FOCUS · Sobre la probabilidad de una recesión en EE. UU.

En abril de 2018, la economía de EE. UU. sumó 106 meses en expansión en la que es la segunda fase de crecimiento más larga de los últimos 170 años y, además, se sitúa a solo 14 meses del récord histórico que ostenta el ciclo de 1991-2001. Las expansiones no mueren de viejas y, de hecho, en los últimos trimestres, los datos de actividad siguen siendo positivos y apuntan a un buen ritmo de crecimiento. Sin embargo, un indicador concreto ha empezado a suscitar rumores acerca del posible fin de la fase expansiva. Se trata de la pendiente de la curva de tipos de interés, un indicador que ha predicho correctamente cada recesión estadounidense de los últimos 50 años. ¿De dónde viene este poder predictivo? ¿Cuál es, hoy en día, la probabilidad de recesión según este indicador? Analizamos estas cuestiones a continuación.

Un asombroso historial predictivo

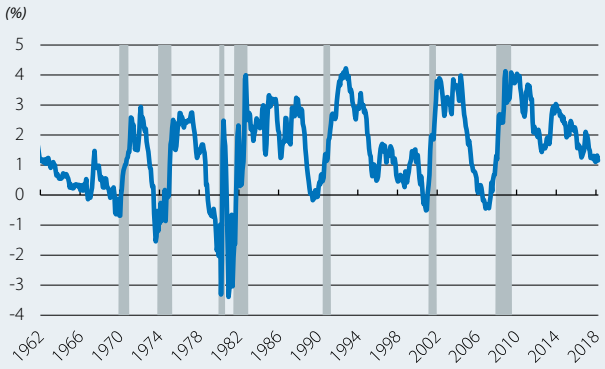
El primer gráfico muestra el impresionante historial predictivo de la pendiente de la curva de tipos desde 1961. La línea azul representa el diferencial entre los tipos de interés soberanos a 10 años y 3 meses y las franjas sombreadas señalan los periodos de recesión. Claramente, cada vez que la curva se ha invertido (pendiente negativa), la economía ha entrado en recesión al cabo de unos 6 a 18 meses (con una excepción, a finales de 1966, cuando solo se desaceleró).

La teoría económica no ha desarrollado una explicación causal satisfactoria para esta relación, pero sí que hay dos razones intuitivas detrás de la asociación entre ambas variables. En primer lugar, tradicionalmente el endurecimiento de la política monetaria afecta más a los tipos de interés de corto plazo que a los de largo plazo, de modo que reduce la pendiente y, a la par, enfría la economía a medio plazo. En segundo lugar, la pendiente de la curva de tipos contiene información sobre las expectativas del desempeño económico futuro. Consideremos el siguiente ejemplo, un ahorrador dispone de dos alternativas para prestar a 10 años vista: i) fijar directamente un tipo de interés a 10 años o ii) fijar el tipo de interés a 1 año vista y renovarlo anualmente. Dado que el ahorrador compara ambas alternativas, el tipo de interés a 10 años refleja su expectativa para el tipo de interés a 1 año a lo largo de los próximos 10 años (en equilibrio, el ahorrador se muestra indiferente entre las dos alternativas). Por ello, cuando la pendiente entra en terreno negativo, nos señala la expectativa de que los tipos de interés futuros serán menores que los presentes: es decir, en algún punto, la política monetaria se volverá más acomodaticia porque la economía se desacelera y/o entra en recesión.

La probabilidad de recesión en 2018

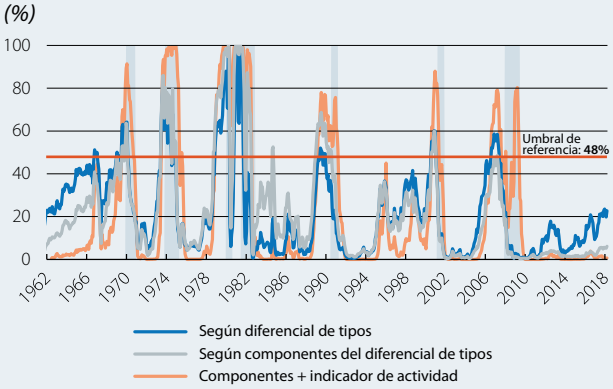
Dado que este indicador ha anticipado correctamente las siete recesiones sufridas desde 1961, el hecho de que la pendiente haya disminuido sostenidamente desde los 300 p. b. de 2013 a los 110 p. b. actuales ha alimentado el debate sobre la posibilidad de una nueva recesión. Para cuantificar esta posibilidad, en el segundo gráfico presentamos la probabilidad de recesión predicha por la pendiente de la curva de tipos según un modelo estadístico.[1] Como muestra la línea azul (más adelante comentaremos las líneas gris y naranja), la curva de tipos asigna actualmente una probabilidad del 23% de que EE. UU. entre en recesión en los próximos 12 meses. Una referencia útil para contextualizar esta cifra es la probabilidad de recesión que indica el modelo cuando la pendiente es perfectamente plana: un

*EE. UU.: recesiones y la pendiente de la curva de tipos de interés **



Notas: ** Las áreas sombreadas denotan los periodos de recesión. La pendiente de la curva de tipos de interés se representa como la diferencia entre los tipos de interés soberanos a 10 años y 3 meses.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg y NBER.*

*EE. UU.: probabilidad de recesión según la curva de tipos **



Nota: ** Las áreas sombreadas denotan los periodos de recesión.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg, Reserva Federal de Nueva York y NBER.*

1. Un modelo probit con datos entre junio de 1961 y septiembre de 2016. La variable dependiente indica si se produce (o no) una recesión entre a 3 y 12 meses vista y la variable independiente es el diferencial entre los tipos de interés soberanos estadounidenses a 10 años y 3 meses

48%.[2] Así, aunque, según la curva de tipos, el riesgo de recesión no es desdeñable, todavía se encuentra lejos de los niveles que han constituido, históricamente, una señal clara.

¿Esta vez es diferente?

Una de las principales críticas al uso de la curva de tipos como predictor de recesiones es que las estructuras económicas y financieras han evolucionado mucho desde los años sesenta, por lo que no se debería extrapolar el pasado para predecir la evolución de un entorno radicalmente diferente. En este sentido, uno de los elementos que cambian a lo largo del tiempo son los determinantes de la pendiente de la curva. Anteriormente, comentábamos que los tipos de interés de largo plazo son un reflejo de las expectativas de los tipos de interés de corto plazo que prevalecerán en el futuro. Sin embargo, los tipos de interés tienen otro componente: una prima de riesgo temporal que compensa al ahorrador por el riesgo adicional de comprometerse con una inversión a largo plazo.[3]

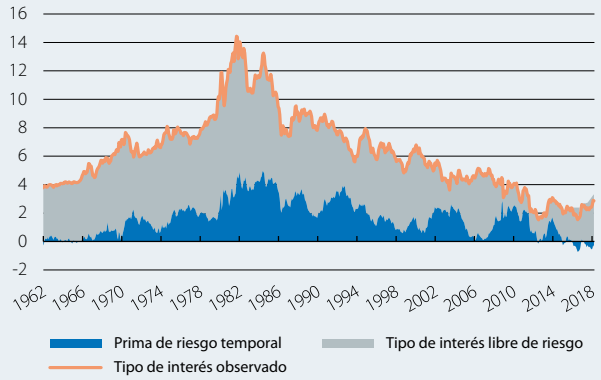
Como se observa en el tercer gráfico, la magnitud de la prima temporal es relevante y, además, fluctúa a lo largo del tiempo. Es más, el aplanamiento de la curva de tipos de los últimos años se debe, mayoritariamente, a la evolución de la prima temporal (véase el cuarto gráfico). Sin embargo, antes argumentábamos que el poder predictivo de la curva de tipos procede del componente de expectativas. ¿Es posible que el modelo prediga una menor probabilidad de recesión si eliminamos la prima temporal y utilizamos una medida más precisa de las expectativas? La respuesta es sí. Esto es precisamente lo que ocurre en la línea gris del segundo gráfico, que corresponde a un modelo en el que descomponemos la pendiente en un término de expectativas y otro de prima temporal: la probabilidad de recesión baja hasta el 6%. En el mismo espíritu, la línea naranja muestra que si, además, añadimos información sobre los indicadores de actividad económica, la probabilidad de recesión se reduce hasta el 1%.

Aunque es tentador enfatizar el efecto atenuante de la prima temporal y los buenos indicadores de actividad, la historia nos recomienda ser cautelosos antes de afirmar que «esta vez es diferente». Por ejemplo, en una comparecencia ante el Senado en 2007, cuando la curva soberana ya estaba invertida e indicaba una probabilidad de recesión del 60%, Ben Bernanke, el entonces presidente de la Fed, afirmaba que «la inversión se debe a la caída de la prima temporal (...) y ello no necesariamente predice una desaceleración de la economía o una recesión». Sin embargo, ahora sabemos que, también entonces, la predicción de la curva de tipos fue correcta. De hecho, la prima temporal es y ha sido un predictor significativo de la probabilidad de recesión: cada inversión de la curva de tipos ha ido de la mano de una compresión del diferencial de primas temporales.

Por último, si reajustamos el modelo para predecir un escenario menos extremo que el de recesión, todas las especificaciones consideradas anteriormente señalan un aumento de la probabilidad de que el crecimiento se desacelere en los próximos trimestres. Esta es una conclusión natural, pues no es más que un reflejo de que, más allá del impulso temporal que ofrezca el estímulo fiscal de la Administración Trump, ya hace meses que EE. UU. avanza en la fase madura del ciclo, con un mercado laboral en pleno empleo y un nivel de producción real que ya ha alcanzado al potencial.

EE. UU.: componentes del tipo de interés soberano a 10 años

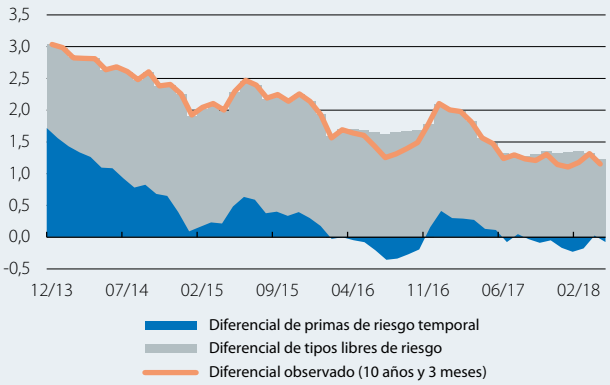
(%)



Nota: *Descomposición según Adrian, T., Crump, R. K. y Moench, E. (2013), «Pricing the Term Structure with Linear Regressions», Journal of Financial Economics.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de la Reserva Federal de Nueva York.*

EE. UU.: evolución de la pendiente de la curva de tipos por componentes

(%)



Nota: *Descomposición según Adrian, T., Crump, R. K. y Moench, E. (2013), «Pricing the Term Structure with Linear Regressions», Journal of Financial Economics.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de la Reserva Federal de Nueva York.*

2. Esta es la referencia porque, al invertirse, el historial predictivo es prácticamente impecable.
3. Para más información sobre la prima temporal, véanse los Focus «La prima de riesgo temporal de los *treasuries* americanos: no está, pero se la espera» del IM12/2014 y «El sesgo en las previsiones de tipos de interés de los mercados» del IM10/2016.