

Perspectives globals 2020: desacceleració inevitable, recessió improbable

En aquesta era de la immediatesa i de la piulada compulsiva, el pessimisme (quan no l'alarma) campa a pler. Molts analistes i ciutadans ja donen per descomptat que arriba una crisi el 2020. Què hi ha de cert en aquesta agosarada afirmació? La recessió és inevitable? Amb aquest article obrim el ja clàssic Dossier de Perspectives de cada desembre presentant diversos exercicis i reflexions per oferir una mica de llum.

Desacceleració o recessió?

No convé enganyar-se: les principals economies del globus estan immerses en una desacceleració més intensa del que s'esperava i que continuarà el 2020. En concret, contemplem una desacceleració significativa als EUA (al voltant de 0,5 p. p. menys de creixement), una estabilització a la zona de l'euro en cotes modestes després de passar de créixer l'1,9% el 2018 a l'1,1% el 2019, i una senda de desacceleració gradual a la Xina, en nivells que se situaran clarament per sota del 6,0%. Així i tot, esperem que l'economia mundial creixi el 2020 una mica per damunt de la del 2019, esperonada per la millora de l'activitat en diverses economies emergents, com l'Índia, el Brasil, Turquia o Rússia.

Parlar de recessió és tot un altre tema,¹ ja que comportaria un empitjorament substancial del nostre escenari de desacceleració a les principals economies. Per sortir de dubtes, analitzem la probabilitat de recessió el 2020 a la zona de l'euro i als EUA a partir de l'evolució de quatre indicadors de referència en la literatura, dos macroeconòmics (PMI de manufactures i confiança del consumidor) i dos de financers (corba de tipus i prima de risc corporativa).² Els resultats són relativament tranquil·litzadors, ja que la probabilitat de recessió que suggereixen és inferior al 15%, llevat de dos casos en què hi hauria alerta taronja (en cap cas vermella): **només la corba de tipus als EUA i el PMI de manufactures a la zona de l'euro presenten una probabilitat de recessió del 15% i del 30%** (vegeu el primer gràfic).

Per tant, podem concloure que, **avui dia, els riscos de recessió són relativament continguts**. Això no és obstacle per destacar que la desacceleració de l'economia global és una realitat palpable i més intensa del que esperàvem fa un any, quan les alertes taronges brillaven per la seva absència. Podem tancar el tema i, ja de pas, també l'article? En absolut. Factors d'abast global, com l'increment de la incertesa política i comercial, expliquen la desacceleració, de manera que nous *shocks* adversos ens podrien acostar a una situació més negativa. Per aquest motiu és clau avaluar la sensibilitat del creixement a aquests riscos, qüestió que analitzem a la següent secció.

Anàlisi dels principals riscos el 2020

En part, la desacceleració econòmica en què estem immersos és conseqüència de la major maduresa del cicle econòmic en què es troben les principals economies del món. Intuïtivament, quan la taxa d'atur se situa en mínims, com és el cas d'Alemanya o dels EUA, costa més expandir la producció, ja que és més complicat contractar nous treballadors. Aquesta fase més madura del cicle feia pensar en una desacceleració suau, en especial tenint en compte que les principals economies no presenten, en general, desequilibris macroeconòmics o financers significatius (l'excepció que crida més l'atenció és l'elevat deute corporatiu a la Xina). El problema és que s'han produït dos *shocks* adversos significatius sobre unes economies que ja es troben en desacceleració pel cicle: un *shock* d'incertesa, causat per la **guerra comercial** entre els EUA i la Xina i per l'augment de les tensions polítiques, i la **contracció de les manufactures**, especialment greu al sector de l'automòbil.

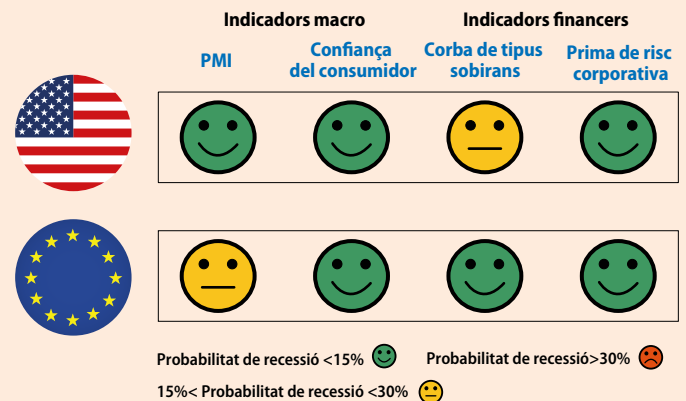
Com evolucionaran els riscos polítics i comercials el 2020? Per respondre aquesta pregunta, hem estimat, basant-nos en la relació històrica, la sensibilitat del creixement econòmic a canvis en l'índex d'incertesa política desenvolupat pels economistes Baker, Bloom i Davis, controlat per les principals variables macroeconòmiques tant als EUA com a la zona de l'euro. Els resultats, presentats al segon gràfic, mostren que el **nostre escenari de creixement és coherent amb una estabilització de la incertesa política en nivells relativament elevats**.

Així i tot, **als EUA, no és gens descartable un augment significatiu de la incertesa política pel nou cicle electoral**, la qual cosa, en el nostre exercici de sensibilitat, podria penalitzar el creixement una mica més de 5 dècimes. Les claus seran l'evolució del procés d'*impeachment* contra el president Donald Trump i el grau de polarització de les eleccions presidencials del novembre del 2020. En aquest sentit, un candidat o candidata demòcrata moderat podria abaixar els decibels de la campanya electoral, mentre

1. Es defineix, tècnicament, com dos trimestres seguits amb un creixement intertrimestral negatiu.

2. Utilitzem un model prohibit amb una variable dependent binària igual a 1 si el creixement intertrimestral és negatiu i a 0 si no ho és i estímem l'impacte de cada indicador sobre aquesta variable amb diferents horitzons temporals (a un trimestre vista, a dos trimestres vista...). Amb posterioritat, prediem les probabilitats de recessió el 2020 amb les dades més recents dels indicadors.

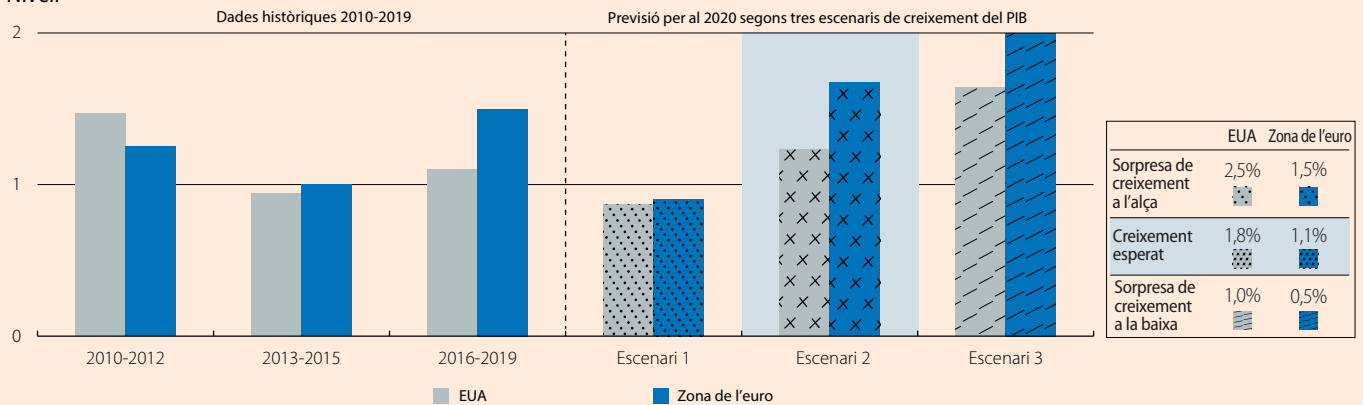
Risc de recessió



Font: CaixaBank Research, a partir d'un model prohibit.

Índex d'incertesa política als EUA i a la zona de l'euro

Nivell



Nota: L'índex d'incertesa política es divideix entre la seva mitjana per normalitzar-lo. Les dades del 2019 corresponen a la mitjana dels tres primers trimestres. Fem la regressió del creixement als EUA i a la zona de l'euro sobre l'índex d'incertesa i les principals variables macro i prediem el valor de l'índex corresponent al creixement que esperem el 2020. Tot seguit, utilitzem la relació negativa entre creixement i incertesa per estimar quant es desvia la incertesa de l'escenari esperat si el creixement sorprèn l'alça o a la baixa.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat, del BEA i de Baker, Bloom i Davis (2016).

que un candidat o candidata més orientat cap a posicions heterodoxes podria generar una confrontació electoral més intensa, la qual podria implicar un augment de la incertesa.

A la zona de l'euro, les nostres estimacions suggereixen que la incertesa política no augmentarà de manera dramàtica el 2020. D'una banda, les probabilitats d'un brexit dur han disminuït de forma significativa (tot i que no han desaparegut), malgrat que les discussions per forjar el nou acord comercial entre el Regne Unit i la UE seran molt presents el 2020. De l'altra, el nou Govern de coalició a Itàlia té una voluntat més constructiva, i el nou any es presenta força buit electoralment parlant, ja que, en principi, no hi ha cites electorals de substància a nivell europeu.

Por sobre la por

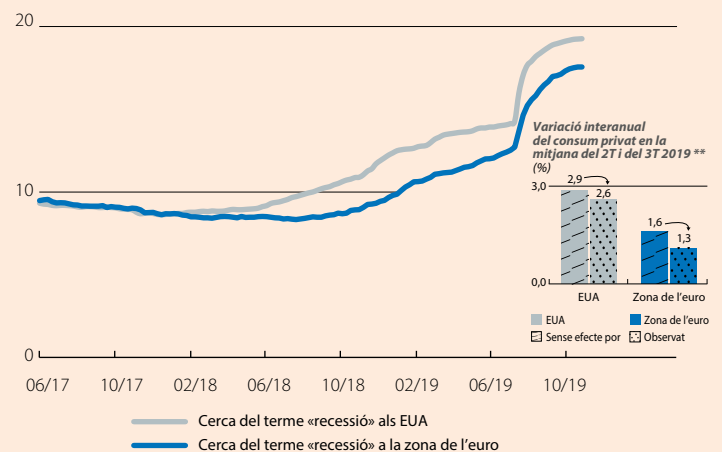
Com hem vist, el nostre escenari no contempla una recessió global. No obstant això, hi ha un factor que podria amplificar la desacceleració, i no l'hem de perdre de vista. Es tracta de l'anomenat *fear effect* (efecte por): si els riscos descrits i la manera de percebre'ls acaben afectant la confiança dels consumidors i el sentiment empresarial, llavors l'abast del *shock* d'incertesa podria ser més sever. Per evitar que es creï un efecte por, és clau que les principals institucions econòmiques, i els economistes com a col·lectiu, facin una valoració ponderada de l'escenari macroeconòmic i evitin caure en dramatismes infundats. En cas contrari, es podria contribuir a crear una situació de pessimisme que comporti reduccions del creixement superiors al que hauríem d'esperar.

En el cas de les empreses, ja hem vist que els indicadors de sentiment empresarial més recents al sector serveis se situen en cotes folgades, però una mica menys confortables. Pel que fa a les llars, hem estimat si s'està produint un efecte por que estigui erosionant el consum privat als EUA i a la zona de l'euro. Per aquest motiu, analitzem la part de la variació del consum no explicada ni pels fonaments macroeconòmics ni per la incertesa, la qual podria estar relacionada amb emocions com la por, el pessimisme o, en sentit contrari, l'excés de confiança. Els resultats, presentats al tercer gràfic, mostren que l'efecte por existeix i és relativament important tant als EUA com a la zona de l'euro.

En definitiva, tot fa pensar que el 2020 serà un any caracteritzat per la continuïtat de la desacceleració econòmica a les principals economies. No obstant això, sembla improbable que caiguem en una recessió global (de fet, les nostres previsions apunten a un creixement mundial una mica superior al 3,0%). No obstant això, serà clau contenir el repunt de la incertesa comercial i política, que ja s'ha cobrat un peatge molt car, i donar una resposta de política econòmica que estigui a l'altura. En aquest sentit, el 2020 serà un any exigent, però, possiblement, les coses aniran millor del que indiquen alguns pessimistes.

Cerques del terme «recessió» a Google i impacte de l'efecte por en el consum privat

Nivell (mitjana mòbil de 12 setmanes)*



Notes: * Un valor de 100 indica la popularitat màxima d'un terme. Mitjana dels índexs de popularitat ponderada pels PIB d'Alemanya, de França, d'Espanya i de Portugal. ** Estimem el consum predit pels fonaments macroeconòmics i per la incertesa i el comparem amb el creixement predit per aquestes variables més l'efecte por (és a dir, incloem en la nova regressió el primer retard del residu de la regressió del creixement del consum sobre els fonaments i la incertesa política).
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Google Trends.

Javier Garcia-Arenas