

FOCUS · Sobre la probabilitat d'una recessió als EUA

A l'abril del 2018, l'economia dels EUA va sumar 106 mesos en expansió en la segona fase de creixement més llarga dels 170 darrers anys i que, a més a més, se situa, només, a 14 mesos del rècord històric que ostenta el cicle 1991-2001. Les expansions no moren de velles, i, de fet, en els últims trimestres, les dades d'activitat continuen sent positives i apunten a un bon ritme de creixement. Malgrat tot, un indicador concret ha començat a suscitar rumors sobre el possible final de la fase expansiva. Es tracta del pendent de la corba de tipus d'interès, un indicador que ha predit de forma correcta totes les recessions nord-americanes dels 50 últims anys. D'on ve aquest poder predictiu? Quina és, avui dia, la probabilitat de recessió segons aquest indicador? Tot seguit, analitzem aquestes qüestions.

Un sorprenent historial predictiu

El primer gràfic mostra l'impressionant historial predictiu del pendent de la corba de tipus des del 1961. La línia blava representa el diferencial entre els tipus d'interès sobirans a 10 anys i a 3 mesos i les franges ombrejades assenyalen els períodes de recessió. Clarament, cada vegada que la corba s'ha invertit (pendent negatiu), l'economia ha entrat en recessió al cap d'uns 6 a 18 mesos (amb una única excepció, al final del 1966, quan només es va desaccelerar).

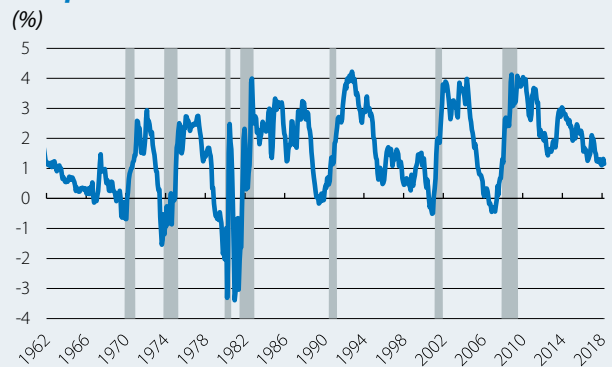
La teoria econòmica no ha desenvolupat una explicació causal satisfactòria per a aquesta relació, però sí que hi ha dues raons intuïtives que expliquen l'associació entre les dues variables. En primer lloc, tradicionalment, l'enduriment de la política monetària afecta més els tipus d'interès a curt termini que els tipus a llarg termini, de manera que redueix el pendent i, a la vegada, refreda l'economia a mitjà termini. En segon lloc, el pendent de la corba de tipus conté informació sobre les expectatives del funcionament econòmic futur. Considerem l'exemple següent: un estalviador disposa de dues alternatives per prestar a 10 anys vista: i) fixar directament un tipus d'interès a 10 anys o ii) fixar el tipus d'interès a 1 any vista i renovar-lo anualment. Atès que l'estalviador compara les dues alternatives, el tipus d'interès a 10 anys reflecteix la seva expectativa per al tipus d'interès a 1 any al llarg dels 10 propers anys (en equilibri, l'estalviador es mostra indiferent entre les dues alternatives). Per aquest motiu, quan el pendent entra en terreny negatiu, ens assenyalen l'expectativa que els tipus d'interès futurs seran més baixos que els actuals: és a dir, en algun punt, la política monetària es tornarà més acomodaticia, perquè l'economia es desaccelera i/o entra en recessió.

La probabilitat de recessió el 2018

Atès que aquest indicador ha anticipat de forma correcta les set recessions viscudes des del 1961, el fet que el pendent hagi disminuït de manera sostinguda des dels 300 p. b. del

2013 als 110 p. b. actuals ha alimentat el debat sobre la possibilitat d'una nova recessió. Per quantificar aquesta possibilitat, al segon gràfic presentem la probabilitat de recessió que preveu el pendent de la corba de tipus segons un model estadístic.¹ Tal com ho mostra la línia blava (més endavant comentarem les línies gris i taronja), la corba de tipus assigna, en l'actualitat, una probabilitat del 23% que els EUA entrin en recessió en els 12 propers mesos. Una referència útil per contextualitzar aquesta xifra és la probabilitat de recessió que indica el model quan el pendent és perfectament pla: el 48%.² Així, doncs, tot i que segons la corba de tipus, el risc de recessió no és menyspreable, encara es troba lluny dels nivells que n'han constituït, històricament, un senyal clar.

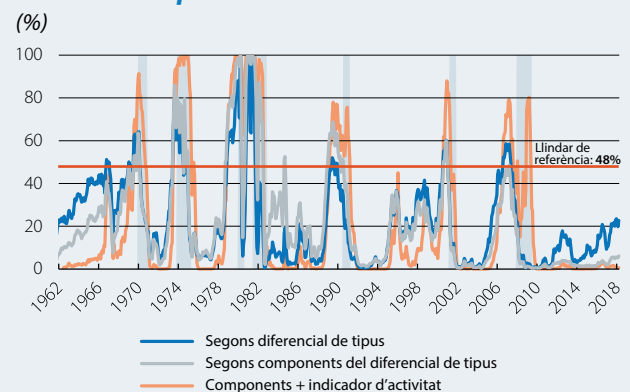
EUA: recessions i el pendent de la corba de tipus d'interès *



Notes: * Les àrees ombrejades denoten els períodes de recessió. El pendent de la corba de tipus d'interès es representa com la diferència entre els tipus d'interès sobirans a 10 anys i a 3 mesos.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg i d'NBER.

EUA: probabilitat de recessió segons la corba de tipus *



Nota: * Les àrees ombrejades denoten els períodes de recessió.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg, de la Reserva Federal de Nova York i d'NBER.

1. Un model pròbit amb dades entre el juny del 1961 i el setembre del 2016. La variable dependent indica si es produeix (o no) una recessió a 3-12 mesos vista i la variable independent és el diferencial entre els tipus d'interès sobirans nord-americanes a 10 anys i a 3 mesos.
2. Aquesta és la referència perquè, en invertir-se, l'historial predictiu és gairebé impecable.

Aquesta vegada és diferent?

Una de les principals crítiques que es fan a l'ús de la corba de tipus com a predictor de recessions és que les estructures econòmiques i financeres han evolucionat molt des dels anys seixanta i que, per tant, no s'hauria d'extrapol·lar el passat per predir l'evolució d'un entorn radicalment diferent. En aquest sentit, un dels elements que canvien al llarg del temps són els determinants del pendent de la corba. Més amunt, hem comentat que els tipus d'interès a llarg termini són un reflex de les expectatives dels tipus d'interès a curt termini que prevaldran en el futur. Així i tot, els tipus d'interès tenen un altre component: una prima de risc temporal que compensa l'estalviador pel risc addicional de comprometre's amb una inversió a llarg termini.³

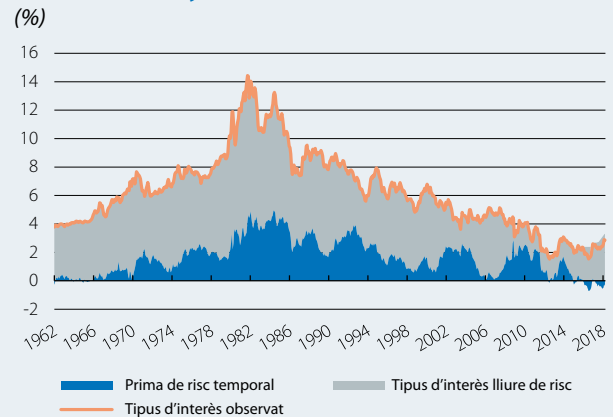
Tal com s'observa al tercer gràfic, la magnitud de la prima temporal és rellevant i, a més a més, fluctua al llarg del temps. I, encara més, l'aplanament de la corba de tipus dels darrers anys és deguda, majoritàriament, a l'evolució de la prima temporal (vegeu el quart gràfic). Tanmateix, més amunt hem argumentat que el poder predictiu de la corba de tipus prové del component d'expectatives. És possible, doncs, que el model predigui una menor probabilitat de recessió si eliminem la prima i fem servir una mesura més precisa de les expectatives? La resposta és sí. Això és precisament el que passa a la línia gris del segon gràfic, que correspon a un model en què descomponem el pendent en un termini d'expectatives i un altre de prima temporal: la probabilitat de recessió baixa fins al 6%. Amb aquest mateix esperit, la línia taronja mostra que si, a més a més, hi afegim informació sobre els indicadors d'activitat econòmica, la probabilitat de recessió es redueix fins a l'1%.

Tot i que és temptador emfatitzar l'efecte atenuant de la prima temporal i dels bons indicadors d'activitat, la història ens recomana cautela abans d'afirmar que «aquesta vegada és diferent». Per exemple, en una compareixença al Senat el 2007, quan la corba sobirana ja estava invertida i indicava una probabilitat de recessió del 60%, Ben Bernanke, aleshores president de la Fed, afirmava que «la inversió és deguda a la caiguda de la prima temporal (...) i això no necessàriament prediu una desacceleració de l'economia o una recessió». Malgrat això, ara sabem que, també aleshores, la predicció de la corba de tipus va ser correcta. De fet, la prima temporal és i ha estat un predictor significatiu de la probabilitat de recessió: cada inversió de la corba de tipus ha anat acompanyada d'una compressió del diferencial de primes temporals.

3. Per a més informació sobre la prima temporal, vegeu els Focus «La prima de risc temporal dels treasuries nord-americans: no hi és, però se l'espera», de l'IM12/2014, i «El biaix en les previsions de tipus d'interès dels mercats», de l'IM10/2016.

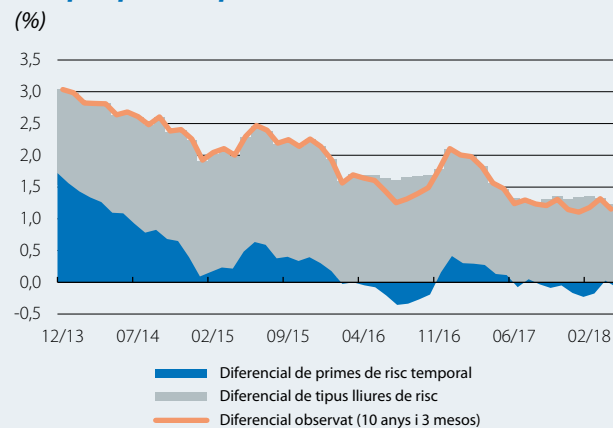
Finalment, si reajustem el model per predir un escenari menys extrem que el de la recessió, totes les especificacions considerades anteriorment assenyalen un augment de la probabilitat que el creixement es desacceleri en els propers trimestres. Aquesta és una conclusió natural, ja que, al capdavant, només reflecteix que, més enllà de l'impuls temporal que ofereixi l'estímul fiscal de l'Administració Trump, ja fa mesos que els EUA avancen en la fase madura del cicle, amb un mercat laboral en plena ocupació i un nivell de producció real que ja ha arribat al potencial.

EUA: components del tipus d'interès sobirà a 10 anys



Nota: Descomposició segons Adrian, T., Crump, R. K. i Moench, E. (2013), «Pricing the Term Structure with Linear Regressions», *Journal of Financial Economics*.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de la Reserva Federal de Nova York.

EUA: evolució del pendent de la corba de tipus per components



Nota: Descomposició segons Adrian, T., Crump, R. K. i Moench, E. (2013), «Pricing the Term Structure with Linear Regressions», *Journal of Financial Economics*.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de la Reserva Federal de Nova York.