¿Una Recesión en Estados Unidos?

José de Gregorio
▸ jdegregorio@econ.uchile.cl
▸ Profesor Titular, Universidad de Chile.

El reciente En días recientes se ha discutido si vendrá una recesión en Estados Unidos. Una recesión en el futuro, obviamente sí. La pregunta es cuán pronto y qué dicen los datos. La principal evidencia, ya discutida en las reuniones de la Fed y del Banco Central de Chile, proviene de la curva de tasas y en particular su pendiente (La pendiente de la tasa larga se calcula como la diferencia entre una tasa larga y una corta, mientras mayor este valor más empinada la curva, cuando esta diferencia es negativa se dice que la curva está invertida). En Estados Unidos, y en general en cualquier parte, una curva invertida es inusual. Uno esperaría que lo normal sea una pendiente positiva (por mayores primas por plazo, es decir tasas largas mayores a las cortas). Una curva invertida es signo de potencial recesión.

La teoría de expectativas (fundamento de esta evidencia) plantea que la curva de tasas se basa en las perspectivas de la política monetaria futura, la que depende de la debilidad o fortaleza de la actividad (pues eso está detrás de los cambios en la inflación). Entonces si la curva es plana o invertida significa que el mercado espera que no haya mucha alza de tasas en el futuro, y tal vez a horizontes más largos se espera una reducción.

La teoría de expectativas plantea que la curva de tasas se basa en las perspectivas de la política monetaria futura, la que depende de la debilidad o fortaleza de la actividad. Entonces si la curva es plana o invertida significa que el mercado espera que no haya mucha alza de tasas en el futuro, y tal vez a horizontes más largos se espera una reducción.

El primer gráfico muestra la tasa de 10 años menos la de 2 años para los bonos del Tesoro de Estados Unidos (es decir, una medida de la pendiente). Aquí se ve que, desde 1990 la pendiente fue cayendo, para luego invertirse casi dos años antes de una recesión en Estados Unidos (área gris). En la actualidad la curva aún no se invierte, así que siguiendo esta tendencia podríamos estar a unos dos años de una recesión, aunque podría ser aún más. Nótese que para el año 1995 alcanzó niveles similares a los actuales, sin embargo, la inversión de la curva vino mucho después y la recesión en 2001. Por lo tanto, es prematuro concluir por la curva de retorno que hay una recesión cerca.

El segundo gráfico, que publicó The Daily Shot, muestra lo prolongado de la expansión actual. En la postguerra, solo han existido tres ciclos en los cuales desde una recesión a otra han pasado más de 7 años. Pero el ciclo actual ha sido particularmente lento, de hecho, el más lento de todos, lo que

permite pensar que la expansión puede ser más duradera. Recién en el 2020, en dos años más, se estaría alcanzando el nivel acumulado de crecimiento de las expansiones, que ha sido algo por encima del 25%. En consecuencia, la probabilidad de una recesión hacia 2020 debiera ser aún acotada (menos de 50%). Igual es factible que alguna desaceleración ocurrirá. Actualmente Estados Unidos está creciendo sobre su potencial, por tanto, habrá que seguir mirando todos los antecedentes incluida la pendiente de la curva de tasas.

En todo caso, de haber recesión hay tres preguntas importantes: ¿Cuán severa? ¿Qué hacer? ¿Y Chile?

1. ¿Cuán severa? El gráfico 3 muestra el crecimiento anual del PIB de la economía norteamericana. En la postguerra, salvo en 1982 (-1.8%) y 2009 (-2.5%), las recesiones han sido moderadas (menos de 1% de caída). Parte de esto es por la reacción de las políticas monetaria y fiscal. De hecho, se ve como la curva de tasas se empina en las recesiones, debido a la combinación de la Fed que actúa bajando la tasa corta, junto con las creencias del mercado de que habrá recuperación, lo que aumenta las tasas largas. Sin embargo, en la actualidad hay dificultades en materia de política monetaria y fiscal.

2. ¿Qué hacer? hay poco espacio. Dado lo bajo de las tasas de la Fed, que hacia 2020 en su peak probablemente esté en torno a 3-3.5%, hay poco espacio para actuar. En la recesión de 1982 la tasa bajó de aproximadamente de 8% a 3%, el 2009 de 5% a 0%. Ahora hay menos espacio. Además, existe poco espacio fiscal dado los legados de la crisis y la expansión de la actual administración. Más aún una política fiscal menos expansiva en unos años más puede quitar estímulo a la demanda. Por su parte, la política monetaria probablemente tendría que recurrir a medidas no convencionales, como las seguidas hasta hace un par de años. En este contexto, el estímulo podría ser más acotado, alargando así un período de crecimiento moderado.

3. ¿Y Chile? Sin duda una recesión en Estados Unidos sería una mala noticia. El precio del cobre caería, la demanda mundial se frenaría y la confianza se deterioraría, pero nada para pensar que no podemos mitigar parte de sus efectos. Hay espacios de política, aunque algo más acotados. En un par de años más podemos estar con una tasa en torno a 4.5%. El espacio es más limitado que, por ejemplo, en 2009 donde la tasa de política monetaria bajó de 8.25% a 0.5%. Ya hemos hecho política no convencional y se puede hacer de nuevo si se estima que no basta con llevar la tasa alrededor de cero. Tal vez un área a explorar es hacer política monetaria no convencional por la vía de acumulación de reservas no esterilizadas, hechas en el límite inferior de la tasa de política monetaria. En el plano fiscal hay espacio, a pesar que nuestra situación fiscal es menos fuerte que la de 2008. Sin embargo, hay que ser muy cuidadoso. El deterioro fiscal en Chile que se observa hoy se origina en gran medida por la incapacidad de retirar el estímulo fiscal aplicado en la crisis. La rigidez e inercia fiscal limitan su capacidad como herramienta contra cíclica.

Como comentario final; existen riegos en la economía global, esto ocurre siempre. En la actualidad estos son la posibilidad de un fin del actual ciclo en Estados Unidos, con todos los riesgos que ello conlleva dependiendo de sus ramificaciones reales y financieras, junto con una guerra comercial que va desde pequeñas batallas a algo más serio. Con todo, la economía chilena es capaz de navegar, no sin costos, por aguas turbulentas. Pero es importante también poner estos riesgos en su justa dimensión, ellos no son los únicos responsables de nuestro desempeño económico. Hay que cuidar con exagerarlos, pues se crean temores infundados. Chile posee un destacable conjunto de políticas macroeconómicas, un sistema financiero sólido, y un sector privado bien integrado a la economía global. El desafío de mediano plazo para Chile, más allá de los vaivenes que puedan generarse por las turbulencias externas, es la productividad. Esta sigue siendo muy baja y se ha estancado.

GRÁFICO 1: PENDIENTE DE LA CURVA DE TASAS

GRÁFICO 2:

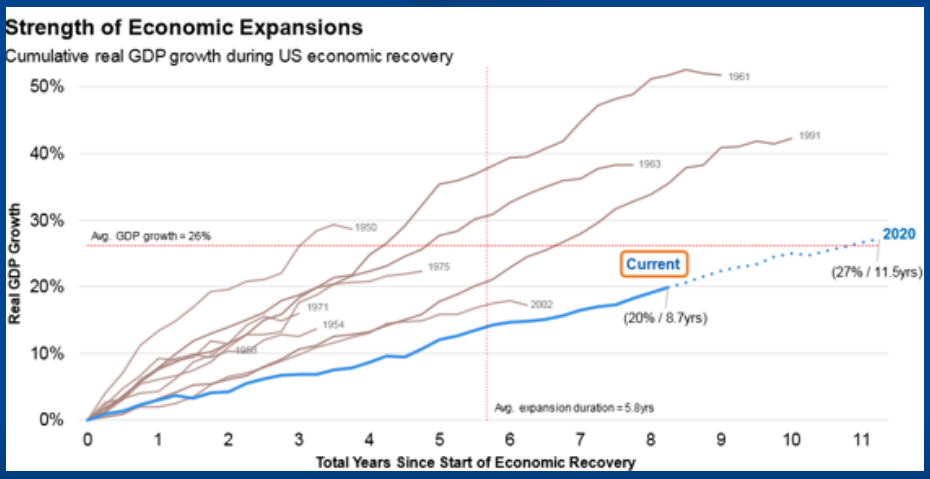
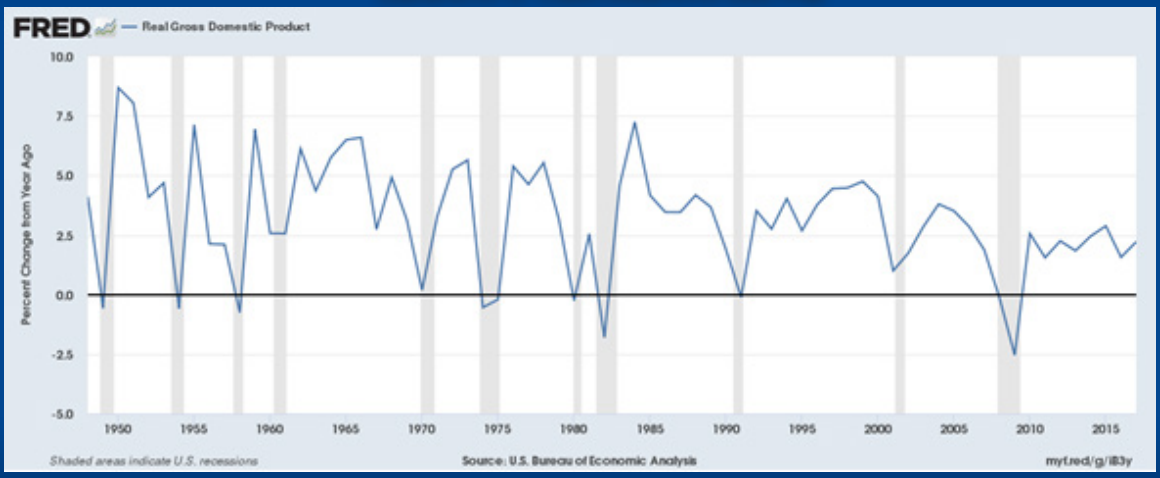
GRÁFICO 3: CRECIMIENTO DEL PIB