Perspectivas globales 2020: desaceleración inevitable, recesión improbable

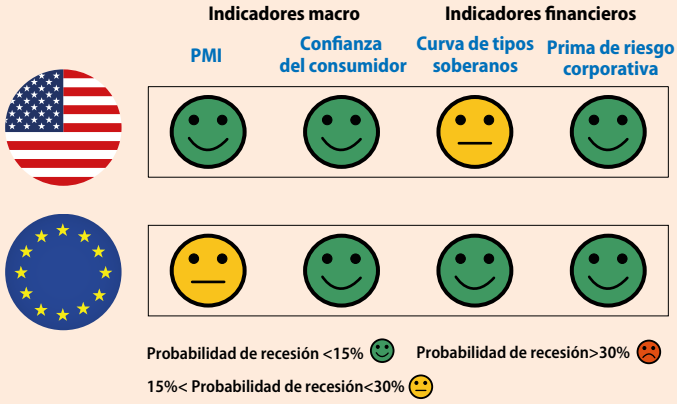
En esta era de la inmediatez y del tuit compulsivo, el pesimismo (cuando no la alarma) campa a sus anchas. Muchos analistas y ciudadanos ya dan por sentado que llega una crisis en 2020. ¿Qué hay de cierto en esta osada afirmación? ¿La recesión es inevitable? En este artículo abrimos el ya clásico Dossier de Perspectivas de cada diciembre presentando diversos ejercicios y reflexiones para arrojar un poco de luz.

¿Desaceleración o recesión?

No conviene llamarse a engaño: las principales economías del globo están inmersas en una desaceleración más acusada de lo que se esperaba y que continuará en 2020. En concreto, contemplamos una desaceleración significativa en EE. UU. (en torno a 0,5 p. p. menos de crecimiento), una estabilización en la eurozona en cotas modestas tras pasar de crecer un 1,9% en 2018 a un 1,1% en 2019, y una senda de desaceleración paulatina en China, en niveles que se situarán claramente por debajo del 6,0%. Con todo, esperamos que la economía mundial crezca en 2020 algo por encima de la de 2019, aupada por la mejora de la actividad en varias economías emergentes como India, Brasil, Turquía o Rusia.

Harina de otro costal es hablar de recesión,[1] lo cual supondría un empeoramiento sustancial de nuestro escenario de desaceleración en las principales economías. Para salir de dudas, analizamos la probabilidad de recesión en 2020 en la eurozona y en EE. UU. a partir de la evolución de cuatro indicadores de referencia en la literatura, dos macroeconómicos (PMI de manufacturas y confianza del consumidor) y dos financieros (curva de tipos y prima de riesgo corporativa).[2] Los resultados son relativamente tranquilizadores, ya que la probabilidad de recesión que sugieren es inferior al 15% salvo en dos casos donde habría alerta naranja (en ningún caso roja): **solamente la curva de tipos en EE.UU. y el PMI de manufacturas en la eurozona arrojan una probabilidad de recesión de entre el 15% y el 30%** (véase el primer gráfico).

Riesgo de recesión



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de un modelo probit.*

Por tanto, podemos concluir que **hoy en día los riesgos de recesión son relativamente contenidos**. Ello no es óbice para recalcar que la desaceleración de la economía global es una realidad palpable y más pronunciada de lo que esperábamos hace un año, cuando las alertas naranjas brillaban por su ausencia. ¿Podemos dar carpetazo al tema y ya de paso también al artículo? En absoluto. Factores de alcance global como el incremento de la incertidumbre política y comercial están detrás de la desaceleración, de modo que nuevos *shocks* adversos nos podrían aproximar a una situación más sombría. Por ello resulta clave evaluar la sensibilidad del crecimiento a estos riesgos, lo que analizamos en la siguiente sección.

Análisis de los principales riesgos en 2020

En parte, la desaceleración económica en la que estamos inmersos es consecuencia de la mayor madurez del ciclo económico en la que se encuentran las principales economías del mundo. Intuitivamente, cuando la tasa de paro está en mínimos, como es el caso de Alemania o EE. UU., cuesta más expandir la producción, dado que es más complicado contratar a nuevos trabajadores. Esta fase más madura del ciclo hacía presumir una desaceleración suave, especialmente teniendo en cuenta que las principales economías no presentan en general desequilibrios macroeconómicos o financieros significativos (la excepción más llamativa es la elevada deuda corporativa en China). El problema es que se han producido dos *shocks* adversos significativos sobre unas economías que ya se encuentran en desaceleración por el ciclo: un ***shock* de incertidumbre** causado por la **guerra comercial** entre EE. UU. y China y por el aumento de las tensiones políticas, y **la contracción de las manufacturas**, especialmente lacerante para el sector del automóvil.

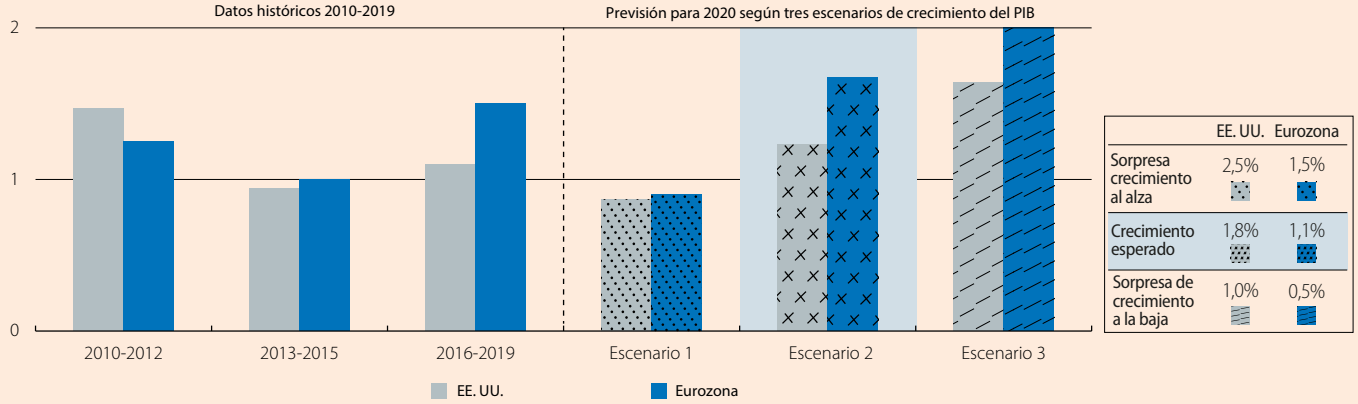
¿Cómo evolucionarán los riesgos políticos y comerciales en 2020? Para dar una respuesta hemos estimado, basándonos en la relación histórica, la sensibilidad del crecimiento económico a cambios en el índice de incertidumbre política desarrollado por los economistas Baker, Bloom y Davis, controlado por las principales variables macroeconómicas tanto en EE. UU. como en la eurozona. Los resultados, presentados en el segundo gráfico, muestran que **nuestro escenario de crecimiento está en consonancia con una estabilización de la incertidumbre política en niveles relativamente elevados**.

Aun así, **en EE. UU. no es nada descartable un aumento significativo de la incertidumbre política por el nuevo ciclo electoral**, lo cual podría penalizar el crecimiento algo más de 5 décimas a tenor de nuestro ejercicio de sensibilidad. Las claves serán la evolución del proceso de *impeachment* contra el presidente Donald Trump y el grado de polarización de las elecciones presidenciales de noviembre de 2020. En este sentido, un candidato o candidata demócrata moderado podría bajar los decibelios de la

1. Se define técnicamente como dos trimestres seguidos con un crecimiento intertrimestral negativo.
2. Utilizamos un modelo probit con una variable dependiente binaria igual a 1 si el crecimiento intertrimestral es negativo y 0, si no, y estimamos el impacto de cada indicador sobre esta variable con distintos horizontes temporales (a un trimestre vista, a dos trimestres vista…). Posteriormente, predecimos las probabilidades de recesión en 2020 con los datos más recientes de los indicadores.

Índice de incertidumbre política en EE. UU. y en la eurozona

Nivel



Nota: *El índice de incertidumbre política se divide entre su promedio para normalizarlo. Los datos de 2019 corresponden al promedio de los tres primeros trimestres. Regresamos el crecimiento en EE. UU. y en la eurozona sobre el índice de incertidumbre y las principales variables macro y predecimos el valor del índice correspondiente al crecimiento que esperamos en 2020. A continuación, utilizamos la relación negativa entre crecimiento e incertidumbre para estimar cuánto se desvía la incertidumbre del escenario esperado si el crecimiento sorprende al alza o a la baja.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat, BEA y Baker, y Bloom y Davis (2016).*

campaña electoral, mientras que un candidato o candidata más escorado a posiciones heterodoxas podría dar lugar a una confrontación electoral más intensa que acarrease una mayor incertidumbre.

En la eurozona, **nuestras estimaciones sugieren que la incertidumbre política no aumentará de forma dramática en 2020**. Por un lado, las probabilidades de un *brexit* duro han disminuido significativamente (que no desaparecido), aunque las discusiones para forjar el nuevo acuerdo comercial entre el Reino Unido y la UE estarán muy presentes en 2020. Por otro lado, el nuevo Gobierno de coalición en Italia tiene una voluntad más constructiva, y el nuevo año se presenta bastante despejado electoralmente hablando, ya que no hay (en principio) citas electorales de enjundia a nivel europeo.

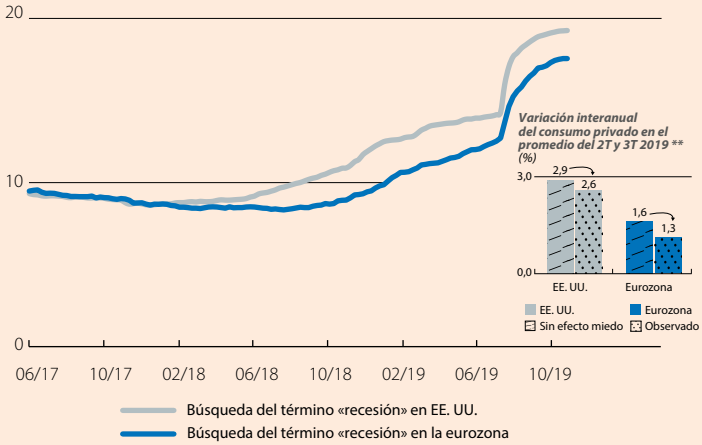
Miedo sobre el miedo

Como hemos visto, nuestro escenario no contempla una recesión global. Sin embargo, hay un factor que podría amplificar la desaceleración y no debemos perderlo de vista. Se trata del llamado *fear effect* (efecto miedo): si los riesgos descritos y la manera de percibirlos acaban afectando a la confianza de los consumidores y al sentimiento empresarial, entonces el alcance del *shock* de incertidumbre podría ser mayor. Para evitar que se cree un efecto miedo, **es clave que las principales instituciones económicas, y los economistas como colectivo, hagan una valoración ponderada del escenario** macroeconómico y eviten caer en dramatismos infundados. En caso contrario, se podría contribuir a crear una situación de pesimismo que lleve a reducciones del crecimiento superiores a lo que deberíamos esperar.

En el caso de las empresas, ya hemos visto cómo los indicadores de sentimiento empresarial más recientes en el sector servicios se están situando en cotas holgadas pero algo menos confortables. En cuanto a los hogares, hemos estimado si se está produciendo un efecto miedo que esté erosionando el consumo privado en EE. UU. y la eurozona. Para ello, analizamos la parte de la variación del consumo no explicada ni por los fundamentos macroeconómicos ni por la incertidumbre, la cual podría estar relacionada con emociones tales como el miedo, el pesimismo o, en sentido contrario, el exceso de confianza. Los resultados, presentados en el tercero y último gráfico, muestran que el efecto miedo existe y está siendo relativamente importante tanto en EE. UU. como en la eurozona.

Búsquedas del término «recesión» en Google e impacto del efecto miedo en el consumo privado

*Nivel (media móvil de 12 semanas) **



Notas: ** Un valor de 100 indica la popularidad máxima de un término. Media de los índices de popularidad ponderada por los PIB de Alemania, Francia, España y Portugal. ** Estimamos el consumo predicho por los fundamentos macroeconómicos y la incertidumbre, y lo comparamos con el crecimiento predicho por estas variables más el efecto miedo (esto es, incluimos en la nueva regresión el primer retardo del residuo de la regresión del crecimiento del consumo sobre los fundamentos y la incertidumbre política).*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Google Trends.*

En definitiva, todo apunta a que 2020 será un año caracterizado por la continuidad de la desaceleración económica en las principales economías. Sin embargo, parece improbable que caigamos en una recesión global (de hecho, nuestras previsiones apuntan a un crecimiento mundial algo superior al 3,0%). Sin embargo, resultará clave contener el repunte de la incertidumbre comercial y política, que ya se ha cobrado un oneroso peaje, y dar una respuesta de política económica que esté a la altura. En este sentido, 2020 será un año exigente, pero posiblemente las cosas nos vayan mejor de lo que indican algunos agoreros.

Javier Garcia-Arenas