

Curva de rendimiento para alertar RECESIONES

OSCAR LEÓN*

Las recesiones pueden ser complicadas, mal entendidas y, a veces, tener consecuencias devastadoras para una economía. En este artículo se buscarán aclarar algunos puntos vinculados a este fenómeno económico.



* Especialista Senior, Departamento de Operaciones Monetarias y Cambiarias del BCRP
oscar.leon@bcrp.gob.pe

No existe un consenso sobre una definición específica que señale el periodo de tiempo y lo que exactamente indica una recesión económica. Por ejemplo, en el Reino Unido, las recesiones se definen generalmente como dos trimestres consecutivos de crecimiento económico negativo, medido por las cifras trimestrales ajustadas por estacionalidad del PBI real. Esta misma definición es utilizada por los estados miembros de la Unión Europea. Por otro lado, en Estados Unidos (EE. UU.), la Oficina Nacional de Investigación Económica (NBER, por sus siglas en inglés), que es una organización privada, define una recesión como “una disminución significativa de la actividad económica en toda la economía, que dura más de unos pocos meses, normalmente visible en el PBI real, el ingreso real, el empleo, producción industrial y ventas mayoristas y minoristas”. No obstante, si buscamos una definición estándar de recesión, esta se calificaría como un término macroeconómico que se refiere a una parte del ciclo económico de un país designado y que es caracterizado por una disminución significativa de la actividad económica general.

CAUSAS DE LAS RECESIONES

Las recesiones han ocurrido generalmente como resultado de desequilibrios que se acumulan en la economía y que en última instancia deben corregirse. Por ejemplo, la recesión de 2008 fue causada por una deuda excesiva en el mercado de la vivienda, mientras que la contracción de 2001 fue motivada por una burbuja de activos en acciones relacionadas con la tecnología (burbuja puntocom).

Aunque cada ciclo económico es único, algunas causas comunes de recesiones incluyen los aumentos en las tasas de interés, la inflación y los precios de los productos básicos. Cualquier cosa que perjudique ampliamente la rentabilidad corporativa también puede ser responsable.

CRONOLOGÍA DE RECESIONES

La duración de las recesiones, así como las fechas en que ocurren, es de gran importancia tanto para los investigadores, en el desarrollo de sus modelos teóricos y econométricos, como para los hacedores de política monetaria y fiscal, en el planteamiento y desarrollo de sus funciones. El Cuadro 1 recoge la cronología para EE. UU., Europa y Perú.

En el caso de los EE. UU., la NBER es conocida por proporcionar fechas de inicio y finalización de las recesiones. La información histórica de este país indica que solo siete veces desde 1965 el país ha entrado en recesión, cada una con una duración promedio de alrededor de un año.

En Europa, el Centro de Investigación de Política Económica (CEPR, por sus siglas en inglés) tiene un comité que establece la cronología de las recesiones y expansiones de los once países miembros originales de la zona del euro más Grecia para 1970-1998, y de toda la zona del euro desde 1999 en adelante. El comité indica que para el caso de Europa se han registrado cinco recesiones desde 1970, con una duración promedio de cinco trimestres.

En el caso de Perú, no existe una entidad específica que se encargue del fechado y anuncio de las recesiones. Sin embargo, Diego Winkelried¹ hace un estudio sobre los ciclos económicos en el Perú y encuentra que desde 1992 hasta 2016 se han dado seis² recesiones, con una duración promedio de quince meses cada una.

En general, se puede ver que las recesiones no son muy largas. Por ejemplo, para los 7 últimos ciclos en EE. UU., estas han durado entre 6 y 18 meses o 15% del total de los ciclos analizados. Sin embargo, para aquellos directamente afectados por la pérdida de trabajo o el cierre de negocios, esta fase del ciclo económico puede tener repercusiones permanentes.

LA CURVA DE RENDIMIENTO COMO INDICADOR DE RECESIONES

Existen muchos indicadores que advierten que una recesión se aproxima:

- La curva de rendimiento.
- Aumentos en quiebras, incumplimientos o ejecuciones hipotecarias.
- Tasas de interés decrecientes.
- Gasto y confianza menores del consumidor.
- Menores precios de los activos, incluido el costo de las viviendas.
- Tendencia a la baja en el mercado de valores.

CUADRO 1 ■ Cronología de ciclos económicos

	Pico	Sima	Recesión Pico a sima	Expansión Previa sima a pico
E.E.U.U. (meses)	12-1969	11-1970	11	106
	11-1973	03-1975	16	36
	01-1980	07-1980	6	58
	07-1981	11-1982	16	12
	07-1990	03-1991	8	92
	03-2001	11-2001	8	120
	12-2007	06-2009	18	73
	02-2020			128
Europa (trimestres)	3T 1974	1T 1975	2	60
	1T 1980	3T 1982	10	20
	1T 1992	3T 1993	6	38
	1T 2008	2T 2009	5	58
	3T 2011	1T 2013	6	9
Perú (meses)	05-1995	04-1996	11	32
	01-1998	03-1999	14	21
	02-2000	12-2000	10	11
	06-2008	06-2009	12	90
	09-2013	12-2015	27	51

FUENTE: NBER, CEPR, WINKELRIED (2017).

¹ Winkelried, D. (2017). Cronología de los ciclos económicos en el Perú: 1992 a 2016. *Revista de Estudios Económicos* 34, 55-76.

² En el Cuadro 1 no se considera la recesión que finaliza en May-92 debido a que no se tiene el inicio de esta.

De todos los indicadores mencionados, la curva de rendimiento es el más observado y ampliamente citado por los profesionales. Este indicador grafica la relación entre rendimiento y el plazo de títulos de renta fija con similar riesgo de crédito. Hay tres tipos o formas de curvas de rendimiento que generalmente indican diferentes etapas de expansión y contracción económica:

1. Normal. Significa que los bonos a largo plazo tienen un rendimiento mayor que los bonos a corto plazo. Este es el comportamiento esperado y generalmente indica una economía saludable y una tasa de crecimiento económico positiva.
2. Plana. Significa que los bonos a largo plazo están comenzando a tener rendimientos que son casi iguales que los de los rendimientos a corto plazo. Esto podría implicar que la economía está en transición o que se acerca a una recesión, ya que los inversores están asegurando los rendimientos de los bonos a largo plazo antes de que estos bajen aún más.
3. Invertida. Es aquella curva en la que los bonos a largo plazo tienen un rendimiento más bajo que los bonos a corto plazo. Esto indicaría una alta probabilidad de una recesión, ya que sugiere que las tasas de interés están cayendo o continuarán cayendo.

Un ejemplo importante del uso de esta curva es el modelo de probabilidad de recesión desarrollado por el Banco de la Reserva Federal (FED) de Nueva York³. Este modelo (Gráfico 1) tiene como variable dependiente la pendiente de la curva de rendimiento o diferencial de plazos. El diferencial usado en este modelo es definido como la diferencia entre el rendimiento del bono del Tesoro a 10 años y a 3 meses.

Actualmente, de acuerdo con dicho índice, hay una probabilidad del 15% de una recesión en los próximos 12 meses. Esta probabilidad ha estado disminuyendo desde agosto del año pasado, cuando se colocó en 38%, su punto más alto desde antes del comienzo de la Gran Recesión y una señal de advertencia para la economía estadounidense.

RESPUESTAS A RECESIONES

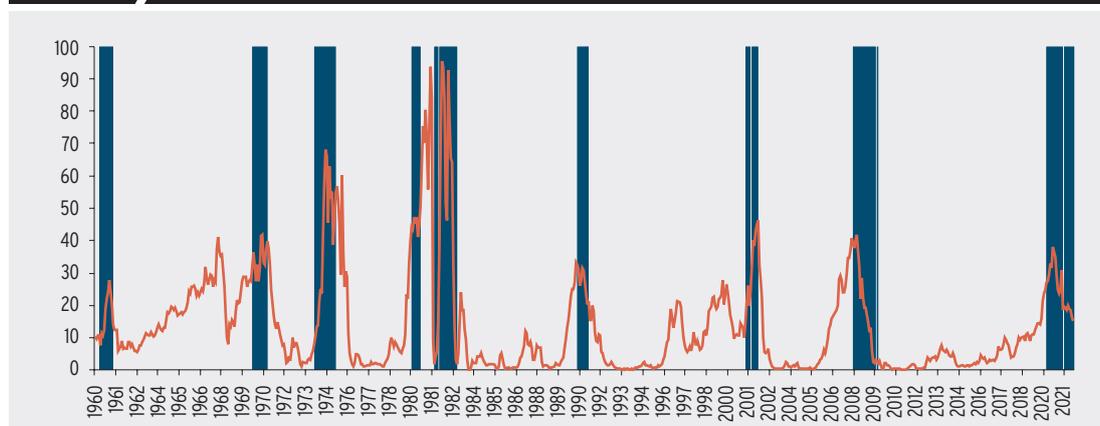
Los gobiernos usualmente responden a las recesiones adoptando políticas macroeconómicas expansivas, tanto en la parte monetaria como en la fiscal.

En el ámbito monetario, los bancos centrales generalmente reducen la tasa de interés de referencia, lo que da a las empresas un incentivo para expandir y contratar más trabajadores, y a los consumidores un incentivo para gastar más. Por ejemplo, en el caso de Estados Unidos, la FED redujo su tasa de interés de referencia⁴ de 3.50% (enero de 2008) a 0.25% (diciembre de 2008) para combatir la crisis financiera global del 2008. Adicionalmente, adoptó el *quantitative easing* (la compra de activos financieros tales como valores del Tesoro y títulos respaldados por hipotecas) para reducir las tasas de interés a largo plazo y, por lo tanto, aumentar la oferta monetaria.

En el caso de Europa, el Banco Central Europeo (BCE) redujo su tasa de refinanciación de 4.25% (octubre de 2008) a 1% (mayo de 2009) durante la misma crisis. Además de reducir las tasas de interés, el BCE tomó medidas excepcionales en respuesta a la crisis (medidas «no estándares») relacionadas con la gestión de liquidez⁵.

En el caso peruano, el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) redujo su tasa de referencia de política monetaria de 6.5% (enero de 2009) a 1.25% (agosto de 2009). Asimismo, desde octubre de 2008, el BCRP reorientó sus esfuerzos a proveer

GRÁFICO 1 ■ Probabilidad de recesión en los Estados Unidos (en porcentaje)



FUENTE: BANCO DE LA RESERVA FEDERAL DE NUEVA YORK.

³ Utilizado para calcular la probabilidad de una recesión en los Estados Unidos dentro de 12 meses.

⁴ Conocida como tasa de interés de fondos federales, esta es una tasa de referencia bajo la cual instituciones depositarias privadas prestan dinero en la Reserva Federal a otras instituciones depositarias, usualmente de un día para otro.

⁵ Más información en *The financial crisis and the response of the ECB* en la página web del Banco Central Europeo (ECB, por sus siglas en inglés).

de liquidez al sistema financiero doméstico y a reducir volatilidades extremas del tipo de cambio para neutralizar posibles efectos de hoja de balance en la economía, sin descuidar el objetivo de estabilidad de precios⁶.

Por otro lado, la respuesta fiscal implica que los gobiernos aumenten los gastos⁷ y/o reduzcan los impuestos para incrementar el gasto total y alentar a las empresas a producir más y contratar más trabajadores. Algunos economistas creen que tales gastos pueden contribuir al futuro desarrollo económico; otros, sin embargo, argumentan que estos conducen a mayores impuestos futuros, lo que disuade a las empresas de invertir hoy.

Para estimular la economía, a principios de 2009, el gobierno de los EE. UU. aprobó la Ley de Reinversión y Recuperación de Estados Unidos (ARRA, por sus siglas en inglés). Esta medida fue un estímulo temporal que incluyó \$ 288 mil millones en recortes de impuestos y \$ 357 mil millones para programas sociales federales y programas de gasto federal.

En el caso de Europa, la Comisión Europea propuso un plan de estímulo europeo (también conocido como el Plan Europeo de Recuperación Económica) por un valor de 200 mil millones de euros. Esta medida proponía que los estados miembros coordinen paquetes nacionales de estímulo presupuestario para optimizar su impacto y evitar efectos indirectos negativos de un país a otro⁸.

En Perú, el Ministerio de Economía y Finanzas lanzó un plan anticrisis que giró en torno a un aumento de la inversión pública, la cual creció en 41% en el 2009. Esto resultó en un mayor dinamismo del sector construcción.

¿CUÁN CERCANA ESTÁ LA SIGUIENTE RECESIÓN?

Los indicadores económicos son una forma de medir la temperatura de una economía. Una o dos lecturas negativas podrían no tener un impacto relevante, pero cuando varios indicadores clave se muestran débiles durante un periodo prolongado, la perspectiva es más significativa.

En Estados Unidos existen riesgos latentes futuros. Entre los principales encontramos una infla-

ción más alta o niveles de deuda insostenibles que pueden ser factores desencadenantes importantes. Estos desequilibrios se podrían verse intensificados significativamente por el brote del coronavirus y esto incrementaría las probabilidades de recesión. Si bien el impacto económico total puede no ser conocido en el corto plazo, una combinación de interrupciones de la cadena de suministro global y un menor consumo afectarían materialmente la actividad corporativa en 2020. Ciertas industrias, como la de los viajes y la hospitalaria, puede que sean las más afectadas, pero los efectos probablemente se sentirán en todos los sectores.

En Europa, la economía se está desacelerando y algunos países ya han llegado a un periodo de recesión. En este caso se encuentra Alemania, que viene mostrando resultados negativos por dos trimestres consecutivos (4T 2019 y 1T 2020), es decir, está dentro de la definición técnica de recesión. La economía alemana ya se encontraba débil antes del inicio de la pandemia, ya que la guerra comercial entre Estados Unidos y China mermó el dinamismo de dicho país. Sin embargo, la caída no ha sido tan abrumadora como en el caso de Francia e Italia, debido a que ha permitido que las fábricas y los sitios de construcción permanezcan abiertos, así como la ejecución de un paquete de rescate sin precedentes por parte del gobierno. La recuperación de los países de la Unión Europea depende en gran magnitud de la velocidad en que las cuarentenas se levanten, la participación del sector turismo en la economía y los recursos financieros de cada país.

Para Perú, la pandemia del coronavirus, la tensión comercial externa, la baja inversión privada y la constante crisis política⁹ son los principales riesgos que podrían causar una desaceleración del crecimiento económico. No obstante, estos riesgos no serían suficientes y no causarían una desaceleración permanente —creciendo nuevamente en 2021—, ya que Perú es uno de los países menos vulnerables ante una crisis mundial, debido a sus fortalezas. Entre ellas están el prudente manejo de la política económica, que busca establecer fundamentos macroeconómicos sólidos, y el alto nivel de reservas de casi 31% del PBI (más de US\$ 71,700 millones) que tiene el país.

REFERENCIAS:

- Contreras, A., León, D., y Quispe, Z. (2009). La crisis global 2007-2009 y la política monetaria del Banco Central de Reserva del Perú. *Moneda* 139, 23-33.
- Federal Reserve Bank of New York. (s.f.). The Yield Curve as a Leading Indicator. New York: FED. Recuperado de https://www.newyorkfed.org/research/capital_markets/ydfa.html [Consulta: enero de 2020].
- Federal Reserve Bank of St. Louis. (s.f.) (2011). Fiscal and Monetary Policy in Times of Crisis. Recuperado de <https://www.stlouisfed.org/education/page-one-economics-classroom-edition/fiscal-and-monetary-policy-in-times-of-crisis> [Consulta: enero de 2020].
- National Bureau of Economic Research (NBER). (s.f.). US Business Cycle Expansions and Contractyions. Recuperado de <https://www.nber.org/cycles.html> [Consulta: enero de 2020].
- Winkelried, D. (2017). Cronología de los ciclos económicos en el Perú: 1992 a 2016. *Revista de Estudios Económicos* 34, 55-76.
- Euro Area Business Cycle Centre (EABCN). (s.f.). Chronology of Euro Area Business Cycles. Recuperado de <https://eabcn.org/dc/chronology-euro-area-business-cycles> [Consulta: enero de 2020].
- Trichet, J. (2009, Junio). The financial crisis and the response of the ECB. Discurso presentado en la ceremonia de entrega del título honorario de Doctor Honoris Causa en la Universidad Nacional y Mundial de Economía. Bulgaria: Hungría. Recuperado de <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2009/html/sp090612.en.html> [Consulta: enero de 2020].

⁶ Contreras, A., León, D., y Quispe, Z. (2009). La crisis global 2007-2009 y la política monetaria del Banco Central de Reserva del Perú. *Moneda* 139, 23-33.

⁷ Algunos economistas advierten que el gasto fiscal puede tener un efecto de *crowding out* (reducir) en el gasto privado.

⁸ Más información en Commission adopts European Economic Recovery Plan en la página web del ECB.

⁹ Ejemplos claros son la renuncia del presidente Kuczynski en el 2018, la reciente disolución del Congreso y la alta desconfianza en los líderes políticos.