

Análisis Económico

Todo lo bueno se acaba, pero, ¿se encamina EE.UU. a una recesión?

Boyd Nash-Stacey y Nathaniel Karp

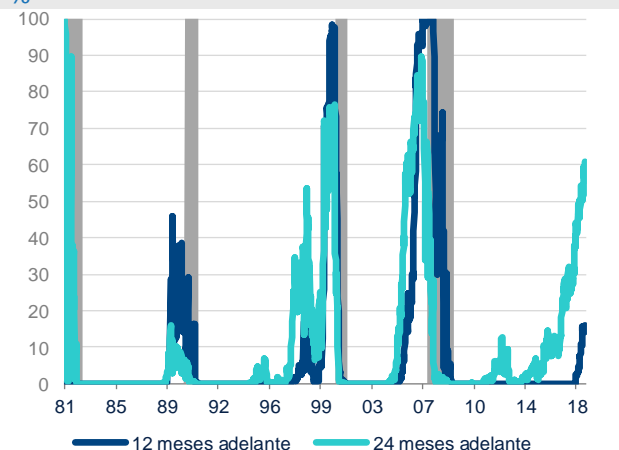
Recesión es cuando tu vecino pierde su trabajo; depresión es cuando tú pierdes el tuyo. Harry Truman

Según la Oficina de Análisis Económico, en el 3TR18 el Producto Interior Bruto (PIB) real aumentó en un 3,5 % intertrimestral sobre una base anualizada impulsado por el sólido crecimiento del consumo, la inversión y el gasto público. Esto se produjo tras el repunte del 4,2 % registrado en el periodo anterior, dando lugar así al mayor avance en cuatro años consecutivos. De mantenerse estas tendencias, en julio del próximo año la actual expansión se habrá convertido en la más prolongada de la historia moderna.

En medio de estos buenos datos económicos, los temores sobre una posible recesión continúan intensificándose. Según la encuesta de la Fed de Filadelfia a expertos en previsión económica, la probabilidad de que se produzca un retroceso en el PIB real durante los próximos cuatro trimestres alcanzó su nivel más elevado en diez años. De igual modo, según informa Google Trends, la búsqueda de noticias con la palabra «recesión» dentro de las categorías empresarial e industrial se sitúa en su nivel más elevado en siete años.

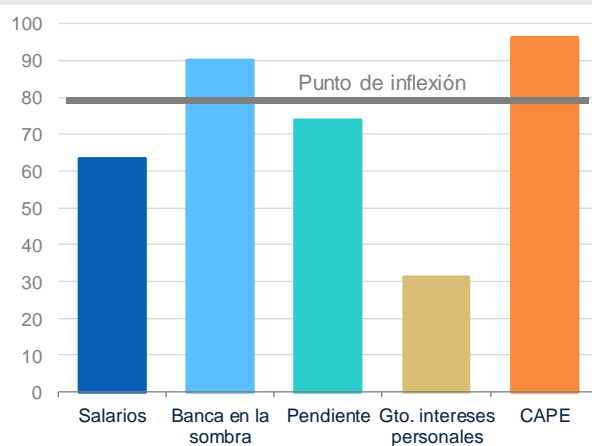
Cuando una economía alcanza la última fase de su ciclo expansivo y el crecimiento rebasa el potencial, los mercados laborales se tensionan de forma notable. Debido a esto, el crecimiento de los salarios se acelera, generando así obstáculos para los beneficios. Los negocios intentan compensar estas tensiones subiendo los precios, lo que a su vez provoca presiones inflacionarias y lleva a la Reserva Federal a subir los tipos de interés. La carga financiera se incrementa, especialmente para los hogares y las empresas más endeudadas, conforme se elevan los costes por intereses, dando lugar así a una perspectiva más pesimista. A medida que los consumidores se vuelven más defensivos, ahorran más y consumen menos, mientras que las empresas recortan sus contrataciones e inversiones. Esto provoca un empeoramiento de las condiciones económicas y, en último término, la economía entra en recesión.

Gráfica 1. Probabilidad de recesión en EE. UU. de BBVA %



Fuente: BBVA Research

Gráfica 2. Factores de riesgo, rango de percentiles, %



Fuente: BBVA Research

La combinación de los distintos elementos que pueden desatar una crisis nos sugiere que, aunque el riesgo de recesión continúa siendo reducido, sí que está aumentando. Nuestro modelo apunta a que el riesgo de recesión durante los próximos 12 meses ha escalado al 15 %, frente al 5 % en mayo. La probabilidad de cara a los

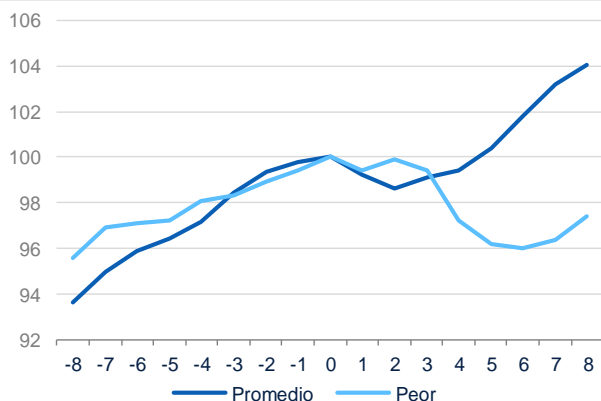
próximos 24 meses es cercana al 60 %. Este repunte obedece principalmente a la corrección en los mercados bursátiles, a los rendimientos de los bonos del Tesoro y al sistema bancario en la sombra.¹

Pese a que cada crisis es única, la próxima recesión será probablemente peor que la media histórica, por cuando incluirá ajustes tanto en el sector real como en los mercados financieros. Además, los límites sobre la efectividad de la política monetaria y las elevadas fricciones existentes por el lado presupuestario implican que el apoyo ofrecido por las políticas podría quedarse corto. Asimismo, la elección de unas políticas inadecuadas para abordar los riesgos comerciales y globales podría exacerbar las presiones negativas.

Con todo, no esperamos que la crisis vaya a superar a las dos peores recesiones en la historia moderna. Los robustos fundamentales existentes en las finanzas tradicionales y el sector doméstico, unidos a la mayor importancia relativa de la nueva economía, ayudarán a contener los riesgos a la baja. De producirse una recesión en 2020, o poco después, los resultados de las próximas elecciones presidenciales podrían resultar vitales para la configuración de la respuesta en materia de políticas presupuestarias durante el próximo ciclo. Durante las recesiones, la caída acumulada en el PIB real promedia el 1,9 %, siendo necesarios cinco trimestres para que la producción regrese a sus niveles anteriores. Durante la Gran Recesión, la actividad se contrajo en un 4 % y no se recuperó hasta pasados 3,5 años.

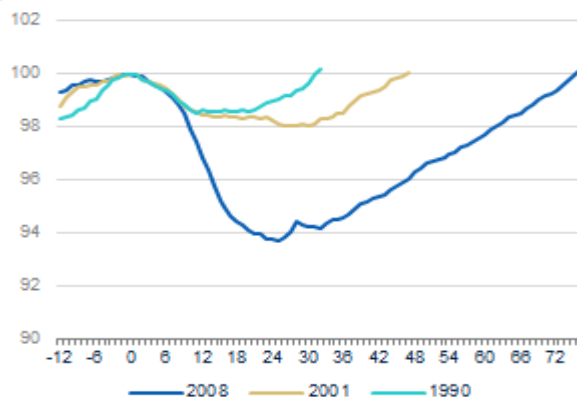
Resulta más probable que se produzca una recesión en forma de U que de V, con una convergencia hacia el crecimiento potencial en lugar de un rebasamiento, debido a una nueva recuperación sin creación de empleo. De hecho, una característica común de las tres últimas recesiones ha sido la escasa y dificultosa recuperación del empleo. Tras la recesión de 1990-1991, se necesitaron casi tres años para que las nóminas no agrícolas volvieran a sus máximos previos a la recesión. Después de la crisis de 2001, el empleo tardó casi cuatro años en registrar un nuevo máximo. En el caso de la recesión de 2007-2009, las nóminas no agrícolas continuaron por debajo de su nivel anterior a la crisis durante más de seis años.

Gráfica 3. PIB real durante las recesiones, índice =100 @ máximo



Fuente: BBVA Research y Haver

Gráfica 4. Recuperaciones sin creación de empleo: Nóminas no agrícolas, índice =100 en máximo durante el ciclo, meses



Fuente: BBVA Research y Haver

Así las cosas, si los ajustes cíclicos generaran desafíos permanentes, la producción potencial podría sufrir una rebaja. La combinación de una recuperación sin creación de empleo y una menor producción potencial podría dar lugar a un mayor grado de polarización y malestar social, lo que a su vez podría socavar los cimientos institucionales. En consecuencia, los responsables políticos deberían adoptar cambios de índole estructural, demográfica y tecnológica como forma de mitigar los riesgos a largo plazo. En lugar de imponer restricciones a las nuevas industrias y tecnologías, o de culpar a otros países por nuestro deslucido desempeño económico, EE. UU. debería volver a apostar por el capital humano, la innovación, el emprendimiento y las industrias del futuro.²

1: Si desea consultar un análisis más detallado, véase [Justo lo que el doctor prescribió: predicciones sobre las recesiones en tiempo real](#)
 2: Véase, por ejemplo [¿Qué sucede con el crecimiento potencial del PIB de EE.UU.?](#)

Anticipando una recesión

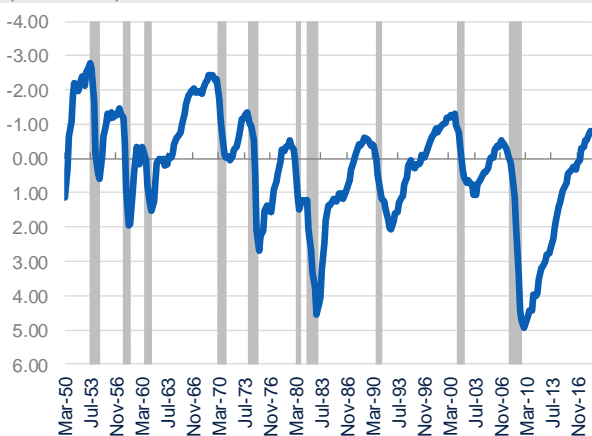
El mercado bursátil ha anticipado nueve de las últimas cinco recesiones. Paul Samuelson

En términos generales, existen tres indicadores principales que nos pueden brindar advertencias adelantadas sobre la próxima recesión. El primero tiene que ver con el momento y la magnitud del sobrecalentamiento en la economía real. Esto se observa a través de la diferencia entre la tasa de desempleo real y la tasa natural de desempleo (NAIRU), definida habitualmente como *la tasa de desempleo promedio procedente de todas las fuentes distintas de las fluctuaciones en la demanda asociadas a los ciclos económicos*. En promedio, las recesiones suelen comenzar 3,4 años después de que la tasa de desempleo se sitúe por debajo de la tasa NAIRU. En el ciclo actual, la tasa de desempleo real cayó por debajo de la tasa NAIRU en el 2TR17, lo que apunta a que la próxima recesión comenzaría en torno al 3TR20. Alternativamente, las recesiones comienzan, de media, 1,4 años después de que la tasa de desempleo alcance su punto más bajo durante el ciclo expansivo. Según nuestro escenario base, esto sucederá a mediados de 2019, lo que también implica que la recesión se iniciará alrededor del 3TR20.

No obstante, cada uno de estos enfoques presenta limitaciones. La tasa NAIRU es una variable no observable que se estima con información disponible en el momento de realizar el cálculo. Dado que se trata de un concepto a largo plazo, cabe que ciertos cambios estructurales todavía no visibles en los datos propicien grandes infra o sobrestimaciones en relación con los cálculos que incorporan variaciones estructurales. Por ejemplo, respecto a 2017, la estimación de la Oficina Presupuestaria del Congreso para la tasa NAIRU era del 5,2 % en 2011, del 5,6 % en 2014 y del 4,6 % en 2018.

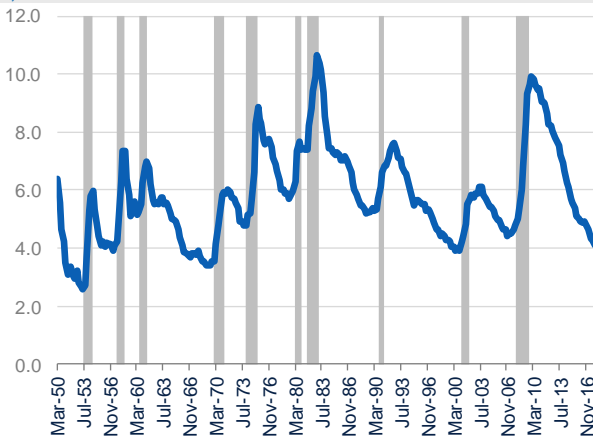
Además, pese a que la tasa de desempleo actual está ya en su nivel más bajo desde 1969 y nuestro escenario base asume que su mínimo se producirá en 2019, podría continuar reduciéndose durante más tiempo del previsto, o bien no bajar más. De hecho, existen grandes variaciones en la tasa de desempleo entre las distintas profesiones, sectores y estados. A modo de ejemplo, entre los profesionales jurídicos y sanitarios la tasa de desempleo es del 0,9 % y el 1,1 %, respectivamente. Por el contrario, en el sector de las manufacturas no duraderas asciende al 4,3 %, más de un punto porcentual por encima de su tasa mínima registrada antes de la recesión de 2001. Asimismo, existen 32 estados con tasas de desempleo superiores a sus niveles mínimos de entre 2000 y 2017, entre los que hay varios que han sufrido un incremento en los últimos 12 meses.

Gráfica 5. Brecha de desempleo, %, invertido; área sombreada = recesión



Fuente: BBVA Research y Haver

Gráfica 6. Tasa de desempleo, %; área sombreada = recesión



Fuente: BBVA Research y Haver

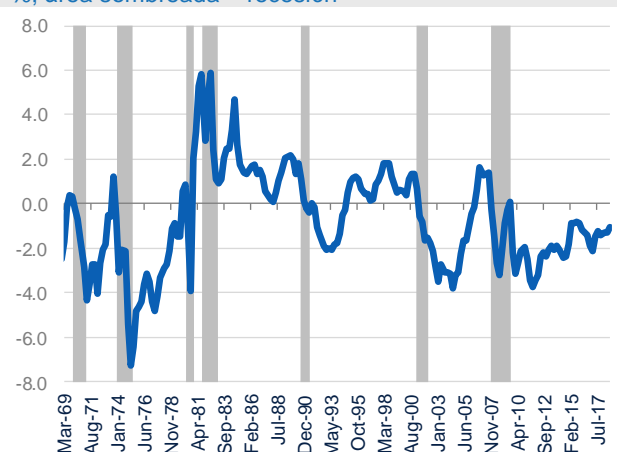
Una segunda alternativa para evaluar la probabilidad de recesión combina, de una parte, la magnitud de las presiones sobre los precios y las medidas de política monetaria con, de otra, la producción a largo plazo. Este enfoque utiliza la diferencia entre los tipos de interés reales ex-post a corto plazo —calculados como la diferencia entre los tipos federales y la inflación PCE— y los tipos de interés naturales (NIR, por sus siglas en inglés),

definidos como el tipo de interés real coherente con una producción igual a su tasa natural y una inflación estable. Desde 1970, en todas las recesiones la diferencia entre los tipos de interés reales a corto plazo y los NIR se tornó positiva. Una vez que esta diferencia se vuelve positiva, se ha producido una recesión, en promedio, en los ocho trimestres posteriores. Dado que la diferencia entre los tipos de interés reales y los NIR es actualmente del -0,6 %, y suponiendo que tanto la inflación como los NIR se mantendrán en torno al 2 % y al 0,8 %, respectivamente, la Fed tendría que subir los tipos en otros 60 puntos básicos (p.b.) para que esta diferencia pasara a ser cero. En el caso de que la Fed suba los tipos en 25 p.b. en diciembre, y de que vuelva a hacerlo durante el 1SEM19, la recesión se produciría, como pronto, a finales de 2019, o a mediados de 2021, atendiendo al desfase histórico promedio.

Con todo, las estimaciones de los NIR son imprecisas y están sujetas a importantes errores de medición en tiempo real e incertidumbre por los grandes efectos que los cambios demográficos, la globalización y los avances tecnológicos tienen sobre el crecimiento de la productividad y la producción potencial, factores todos ellos esenciales en las estimaciones de los NIR. Además, cabe que tanto la inflación como los NIR evolucionen por encima o debajo de sus niveles actuales, en cuyo caso, las subidas de tipos necesarias para generar un diferencial positivo entre los tipos reales a corto plazo y los NIR serían algo superiores o inferiores a lo previsto. Esto podría retrasar el inicio de la recesión al 1SEM19, como pronto, o a finales de 2022, como muy tarde.

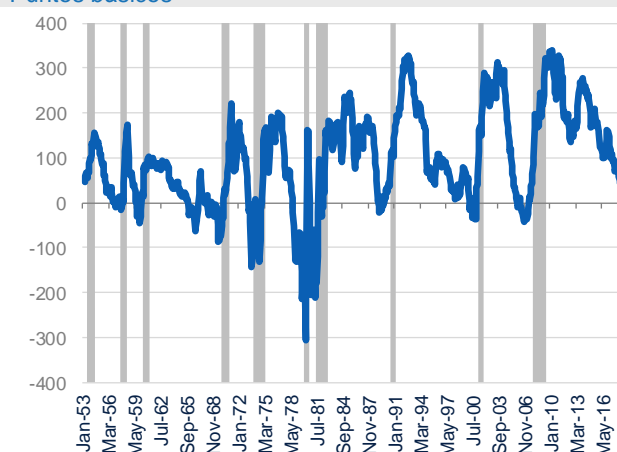
El tercer indicador, probablemente el más utilizado para predecir las recesiones, es la pendiente de la curva de rendimientos, medida como la diferencia entre los rendimientos de los bonos del Tesoro a corto y largo plazo. En pocas palabras, este parámetro refleja las diferencias entre las expectativas a corto y largo plazo sobre las condiciones económicas y la política monetaria. Independientemente de las causas de cada recesión, cuando los agentes del mercado comienzan a preocuparse por el final del ciclo expansivo, la demanda de activos seguros a largo plazo suele aumentar, lo que limita los incrementos potenciales de los tipos a largo plazo, incluso mientras la Fed continúa elevando los tipos de interés a corto plazo a fin de contener los riesgos derivados del sobrecalentamiento de la economía. Debido a esto, los tipos a corto plazo suben por encima de los tipos a largo plazo, y la pendiente de la curva se vuelve negativa o «invertida». Cuando las recesiones comienzan, la Fed recorta los tipos de interés, provocando con ello el resultado previsto por los compradores de valores a largo plazo que anticipaban una crisis.

Gráfica 7. Tipos de interés reales - tipo de interés natural, %; área sombreada = recesión



Fuente: BBVA Research, Fed de Nueva York y Haver

Gráfica 8. Pendiente de la curva de bonos del Tesoro: Bono Tesoro 10A-Bono Tesoro 1A, Puntos básicos



Fuente: BBVA Research y Haver

En promedio, una curva de rendimientos invertida en un buen pronosticador de crisis futuras en un plazo de entre 9 y 25 meses. Si los rendimientos a largo plazo se mantuvieran alrededor del 3 %, y la Fed elevara los tipos en 25 p.b. en diciembre, y volviera a hacerlo a comienzos de 2019, la curva de rendimientos podría invertirse en algún momento del 1SEM19. Esto implicaría que la próxima recesión podría comenzar en el 4TR19, como pronto, o en el 1TR21, como tarde. De hecho, la parte central de la curva de rendimientos (rendimientos de los bonos del

Tesoro entre dos y cinco años) ya se ha invertido, generando con ello una ola de deterioro de la confianza en el mercado financiero. Esta inversión también apunta a que los agentes del mercado esperan que el final de la fase expansiva del ciclo económico esté más cerca de lo anteriormente previsto y que la Fed está a punto de poner fin a sus subidas de tipos durante el ciclo actual.

No obstante, aunque la inversión de la curva de rendimientos continúa siendo un indicador muy fiable de recesiones futuras, conviene recordar que las primas a plazo llevan siendo negativas desde hace varios años a pesar de que las expectativas de inflación y los tipos de interés reales han ido subiendo. Cabe que esta aparente anomalía en una expansión madura apunte a una serie de distorsiones que podrían ocultar los costes por intereses subyacentes. Por ejemplo, los inversores nacionales privados poseen en torno a un 33 % de los bonos del Tesoro en circulación, mientras que los tenedores extranjeros representan un 36 % del total. El 31 % restante está en manos de entidades públicas, incluida la Fed. Asimismo, durante los últimos 12 meses, los préstamos netos sobre los bonos del Tesoro a dos y cinco años se han elevado notablemente respecto a valores con vencimientos a partir de cinco años. Además, más de un 60 % de la reducción interanual de 214 000 millones de USD en la cartera de bonos del Tesoro de la Fed se ha producido en valores con vencimientos comprendidos entre uno y cinco años.

Estas distorsiones generan dudas sobre la fiabilidad de la curva de rendimientos como buen pronosticador de recesiones futuras, al menos en las condiciones de mercado actuales. De hecho, algunas estimaciones sugieren que los rendimientos a largo plazo podrían ser al menos 100 p.b. superiores a sus niveles actuales de no ser por estas distorsiones. Esto implicaría que, una vez ajustada esta distorsión y suponiendo que los rendimientos a largo plazo se mantuvieran cerca de sus niveles actuales, la Fed podría elevar los tipos en otros 150 p.b. antes de que la curva se «invirtiese». De modo alternativo, si la Fed subiera los tipos en menos de 150 p.b., la curva de rendimientos ajustada no se invertiría en absoluto.

Intensidad y duración de la próxima recesión

La historia no se ha comportado amablemente en el final de los periodos prolongados de bajas primas de riesgo.
Alan Greenspan

La intensidad y duración de la próxima recesión vendrá determinada, en gran medida, por el preceptivo ajuste necesario para corregir los desequilibrios existentes, así como por la efectividad de las medidas tanto monetarias como presupuestarias adoptadas para hacer frente a sus efectos negativos.

En función de la envergadura de los desequilibrios, de la magnitud de los efectos secundarios, de la exposición a shocks externos, así como del grado de efectividad de la respuesta monetaria y presupuestaria a la hora de contener el sobrecalentamiento de la economía, la crisis podría resultar más o menos severa y prolongarse durante un tiempo reducido o prolongado. Por ejemplo, aunque el índice NASDAQ acumuló un retroceso del 78 % entre 2000 y 2002, el crecimiento del PIB real en 2001 sufrió un retroceso muy inferior al de anteriores recesiones. Esto se debió principalmente a la combinación de unas agresivas medidas de corte monetario y presupuestario, así como a unos modestos efectos secundarios derivados del estallido de la burbuja puntocom. Por el contrario, el colapso del sector inmobiliario en 2008-2009 provocó la mayor caída en la producción real desde la Gran Depresión, aunque las medidas monetarias y presupuestarias fueron aún más agresivas que en recesiones precedentes. Esto reflejó, en parte, la acumulación de desequilibrios sustanciales en los sectores inmobiliario, financiero, doméstico y público.

Un temor que las economías sobrecalentadas suelen despertar es el de una acumulación potencial de las presiones inflacionistas. Cuando la inflación aumenta por encima de niveles tolerables, la Fed eleva los tipos de interés para enfriar la economía. Conforme los costes por intereses crecen, el consumo y la inversión se desaceleran. Dependiendo de la magnitud de estos ajustes, en el mejor escenario posible, la economía crecería a un ritmo más lento, mientras que las presiones inflacionistas retrocederán.

En el peor escenario, las expectativas de inflación se desanclan y la economía entra en recesión en un marco de estanflación (estancamiento e inflación). Con todo, una economía sobrecalentada no siempre implica subidas de precios. De hecho, en el período anterior y posterior a las dos últimas recesiones, la inflación medida por el IPC subyacente —excluidos energía y alimentos— se mantuvo por debajo del 3 %. En lugar de ello, el sobrecalentamiento se tradujo en importantes desequilibrios en los precios de los activos. En 2001, esto se hizo evidente por el acusado incremento en las acciones de las empresas tecnológicas (la burbuja puntocom) y, en 2008, por la rápida apreciación del precio de las viviendas (la burbuja inmobiliaria).

Durante la actual expansión, el IPC subyacente no ha superado el 2,5 %. Además, durante los tres últimos meses, la variación interanual en la inflación subyacente se ha mantenido en el 2,2 %, mostrando escasos riesgos al alza. De hecho, nuestros indicadores de presión inflacionaria siguen contenidos, lo que apunta a un riesgo muy reducido de entrar en un régimen de inflación elevada.³ Por el contrario, en 2018 la relación precio/beneficios ajustada por el ciclo, una medida de posibles desajustes en las valoraciones de mercado, alcanzó su segundo máximo histórico, lo que denota unas cotizaciones algo «hinchadas».

Como cabría esperar, después de que las bolsas volvieran a repuntar en septiembre, las cotizaciones han retrocedido más de un 10 %. Estas condiciones tendrán un impacto directo sobre la riqueza de los hogares, lo que a su vez podría limitar la tasa de crecimiento del consumo. No obstante, en términos interanuales, el retroceso solo ha sido de alrededor del 1 %. Asimismo, los hogares poseen menos de un 40 % del total de los títulos bursátiles, mientras que menos de un 14 % de todas las familias posee valores directamente, estando su distribución muy inclinada hacia las personas de ingresos elevados.

Para las empresas, los retrocesos en las valoraciones de los activos conllevan un encarecimiento de las actividades basadas en valores, como las fusiones y adquisiciones, las inversiones, el desarrollo de producto o la refinanciación de deuda. Con todo, incluso si la corrección bursátil se prolongara, o se agravara, es improbable que el shock resultante para el patrimonio de las familias y los costes de financiación de las empresas fuera a generar una recesión por sí mismo.

Otra inminente corrección se cierne sobre los mercados de deuda corporativa y préstamos apalancados. Durante los últimos diez años, el aumento de los prestatarios con mayor perfil de riesgo y la relajación de los estándares de suscripción han impulsado el crecimiento de la deuda de empresas no financieras, que está próxima a máximos históricos si la medimos como porcentaje del PIB. Por ejemplo, en torno al 50 % de los 6 billones de USD existentes en bonos con grado de inversión se concentran en su clasificación inferior (BBB). Además, estas empresas con clasificaciones inferiores cuentan, en promedio, con una ratio de apalancamiento (deuda en relación con beneficios) de 3,2, frente al 2,1 de 2007. Además, casi un 40 % de estas empresas presenta una relación de apalancamiento de 5 o superior.⁴

Por su parte, aunque el porcentaje de los bonos de alta rentabilidad se ha mantenido relativamente estable, su tamaño se ha incrementado de 250 000 millones a 1,1 billones de USD desde 2010. Una evolución similar se ha producido en el mercado de préstamos apalancados, que se ha elevado de 500 000 millones a 1 billón de USD durante el mismo periodo. Asimismo, un 85 % de las transacciones con préstamos apalancados celebradas en 2018 presentaba pocos compromisos, mientras que un tercio de las grandes operaciones corporativas sindicadas tenía una relación de apalancamiento de 6 o superior, un nivel notablemente más elevado que en el pasado.

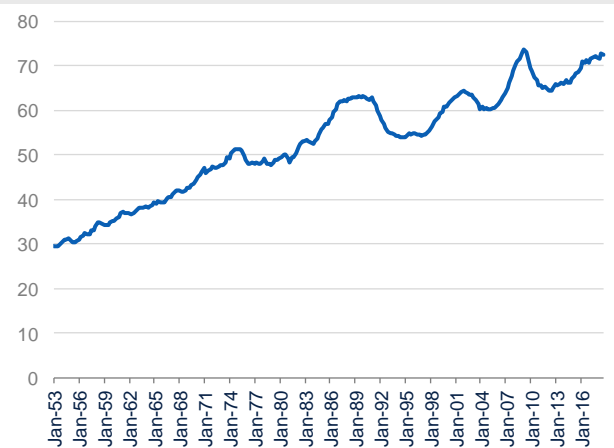
Si los diferenciales crediticios se ampliaran y el acceso a la financiación a través de los mercados de capitales se restringiera, la liquidez podría reducirse, generando con ello una posible aceleración de las ventas forzadas de activos. Las reformas normativas instrumentadas tras la crisis financiera intentaron reducir la exposición al riesgo, sobre todo de las entidades financieras tradicionales. En consecuencia, esta exposición viró hacia los mercados y las entidades financieras no tradicionales. Esto ha creado un elevado grado de incertidumbre sobre el impacto de la reducción de las actividades de creación de mercado y depósito desempeñadas por los corredores de bolsa

3: Véase por ejemplo [Cambios en el régimen de inflación y función de reacción de la Fed](#)

4: Si desea obtener más información, véase [Deuda corporativa en el ocaso del ciclo de crédito](#)

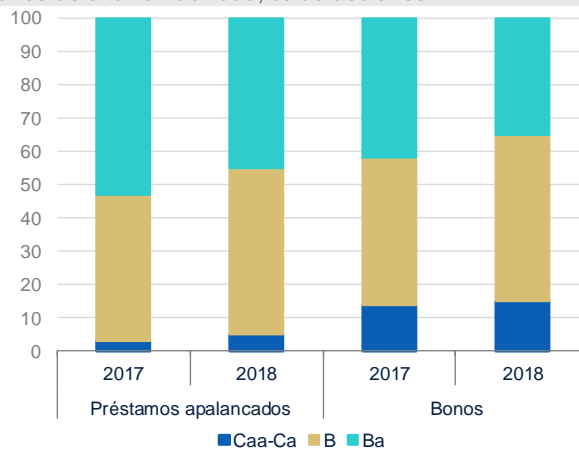
durante la próxima crisis. De igual modo, se desconoce la influencia que la excesiva negociación de alta frecuencia (o los «flash crash») y la mayor importancia relativa de los fondos cotizados en bolsa y los fondos de crédito dedicados tendrán durante épocas de acusado estrés financiero y débiles condiciones macroeconómicas.

Gráfica 9. Deuda de empresas no financieras, % del PIB



Fuente: BBVA Research y Haver

Gráfica 10. Préstamos apalancados y clasificaciones de bonos de alta rentabilidad, % de acciones



Fuente: BBVA Research, FRB y Haver

En cualquier caso, podrían registrarse importantes efectos secundarios si un número de empresas por encima de la media viera rebajada sus calificaciones crediticias de grado de inversión a alta rentabilidad, y de alta rentabilidad a bono basura. Además, se ha producido un acentuado crecimiento de las recompras de acciones, compras apalancadas de empresas y refinanciaciones de deuda que podrían generar un gran ajuste en los precios de los activos y las relaciones de apalancamiento en caso de que las condiciones crediticias empeorasen. Dado que empresas menos productivas con fundamentos menos sólidos adeudan un gran porcentaje de la deuda viva, las situaciones de impago y mora podrían crecer mucho más acusadamente que en ciclos anteriores, dando lugar a un drástico endurecimiento de las condiciones financieras. Esto provocaría una gran contracción en la contratación y la inversión, lo que elevaría el riesgo a que se desatara una crisis económica prolongada.

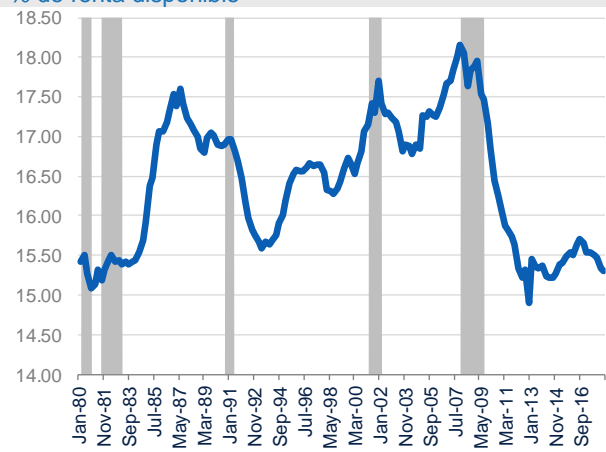
Otro elemento de incertidumbre guarda relación con la potencial ralentización del gasto de los consumidores. Conforme la inflación aumenta o la renta nominal se reduce, la renta real disponible se ralentiza, y esto podría llevar a los consumidores a adoptar un posicionamiento más defensivo. De igual modo, un aumento de los costes por intereses implica una mayor carga financiera sobre los hogares, lo que también podría traducirse en un endurecimiento de las condiciones de préstamo y una caída del consumo. Según los últimos datos, el porcentaje de los pagos de intereses relativos a préstamos personales (intereses no asociados a hipotecas pagados por los hogares) respecto a la renta personal ha crecido del 1,6 % al 1,9 % en los últimos cuatro años. En episodios anteriores, las crisis económicas vinieron precedidas por un incremento en esta relación.

Sin embargo, la relación de pagos requeridos sobre hipotecas vivas y deuda de los consumidores como porcentaje de la renta personal disponible se encuentra en su nivel más bajo en casi cuatro décadas. De igual manera, debido al considerable desapalancamiento llevado a cabo tras la Gran Recesión, la relación de obligaciones financieras —que incorpora los pagos por leasing de vehículos, de alquileres y de impuestos sobre bienes inmuebles— respecto a la renta personal disponible se mantiene 1,2 p.p. por debajo de su media histórica. Por su parte, aunque la tasa de morosidad de los consumidores se ha incrementado de forma constante durante los tres últimos años hasta el 2,3 %, continúa estando 1 punto porcentual por debajo de su media histórica. Los recortes fiscales y el sólido crecimiento del empleo y los salarios continúan impulsando el crecimiento de las rentas personales, que en 2018 ha promediado un 4,4 % interanual, porcentaje ligeramente superior a la media registrada entre 2010 y 2017. Estas tendencias apuntan a la existencia de moderados riesgos a la baja para el gasto de los hogares y los consumidores incluso si los tipos de interés repuntaran y las condiciones crediticias se endurecieran.

A diferencia del gasto de los hogares, las condiciones en el sector inmobiliario residencial podrían continuar empeorando. La fuerte revalorización del precio de la vivienda y el aumento de los costes de las hipotecas ya están pasando factura sobre la accesibilidad a la vivienda, la venta de viviendas y la demanda de hipotecas. La variación interanual en la venta de viviendas de segunda mano se ha mantenido en terreno negativo durante los últimos ocho meses, mientras que la venta de nuevas viviendas unifamiliares ha caído hasta su nivel más bajo en tasa anualizada desde marzo de 2016.

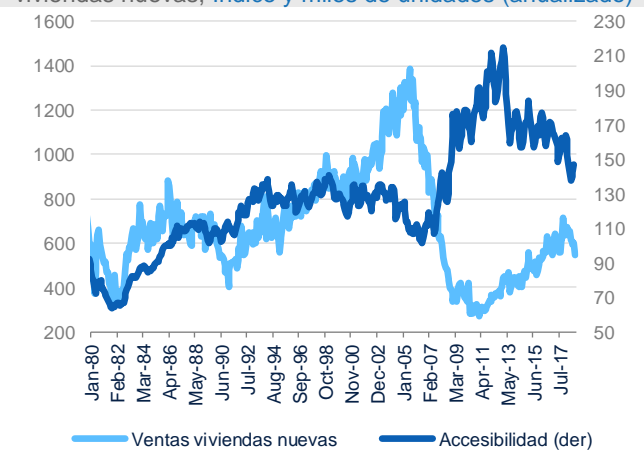
Conforme las condiciones se deterioran, la actividad constructora podría hacer lo propio. Dado que este sector tiene importantes repercusiones sobre otras industrias y el empleo, el impacto en la producción agregada podría ser considerable. En octubre, el crecimiento interanual del valor de la actividad de construcción en el sector residencial alcanzó su nivel más bajo en siete años. Pese a ello, el empleo en la construcción residencial está expandiéndose a una tasa que no se veía desde 2014 y 2006, por lo que resulta improbable que se produzca un retroceso en la creación de empleo a corto plazo. En el sector inmobiliario comercial, los precios se mantienen relativamente elevados respecto a sus tendencias históricas y afrontarán factores adversos de naturaleza cíclica. Además, las tendencias estructurales en curso implican que en algunos sectores el ajuste podría ser severo. Con todo, dado que la inversión inmobiliaria no ha tenido una aportación considerable en el crecimiento del PIB durante el ciclo actual, es poco probable que una corrección vaya a generar un impacto directo sustancial sobre la tendencia de crecimiento.

Gráfica 11. Obligación de obligaciones financieras, % de renta disponible



Fuente: BBVA Research y Haver

Gráfica 12. Accesibilidad a la vivienda y ventas de viviendas nuevas, Índice y miles de unidades (anualizado)



Fuente: BBVA Research y Haver

Otra fuente de riesgo potencial son las crecientes distorsiones en el comercio exterior que han alimentado la incertidumbre sobre las relaciones comerciales y las cadenas de valor de la oferta, generando así una caída de las expectativas empresariales y del gasto de capital. En gran medida, los movimientos en los tipos de cambio y ciertas reasignaciones de recursos podrían contribuir a compensar estas distorsiones. Con todo, las reasignaciones de recursos llevan tiempo y, por ello, será difícil evitar algunos costes a corto plazo. Aun así, el mayor riesgo es que se produzca una escalada ulterior en los aranceles comerciales y las medidas de represalia, lo que podría generar un colapso del sistema comercial mundial. Esto tendría unas consecuencias devastadoras para la economía mundial que resulta difícil cuantificar. Por el momento, solo existe una probabilidad remota de que este escenario extremo se materialice. No obstante, los responsables políticos podrían subestimar el impacto de sus errores y no rectificar con la celeridad debida.

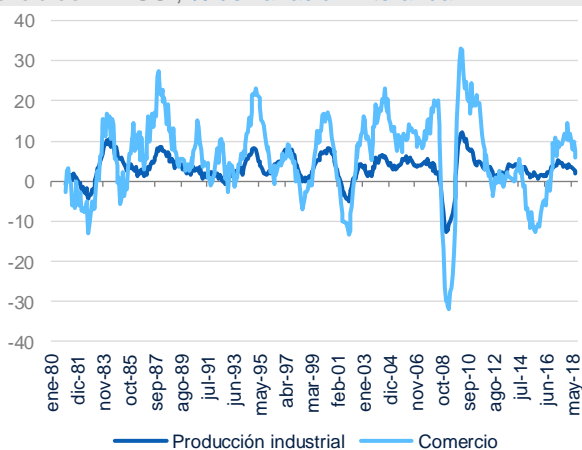
Otras distorsiones políticas que podrían tener consecuencias notables son las restricciones a la inmigración, la inversión extranjera directa, la transferencia de tecnología, la innovación y el gasto en infraestructuras. Sin embargo, su impacto se evidenciará sobre todo a largo plazo y, más que causar un ajuste cíclico, generará una reducción de la producción potencial.

De forma similar, los abultados déficits presupuestarios y los elevados niveles de endeudamiento público que probablemente se acumularán durante los próximos años también lastrarán la producción potencial. El riesgo a corto plazo derivado del despilfarro presupuestario se mantendrá contenido mientras el dólar estadounidense conserve su sólida posición relativa. Con todo, la demanda de activos denominados en dólares podría sufrir un vuelco. Esto podría originar una crisis presupuestaria con graves consecuencias sobre las expectativas y la prima de riesgo.

De igual modo, cabe que las tensiones sociales y políticas continúen empeorando en el futuro, generando con ello un panorama aún más polarizado, hasta el punto de que el actual marco institucional no sea capaz de gestionar estos cambios de forma efectiva. La gravedad de una crisis institucional es casi imposible de calcular, si bien es improbable que vaya a materializarse a corto o medio plazo. Desde una perspectiva a largo plazo, eventos extremos como el cambio climático, la ciberseguridad, las pandemias, el terrorismo o los flujos migratorios globales podrían convertir una crisis modesta en una depresión en toda regla.

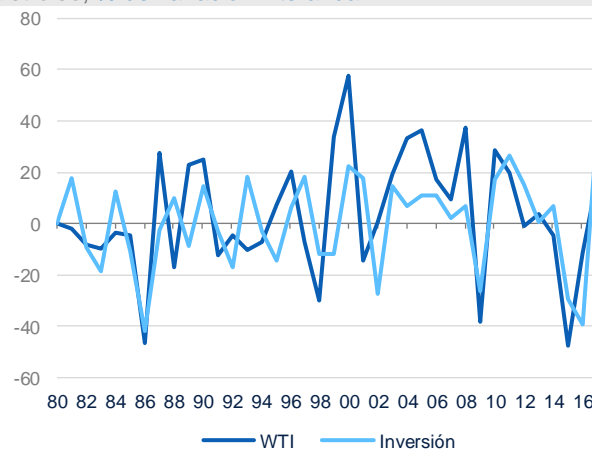
Evidentemente, no todos los riesgos son de naturaleza interna. De hecho, algunos de los mayores shocks podrían provenir del exterior. Factores como la caída de la demanda global en los países desarrollados y en desarrollo, el elevado apalancamiento de los mercados emergentes, el fuerte estrés financiero en los mercados globales, los ajustes en los precios de las materias primas y los riesgos geopolíticos podrían convertirse en importantes lastres.

Gráfica 13. Producción industrial y comercio mundial excluido EE. UU., % de variación interanual



Fuente: BBVA Research y Haver

Gráfica 14. Precios del petróleo e inversión en gas y petróleo, % de variación interanual



Fuente: BBVA Research y Haver

La combinación de un dólar fuerte y una caída en la demanda global afectaría a los exportadores y las multinacionales estadounidenses, sobre todo a las que generen una gran parte de sus beneficios en el extranjero. De igual modo, un acusado retroceso en los precios de las materias primas podría tener importantes consecuencias sobre la inversión nacional privada. Por ejemplo, la fuerte bajada en el precio del petróleo durante 2014-2015 generó una caída del 46 % en la inversión real en maquinaria para minería y yacimientos petrolíferos, así como una reducción del 60 % en la exploración, ejes y pozos en el sector de la minería entre 2014 y 2016. Sin embargo, las pujantes condiciones en el resto de la economía y el impacto favorable de una gasolina más barata sobre los consumidores contribuyó a evitar una recesión. De hecho, el bienio 2015-2016 fue la primera vez desde el final de la Segunda Guerra Mundial en que la economía estadounidense evitó una recesión a pesar de la contracción de su producción industrial. Por ello, aunque los precios de las materias primas continúen bajando, y la inversión y actividad industrial se reduzcan, la economía debería ser capaz de evitar una recesión técnica.⁵

5: Véase, por ejemplo [Panorama de los precios del petróleo. Tercer trimestre 2018](#)

Respuesta en materia de política monetaria

La Reserva Federal no puede solucionar todos los problemas de la economía por sí sola. Ben Bernanke

Parece que durante la próxima crisis la Fed dispondrá de menor margen para bajar los tipos que en episodios anteriores. Por ejemplo, en las últimas tres recesiones, la Fed recortó los tipos de interés nominales en casi 600 p.b. en promedio, y los tipos reales en 560 p.b. La última proyección media del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés) sobre los tipos oficiales de la Fed es del 3,4 % tanto al cierre de 2020 como de cara a 2021. Esto implica un recorte nominal de no más de 340 p.b. si los tipos cayeran hasta cero, suponiendo que la Fed cumpla su propia orientación. Habida cuenta de que los tipos de interés reales se encuentran próximos a los 50 p.b., la Fed no podría recortarlos más de 250 p.b. si la inflación se mantiene en torno al 2 %. En caso de que la inflación se ralentice, el recorte será aún más pequeño. Por tanto, es prácticamente inevitable que la respuesta de la Fed sea más moderada, lo que eleva la probabilidad de que se produzca una contracción más profunda y una recuperación más lenta.

Con todo, la Fed podría echar mano de otras políticas en su arsenal, como la flexibilización cuantitativa (QE, por sus siglas en inglés), como ya hizo tras la Gran Recesión. Sin embargo, el mayor impacto de esta opción se debió en buena parte al factor sorpresa. Una vez desaparecido este factor, el impacto marginal de nuevas rondas de la QE se volvió más pequeño. Esto sugiere que la Fed podría intentar modificar los futuros programas de la QE para incluir otros elementos no usados antes en un intento por recuperar el elemento sorpresa.

Además, debido a los bajos niveles de inflación, una recesión también podría incrementar la probabilidad de que se produjera una deflación. Esto llevaría a la Fed a enviar un mensaje claro de que mantendrá los tipos de interés en niveles reducidos durante un plazo de tiempo considerable. Esta orientación de perspectivas se empleó durante la pasada recesión y se considera una medida efectiva y asequible para garantizar a los agentes del mercado que no se producirán subidas de tipos hasta que las condiciones económicas muestren señales de fortaleza y la economía presente una base sólida. Si los riesgos a la baja sobre los precios se intensificaran, la Fed podría elevar su objetivo de inflación, o bien adoptar un objetivo de nivel de precios o de crecimiento del PIB nominal, todo ello con el objetivo de evitar la deflación.

Otra opción que podría utilizarse para limitar los riesgos derivados de un apalancamiento y una asunción de riesgos excesivos es articular un colchón de capital anticíclico (CCA). Esta herramienta permite elevar los requisitos de capital cuando las cosas van bien y reducirlos cuando se produce una crisis. La idea es contribuir a evitar grandes fluctuaciones durante el ciclo de crédito y dotar de mayor resiliencia al sistema. Una ventaja del CCA es que puede activarse cuando la respuesta mediante los tipos de interés llega a un punto en que generaría riesgos a la baja para la expansión, que es lo que ocurre actualmente. Así, no debería sorprendernos que la Fed decida activar el CCA.

En cualquier caso, no podemos ignorar que la efectividad de las políticas monetarias para gestionar el ciclo de negocio ha disminuido respecto a las recesiones generadas por el estallido de burbujas en los precios de los activos. De igual modo, el cambio estructural hacia los intangibles y el capital humano, en detrimento del capital tradicional, conlleva un menor impacto de los recortes de tipos de interés. Asimismo, la rentabilidad de las empresas estadounidenses depende de las condiciones existentes en los mercados extranjeros y de las ventas globales.

Desde el punto de vista presupuestario, los estabilizadores automáticos sobre el lado de los ingresos y los gastos se han revelado efectivos para hacer frente a crisis moderadas. Las prestaciones por desempleo y los programas de asistencia económica ayudan a las familias con ingresos reducidos y a las personas que pierden sus empleos. Por el lado de los ingresos, la carga fiscal disminuye, ya que las pérdidas de capital y beneficios aumentan mientras los impuestos indirectos y los derechos de aduana se reducen cuando la actividad económica y el comercio extranjero se reducen.

No obstante, las crisis agudas precisan de más medidas discrecionales. Los datos históricos muestran resultados dispares, aunque con una mayor propensión a actuar por el lado de los impuestos que por el del gasto. Con todo, el resultado dependerá en última instancia de si existe un gobierno unido o fraccionado, así como del partido que ostente la mayoría. En cualquier caso, la reforma tributaria de 2017 implica que los beneficios derivados de los estabilizadores automáticos por el lado de los ingresos serán probablemente inferiores. Además, la creciente polarización plantea el riesgo de que la respuesta del Congreso ante una crisis sea menos efectiva si la ideología se impone a la urgencia económica. De igual modo, el Congreso podría no optar necesariamente por las opciones con mayores multiplicadores fiscales, sino hacerlo atendiendo a un enfoque clientelista. Por este motivo, cabe esperar que la política presupuestaria vaya a desempeñar un papel activo; sin embargo, la respuesta podría quedarse corta, limitando con ello la magnitud y duración de la próxima recesión, especialmente en condiciones de fuerte estrés financiero.

Resumen

Pese a que la evolución de la economía continúa siendo pujante, el riesgo de recesión no deja de crecer, especialmente de cara a 2020 y años posteriores. El elevado estrés financiero y la corrección en la economía real implican una crisis peor que la media, con forma de U y con una recuperación sin creación de empleo. Debido a ello, la Fed desplegará una mayor cautela en su senda de normalización de las condiciones monetarias.

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.

