

A vueltas con el ciclo

Manuel Balmaseda
Elena Nieto*

1. Introducción

Los últimos acontecimientos de la economía mundial nos ponen una vez más de manifiesto algo que en períodos de expansión tiende a olvidarse: los ciclos no han muerto. Más allá de la capacidad que tiene cada economía de crecer a medio y largo plazo, históricamente se observa que en la actividad económica se alternan períodos de expansión, o de crecimiento económico sostenido, con períodos de recesión, o de contracción económica. Bien es cierto que en las dos últimas décadas se había conseguido reducir considerablemente la volatilidad cíclica, un logro que se atribuía, en parte, a una gestión más eficaz de las políticas de demanda. De hecho, las dos últimas recesiones en EE.UU. habían sido más moderadas, en magnitud y duración que la gran mayoría de las anteriores. En concreto, la última, la de 2001, fue especialmente benigna, particularmente en términos de PIB. La globalización y los aumentos de productividad derivados de la inversión en tecnologías de la información habrían hecho aumentar el crecimiento potencial (tendencial) de las economías, permitiendo ganancias adicionales de renta per cápita a escala global y eliminando prácticamente las contracciones económicas. Todo esto contribuyó a alimentar una sensación de falsa seguridad y de confianza desmesurada en la capacidad de las autoridades fiscales y monetarias para gestionar la economía. Sueño del que hemos despertado abruptamente tras la erupción de la tormenta residencial y financiera.

Si bien es posible que la globalización y la productividad impulsaran adicionalmente el crecimiento durante un periodo más o menos largo de tiempo, ocultando tempo-

ralmente los síntomas tradicionales de sobrecalentamiento, inflación y estrechez del mercado laboral, los excesos acumulados durante la larga fase expansiva deben corregirse ahora, dando lugar a una fase recesiva global. En este sentido, la correcta identificación de la posición cíclica de la economía es fundamental para el manejo de las políticas de demanda, monetaria y fiscal, y la prevención de excesos como los que se han acumulado, por ejemplo, durante el último ciclo expansivo.

Entender las regularidades cíclicas, establecer con la mayor precisión posible en qué momento cíclico nos encontramos y anticipar el estado de la economía en el medio y largo plazo, distinguiendo entre las oscilaciones cíclicas y las características más “estructurales” subyacentes, son, sin duda, factores fundamentales tanto para la toma de decisiones de inversión y planificación, como para la definición de las políticas económicas más apropiadas en cada momento.

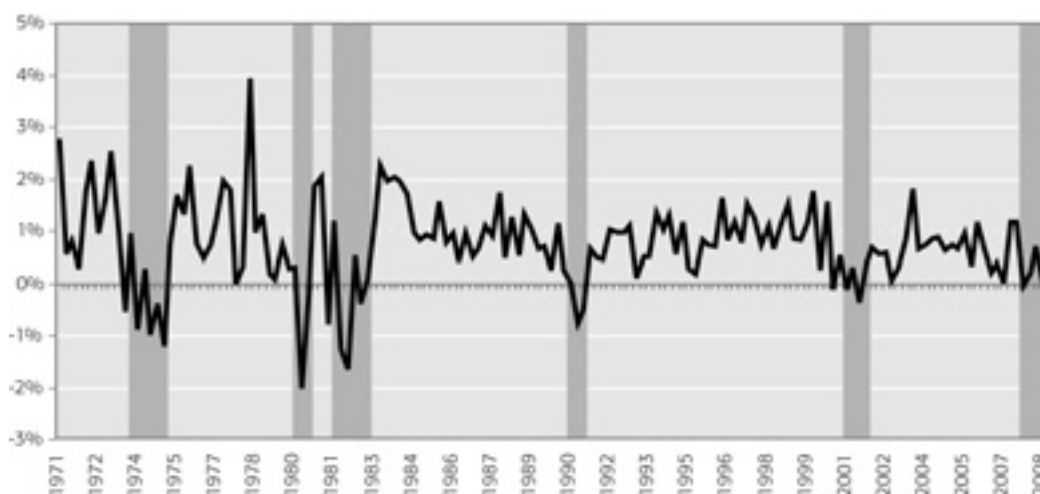
2. Estimando el ciclo

Sin embargo, evaluar con precisión cual es el momento cíclico por el que atraviesa una economía no es tarea fácil. La aproximación más simple consiste en mirar directamente la evolución del PIB (el “mejor” indicador de actividad disponible). Sobradamente conocida es la definición “técnica” de recesión, que se identifica con dos trimestres de crecimiento (trimestral) negativo del PIB. Aunque casi igual de populares son las múltiples objeciones que se oponen a esta definición. Entre otras cosas, porque en términos económicos y de política económica, una caída del PIB muy leve durante dos trimestres puede ser indistinguible de un crecimiento cero o ligeramente positivo.

* Departamento de Economía de CEMEX.

Gráfico 1

EE.UU.: CRECIMIENTO TRIMESTRAL DEL PIB Y RECESIONES FECHADAS POR EL NBER



En sombreado, los periodos de recesión identificados por el NBER
Fuente: BEA y NBER

Una definición más aceptada de recesión desde el punto de vista económico es la que lo define como un descenso significativo y generalizado de la actividad económica que dura más que unos pocos meses¹. En los países industrializados, la mayoría de las recesiones así definidas registran al menos dos descensos consecutivos del PIB trimestral, pero no todas². Asimismo, se pueden registrar dos trimestres de crecimiento negativo del PIB sin que la economía, de acuerdo a la definición anterior, se encuentre en recesión. En las economías emergentes, que presentan por lo general tasas de crecimiento elevadas, las recesiones suelen reducir significativamente el crecimiento económico, hasta niveles muy inferiores al potencial, pero que no necesariamente se tornan negativos.

Sin embargo, mirar exclusivamente el crecimiento del PIB supone ignorar qué parte de la evolución de la actividad está asociada a factores cíclicos y qué otra se atribuye a factores más estructurales. Los factores cíclicos son aquellos de carácter más transitorio y que dan lugar a un uso más o menos intensivo de los recursos, con el consiguiente impacto sobre salarios, inflación y mercado laboral, en tanto que los estructurales son de carácter más

duradero y asociados al crecimiento potencial de la economía. El impacto de unos y otros factores sobre el conjunto de la economía es sustancialmente diferente, y requieren medidas de política económica muy distintas. Las políticas de demanda pueden afrontar los primeros, pero no los segundos.

Métodos de estimación del *output gap*

En efecto, conceptualmente, la distinción entre *output gap* (o componente cíclico del PIB) y crecimiento potencial (asociado al componente estructural o tendencial) parece muy relevante, pero en la práctica resulta bastante complicado encontrar una forma satisfactoria de identificarlos. La dificultad radica en que se trata de variables no observables y los métodos de estimación disponibles tienen limitaciones.

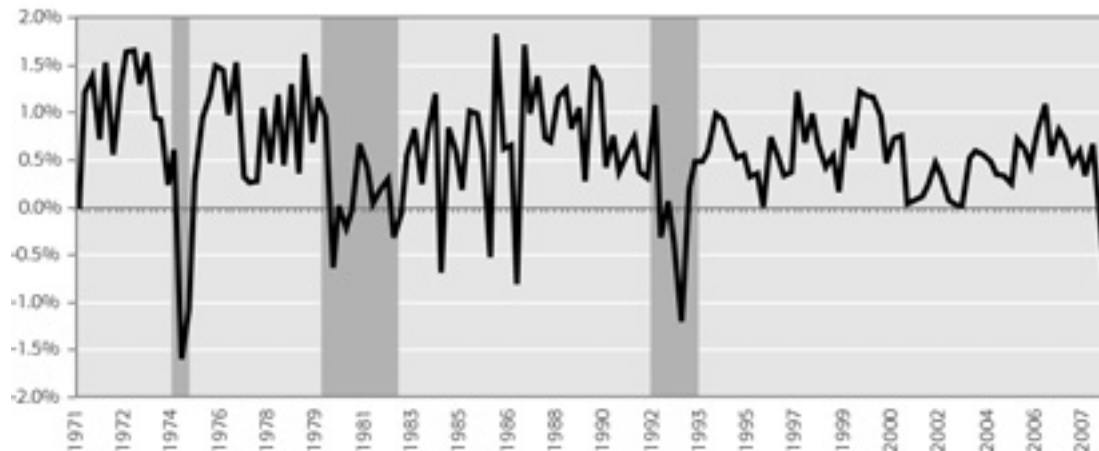
El método más utilizado para separar la tendencia del ciclo es la aplicación de filtros mecánicos, tipo Hodrick-Prescott o Band-Pass, a los datos de PIB. Métodos evidentemente sin contenido económico que, además, muestran una inestabilidad notable en los extremos de la muestra, generalmente el periodo de mayor interés. Son muy populares por su simplicidad y porque, de hecho, al final proporcionan resultados no muy distintos de los obtenidos con métodos más elaborados. Otra opción es utilizar modelos de componentes no observables, que requieren cierta mo-

¹ Esta es la definición que adopta el NBER para EE.UU., en el que el concepto de actividad económica no se circunscribe sólo al PIB.

² Es el caso, por ejemplo, de la recesión de 2001 en EE.UU.

Gráfico 2

UEM: CRECIMIENTO TRIMESTRAL DEL PIB Y RECESIONES FECHADAS POR EL CEPR



En sombreado, los periodos de recesión identificados por el CEPR
Fuente: Eurostat, BCE y CEPR

delización de las fluctuaciones en torno a la tendencia³. En su versión multivariante, permiten incorporar información sobre el ciclo contenida en otras variables económicas, como la tasa de inflación o la de paro⁴.

Los modelos VAR estructurales, por su parte, admiten mayor flexibilidad en la especificación de la tendencia, al tiempo que permiten dotar de cierto contenido económico a los componentes del producto. Las restricciones de identificación se determinan por la teoría económica, lo que les hace más interpretables y robustos. Así, en la descomposición propuesta por Blanchard-Quah, por ejemplo, la tendencia se asimila a los *shocks* que tienen impacto a largo plazo sobre el producto (*shocks* de oferta) más los elementos determinísticos, en tanto que los *shocks* transitorios (sin impacto en el largo plazo) configuran el componente cíclico. Los resultados obtenidos con este método, sin embargo, son muy sensibles a la especificación del modelo elegido. Además, resulta difícil pensar en la existencia de *shocks* puros de oferta o demanda. Por último, existen otros métodos, que surgen directamente de la teoría económica, como el enfoque basado en la estimación de una función de producción que, a diferencia de los anteriores, permite identificar directamente las fuentes del creci-

miento. Aunque también presenta algunos problemas, como la elección de una función de producción adecuada o la estimación de las variables no observables (como la productividad total de los factores).

Como se observa en el gráfico 3, la señal de actividad cíclica que se obtiene con los diversos métodos no es muy distinta, aunque el nivel puede diferir de forma considerable, lo que confirma que este tipo de estimaciones hay que tomarlas con cautela, habida cuenta de que, como se ha mencionado, ninguno de los métodos utilizados está exento de debilidades. En este punto, resulta particularmente interesante la comparación de los ciclos en EE.UU. y Europa. El gráfico 4 muestra, que ambos ciclos se encuentran muy correlacionados, aunque Europa parece que presenta un pequeño retardo respecto a EE.UU. El análisis de las correlaciones muestra que, efectivamente, el ciclo europeo parece ir con dos o tres trimestres de retardo, con la excepción de la crisis de los noventa, que debido a factores específicos como la reunificación alemana tardó bastante más tiempo en transmitirse a Europa.

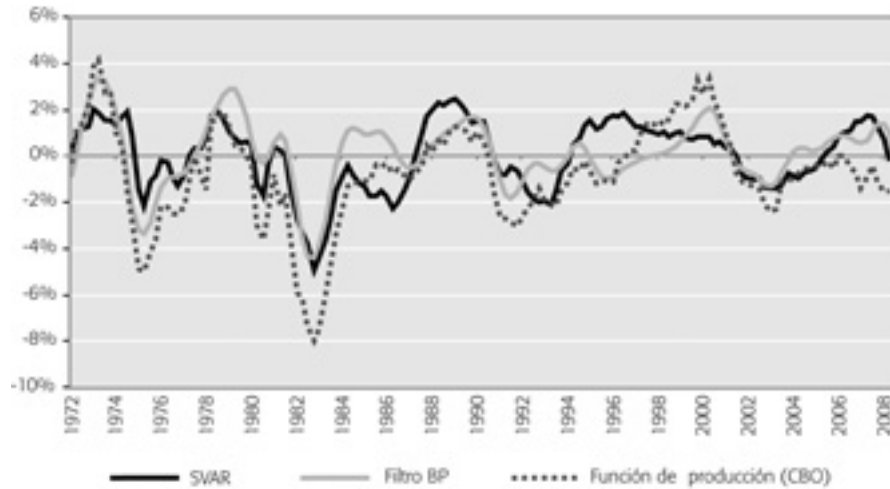
El momento actual sería el primero, de acuerdo con estas estimaciones, en el que Europa parece haber iniciado su desaceleración cíclica al mismo tiempo que EE.UU. No obstante, conviene recordar que las estimaciones “en tiempo real” del final de la muestra, obtenidas por estos métodos, son especialmente poco fiables. Los datos referidos al período más reciente suelen tener un carácter más

³ Habitualmente se asume que la tendencia sigue un paseo aleatorio con deriva y el ciclo un AR(2).

⁴ Basándose en las regularidades empíricas identificadas en la Curva de Phillips o la ley de Okun.

Gráfico 3

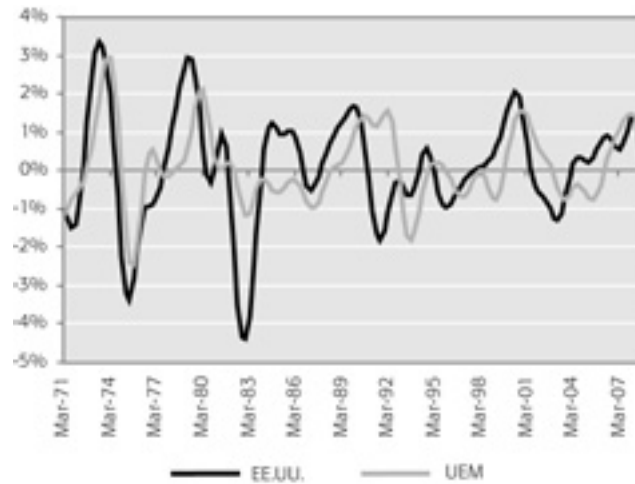
EE.UU.: OUTPUT GAP SEGÚN DIVERSAS METODOLOGÍAS
(En % del PIB)



Fuente: BEA, CBO, BLS y CEMEX.

Gráfico 4

CICLOS DE EE.UU Y LA UEM



Ciclos estimados con filtro BP
Fuente: BEA, Eurostat, BCE y CEMEX

preliminar (están elaborados con información limitada), y en muchos casos están sujetos a importantes revisiones. Esto se une a la inestabilidad al final de la muestra de este tipo de estimaciones, que pueden sufrir cambios impor-

tantes con sólo añadir una o dos observaciones. Todo ello los hace poco útiles para la gestión de las políticas de demanda, que precisan de información sobre el "actual" estado de la economía.

El fechado de ciclos

De hecho, cada vez parece más evidente que para juzgar el estado actual de la economía y las posibles presiones de demanda o excesos de capacidad no basta con concentrarse en un solo indicador (como el PIB o el *output gap*), sino que es necesario tener en cuenta la información contenida en otros indicadores.

El mismo NBER, organismo encargado de “fechar” las recesiones de EE.UU. desde 1929, tiene en cuenta un amplio número de indicadores a la hora de fechar los picos y los valles de actividad. Aunque consideran que el producto interno y el empleo son las medidas que conceptualmente mejor recogen el concepto de “actividad económica”, otros indicadores, como la producción industrial, las ventas minoristas y mayoristas y la renta personal real, entre otros, son analizados minuciosamente. De hecho, la última recesión, cuyo inicio el Comité del NBER ha fechado recientemente en el cuarto trimestre de 2007, se ha identificado a pesar de “los ambiguos movimientos en el PIB trimestral”, único indicador que no confirma con claridad que durante 2008 la economía estadounidense esté ya en recesión.

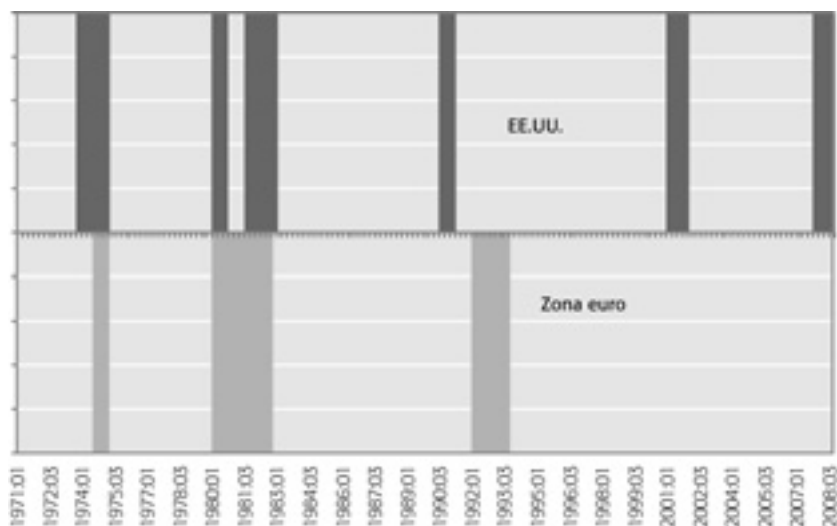
En Europa, el CEPR formó hace cinco años un Comité de expertos similar al del NBER estadounidense con el objetivo de fechar los picos y valles de la zona euro. La tarea

del CEPR, no obstante, era bastante más complicada que la de su homónimo estadounidense, habida cuenta de la heterogeneidad de los países que conforman la zona euro, la peor calidad, en general, de las estadísticas europeas y la inexistencia de series largas fiables de datos agregados. El CEPR fechó la existencia de tres recesiones desde 1970 (ver gráfico 5). De acuerdo con este fechado, y comparándolo con el realizado por el NBER para EE.UU., la recesión de los setenta se inició en Europa tres trimestres después que en EE.UU., la de los ochenta fue contemporánea (y más larga, porque en el mismo período en EE.UU. se identificaron dos recesiones) y la de los noventa se inició casi dos años después (retraso atribuible al *boom* asociado a la reunificación alemana). A principios de esta década, el CEPR no considera que el conjunto de la economía de la UEM estuviera en recesión, principalmente debido a la ausencia de caídas significativas en PIB y empleo. En definitiva, en el mismo período de tiempo EE.UU. habría sufrido más recesiones que Europa (casi el doble) pero de menor duración (cuatro trimestres frente a los siete, en promedio) y severidad. (ver tabla 1)

El Comité del CEPR todavía no se ha pronunciado sobre la situación actual. Bien es cierto que los anuncios de fechado de ciclo por parte de Comité de Expertos se suelen producir bastante después de que el pico o valle en cuestión haya tenido lugar, una vez que el Comité dispone de datos definitivos y la certeza de que se ha producido un cambio de giro. Así, el anuncio del fechado del NBER del

Gráfico 5

PERIODOS DE RECESIÓN EN EE.UU. Y ZONA EURO SEGÚN EL FECHADO DEL NBER Y CEPR



Fuente: NBER y CEPR

Cuadro 1

CARACTERÍSTICAS DE LAS RECESIONES FECHADAS EN EE.UU. Y LA ZONA EURO ENTRE 1971 Y 2006

	Nº de recesiones	Duración promedio (en trimestres)	Severidad promedio (caída del PIB desde máximos)*	Velocidad de recuperación (trimestres hasta recuperar nivel del PIB)
EE.UU.	5	4	-2.0%	5
Zona euro	3	7	-1.8%	8

* Excluyendo la recesión de 2000, que no tuvo su contrapartida en Europa, la severidad promedio en EE.UU. sería 2,4%
 Fuentes: CEMEX

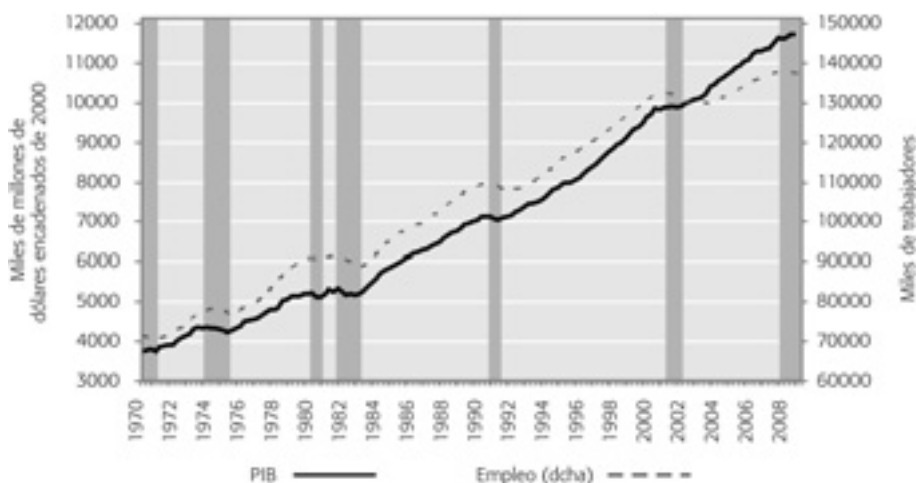
último pico se ha producido muy recientemente, casi doce meses después del momento del cambio de giro, de acuerdo a sus estimaciones. Esta "tardanza" a la hora de anunciar el fecho de un ciclo limita la utilidad de este tipo de fechados para conocer la "actual" situación cíclica o para la implementación de políticas correctoras. No obstante, podemos aplicar su metodología para intentar discernir, de acuerdo a los últimos datos, en que situación estamos actualmente. En el caso de EE.UU., no hay evidencia alguna en los datos de que estemos cerca del fin de la recesión. Más bien al contrario. Los indicadores de empleo, industriales y de consumo no parecen haber tocado fondo. Todo apunta a que la combinación del *shock*

financiero y el *shock* inmobiliario está provocando en EE.UU. una recesión cuya duración podría situarse en el rango alto de las experimentadas en los últimos 40 años. Ya dura doce meses, cuatro más que las dos últimas recesiones.

En el caso de Europa, los indicadores de PIB, inversión, consumo y producción industrial podrían haber alcanzado un pico en el último trimestre de 2007, primero de 2008, aunque aún es pronto para establecerlo. Sin embargo, los datos de empleo, disponibles hasta el segundo trimestre de 2008, no muestran ninguna inflexión. Mientras que en EE.UU. la evolución del empleo ha sido decisiva para es-

Gráfico 6

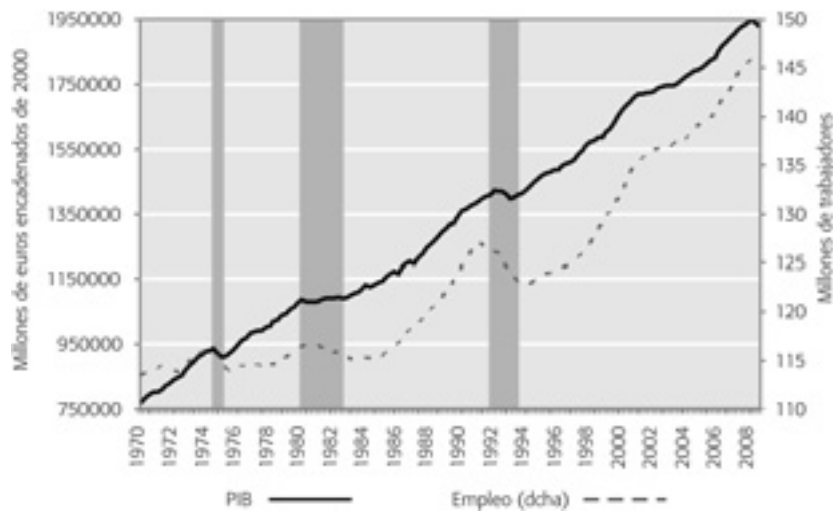
EE.UU.: PIB REAL Y EMPLEO



En sombreado, periodos de recesión
 Fuente: BLS, BEA y NBER

Gráfico 7

EURO AREA: PIB REAL Y EMPLEO



En sombreado, periodos de recesión identificados por el CEPR
Fuente: Eurostat, BCE y NBER

tablecer el inicio de la recesión a finales de 2007, en Europa los datos de empleo siguieron siendo positivos durante la primera mitad de 2008, reforzando la idea de que el “cambio cíclico” se ha podido volver a producir en Europa con cierto retraso respecto a EE.UU.

Los indicadores coincidentes de actividad

Una forma de sintetizar la información de muchos indicadores, en lugar de revisarlos uno a uno, es mediante la elaboración de indicadores sintéticos. Recientemente se han desarrollado indicadores sintéticos de actividad, a través de la aplicación de componentes principales, que consolidan en una única señal, la información disponible en un gran número de indicadores económicos. Como resultado se obtiene un indicador coincidente de actividad extraordinariamente amplio, que además de la información contenida en el PIB, incorpora también la procedente de los datos de empleo, confianzas, etc. Las ventajas de estos indicadores de actividad como señal de ciclo son claras. Re-

⁵ Entre las posibles desventajas, en su construcción implícitamente se asume que no se ha producido ningún cambio estructural en las economías durante el período muestral que haya podido afectar significativamente a la tendencia de la actividad o a su volatilidad. De no ser así, los umbrales de recesión podrían haber variado respecto al pasado o los niveles entre recesiones no serían comparables.

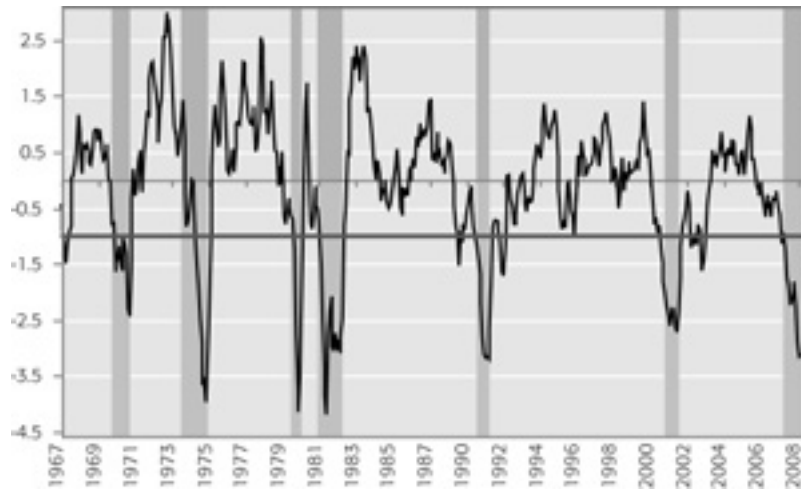
presentan un concepto de actividad muy amplio, tienen periodicidad mensual y permiten un seguimiento de la situación cíclica prácticamente en tiempo real⁵.

Así, para EE.UU., extraemos a partir de 87 series económicas mensuales una señal de actividad que, además, es bastante consistente con los periodos de expansión y contracción identificados por el NBER (ver gráfico 8). En concreto, resulta bastante útil para fechar el inicio de recesiones dado que se observa que, históricamente, cuando el indicador ha atravesado un determinado umbral (que en nuestro caso es -1) la economía estadounidense ha entrado en recesión. En este sentido, nuestro indicador sugiere que, efectivamente, tal y como anunció el NBER, la economía estadounidense entró en recesión a finales de 2007 y que la severidad de la actual recesión parece mayor que la de las dos previas. La ventaja de nuestro indicador es que ya, desde principios de 2008, teníamos indicios de que la economía estaba en recesión, sin tener que esperar a que el NBER confirmara este punto.

Para Europa también hemos elaborado un indicador de este tipo, aunque debido a los problemas de disponibilidad de series mencionada anteriormente, sólo tenemos datos desde 1990 luego sólo podemos comparar con una recesión fechada por el CEPR (ver gráfico 9). En todo caso, parece que el indicador, que utiliza información de 169

Gráfico 8

INDICADOR DE ACTIVIDAD DE EE.UU.



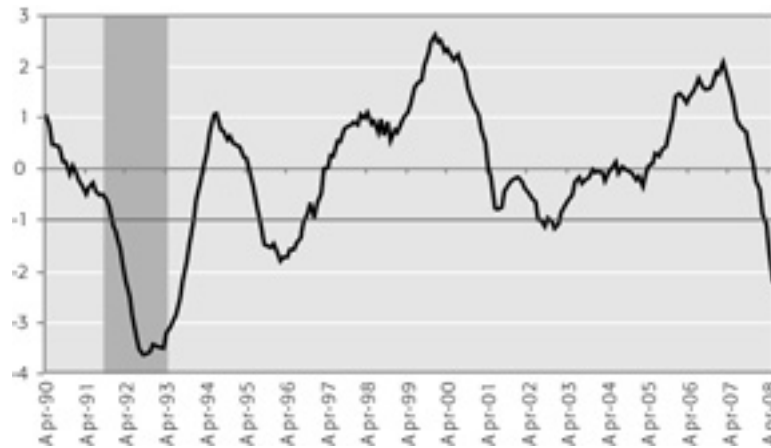
En sombreado, los periodos de recesión identificados por el NBER

series económicas, proporciona una buena señal de la evolución de la actividad en los últimos 20 años. De acuerdo a nuestro indicador, la economía europea entró en recesión en el verano de 2008, con lo que se confirma el re-

tardo con respecto a EE.UU. La caída, no obstante, fue abrupta. Entre los principales países, España fue de los primeros en entrar en recesión, seguido por Italia, mientras que Alemania y Francia están al borde de hacerlo.

Gráfico 9

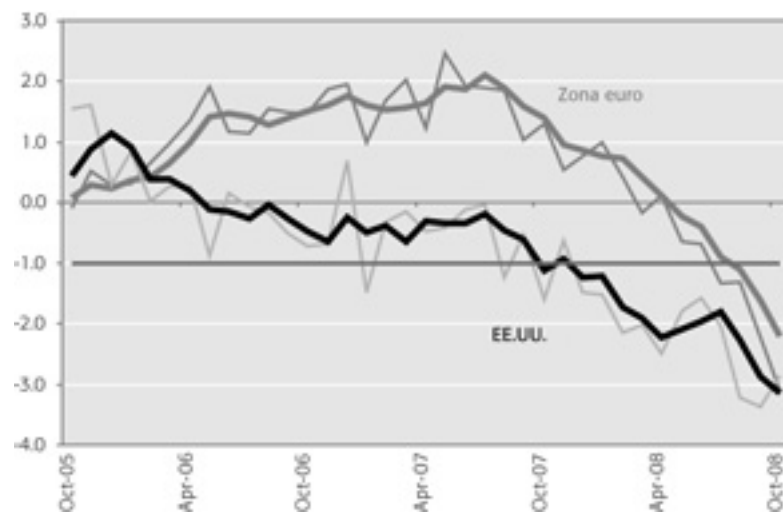
INDICADOR ACTIVIDAD DE LA ZONA EURO



En sombreado, los periodos de recesión identificados por el CEPR
Fuente: Distintas fuentes europeas y nacionales, y CEMEX

Gráfico 10

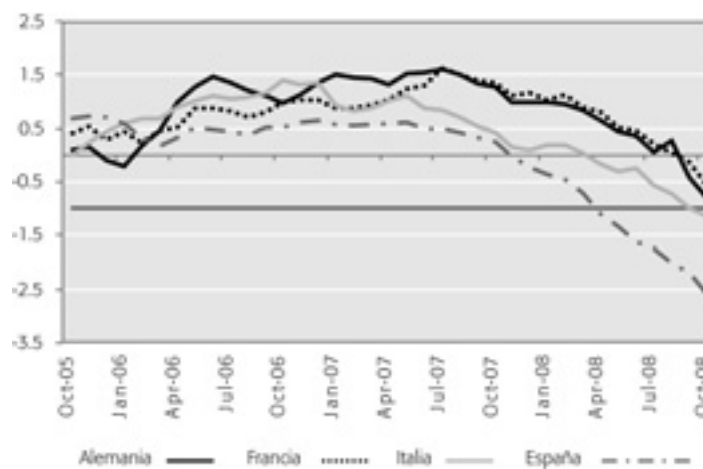
INDICADORES DE ACTIVIDAD EE.UU. Y ZONA EURO



Fuente: Distintas fuentes europeas y nacionales y CEMEX

Gráfico 11

INDICADOR DE ACTIVIDAD POR PAÍSES



Fuente: Distintas fuentes europeas y nacionales y CEMEX

3. Y este ciclo ¿qué?

En definitiva, toda la información disponible confirma que EE.UU. y Europa están actualmente en recesión y que, a pesar de lo que los datos de PIB puedan parecer indicar,

fue la economía estadounidense la primera en entrar en recesión (a finales del año pasado). La economía europea resistió bastante bien hasta el verano de 2008, cuando el deterioro de la demanda externa, el impacto acumulado de la fuerte apreciación del euro en los últimos años, el incremento de la inflación asociado al precio de las materias

primas y, sobre todo, el recrudescimiento de la crisis financiera, precipitó una importante caída de la actividad en la zona. En este contexto, cabe enmarcar la distinta evolución de las políticas de demanda en una y otra área en la primera mitad de 2008. Mientras en EE.UU. se bajaban agresivamente los tipos y se articulaban paquetes de estímulo fiscal vía, fundamentalmente, devolución de impuestos, en Europa, el Banco Central Europeo mantenía los tipos en niveles relativamente elevados y las propuestas de medidas de reactivación económica por parte de los gobiernos eran limitadas. La actividad en Europa se ha visto especialmente lastrada por la mala evolución de España. Entre los países grandes, España es la economía que antes entró en recesión y la que está registrando un deterioro más considerable. Este es otro ejemplo más de que, para tener una visión amplia de la evolución de la actividad, hay que mirar más allá de las cifras de PIB. En términos de PIB, España ha sido, de entre los países grandes, de los últimos en registrar caídas, y el que menos descenso acumulado registra hasta la fecha. Pero otros indicadores, como el empleo, ofrecen una perspectiva bastante más negativa.

¿Y ahora qué? La situación cíclica actual es complicada a ambos lados del Atlántico. En EE.UU., el indicador de actividad está cerca de mínimos de la recesión de los noventa pero no se aprecia un cambio de giro a corto plazo, sino más bien lo contrario. Estaríamos, por tanto, ante una recesión más duradera (ya lo está siendo) y previsiblemente más severa que las dos recesiones previas. En Europa, el indicador aún está por encima de los mínimos de la recesión de los noventa, aunque con diferencias entre

los países (ver gráfico 12). En el gráfico se aprecia que mientras la actividad en España apenas se resintió a principios de esta década (frente a Alemania, que sí entro en recesión), en esta ocasión es la peor parada, acercándose a los niveles mínimos del año 93.

Por otra parte, es lógico que tanto EE.UU. como España estén siendo de los países más castigados por la recesión. Más allá de las regularidades empíricas, y la mejor o peor gestión de las políticas de demanda, cada recesión es diferente, en cuanto a que los factores que la precipitan son distintos. En la actual han jugado un papel fundamental el exceso de liquidez y los tipos de interés bajos, que incrementaron sustancialmente el apetito por el riesgo y la búsqueda de "rendimiento". Todo ello impulsó conductas poco prudentes por parte de las entidades financieras, un importante aumento del endeudamiento de empresas y familias, e incrementos más allá de lo justificado por los fundamentos económicos en el precio de muchos activos (y entre ellos, particularmente, los precios de la vivienda). Este fenómeno fue especialmente importante en los países anglosajones y España, como reflejaban sus muy elevadas necesidades de financiación exterior y el imparable incremento de los precios de los activos inmobiliarios. El ajuste de estos excesos, por tanto, ha de ser más significativo en estas economías. Es decir, cuanto mayor haya sido el ciclo expansivo, mayor será la fase contractiva. Así, cabría esperar que países como EE.UU., España o Reino Unido sufran un ajuste cíclico más severo que como Alemania o Japón, que apenas acumularon excesos durante la última expansión.

Gráfico 12

INDICADOR DE ACTIVIDAD POR PAÍSES



Fuente: Distintas fuentes europeas y nacionales y CEMEX

Además, en esta ocasión, el grado de los desequilibrios acumulados ha provocado una crisis bancaria y financiera que podría tener un componente estructural, lo que haría que la desaceleración fuera más pronunciada y duradera. El grado en que la reciente crisis condicione los niveles de crédito y endeudamiento de equilibrio futuros podría suponer un límite a la expansión de la actividad en la siguiente fase cíclica. Este factor condicionaría el dinamismo de la actividad a escala global, reduciendo el crecimiento de la actividad de la misma forma que la globalización o la inversión en tecnologías de información y comunicación (TIC) la impulsaron.

En todo caso, la combinación de recesión en el sector residencial y la crisis financiera hará que la fase de contracción cíclica, por lo general, sea mayor que en periodos pasados recientes.

4. Conclusión

La determinación de la situación cíclica de una economía es siempre fundamental para la implementación de

las políticas de demanda, tanto monetaria como fiscal, y para la planificación de inversiones y gestión de las empresas. Pero en la actualidad se torna especialmente relevante.

La situación cíclica actual se caracteriza por el fin de un muy largo ciclo expansivo generalizado a escala global, pero particularmente largo en los países anglosajones y España. La magnitud y duración de la fase contractiva dependerá de los excesos acumulados durante la expansión. Ello implicaría que la recesión será relativamente más dura en EE.UU., Reino Unido o España y más suave en Alemania o Japón.

Adicionalmente, el estallido de la crisis financiera ha impulsado a los gobiernos a intervenir de forma generalizada en las economías ante el temor de que nos estuviéramos encaminando a una nueva "gran depresión". En este contexto, la evaluación del componente cíclico del ajuste, sobre el que tienen efecto las políticas de demanda, y el componente estructural permitiría que las "ayudas" públicas sean más eficientes y estuvieran óptimamente dirigidas.