

FOCUS · Caída de los beneficios en EE. UU.: ¿heraldo de una nueva recesión económica?

La nueva temporada de resultados de las empresas del S&P 500, que arrancó a mediados de abril, deja entrever una caída de los beneficios por acción en torno al 9% para el primer trimestre del año. De materializarse este escenario, se confirmaría que EE. UU., que ya enlazó tres trimestres negativos durante 2015, se encuentra en una «recesión» de beneficios. Históricamente, caídas de beneficios de tal magnitud han ocurrido casi siempre al mismo tiempo que una recesión económica. No obstante, varios elementos sugieren que el episodio actual podría ser una de las pocas excepciones a este patrón.

Desde principios de los años setenta, seis de los ocho episodios de caídas de beneficios de las empresas del S&P 500 han coincidido con el inicio de una recesión de la economía estadounidense. La excepción más reciente tuvo lugar en 1998, cuando los beneficios cayeron más del 7% sin que la economía estadounidense mostrara señales de debilidad (de hecho, crecía a un ritmo en torno al 5%). Entonces, la fortaleza del dólar, que en poco más de un año se apreció cerca del 17% respecto al euro y un 15% en promedio respecto a una cesta de divisas, y el descenso del precio de petróleo por debajo de los 10 dólares por barril afectaron de manera significativa a los resultados de las empresas energéticas y exportadoras. La anterior excepción se remonta a 1985. En esa ocasión, la fuerte apreciación del dólar previa a los Acuerdos del Plaza y el desplome del petróleo fueron también los principales responsables de la caída de los beneficios. El crecimiento del PIB se mantuvo firme, igualmente.

La comparación de la situación actual con los episodios de los años ochenta y noventa resulta atractiva. La fortaleza del dólar, que se apreció cerca del 27% respecto al euro entre junio de 2014 y finales de 2015, es semejante a la de los episodios mencionados. Por su parte, la actual caída del precio del crudo también es claramente responsable de una parte muy significativa de los malos resultados de las empresas del S&P. Si excluimos las empresas del sector energético, los beneficios se mantuvieron relativamente estables en los últimos trimestres.

En cualquier caso, el hecho de que la recesión de beneficios se limite casi exclusivamente a un sector en particular no parece un argumento lo suficientemente sólido para descartar el posible vínculo entre recesión de beneficios y recesión económica. Solo hace falta recordar que la caída de los beneficios era «solo *hi-tech*» en 2000 y «solo financiera» en 2007, si bien la presencia de una burbuja a principios de los años 2000 y el carácter sistémico del sector financiero fueron determinantes en el desencadenamiento de las recesiones subsiguientes. Por otra parte, la caída de beneficios está afectando también a muchas empresas que no pertenecen al sector energético. Según los datos

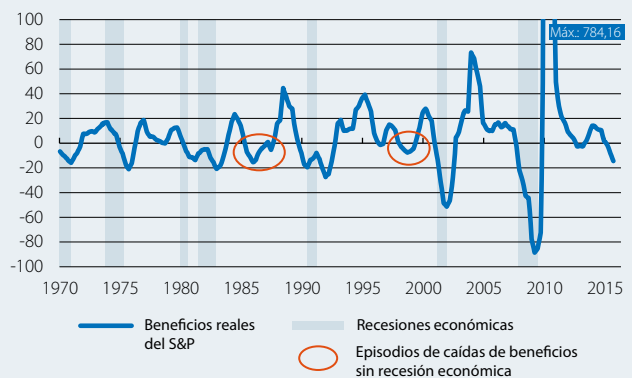
de beneficios de la contabilidad nacional, que dan una imagen más amplia del tejido productivo estadounidense, nueve de los 16 sectores no energéticos experimentaron una caída de beneficios en el 4T 2015. Sea resultado en parte del impacto de una menor demanda del sector energético respecto a otros sectores, sea en parte consecuencia de la apreciación del dólar, lo cierto es que la caída de beneficios afecta a un segmento importante de la economía americana.

Más allá de la comparación histórica, otras consideraciones apuntan a que la reciente decepción que han suscitado los resultados empresariales no presagia una recesión económica. En primer lugar, aunque el peso del sector energético ha aumentado tras el *boom* del *shale* de los últimos años, el impacto neto de la caída del precio del petróleo debería ser positivo para la economía estadounidense. Además, el elevado nivel de los márgenes de beneficios, que siguen por encima del promedio histórico pese a la reciente disminución, proporciona un cómodo margen de maniobra a las empresas. Por otro lado, los principales factores que causaron la caída de los beneficios muestran ya señales de recuperación, o por lo menos de estabilización, teniendo en cuenta el repunte del petróleo desde principios de año y la pausa en la apreciación del dólar que ha propiciado el tono acomodaticio de la Reserva Federal en las últimas semanas. Por último, y quizás lo más importante, la solidez de los datos recientes del mercado laboral y del consumo privado son coherentes con una expansión continuada de la actividad económica.

En definitiva, la actual recesión de beneficios es un fenómeno que merece ser seguido de cerca. Sin embargo, la evidencia parece indicar que estamos ante una de las excepciones a la norma y no en la antesala de una recesión económica en EE. UU.

Beneficios reales del S&P y recesiones económicas

Variación interanual (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Robert J. Shiller y del National Bureau of Economic Research.