

Análisis Económico

# Justo lo que el doctor había prescrito: predicciones sobre las recesiones en tiempo real

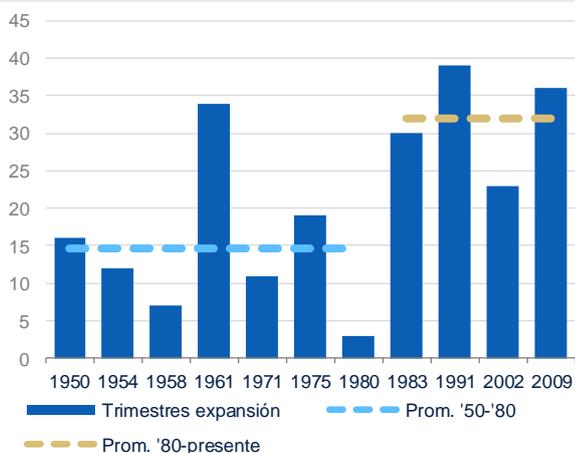
Una serie de factores económicos y financieros con fuerte componente predictivo sugieren que el riesgo de recesión continúa siendo bajo. Sin embargo, esos indicadores siguen una tendencia hacia los picos que caracterizan los períodos previos a una recesión. Esto significa que podría producirse una recesión en torno a 2020

Boyd Nash-Stacey

A pesar de que, con carácter general, la economía goza de buena salud, se ha prestado una creciente atención a la antigüedad de la actual expansión en EE.UU., teniendo en cuenta que los precios de los activos han alcanzado máximos históricos. Esto ha llevado a diversos expertos a concluir que nos aproximamos a una recesión. De hecho, existe la sensación de que el riesgo de recesión va en aumento debido a la longevidad del actual período expansivo. Pese a que esto quizá fuera cierto en la era previa a la Segunda Guerra Mundial, las pruebas disponibles sugieren que las recesiones posteriores a dicho conflicto bélico no han guardado una relación tan estrecha con su antigüedad. Como dijo la ex presidenta de la Reserva Federal Janet Yellen, “... creo que es un mito que las recesiones mueran de viejas”. De hecho, en los últimos 50 años hemos asistido a un envejecimiento de los ciclos de expansión en EE.UU.; la duración media de estos ciclos se elevó de 14 trimestres antes de 1980 a 32 trimestres posteriormente. La actual expansión cumple su 36º trimestre en septiembre. Como resultado de ello, está justificado adoptar un enfoque más cauto en lo referente a las predicciones sobre las recesiones.

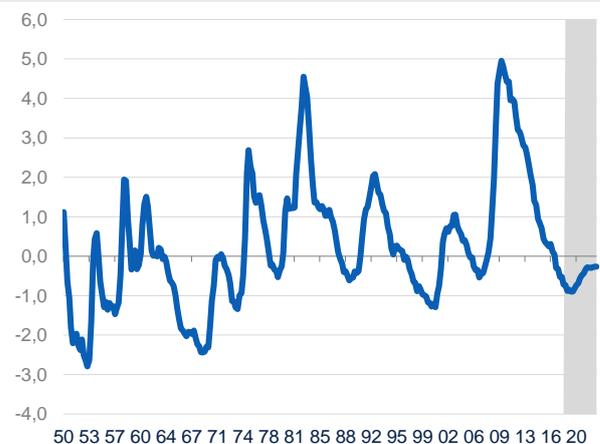
Existe una serie de factores más allá de la antigüedad del ciclo actual que se están aproximando a los máximos de ciclos económicos anteriores. A modo de ejemplo, la tasa de desempleo se sitúa en el 3,9%, cerca de sus mínimos históricos, mientras que tanto la tasa de bajas voluntarias –una señal de la confianza de los trabajadores en el mercado laboral– como la de puestos vacantes han alcanzado y superado sus picos previos a la crisis. Además, el endeudamiento de los hogares aumenta de forma paralela a la mejora que está experimentando el mercado de trabajo. De hecho, el gasto por intereses personales crece a un ritmo del 11,8% interanual (frente a 2,5% de agosto de 2016), y la proporción de los pagos en concepto de amortización de la deuda de los consumidores respecto a la renta disponible permanece en su nivel máximo desde 2009.

Gráfica 1. Antigüedad del ciclo expansivo, en trimestres



Fuente: BBVA Research, NBER y BEA

Gráfica 2. Diferencia de desempleo\*, p.p.



Fuente: BBVA Research, BLS y CBO

En el ámbito empresarial también se observan señales de alarma. Por ejemplo, la ratio entre la deuda y los préstamos vivos no financieros de las empresas y el PIB se encuentra en un nivel récord del 72%. Además, los pasivos bancarios corporativos no financieros a corto plazo han aumentado de forma constante a lo largo del último año y medio, tras la recuperación del desplome de las materias primas en 2015-2016. Entretanto, en el sector financiero, pese a la mayor intensidad del control y la supervisión reglamentarios de la Reserva Federal, que ha desincentivado la asunción de riesgos excesivos y ha mejorado las posiciones de capital de las entidades financieras de gran tamaño e importancia sistémica, las cancelaciones netas van en aumento y los niveles de deuda de los consumidores han superado el nivel máximo que alcanzaron en 2008. Es más, los préstamos no bancarios también continúan creciendo y llegaron al 33,5% del PIB durante el segundo trimestre de 2018.

Otra fuente de preocupación es el posible aumento de los riesgos sistémicos procedentes de los mercados emergentes y financieros; ambos podrían agravarse si la Reserva Federal prosigue con sus planes de normalización de la política monetaria. La reciente caída de la lira turca y del peso argentino extendieron los temores a que se produjera una corrección generalizada en los mercados emergentes, y que esto pudiera incrementar el riesgo potencial de contagio a las economías desarrolladas.

Gráfica 3. Relación precio-beneficio del S&P ajustada según el ciclo por Shiller



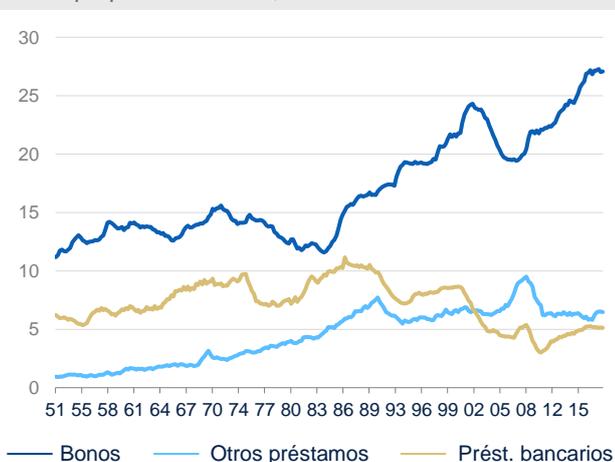
Fuente: BBVA Research y Robert Shiller

Gráfica 4. Deuda no financiera de las empresas estadounidenses como proporción del PIB, %



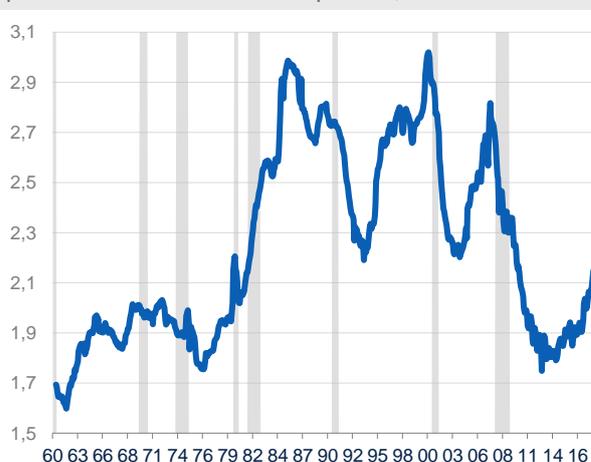
Fuente: BBVA Research, NBER y Reserva Federal  
Zonas sombreadas=Recesión

Gráfica 5. Pasivos de las empresas estadounidenses como proporción del PIB, %



Fuente: BBVA Research, NBER y Reserva Federal

Gráfica 6. Proporción de los gastos por intereses personales sobre la renta disponible, %



Fuente: BBVA Research, NBER y BLS  
Zonas sombreadas=Recesión

Además, con un déficit presupuestario que se prevé supere el 4,5% del PIB en 2019 –el mayor durante una expansión en tiempos de paz–, existe una probabilidad significativa de que en el futuro sea necesario introducir una corrección en la política fiscal o monetaria a fin de compensar las posibles presiones procedentes del lado de la demanda. Este ajuste podría poner en peligro la actual expansión. Sin un aumento importante del ahorro privado de los hogares o una reducción del déficit comercial (o ambos), es altamente probable que la balanza por cuenta corriente estadounidense siga deteriorándose, creando unos desequilibrios que requerirán una corrección sustantiva en el futuro.

También existe el riesgo de que las tensiones políticas, la polarización y el proteccionismo se intensifiquen en respuesta a los crecientes desequilibrios, lo que podría desencadenar una pérdida de confianza entre las empresas y los consumidores que, a su vez, podría provocar una reducción de la inversión, la contratación y el gasto. No obstante, teniendo en cuenta que no hay dos recesiones iguales y que existen numerosos factores que podrían hacer descarrilar la expansión actual, es fundamental entender qué factores ofrecen el mayor poder predictivo en lo que atañe a las recesiones. De este modo, podremos elaborar predicciones más exactas y menos volátiles.

## **Análisis de los factores con mayor potencial predictivo sobre la economía de EE. UU.**

A fin de evaluar el poder predictivo de casi 40 factores económicos y financieros, nuestra metodología recurre al ámbito médico, concretamente a una herramienta de diagnóstico médico conocida como la superficie situada bajo la curva denominada Característica Operativa del Receptor o curva ROC, por sus siglas en inglés. Esta herramienta ayudará a determinar la capacidad de un test determinado para identificar los “verdaderos positivos” (sensibilidad) y los “verdaderos negativos” (especificidad). Si el valor estadístico se aproxima a 1, el resultado sugeriría que el indicador tiene una capacidad extremadamente alta para predecir recesiones futuras, evitando así señalar erróneamente un mayor riesgo de recesión<sup>1</sup>.

Utilizando datos desde la década de 1960, descubrimos que la curva de rentabilidad era la herramienta más eficaz para predecir futuras recesiones, algo que concuerda con la evidencia empírica predominante. El diferencial entre el bono del Tesoro a 10 años y las letras del Tesoro a seis meses, ajustadas para tener en cuenta el efecto que tuvo el programa de flexibilización cuantitativa sobre la prima por vencimiento, fue el indicador que obtuvo mejores resultados (incluso en comparación con el diferencial entre los bonos del Tesoro a 10 y 2 años, que suele utilizarse de forma más habitual). En la categoría no financiera, los factores que ofrecieron resultados relativamente satisfactorios incluyen el crecimiento de los gastos por intereses personales, las solicitudes de prestaciones de desempleo, los tipos de cambio de las monedas de mercados emergentes y la morosidad de los consumidores<sup>2</sup>.

Por el contrario, otros factores como la incertidumbre política, los precios de los títulos de renta variable, el empleo en el sector productivo y los préstamos no bancarios no mostraron una adecuada capacidad predictiva. Por su parte, los desequilibrios presupuestarios y por cuenta corriente resultaron ser predictores deficientes de las recesiones con 12 meses de antelación. Los gastos por intereses personales como proporción de la renta disponible y la proporción que representan los préstamos bancarios sobre el PIB también carecían de capacidad predictiva cuando se utilizó la muestra completa.

Al restringir el período muestral a la etapa posterior a 1990, el poder predictivo de los factores clave varía. En primer lugar, el crecimiento de los ingresos medios por hora se convierte en el predictor más exacto. En segundo lugar, otros factores que guardan una relación más estrecha con las recesiones financieras modernas, como los precios de los títulos de renta variable y la deuda, incrementan notablemente su capacidad para pronosticar recesiones futuras. De hecho, con una puntuación de 0,87 y 0,84, respectivamente, los préstamos no bancarios y

1: [https://www.frbsf.org/economic-research/publications/economic-letter/2018/august/information-in-yield-curve-about-future-recessions/?utm\\_source=mailchimp&utm\\_medium=email&utm\\_campaign=economic-letter](https://www.frbsf.org/economic-research/publications/economic-letter/2018/august/information-in-yield-curve-about-future-recessions/?utm_source=mailchimp&utm_medium=email&utm_campaign=economic-letter)

2: Los resultados pueden consultarse en el apéndice.

los gastos por intereses personales como proporción del PIB se convirtieron en los segundo y tercer mejores predictores no financieros.

En tercer lugar, pese al aumento de la importancia de otros factores, la curva de rentabilidades sigue siendo finalmente la herramienta con mayor poder predictivo, sobre todo si se tiene en cuenta que no solo existe inferencia de las variaciones marginales, sino también del hecho de que las inversiones de la curva de rentabilidades han sido una señal precoz de alarma en recesiones pasadas. Además, la curva de rentabilidades no está sujeta a revisiones y está disponible con una elevada frecuencia.

### Diagnóstico: las estimaciones de alta frecuencia confirman una baja probabilidad de recesión

Con vistas a crear un indicador con poder predictivo, capaz de identificar las recesiones con suficiente antelación, estimamos las probabilidades de recesión con frecuencia semanal utilizando una metodología de frecuencia mixta con un indicador de alerta temprana de recesiones.

Utilizando datos de alta frecuencia desde 1990, encontramos que la probabilidad de recesión oscilaba entre un 0,4% y un 30% con base tanto en factores financieros como no financieros. El actual rango de estimaciones de la probabilidad de recesión basada en esos factores variaba entre el 0,4% cuando se tenía en cuenta la proporción que representan los gastos por intereses personales sobre la renta disponible y el 29,1% con base en el índice compuesto de precios de los títulos de renta variable S&P 100. Los tres indicadores que implican un mayor riesgo de recesión son el Russell 3000, las solicitudes iniciales de prestaciones por desempleo y el S&P 100. Respecto a los factores con mayor poder predictivo, como los salarios, la proporción de los préstamos no bancarios sobre el PIB y la curva de rentabilidades, la probabilidad prevista de recesión con 12 meses de antelación era, en promedio, del 4%.

El uso de datos de alta frecuencia ofrece una oportunidad para mejorar el indicador de recesiones ampliando las series trimestrales a series semanales y ajustando la fecha de inicio para reflejar el punto de inflexión real de la economía estadounidense. Esto se consigue ajustando la fecha de comienzo de la recesión para que coincida con el punto de inflexión de las solicitudes de prestaciones por desempleo, siempre y cuando se produzca una recesión en los meses siguientes. Los resultados sugieren que la probabilidad de recesión es mayor que la calculada con los parámetros tradicionales, ya que oscila entre el 2% y el 38,9%. El indicador subyacente a esta última estimación de la probabilidad de recesión, cercana al 40%, son los valores de gran capitalización.

Gráfica 7. Probabilidad de recesión en los próximos 12 meses, %



Fuente: BBVA Research  
Zonas sombreadas=Recesión

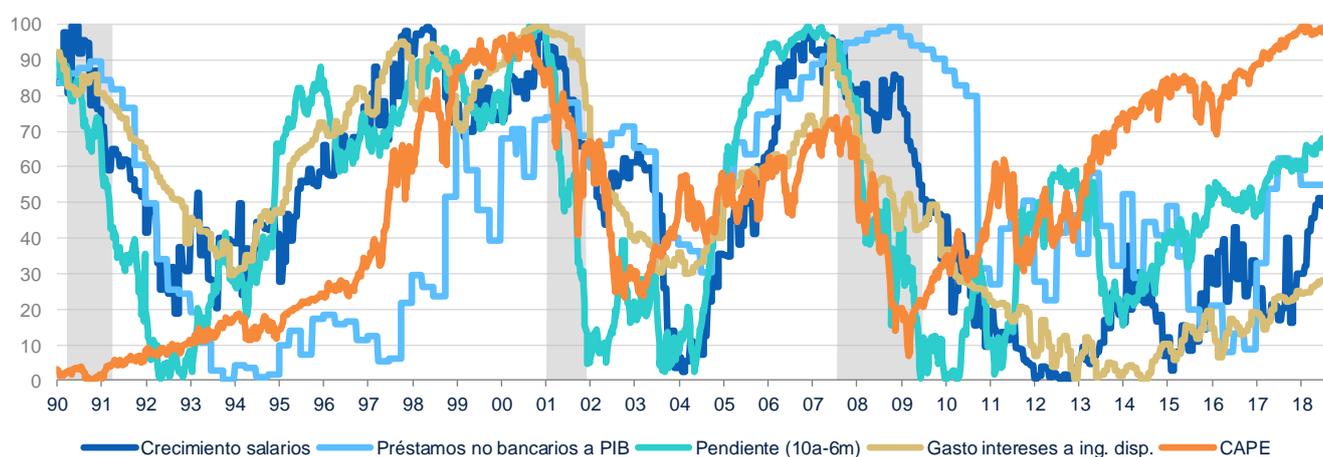
Dado que existe una alta probabilidad de que la recesión se vea desencadenada por más de un factor, también estimamos un modelo de frecuencia mixta utilizando los cuatro factores con mayor poder predictivo: el crecimiento de los salarios, la relación entre los préstamos no bancarios y el PIB, el diferencial entre los bonos del Tesoro a 10 años y las letras del Tesoro a 6 meses ajustada según la prima por vencimiento comprimida, y los gastos por intereses personales como proporción del PIB. Sobre la base de estos factores, la probabilidad actual de recesión es, en la práctica, del 0%; si se incluyen los precios de los títulos de renta variable, la probabilidad sigue siendo extremadamente baja, inferior al 1%. Es más, al utilizar la relación precio-beneficio ajustada según el ciclo, conocida como CAPE, la probabilidad de recesión también se aproxima al 0%.

### Los precios de los títulos de renta variable disfrutaron de las mieles del éxito; otras variables fundamentales se aproximan a la parte alta de sus rangos

Pese a que los precios de los títulos de renta variable parecen elevados y continúan aumentando, los cambios introducidos en el impuesto de sociedades, los bajos tipos de interés reales y el sólido crecimiento de los beneficios empresariales moderarán el riesgo de corrección de los precios de las acciones a corto plazo. Es más, dado que las valoraciones actuales no han dado lugar a una corrección económica hasta la fecha, esto sugiere que hay otros factores (incluso múltiples factores) que pueden estar dando impulso al siguiente ciclo.

Un análisis de la variación del efecto marginal sobre la probabilidad de recesión dependiendo de la posición relativa de un indicador con respecto a su propia distribución muestra que cuando todos los indicadores sobrepasan el percentil 60, las probabilidades de recesión comienzan a aumentar de manera exponencial. Por ejemplo, si el crecimiento de los salarios, los gastos por intereses como proporción de la renta disponible, la pendiente de la curva de rentabilidades, los préstamos no bancarios y la ratio CAPE se aproximarán a su percentil 60, algo que ocurre en la actualidad (salvo para el CAPE), la probabilidad de recesión se situaría cerca del 0%. Sin embargo, si todos los indicadores se encontraran en el percentil 70, la probabilidad se elevaría al 2%, y una vez superado el percentil 80, la probabilidad de recesión se dispararía por encima del 50%.

Gráfica 8. Rango de percentiles de los factores con mayor poder predictivo, %

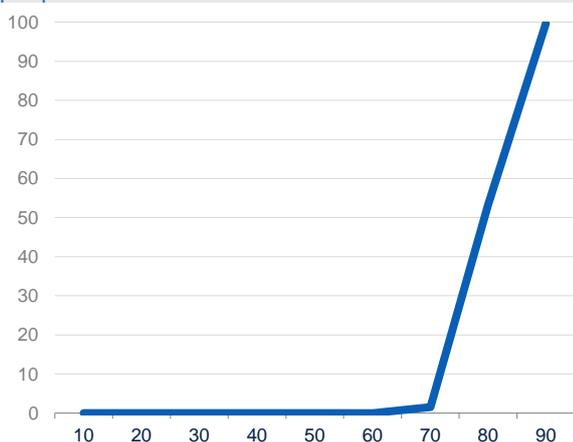


Fuente: BBVA Research  
Zonas sombreadas=Recesión

A partir de estos resultados, y pese al elevado riesgo que entrañan las altas valoraciones de la renta variable, el riesgo implícito de recesión basado en factores macroeconómicos continúa siendo bajo en septiembre de 2018. Dicho esto, los indicadores mencionados no están lejos de umbrales en los que el panorama podría cambiar con rapidez. De hecho, todos los factores que explican el actual ciclo expansivo alcanzaron sus mínimos respectivos en términos de percentiles entre 2012 y 2016, y desde entonces no han dejado de aumentar. ¿Cuánto tiempo puede transcurrir hasta que estos indicadores alcancen su pico? En 2008 tardaron cuatro años en llegar del valle

al pico, mientras que en la década de 1990 les llevó entre seis y ocho años, según el indicador. Teniendo en cuenta que la mayoría de los indicadores se están comportando de forma similar a como lo hicieron en el ciclo de los años noventa, y suponiendo que estos indicadores sigan una trayectoria semejante, parece probable que el próximo punto de inflexión se produzca en 2020.

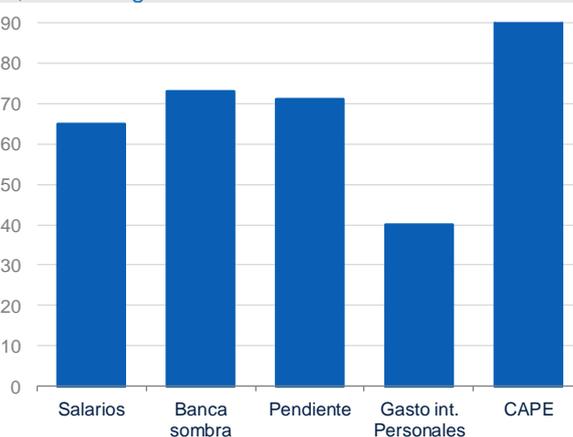
Gráfica 9. Probabilidad de recesión combinada\*, % por percentil



Fuente: BBVA Research

\* Resultados basados en la estimación de la función Probit con los cuatro factores con mayor capacidad predictiva (salarios, préstamos no bancarios, pendiente de la curva de rentabilidades y gastos por intereses personales) a partir del análisis del área bajo la curva ROC, y CAPE.

Gráfica 10. Rango actual de percentiles, %, a 31 de agosto de 2018



Fuente: BBVA Research

## Racionalizar los cambios estructurales evitando recetas quijotescas

Con independencia de la exhaustividad del análisis al que se sometan los datos, pueden existir riesgos sistémicos o fricciones ocultas que podrían desencadenar una crisis financiera o una grave perturbación económica. Entre las posibles causas de esas fricciones se encuentran las guerras comerciales, el endeudamiento insostenible del sistema bancario paralelo o los riesgos financieros garantizados, las perturbaciones del mercado laboral, las crisis geopolíticas, los desastres naturales o los ciberataques.

Considerando que la mayoría de los riesgos de desaceleración parecen estar vinculados a desequilibrios del mercado financiero, es probable que la Reserva Federal continúe elevando los tipos de interés incluso a pesar de que la inflación se encuentra en niveles cercanos al objetivo fijado, a fin de crear suficiente margen de maniobra en materia de política monetaria de cara a la siguiente recesión. Además, ante desequilibrios crecientes, es más probable que los organismos reguladores del mercado financiero utilicen instrumentos macroprudenciales, como la activación de los amortiguadores de capital anticíclicos o la limitación de la capacidad de la banca para asumir riesgos en determinadas clases de activos. Con todo, no está claro el grado de eficacia que puede tener la política monetaria a la hora de combatir la siguiente recesión, teniendo en cuenta los bajos niveles de los tipos de interés y el hecho de que las herramientas monetarias poco ortodoxas, como la flexibilización cuantitativa, podrían no resultar tan efectivas cuando llegue la próxima crisis. Además, tras los recientes recortes fiscales, la política fiscal dispondrá de menor margen para responder a ella. Esto sometería a los responsables políticos a una presión sin precedentes en un momento de menor flexibilidad normativa y falta de disposición a asumir compromisos<sup>3</sup>.

Dicho esto, los cambios estructurales que ha sufrido la economía en los últimos treinta años podrían propiciar ciclos económicos más largos y menos volátiles, sobre todo merced al aumento de la inversión inmaterial. Tradicionalmente, la Reserva Federal ejerce su mayor influencia en el ciclo económico a través del coste del

3: [https://www.bbvarsearch.com/wp-content/uploads/2018/09/180905\\_InflationRegimeChanges.pdf](https://www.bbvarsearch.com/wp-content/uploads/2018/09/180905_InflationRegimeChanges.pdf)

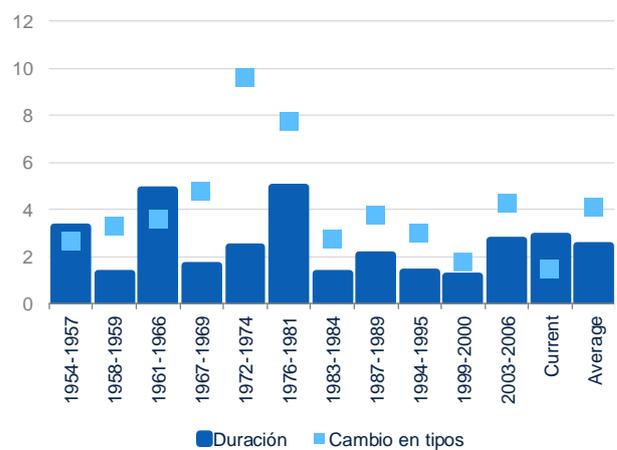
capital para los usuarios y los tipos de interés. Sin embargo, los activos inmateriales son mucho menos sensibles a las variaciones de los tipos de interés, dado que sus tasas de depreciación son superiores a la media. Además, los préstamos no basados en activos, como la propiedad intelectual o el software, tienen mercados ilíquidos o limitados, por lo que representan un segmento que experimenta mayores dificultades para obtener préstamos a través de las fuentes de financiación tradicionales. Esto sugiere que la transmisión de la política monetaria disminuirá conforme aumente la proporción de activos inmateriales. El menor nivel de financiación mediante deuda sugiere asimismo que la inversión será menos sensible a los tipos de interés, lo que implica una menor volatilidad del ciclo de inversión<sup>4</sup>.

Gráfica 11. Inversión en activos inmateriales, proporción sobre el total %



Fuente: BBVA Research y OCDE.

Gráfica 12. Ciclos de endurecimiento de la política de la Reserva Federal, años y p.p.



Fuente: BBVA Research y FRB.

De igual modo, el drástico aumento de la producción de petróleo en EE.UU. ha moderado el efecto negativo que han tenido históricamente los precios del crudo sobre el consumo y, por extensión, el PIB. De hecho, el aumento de la inversión privada nacional podría ser incluso suficientemente importante como para compensar dicho efecto negativo sobre el consumo, en particular si se tiene en cuenta que el lado del gasto de la economía es menos dependiente de las fuentes de energía tradicionales.

En resumen, pese a que algunos de los predictores más exactos de recesiones se aproximan a los umbrales previos a una crisis, la influencia que están teniendo la política fiscal y monetaria en el ciclo económico actual podría dar lugar a una situación sin precedentes. En primer lugar, dado el bajo nivel de inflación, la política monetaria podría adoptar una postura cauta y deliberada que conduzca hacia un ciclo restrictivo mucho más suave benigno. De hecho, el ciclo monetario en curso es el más prolongado desde la era Volker, a finales de la década de 1970, y el cuarto más largo desde los años cincuenta. Entretanto, el reciente estímulo fiscal podría prolongar el ciclo actual y contrarrestar parte de los vientos desfavorables que trae consigo el alza de los tipos de interés. En consecuencia, el riesgo de recesión en los próximos 12 meses es francamente limitado.

4: <https://www.kansascityfed.org/~media/files/publicat/sympos/2018/eberly%20crouzet%20paper.pdf?la=en>

**Anexo:**
**Anexo 1: Resultados del análisis de la superficie situada bajo la curva de Característica Operativa del Receptor (ROC)**

	<b>Análisis ROC (1990)</b>	<b>Análisis ROC (2000)</b>	<b>Probabilidad implícita actual</b>
Crecimiento de los salarios	0,89	0,92	1%
Relación entre los préstamos no bancarios y el PIB	0,88	0,84	4%
Pendiente ajustada TP (10-6 m)	0,87	0,88	8%
Pendiente (10-6 m)	0,87	0,87	16%
Pendiente ajustada TP (10-3 m)	0,86	0,87	8%
Pendiente (10-3 m)	0,86	0,87	15%
Pendiente ajustada TP (10-1 año)	0,85	0,87	10%
Pendiente (10-1 año)	0,85	0,87	19%
Pendiente ajustada TP (10-1m)	0,85	0,85	12%
Pendiente (10-1m)	0,84	0,84	20%
Relación entre gastos por intereses y la renta disponible	0,84	0,92	0%
Pendiente ajustada TP (10-2 años)	0,82	0,86	10%
Pendiente (10-2 años)	0,82	0,86	19%
Pendiente ajustada TP (10-3 años)	0,80	0,85	9%
Pendiente (10-3 años)	0,79	0,84	18%
Déficit por cuenta corriente	0,79	0,75	4%
Pendiente ajustada TP (10-5 años)	0,78	0,85	5%
Pendiente (10-5 años)	0,77	0,83	17%
Crecimiento de los gastos por intereses personales	0,72	0,76	15%
S&P 100	0,71	0,68	29%
Russell 3000	0,71	0,35	22%
Crecimiento del empleo en el sector productivo	0,67	0,38	8%
Solicitudes de prestaciones por desempleo	0,66	0,67	27%
Tipo de interés real de las letras del Tesoro a 1 año	0,64	0,64	8%
Morosidad de los consumidores	0,64	0,66	14%
Tipo de interés real de las letras del Tesoro a 3 meses	0,64	0,73	6%
Tipo de interés real de las letras del Tesoro a 6 meses	0,63	0,74	7%
Incertidumbre normativa	0,63	0,71	8%
Tipo de interés real de los bonos del Tesoro a 10 años	0,60	0,58	13%
Tipo de interés real de las letras del Tesoro a 1 año	0,60	0,72	7%
Tipo de interés real de los bonos del Tesoro a 7 años	0,57	0,61	11%
Tipo de interés real de los bonos del Tesoro a 2 años	0,55	0,69	8%
Relación entre los préstamos bancarios y el PIB	0,55	0,64	9%
Tipo de interés real de los bonos del Tesoro a 5 años	0,54	0,63	9%
Tipo de interés real de los bonos del Tesoro a 3 años	0,52	0,67	8%
Crecimiento del empleo	0,46	0,53	9%
Déficit presupuestario	0,45	0,56	9%
Tipos de cambio de monedas de mercados emergentes	0,44	0,57	8%

Fuente: BBVA Research.

**Aviso Legal**

Este documento ha sido preparado por el Servicio de Estudios Económicos del BBVA de EEUU del Banco Bilbao Vizcaya Argentaria (BBVA) en su propio nombre y en nombre de sus filiales (cada una de ellas una compañía del Grupo BBVA) para su distribución en los Estados Unidos y en el resto del mundo, y se facilita exclusivamente a efectos informativos. En EEUU, BBVA desarrolla su actividad principalmente a través de su filial Compass Bank. La información, opiniones, estimaciones y previsiones contenidas en este documento hacen referencia a su fecha específica y están sujetas a cambios que pueden producirse sin previo aviso en función de las fluctuaciones del mercado. La información, opiniones, estimaciones y previsiones contenidas en este documento han sido recopiladas u obtenidas de fuentes públicas que la Compañía estima exactas, completas y/o correctas. Este documento no constituye una oferta de venta ni una incitación a adquirir o disponer de interés alguno en valores.