicator	0	0.3	-1.0	% 2Mo2M
	ISM Manufacturing	0	55.8	50.3	2M Average
	ISM New Orders - Inventories	1	0.6	2.1	2M Average
	Consumer Confidence - Expectations	1	78.3	89.3	2M Average
	ISM Non-Manufacturing	0	56.5	53.4	2M Average
	Retail sales	0	1.1	0.3	% 2Mo2M
	Initial Jobless Claims	1	7.3	2.3	% 2Mo2M
NBER Criteria	Real Manufacturing and Trade Sales	1	-0.7	0.1	% 2Mo2M
	Industrial Production	0	1.9	-0.1	% 2Mo2M
	Real Personal Income Less Transfers	1	0.0	0.6	% 2Mo2M
	Average of Payroll and Household Employment	0	0.6	0.3	% 2Mo2M
	Aggregate Weekly Hours Index in Private Industries	0	0.4	0.2	% 2Mo2M
Total Scorecard		43			

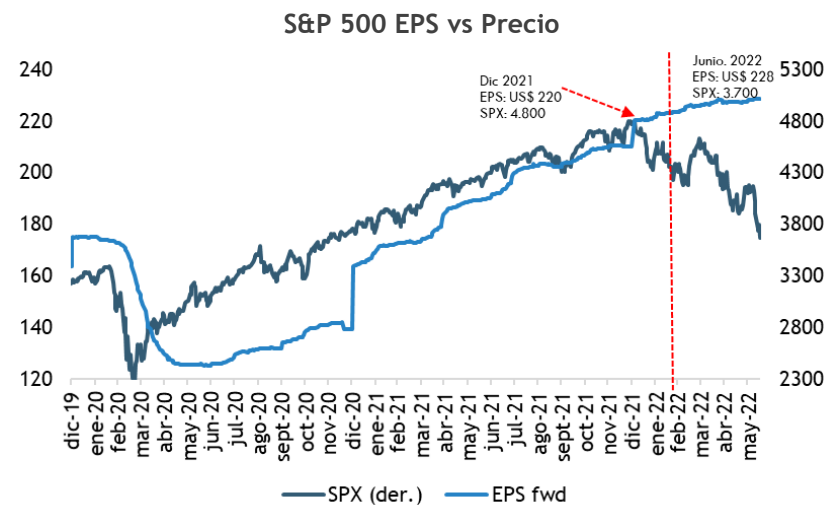
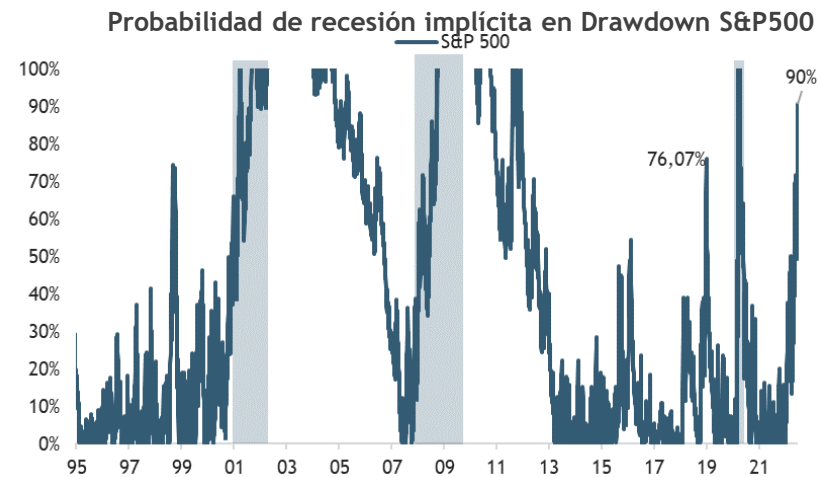
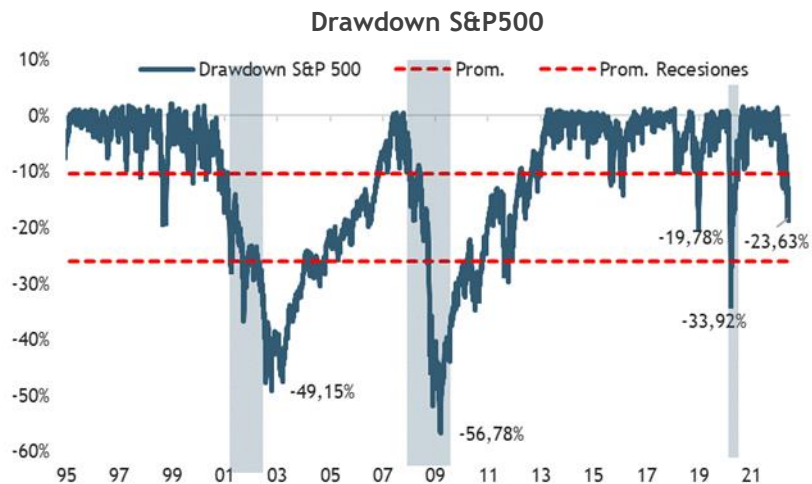
Porcentaje de indicadores principales en el panel de control de recesión de GS activados con el tiempo: a de junio de 2022



Evaluando los riesgos de recesión

Los mercados de renta variable siguen cotizando un alto riesgo de recesión a diferencia de los mercados de crédito

- Muchos de los temores de recesión se derivan del ajuste de la renta variable. El S&P 500 ha caído un 23,5% en lo que va del año entrando en “mercado bajista”. La probabilidad de recesión implícita por este concepto alcanza el 90%, lo que, sin embargo, hay que ponderar por el resto variables de mercado y macroeconómicas y que muestran un riesgo de recesión más acotado.
- Por lo demás, gran parte del ajuste de la renta variable se puede atribuir todavía a una “compresión de múltiplos”, a propósito de las mayores tasas de interés derivadas de las presiones inflacionarias, mientras que las expectativas de utilidades corporativas se mantienen todavía resilientes.



Fuente: Fynsa Estrategia; Bloomberg

Evaluando los riesgos de recesión

La caída promedio del S&P 500 es en torno a un 25% en recesiones

- Si la historia es una guía, la caída de la renta variable en lo que va de 2022 ya se acerca a la mediana de caídas en torno a recesiones estadounidenses desde la década de 1950. El retorno 6 meses después de los mínimos de recesión promedia un 26%.

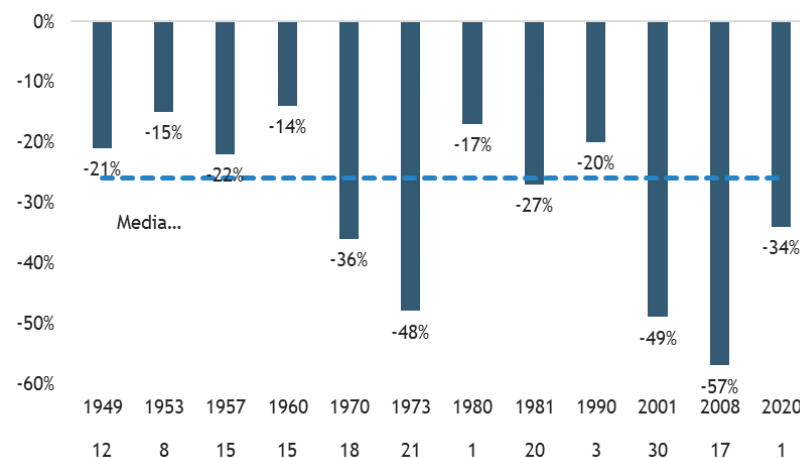
Rendimiento del S&P 500 en torno a las recesiones estadounidenses

Rendimiento del S&P 500 en torno a las recesiones estadounidenses				
Index Peak	Index Bottom	meses al mínimo	Drawdown	S&P 500 retorno 6 meses después de mínimos
jun-48	jun-49	12	-21%	23%
ene-53	sept-53	8	-15%	18%
ago-56	oct-57	15	-22%	10%
ago-59	ago-60	15	-14%	25%
nov-68	may-70	18	-36%	21%
ene-73	oct-74	21	-48%	30%
feb-80	mar-80	1	-17%	31%
nov-80	ago-82	21	-27%	42%
jul-90	oct-90	3	-20%	29%
mar-00	oct-02	31	-49%	12%
oct-07	mar-09	17	-57%	50%
feb-20	mar-20	1	-33%	26%
Promedio		14	-30%	26%
Mediana		15	-25%	26%

Mercados bajistas impulsados por eventos

Comienzo	Final	meses al mínimo	Drawdown	S&P 500 retorno 6 meses después de mínimos	
ago-56	oct-57	15	-22%	10%	Crisis Suez Revolución Hungara
dic-61	jun-62	6	-28%	20%	Aumentos de tasas creciente tensión guerra fria
feb-66	oct-66	8	-22%	22%	Shock inflacionario
oct-87	dic-87	2	-32%	19%	Back Monday
jul-98	ago-98	1	-19%	28%	Asia/Russia Crisis financiera
abr-11	oct-11	5	-19%	29%	Crisis de deuda Europa
sept-18	dic-18	3	-20%	25%	Error de política FED
Mediana de eventos		5	-22%	22%	

S&P 500: Caída desde el peak de precios durante recesiones

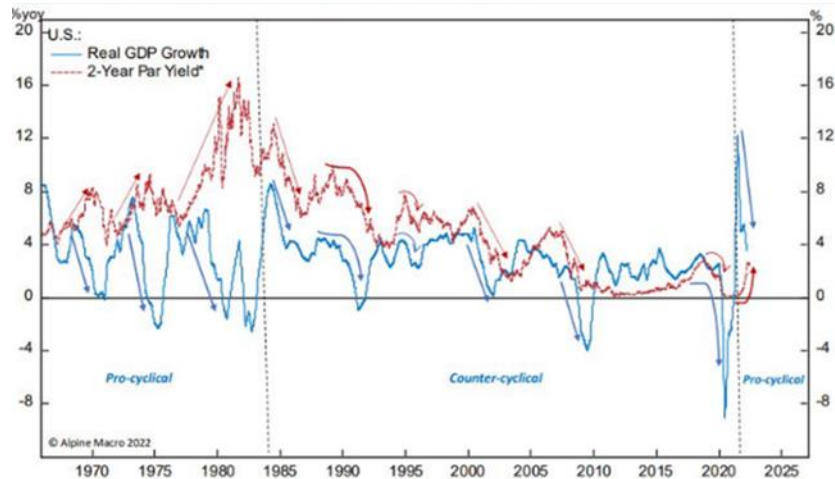


Evaluando los riesgos de recesión

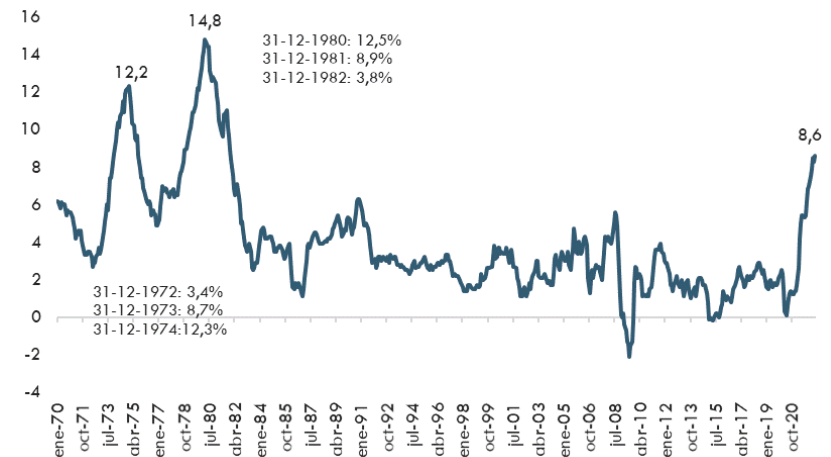
La alta inflación obliga a la FED a abandonar la política contra cíclica, lo que podría terminar en una recesión....

- Ya sabemos que la mediana de caídas del S&P 500 en torno a recesiones ha sido un 26%. Las excepciones por cierto corresponden a reversiones de “excesos” o burbujas como la punto.com en 2001 (-49%) y la crisis financiera del 2008 (-57%). Sin embargo, las referencias más cercanas a recesiones inducidas por shocks inflacionarios las encontramos en la década del 70 y del 80.
- Durante los tiempos inflacionarios, la Fed se vio obligada (como ahora) a ajustar la política de manera más procíclica, y en todos esos casos la economía americana terminó en recesión. De ahí se entiende entonces, que hoy es menos probable que la “Fed eventualmente salve al mercado”, ya que, si la FED está decidida a reducir la inflación a la meta, es probable que primero causen mucho dolor económico.
- Por supuesto, es válido preguntarse ¿qué tanto se parece la realidad actual a otros periodos estanflacionarios (como en la década del 70 y 80), que terminaron en recesión?, la verdad por ahora bien poco.
- La comparación solo tendría sentido si uno suscribiera que la inflación se mantendría en los niveles actuales y más alta no solo en 2022, sino también hacia 2023 y más allá. Como referencia en la recesión que se inició en 1973 y que duro hasta octubre del 1974 (con una caída del S&P 500 de -48%), se enmarco en un periodo inflacionario de un par de años (los precios del petróleo por ejemplo se cuadruplicaron), donde la inflación incluso superó los 2 dígitos, al igual que a comienzos de la década del 80 (la economía venia de 2 shocks del petróleo, 73 y 79) y que llevo a la junta de la Reserva Federal, dirigida por Volcker, a elevar las tasas de interés de los fondos federales, que había alcanzado una media del 11,2% en 1979, hasta un máximo del 20% en junio de 1981.

La inflación obliga a la FED a abandonar la política contra cíclica



IPC US desde 1970



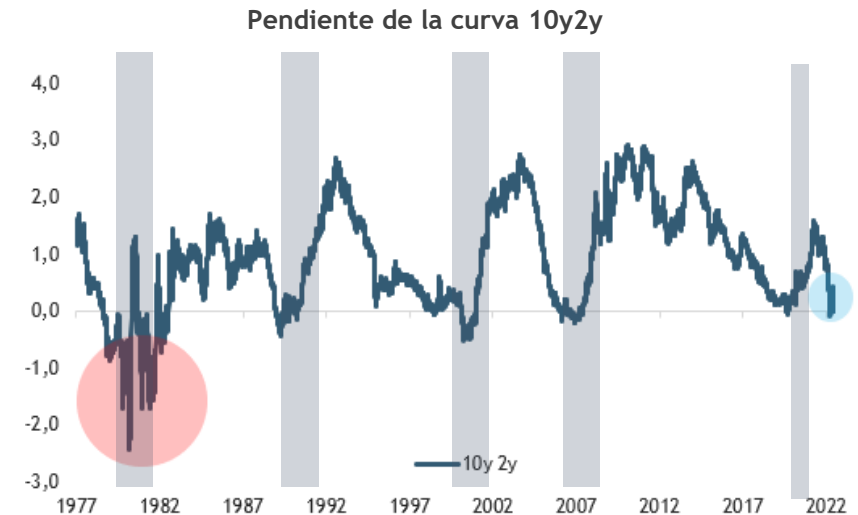
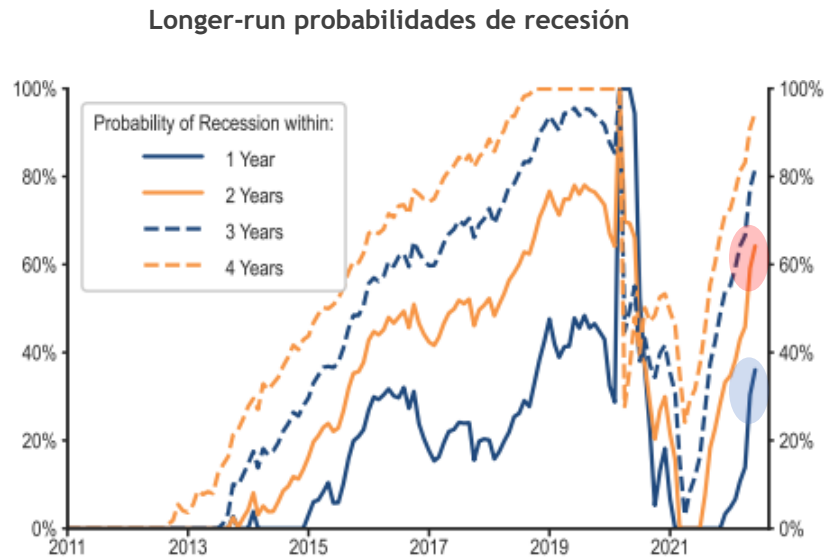
Evaluando los riesgos de recesión

.... Pero no al estilo de la década del 70 o 80

Es cierto.. Las probabilidades de recesión vienen aumentando, lo dijo el propio presidente de la FED Jerome Powell esta semana en el congreso de EEUU, señalando que una recesión es una “posibilidad”. Luego entonces 2 preguntas son importantes, ¿el cuándo caerá la economía efectivamente en recesión y cuán profunda sería esta?

A juzgar por el comportamiento de la renta variable la recesión sería inminente. Pero esa probabilidad ni siquiera supera el 50% en los distintos modelos, aunque es más alta luego de 12 meses. Esto es relevante porque los activos suelen ser incluso rentables previo a una recesión, también con una curva de rendimiento invertida, que ni siquiera es el caso. Por lo tanto, solo tendría sentido renunciar al riesgo si tuviéramos una alta convicción de una recesión inminente, que no es nuestro caso base, distinto es hacia 2023 si es que la inflación no cede.

Al comienzo señalábamos que las curvas de rendimiento continúan indicando un riesgo moderado de recesión, esto se compara con la década del 70 u 80, donde la curva de rendimiento llego a invertirse hasta 200 pb.



Evaluando los riesgos de recesión

S&P 500: Potencial más bajo por mayores tasas de interés e incertidumbre política (monetaria)

- El aumento de tasas de interés y una mayor incertidumbre política representan un lastre incremental en valoraciones y ganancias, lo que resulta en un objetivo de S&P 500 más bajo.
- De todas maneras, el sesgo de retornos desde los niveles actuales sigue siendo favorable a pesar de estas rebajas.
- Nuestro caso base de 4.400 puntos asume ganancias de US\$225 por acción este año y crecimiento de un dígito para el próximo año en el rango de US\$240-US\$ 245 por acción (en torno a consenso).
- Asignamos una probabilidad del 10 % a nuestro caso positivo (4.800 puntos), lo que refleja una inflación inferior a la esperada. Nuestro caso negativo de 3.600 puntos supone un 20% de probabilidades de que el mercado valore “la mediana de recesión” con una disminución de ~25% y un escenario de riesgo mayor full recesión de 3.300 puntos supone un 10% de probabilidades de que el mercado valore “una recesión promedio” con una disminución de ~30% .

Pronóstico del S&P 500 para fines de año 2022 basado en ganancias por acción estimadas para 2023, rendimiento del Tesoro a 10 años; yield gap del 2,5 %

	10-Year US Treasury Yield						
	2,60%	2,85%	3,00%	3,15%	3,30%	3,50%	4,00%
\$ 200	3922	3738	3636	3540	3448	3333	3077
\$ 225	4412	4206	4091	3982	3879	3750	3462
\$ 230	4510	4299	4182	4071	3966	3833	3538
\$ 235	4608	4393	4273	4159	4052	3917	3615
\$ 240	4706	4486	4364	4248	4138	4000	3692
\$ 245	4804	4579	4455	4336	4224	4083	3769
\$ 250	4902	4673	4545	4425	4310	4167	3846
\$ 255	5000	4766	4636	4513	4397	4250	3923

S&P 500: Escenarios de pronóstico para fines de 2022 y escenarios de riesgo

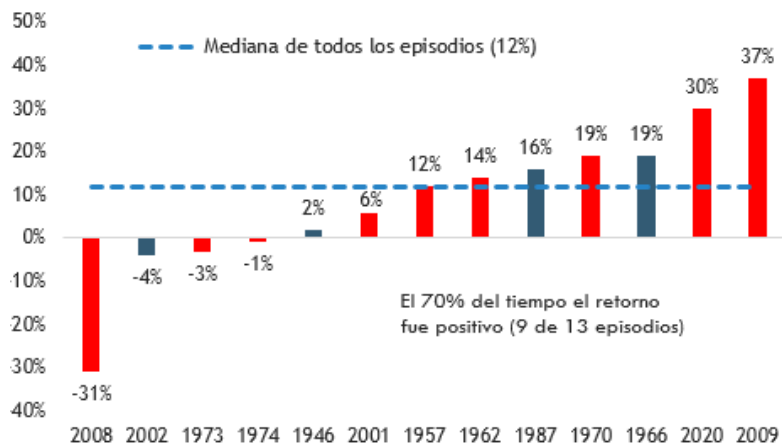


Evaluando los riesgos de recesión

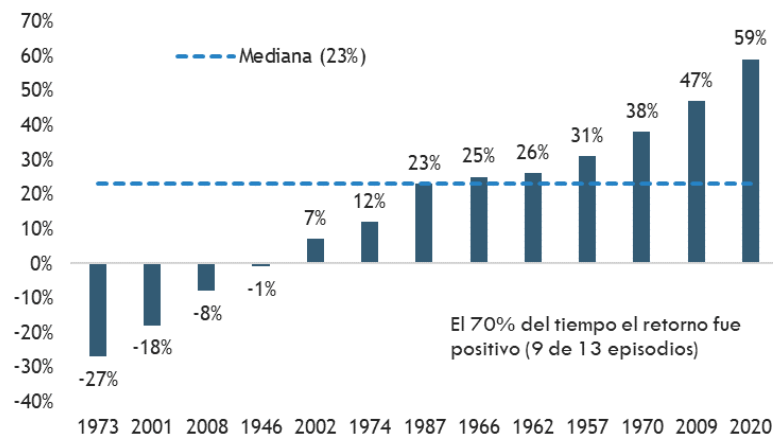
Los rendimientos después de los mercados bajistas anteriores han sido favorables

- El S&P 500 ahora ha caído más del 20% desde su máximo, satisfaciendo la definición típica de un mercado bajista.
- Los episodios anteriores de al menos una caída del 20 % mostraron resultados favorables durante los siguientes 6,5 meses (el equivalente hasta fin de año).
- La rentabilidad mediana en el año posterior a los mercados bajistas anteriores fue del 23%, mientras que si extendió el período de permanencia a 24 meses dieron como resultado una mayor rentabilidad del 32%.
- Estas recuperaciones relativamente rápidas resaltan el costo potencial de salir de las acciones cuando ya han sufrido una caída importante.

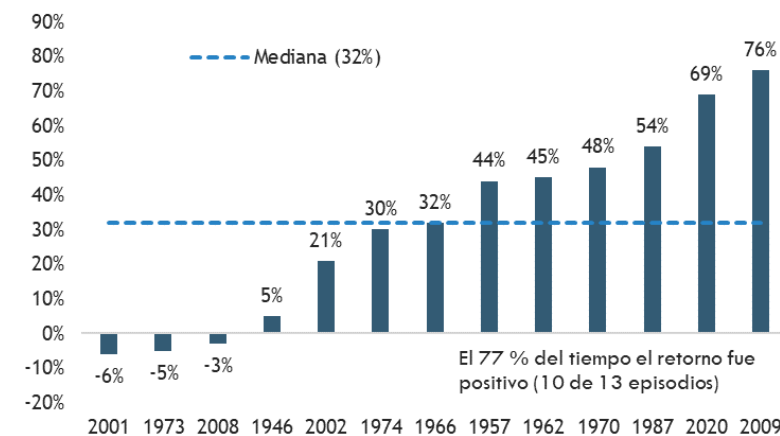
Rentabilidad del S&P 500 en el período de 6,5 meses después de un retroceso del 20 % durante un año calendario (las barras rojas indican retrocesos que ocurrieron durante las recesiones)



Retorno del S&P 500 en 12 meses después de un retroceso del 20 % o más en el año calendario



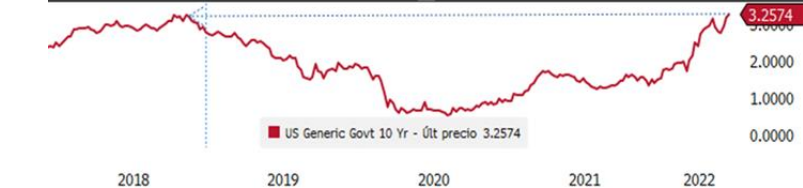
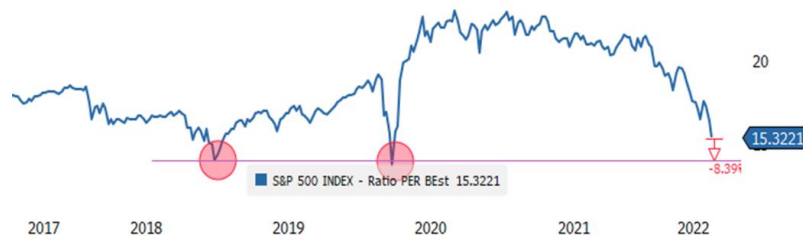
Retorno del S&P 500 en 24 meses después de un retroceso del 20 % o más en el año calendario



Evaluando los riesgos de recesión

Visión técnica: Siga siendo amigo de la tendencia

- Los principales índices de la bolsa americana cotizan cerca de niveles de soporte relevantes y las valorizaciones ya son “más atractivas”. El S&P 500 cotiza cerca de 15x P/Ufwd 12m y como referencia el múltiplo promedio en torno a recesiones es de 14x fwd.
- Las valorizaciones de “gran tecnología” si bien no son “una ganga”, ya se han ajustado más de 50% desde sus máximos y cotizan en niveles más bajos que previo a la pandemia.
- La tendencia de largo plazo del NASDAQ “sigue siendo alcista”.



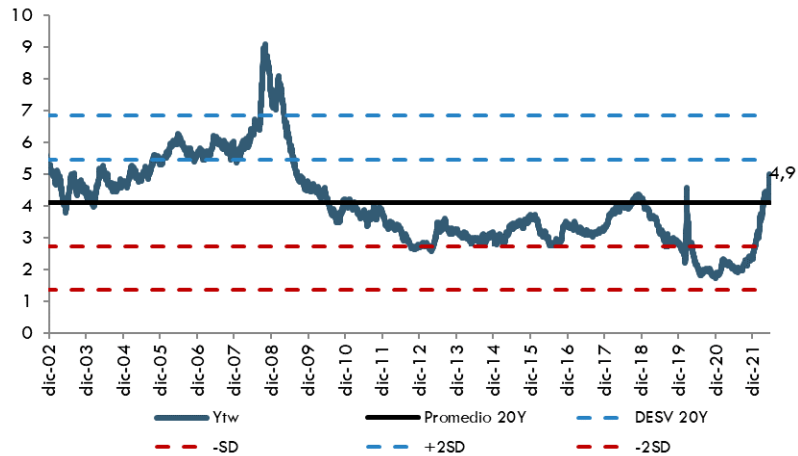
Fuente: Fynsa Estrategia; Bloomberg

Evaluando los riesgos de recesión

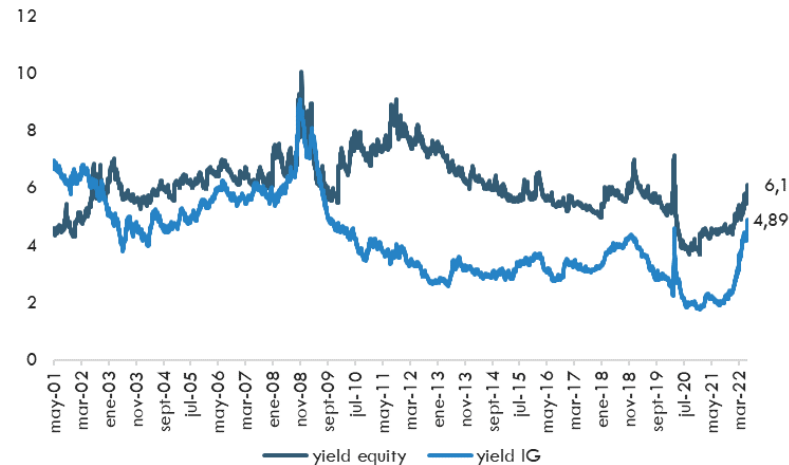
Oportunidades en renta fija manteniendo una alta calidad crediticia y una duración “mas neutral”

- Los niveles de tasas ya parecen “más atractivos”, especialmente en IG, con spreads en niveles promedios para su historia.
- Recomendamos aumentar gradualmente la duración con el objetivo de volver a “niveles más neutrales” en torno a 4 años.

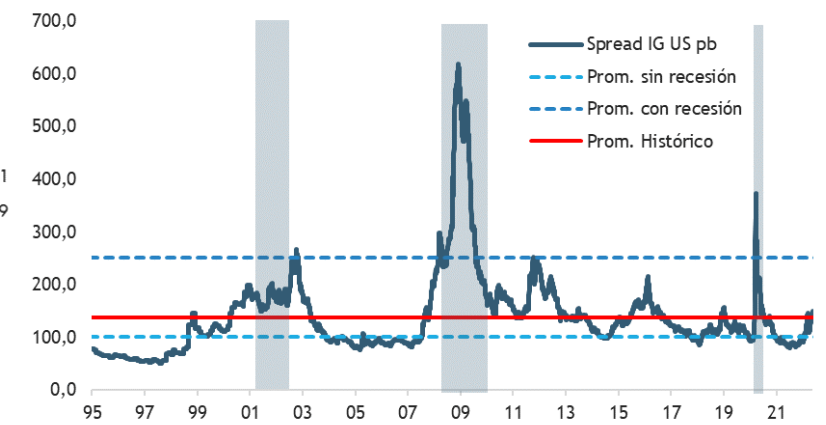
Yield US Corporate IG



Yield IG US vs Yield equity



Spread US Corporate IG

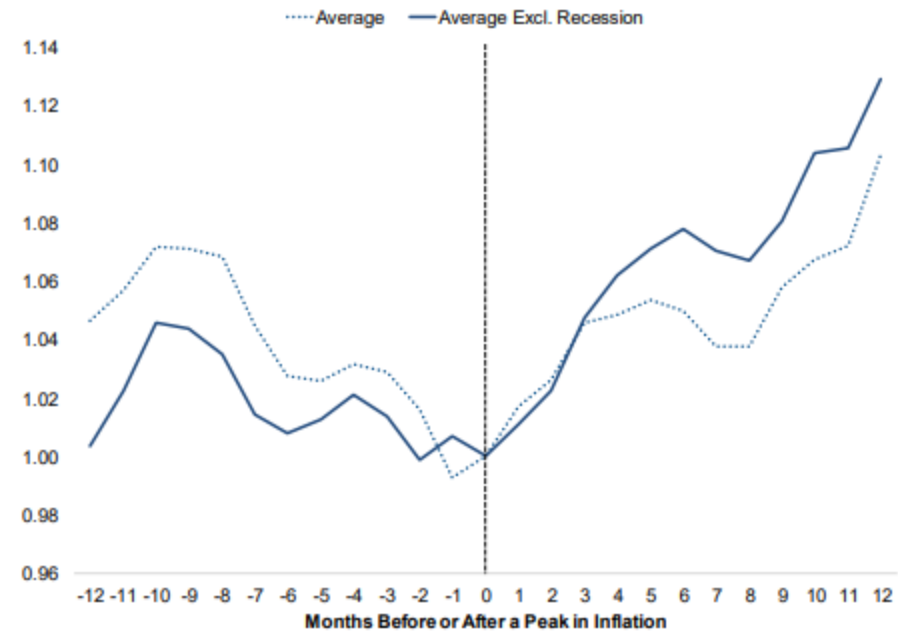


Evaluando los riesgos de recesión

Finalmente, todo depende de la inflación

- Por lo general, las acciones han disminuido en los meses previos a los peak de inflación anteriores.
- Pero esas pérdidas generalmente se revirtieron durante los siguientes 12 meses, especialmente si EE. UU. evitaba una recesión durante ese período.
- La sorpresa al alza del IPC de mayo implica un peak posterior en la inflación y menos margen para que las acciones se recuperen en nuestro caso base.

Rentabilidad del precio del índice S&P 500 en el año anterior y posterior a los peak anteriores en la inflación IPC



Disclaimer

El presente documento ha sido preparado por Finanzas y Negocios S.A. Corredores de Bolsa y su contenido es de carácter estrictamente confidencial. Éste no puede ser reproducido, distribuido o publicado por el receptor ni utilizado bajo ningún concepto sin previo consentimiento por escrito de Finanzas y Negocios S.A. Corredores de Bolsa.

El objeto del presente documento es entregar información que contribuya al proceso de evaluación de alternativas de inversión.

Este documento no es una solicitud ni una oferta para comprar o vender ninguno de los instrumentos financieros a los que se hace referencia en él.

Finanzas y Negocios S.A. Corredores de Bolsa no se hace responsable por la rentabilidad de los Activos administrados o por las fluctuaciones en el valor de mercado de los mismos. Asimismo, Finanzas y Negocios S.A. Corredores de Bolsa no asume responsabilidad por la incobrabilidad de los activos cuyos obligados al pago entren en insolvencia o sean declarados en quiebra o dejen, por cualquier motivo, de pagar sus obligaciones. Todo lo anterior, en la medida que haya dado cumplimiento a las disposiciones contenidas en el Contrato de Administración de Cartera, en la Ley 20.712 sobre Administración de Fondos de Terceros y Carteras Individuales, en las disposiciones contenidas en el artículo 179 de la Ley 18.045 de Mercado de Valores, respecto de los recursos custodiados en virtud de la actividad de administración de cartera y demás leyes y normativa aplicable.

Los riesgos que representan las operaciones con cada uno de los tipos de activos en que sean invertidos los recursos, no son de responsabilidad de Finanzas y Negocios S.A. Corredores de Bolsa. La rentabilidad que se obtenga de la inversión que el administrador realice, estarán sujetas al riesgo propio de las inversiones y de otros factores, por lo que, durante la vigencia de ellas, o a la fecha de su liquidación, el resultado podrá ser favorable o adverso para el cliente. Cualquier opinión, expresión, estimación y/o recomendación contenida en este informe constituyen nuestro juicio o visión a su fecha de publicación y pueden ser modificadas sin previo aviso.

Las rentabilidades pasadas no garantizan que ellas se repitan en el futuro.

Finanzas y Negocios S.A. Corredores de Bolsa hace presente al receptor de este documento que, con carácter previo a la toma de cualquier decisión sobre la realización de alguna operación o transacción descrita o derivada del presente documento, se requiere que lleve a cabo sus propios trabajos de análisis técnico, contable, legal y tributario.