



NEWSLETTER

NOVIEMBRE

2025



Altas Valoraciones: Riesgo de retroceso

Los máximos responsables de Wall Street advirtieron que los inversores deberían prepararse para una caída bursátil superior al 10% en los próximos doce a veinticuatro meses, una corrección que incluso podría interpretarse como un ajuste saludable del mercado.

A pesar de que las empresas mantienen resultados sólidos, el verdadero desafío reside en las valoraciones actuales. Al analizar si las acciones se encuentran baratas, en niveles razonables o plenamente valoradas, la mayoría considera que el mercado se sitúa entre lo justo y lo elevado, y casi nadie lo percibe entre lo barato y lo razonable. Añadió que esta situación se replica en los diferenciales de crédito.

Esta perspectiva es respaldada por varios analistas líderes del sector, quienes coinciden en que es posible que se produzca una corrección importante en el periodo próximo y que los retrocesos forman parte natural de los ciclos del mercado.



Aunque los mercados han avanzado considerablemente, persisten riesgos relacionados con posibles errores de política económica en Estados Unidos y con la incertidumbre geopolítica. Las valoraciones actuales parecen elevadas, pero el riesgo sistémico se ha reducido.

Según análisis, en 2026 se prestará mayor atención al desempeño empresarial y habrá una dispersión más marcada: las compañías más sólidas lograrán destacarse, mientras que las más débiles perderán terreno. Una corrección del 10% al 15% que no responda a factores macroeconómicos adversos sería bienvenida, pues la considera un ajuste sano dentro del ciclo del mercado.

Actualmente, el S&P 500 se negocia a 23x veces las estimaciones de beneficios futuros, un nivel superior a su promedio de cinco años, situado en 20x veces. El Nasdaq 100, por su parte, cotiza a un múltiplo de 28x veces, cuando en 2022 rondaba las 19x veces.

Los futuros de este índice, dominado por empresas tecnológicas, retrocedieron hasta un 1,8% el martes 4 de noviembre. Entre las caídas más relevantes se encontró la de Palantir Technologies Inc., cuyo valor disminuyó más de un 7% en las operaciones previas a la apertura debido a preocupaciones sobre su elevada valoración tras un repunte excepcional.

El debate sobre las valoraciones se ha intensificado en un año en el que los mercados globales han alcanzado máximos consecutivos a pesar de la desaceleración económica en Estados Unidos y de episodios de paralización gubernamental.

Observamos que los mercados tienden a comportarse de manera más irracional tanto en los puntos más altos de un ciclo alcista como en los momentos más profundos de un ciclo bajista. A nuestro juicio, la situación actual refleja una inmersión plena en un mercado claramente alcista.

La confianza del consumidor: Por los suelos

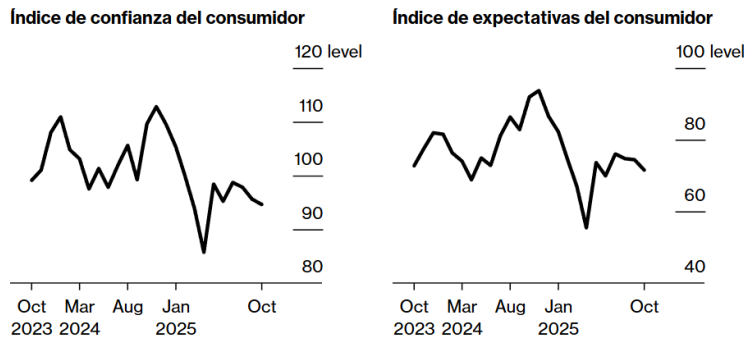
La confianza de los consumidores en Estados Unidos descendió en octubre por tercer mes consecutivo, afectada por una visión menos favorable sobre la evolución futura de la economía y del mercado laboral.

El índice elaborado por el Conference Board retrocedió un punto y se situó en 94,6, su cifra más baja desde abril, según los datos publicados el martes. Este resultado quedó ligeramente por encima de la previsión de 93,4 que recogía una encuesta de economistas realizada por Bloomberg.

Mientras que el indicador que mide las expectativas para los próximos seis meses cayó hasta 71,5, su nivel más reducido desde junio, la medición correspondiente a la valoración de las condiciones actuales registró un aumento.

La confianza del consumidor estadounidense cae por tercer mes consecutivo

Disminución en octubre debido a peores perspectivas para el empleo y la economía



Fuente: The Conference Board

La confianza de los consumidores continúa situándose por debajo de los niveles del año anterior, influida por la inquietud ante la evolución del mercado laboral y el encarecimiento de la vida. El ritmo de creación de empleo se ha reducido de forma notable, la inflación sigue por encima del objetivo marcado por la Reserva Federal y las políticas arancelarias impulsadas por el presidente Donald Trump mantienen un clima de mayor incertidumbre económica.

La proporción de personas que consideran difícil encontrar trabajo subió ligeramente hasta el 18,4 %, mientras que la de quienes perciben una oferta laboral amplia aumentó al 27,8 %. La diferencia entre ambos grupos —indicador que los economistas observan de cerca para evaluar la situación del mercado laboral— se amplió levemente.

Pese a ello, las expectativas sobre el empleo se deterioraron. Cada vez más consumidores prevén una reducción en la disponibilidad de puestos durante los próximos seis meses y sus proyecciones sobre la evolución de sus ingresos también se volvieron menos favorables.

Aunque disminuyó el porcentaje de personas que anticipan una recesión el próximo año, creció el número de quienes creen que la desaceleración ya está en marcha.

La economista sénior del Conference Board, Stephanie Guichard, explicó que la mayoría de los comentarios escritos por los consumidores hacían referencia a los precios y a la inflación, que continúan siendo los factores que más influyen en su percepción de la economía. Señaló también un incremento marcado en las menciones relacionadas con la política estadounidense y destacó que el cierre gubernamental en curso apareció reiteradamente como un motivo de preocupación.

Este cierre ha dejado a los responsables de política económica sin datos esenciales en un momento crítico. Aún sin cifras actualizadas, se prevé que la Reserva Federal reduzca los tipos de interés en un cuarto de punto porcentual el primer miércoles de noviembre, por segunda reunión consecutiva, con el objetivo de apoyar el mercado laboral.

A pesar de la preocupación latente entre los consumidores, el gasto de los hogares fue sólido en el segundo trimestre y los datos más recientes de ventas minoristas sugieren que esta resiliencia se extendió a julio y agosto.

El informe del Conference Board indicó que los planes de compra de bienes de alto costo —como viviendas, automóviles y electrodomésticos— se mantuvieron contenidos en general, aunque se registró un repunte en los planes de viaje.

Tecnologías del futuro: Computación cuántica

La computación cuántica ha vuelto a ponerse en el foco tras un avance reciente de Google y ante rumores de que el gobierno de Estados Unidos podría adquirir participaciones en empresas que desarrollan esta tecnología. No obstante, el sector todavía tiene que recorrer un largo camino antes de que las ganancias para los inversores compensen los riesgos evidentes.

Muchas de las compañías cuánticas que cotizan en EE. UU. han experimentado fuertes subidas en los últimos meses: por ejemplo, las acciones de IonQ casi se han duplicado en medio año y las de D-Wave se han multiplicado por más de cuatro.

Este entusiasmo responde tanto al creciente interés estratégico, similar al que rodea a la inteligencia artificial, como a la enorme promesa técnica de la computación cuántica. A diferencia de las máquinas convencionales, que codifican la información en bits que son 0 o 1, los ordenadores cuánticos explotan propiedades de la mecánica cuántica mediante qubits, capaces de existir en superposición de estados.

Esa capacidad permite evaluar simultáneamente muchas posibilidades, lo que abre la puerta a resolver problemas que a los sistemas clásicos les tomarían un tiempo impracticable. Una máquina cuántica potente podría, por ejemplo, acelerar la búsqueda de combinaciones moleculares para nuevos fármacos, contribuir al diseño de materiales que mejoren la eficiencia de las células solares, ayudar a simular el comportamiento de aeronaves u optimizar redes eléctricas.

Aun así, el desempeño del sector es irregular. Incluso las máquinas cuánticas más avanzadas suelen quedar por detrás de las computadoras tradicionales en tareas donde, en teoría, deberían destacar. Esto ocurre en gran parte porque los sistemas actuales no disponen de procesadores cuánticos lo suficientemente grandes y todavía no cuentan con mecanismos de corrección de errores fiables.

Construir computadoras cuánticas de gran escala y funcionamiento estable ha resultado extremadamente complejo. Muchos de estos dispositivos requieren componentes que operan a temperaturas cercanas al cero absoluto para que los fenómenos cuánticos sean aprovechables. Además, suelen ser aparatos voluminosos y delicados. IBM, que lleva alrededor de una década trabajando en esta tecnología y fabrica algunos de los equipos más avanzados, ha logrado un sistema de 156 qubits en su versión más potente.

Los especialistas coinciden en que se necesitará un número mucho mayor de qubits para resolver problemas que las computadoras clásicas no pueden abordar. Este año, IBM publicó una hoja de ruta que fija como objetivo alcanzar los 2.000 qubits en 2033. Google, considerada junto con IBM como uno de los principales actores del sector, dispone actualmente de un chip de 105 qubits y aspira a llegar a los 1.000, aunque sin un calendario definido.

El mes pasado, Google informó que su chip era capaz de ejecutar ciertos cálculos 13.000 veces más rápido que un ordenador convencional, una muestra del potencial que podría alcanzar esta tecnología.

Según Wamsi Mohan, analista de Bank of America especializado en el área, el gran reto para los próximos cinco años —o incluso para el final de la década— es lograr la escalabilidad de estas máquinas. Considera que, si se alcanza ese punto, la utilidad práctica de la computación cuántica aumentará de forma sustancial.

No está claro qué empresa liderará finalmente esta carrera. Aunque IBM y Google han realizado fuertes inversiones, sus competidores tecnológicos —como Amazon y Microsoft— también han dedicado recursos significativos al desarrollo cuántico. Además, existe la posibilidad de que alguna compañía más pequeña ya presente en el mercado tome la delantera o que surja un startup capaz de superar a las grandes. Un ejemplo es PsiQuantum, que está construyendo sistemas cuánticos de gran escala tanto en Australia como en Chicago, donde inició obras recientemente.

La computación cuántica se encuentra en una etapa tan temprana que aún no está claro qué enfoque tecnológico logrará escalar de manera más eficiente.

Algunas compañías, como IBM y Google, trabajan con sistemas basados en materiales que deben mantenerse casi a temperaturas de cero absoluto. Otras, como IonQ, emplean partículas cargadas atrapadas y suspendidas en el espacio, mientras que PsiQuantum se centra en el aprovechamiento de fenómenos cuánticos de la luz.

Para los potenciales inversores —incluida la administración de Donald Trump, que negó recientemente un informe del Wall Street Journal según el cual estaría considerando adquirir participaciones en empresas como IonQ y D-Wave—, no existe una forma de invertir en esta tecnología sin asumir un riesgo considerable. Cualquiera de los métodos actuales podría fracasar, de manera similar a cómo Betamax quedó relegado frente a VHS en la antigua disputa de formatos de video. Un apoyo estatal temprano a una tecnología en particular también podría resultar contraproducente si la apuesta gubernamental termina favoreciendo una vía equivocada.

La cuestión del tiempo también permanece abierta. El analista de BNP Paribas David O'Connor señaló en un informe reciente que la computación cuántica ha dejado de ser un experimento puramente científico para convertirse en un desafío de ingeniería, centrado en cómo construir máquinas cada vez más grandes. Estimó que este obstáculo podría resolverse en un plazo de tres a cuatro años.

Aunque es difícil prever si ese pronóstico se cumplirá, resulta plausible que el sector crezca con rapidez y genere retornos relevantes si logra superar sus barreras actuales. Se calcula que, para 2030, los ingresos vinculados a esta tecnología podrían ascender a unos 4.250 millones de dólares. Aunque no es una cifra espectacular, tampoco es despreciable: equivale aproximadamente a lo que Nvidia generaba hace una década.

La cuestión ya no gira tanto en torno a si la computación cuántica será una tecnología atractiva para invertir, sino cuándo llegará a serlo. Y es probable que todavía se requiera tiempo para alcanzarlo.

La mentira de los TIPS o Bonos protegidos contra la inflación

Los bonos del Tesoro protegidos contra la inflación, conocidos como TIPS, están concebidos para resguardar el poder adquisitivo de los inversores frente al alza de precios y, en algunos casos, ofrecer un rendimiento adicional. Sin embargo, surge la pregunta de si realmente cumplen con esa promesa.

A diferencia de otros bonos del Tesoro cuyo valor nominal permanece fijo, el capital de los TIPS varía a lo largo de su vida. Si la inflación aumenta durante el periodo en que el bono está en circulación, ese capital se ajusta al alza y el monto recibido al vencimiento será mayor. Además, estos bonos pagan un cupón semestral que también se reajusta según la evolución de los precios.

Tras estudiar tres décadas de datos sobre TIPS, el autor del análisis y su equipo de investigación —Maha Almoshaddak y Donovan Etienne— concluyeron que estos instrumentos no ofrecen buenos resultados cuando la inflación ya es elevada. Invertir en ellos en un entorno inflacionario alto significa, por lo general, haber llegado tarde y obtener rendimientos por debajo de lo esperado.

Esta conclusión no aplica para quienes mantienen los TIPS hasta el vencimiento, ya que entonces sí se garantiza el ajuste del capital.

- **La Metodología**

Para evaluar el comportamiento de los TIPS recopilamos todos los datos desde 1997, año de su primera emisión. Comparamos su rentabilidad en periodos de inflación alta (por encima del percentil 75 del IPC en la muestra) y de inflación baja (por debajo del percentil 25). También examinamos el rendimiento en meses en los que la inflación subió más de 0,20 puntos porcentuales y en meses en los que cayó 0,20 puntos porcentuales o más.

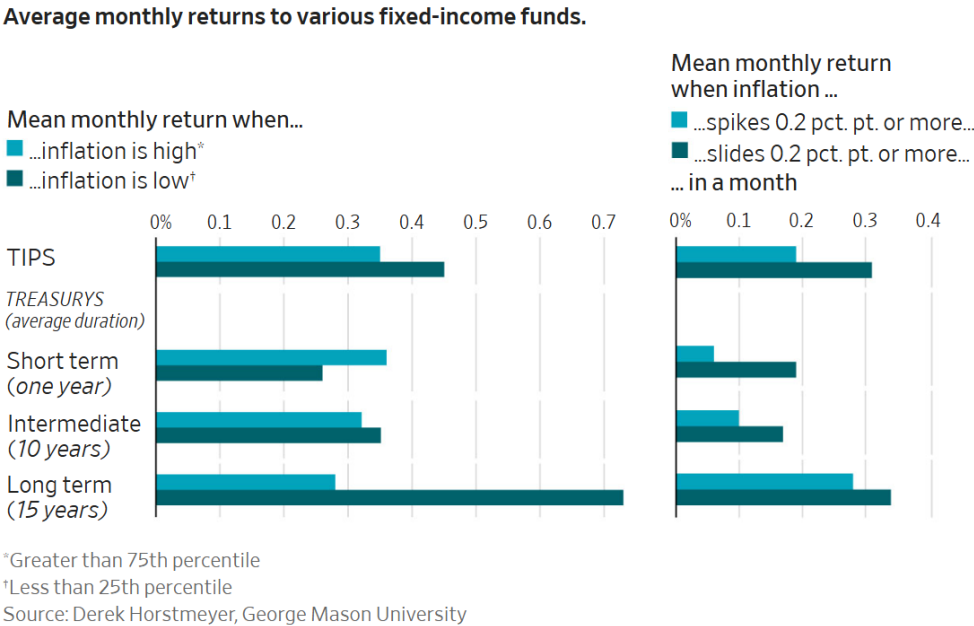
Los resultados muestran que los TIPS rinden mejor cuando la inflación es baja. La rentabilidad mensual promedio en periodos de inflación elevada fue del 0,35 %, mientras que en periodos de inflación baja la rentabilidad mensual media fue del 0,45 %. Esa diferencia de 0,10 puntos porcentuales mensuales equivale a 1,2 puntos porcentuales al año.

- **¿Protegen contra la inflación?**

Los bonos del Tesoro protegidos contra la inflación, conocidos como TIPS, están concebidos para mantener su valor durante periodos de inflación elevada, pero su desempeño se comporta de manera similar al de otros bonos gubernamentales sin protección.

Al analizar los picos y descensos de la inflación, los resultados son comparables a los observados en periodos de alta y baja inflación general. Durante los meses de baja inflación, la rentabilidad media de los TIPS fue del 0,31 %, mientras que en los meses de picos inflacionarios la rentabilidad mensual promedio descendió a 0,19 %. Esta diferencia de 0,12 puntos porcentuales mensuales equivale a 1,4 puntos porcentuales al año.

Estos datos reflejan que las expectativas de los inversores sobre la política de la Reserva Federal son el principal factor que impulsa la rentabilidad de todos los instrumentos de deuda. Cuando la inflación sube, la Fed tiende a elevar los tipos de interés, lo que provoca una caída en los precios de todos los bonos, incluidos los TIPS. Por el contrario, cuando la inflación baja, la Fed reduce los tipos, impulsando el valor de la deuda. En este contexto, rendimientos y precios de los bonos se mueven en direcciones opuestas.



- Acontecimientos recientes**

El periodo 2021–2022 funciona como un ejemplo claro de los puntos centrales del análisis.

En 2021, cuando la inflación comenzó a acelerarse, pero antes de que la Reserva Federal aumentara los tipos de interés, solo quienes entraron en los TIPS con antelación obtuvieron rentabilidades positivas. Ese año, el inversor medio en TIPS logró un retorno del 4,81 %, frente al 1,25 % del fondo de renta fija medio.

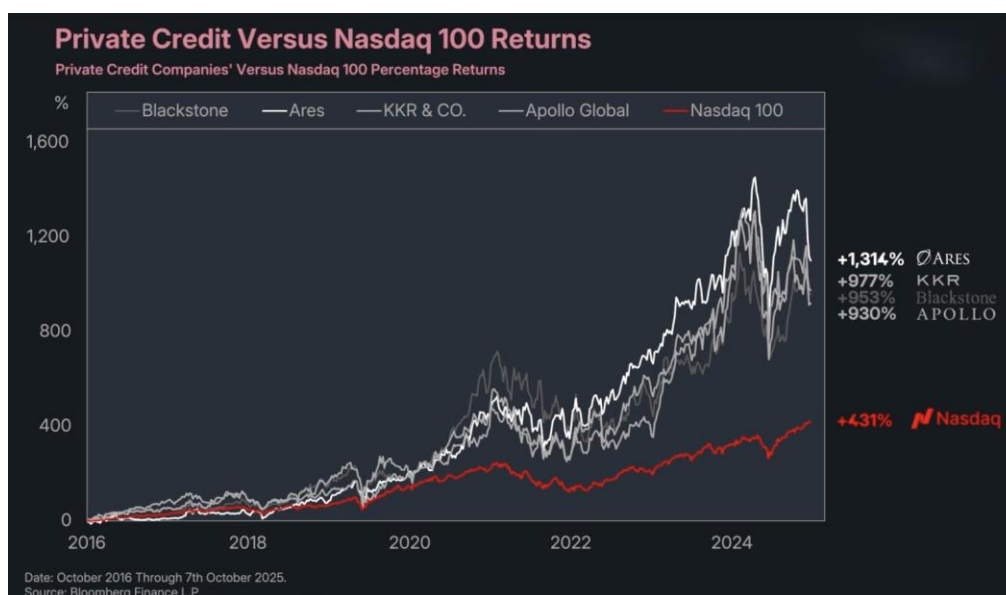
En cambio, en 2022, con la inflación en sus máximos y la Fed elevando los tipos de forma significativa, la situación fue adversa para los tenedores de TIPS: la rentabilidad anualizada media de estos títulos fue de -11,51 %, superada negativamente por la del fondo de renta fija medio, que se situó en -11,16 %.

La conclusión es sencilla: en los mercados no existen atajos gratuitos. Comprar TIPS después de que la inflación ya se haya disparado no garantiza protección; la prima potencial corresponde a quienes anticipan el repunte de precios y se posicionan antes que el resto del mercado.

Shadow Banking: El titiritero detrás de las sombras

En los últimos ocho años, las acciones de las cuatro principales empresas de crédito privado de Estados Unidos se han revalorizado aproximadamente un 1.000 %, más del doble del rendimiento del Nasdaq 100 en el mismo periodo.

Lo preocupante no es tanto su buen desempeño como las razones que explican ese crecimiento extraordinario.



Desde 2008, el mercado de crédito privado ha pasado de unos 230.000 millones de dólares a alrededor de 1,6 billones, lo que equivale a casi el 6 % del PIB.

La lógica inicial que sustentaba este tipo de financiamiento era simple y razonable: tras el casi colapso del sistema bancario en 2008, los reguladores y los responsables de política económica buscaban que los préstamos de mayor riesgo salieran del balance de los bancos tradicionales y se trasladaran al ámbito privado.

La intención era mantener los segmentos más riesgosos y dudosos de la actividad bancaria totalmente apartados de los lugares donde la gente común deposita su dinero. Pero la realidad evolucionó en sentido contrario.

Un reciente informe del Fondo Monetario Internacional expuso que la financiación bancaria tradicional se ha convertido en una fuente central de apalancamiento para las empresas de crédito privado.

En consecuencia, si este sector enfrentara episodios de tensión, es muy probable que sus efectos terminaran propagándose al sistema bancario regulado.

Apollo, Blackstone, ARS, Brookfield y KKR concentran ahora más de la mitad del mercado de crédito privado. Esto implica que la estabilidad de un sector valorado en un billón de dólares depende de un grupo muy reducido de compañías, lo que de facto podría situarlas en la categoría de entidades demasiado grandes para permitir que fracasen.

Durante mucho tiempo se dio por sentado que estas firmas gestionarían mejor que los bancos tradicionales los préstamos más riesgosos, en parte porque, si llegaban a asumir excesos especulativos, podían quebrar sin poner en peligro al público. Sin embargo, a medida que su tamaño ha crecido, también parece haber aumentado su disposición a adoptar prácticas crediticias más arriesgadas. Los gestores de crédito privado han obtenido de forma constante ganancias anuales de entre el 15 % y el 20 % durante la última década, lo que ha atraído a una gran cantidad de nuevos inversores al sector. Esta creciente “minoristación” de la industria ya ha sido señalada como un riesgo por el FMI.

Sin embargo, cualquiera que conozca el funcionamiento de los mercados de deuda sabe que rendimientos tan elevados —como un 15 % o un 20 % anual— implican necesariamente que el prestamista está asumiendo un riesgo considerablemente mayor.

En el crédito privado, esos riesgos suelen surgir de estructuras empresariales poco transparentes que dependen del apalancamiento obtenido a través de líneas de crédito facilitadas por los bancos.

Además, estas compañías se ven obligadas a asumir cada vez más riesgo para mantener los altos rendimientos que prometen y no ceder terreno frente a sus competidores. Un ejemplo evidente de esta dinámica se aprecia en lo que se conoce como convenios de préstamo.

Los convenios son normas incluidas en los contratos de préstamo cuyo propósito es proteger a los prestamistas. Entre ellas se encuentran pruebas financieras que la empresa prestataria debe superar para demostrar que conserva la capacidad de cumplir con sus obligaciones de pago.

En los últimos años, ha aumentado de forma notable la proporción de préstamos apalancados que entran en la categoría conocida como convenio lite, una modalidad en la que las reglas diseñadas para resguardar al prestamista se vuelven considerablemente más flexibles. Actualmente, el 91% de los préstamos apalancados que circulan en el mercado de crédito privado se consideran covenant lite.

Es fundamental comprender este punto, porque sugiere que las tasas de impago de estos préstamos podrían estar artificialmente contenidas, aun cuando persisten problemas estructurales de fondo. Muchas compañías que recurren a estas entidades de crédito privadas podrían estar encubriendo dificultades que permanecen fuera de nuestro alcance debido a la opacidad del sistema.

La realidad es que no disponemos de la información necesaria para evaluarlo con certeza. Lo que sí resulta evidente es que los préstamos apalancados se han propagado con enorme rapidez por el sector financiero y muestran un perfil de riesgo cada vez más elevado.

Conclusiones – ¿Paralelo con el 2008?

No sorprende que diversas instituciones financieras hayan lanzado advertencias sobre estas tendencias, ya que evocan, en parte, la dinámica previa a la crisis de 2008. Aun así, el crédito privado sigue siendo un sector relativamente joven. En la última década, su tamaño se ha expandido hasta alcanzar cerca del 5% del PIB de Estados Unidos.

Como referencia, la trayectoria de crecimiento del crédito privado recuerda a la que siguieron, a comienzos de los años 2000, los títulos hipotecarios de marca privada antes de convertirse en uno de los detonantes de la crisis financiera.

Aquellos instrumentos, extremadamente opacos y cargados de riesgo, desempeñaron un papel central en el colapso posterior. En 2003 equivalían aproximadamente al 5% del PIB, el mismo nivel que presenta hoy el crédito privado. Sin embargo, esa participación se disparó en apenas cuatro años: pasó del 5% al 18% del PIB, ilustrando con claridad la velocidad a la que puede inflarse un mercado cuando los incentivos y la supervisión se desalinean.

BlackRock proyecta que, para 2030, el crédito privado podría crecer hasta los 4,5 billones de dólares, lo que representaría cerca del 15 % del PIB. Si se cumple esta proyección en los próximos cuatro años, el ritmo de expansión sería comparable al que experimentaron los títulos hipotecarios de marca privada a comienzos de los años 2000.

Como señala el refrán, la historia puede no repetirse exactamente, pero con frecuencia guarda patrones similares. El propósito no es alarmarte ni alejarte del mercado; más bien, ocurre todo lo contrario.

Aunque los riesgos se están acumulando rápidamente y podrían materializarse en el futuro, seguimos considerando que, por ahora, el mercado de crédito privado sigue en funcionamiento y ofrece oportunidades.

La apuesta de China: Líderes tecnológicos

Los líderes chinos han vuelto a prometer que el consumo tendrá un papel más relevante en el crecimiento, pero los economistas muestran escepticismo.

El acento puesto en la autosuficiencia tecnológica y en la manufactura avanzada siembra dudas sobre hasta qué punto el consumo figura realmente como prioridad en la agenda de política. En el reciente plan quinquenal, Pekín incluyó la intención de elevar de forma notable la participación del gasto de los hogares en el PIB, un tono distinto al de planes anteriores y una señal de renovado interés por corregir desequilibrios estructurales.

Hoy el consumo de los hogares chinos representa alrededor del 40 % del PIB, frente al promedio mundial del 56 % y muy por debajo de los niveles de las economías de altos ingresos. Algunos analistas creen que Pekín podría fijar un objetivo numérico para forzar la actuación de las autoridades locales, pero mientras no se adopten medidas contundentes el escepticismo continuará.

Beijing ya ha intentado impulsar el gasto doméstico con diversas iniciativas, incluida una especie de programa de incentivos para la sustitución de bienes, pero esas medidas han tenido un impacto limitado. Allan von Mehren, economista para China en Danske Bank, interpreta que hasta ahora las políticas adoptadas no han logrado reactivar el consumo.

La guerra arancelaria con Estados Unidos ha aumentado la urgencia de lograr autonomía tecnológica y reforzar la capacidad industrial. Analistas de Pantheon Macroeconomics sostienen que China no sacrificaría el gasto de los hogares en favor del sector manufacturero: la visión de Xi de un mercado interno que proteja frente a incertidumbres internacionales favorece un modelo centrado en la manufactura y con una dependencia significativa de la demanda exterior.

Capital Economics advierte de que pueden pasar muchos años antes de que consumo e inversión se reequilibren de forma sostenible, ya que la política más amplia de Pekín limitará el ritmo de cualquier cambio. Las dudas sobre la salud fiscal y la estabilidad financiera también actúan como freno: aumentar rápidamente la participación del consumo en el PIB suele lograrse mediante una caída de la inversión o un aumento del endeudamiento de los hogares, alternativas que los dirigentes chinos prefieren evitar, según Andrew Batson, director de investigación sobre China en Gavekal Dragonomics.

Los economistas de Oxford Economics calculan que el esfuerzo fiscal necesario para impulsar el consumo sería enorme. La ausencia de medidas fiscales significativas en el plan quinquenal parece reflejar la precaria situación financiera de los gobiernos locales, muy endeudados y responsables de gran parte del gasto social.

Más allá del debate sobre instrumentos, el objetivo estratégico de Pekín es claro: construir una sociedad tecnológicamente avanzada y económicamente menos dependiente de Estados Unidos, no maximizar a cualquier precio el crecimiento potencial del PIB, según Arthur Kroeber, de Gavekal.

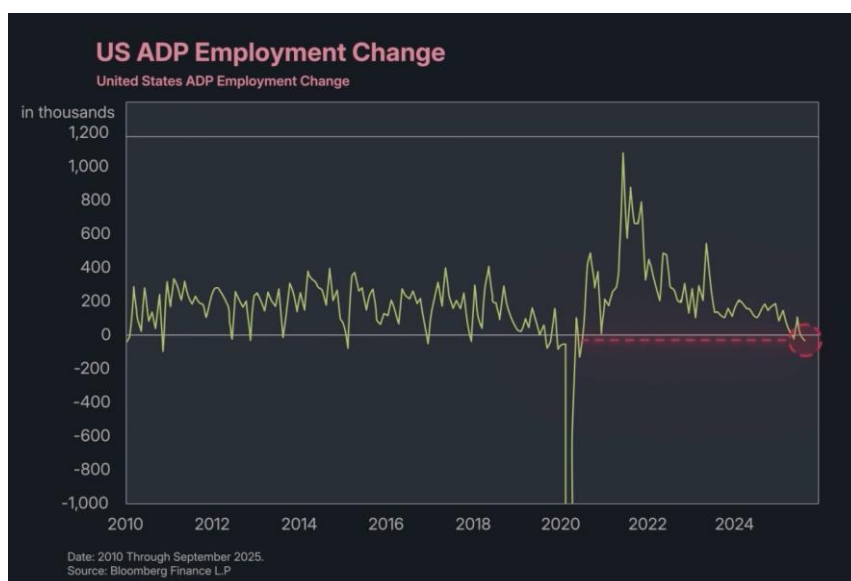
Aun así, los analistas observan que el liderazgo chino presta ahora mayor atención al bienestar de los hogares. Batson interpreta que esa atención de alto nivel forma parte del intento de mitigar las decepciones de la recuperación pospandémica y de atenuar el descontento social generado por la desaceleración del crecimiento, el colapso inmobiliario y un mercado laboral débil.

Aunque Pekín no parece dispuesto a financiar una expansión del bienestar basada en deuda, su apuesta por desarrollar industrias competitivas —como la de semiconductores— puede ser otra vía para crear empleos mejor remunerados, elevar los ingresos y, con el tiempo, estimular el consumo. Analistas de Trivium resumen la estrategia: Pekín apuesta por aumentar los ingresos de los hogares a través de un crecimiento impulsado por la productividad, pero será un proceso lento.

El modelo de Recesión de la FED: Señales de alerta

El modelo de recesión elaborado por la propia Reserva Federal de Estados Unidos, calcula la probabilidad de que la economía entre en recesión en los próximos doce meses. El indicador acaba de activar una señal relevante que sólo ha aparecido en contadas ocasiones en el pasado y que sugiere que la situación económica del país podría estar a punto de cambiar de forma significativa.

Aun así, puede resultar desconcertante ver cómo este modelo apunta a una probabilidad creciente de recesión justo ahora. En los últimos meses, diversas cifras de empleo publicadas por el gobierno estadounidense han sido negativas, y el informe laboral elaborado por ADP mostró por primera vez desde la pandemia una contracción en la creación de puestos de trabajo.



Por otro lado, el informe de nóminas no agrícolas indica que la economía estadounidense acaba de registrar la menor creación de puestos de trabajo desde la pandemia. Un ritmo de crecimiento del empleo tan débil guarda similitudes con los niveles observados justo antes de la Gran Crisis Financiera y también en la antesala de la recesión de 2001.

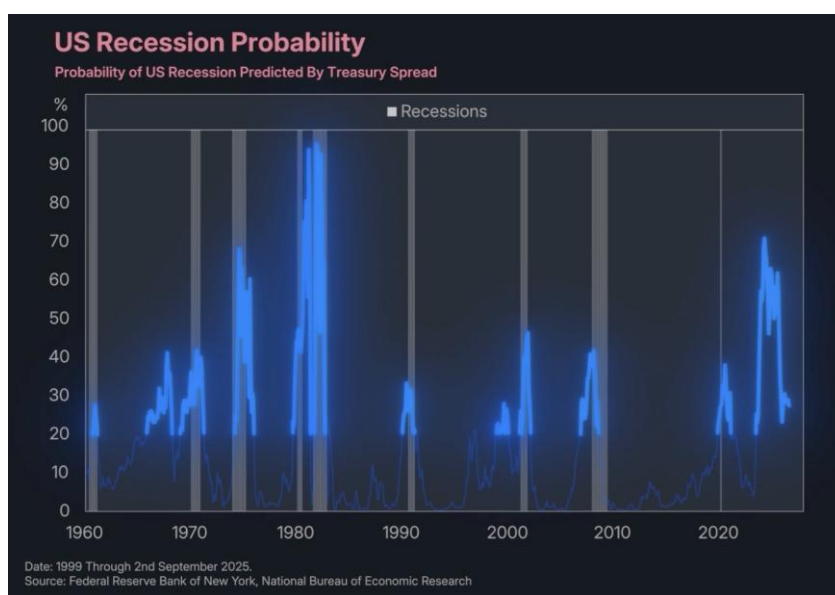
En el último año y medio, la tasa de desempleo en Estados Unidos ha aumentado casi un punto porcentual, un comportamiento que históricamente solo se ha observado en periodos de recesión. La ralentización en la creación de empleo se ha convertido en una preocupación creciente; el presidente de la Reserva Federal ha advertido recientemente que esta tendencia representa un riesgo cada vez más evidente para la economía. Así, por un lado, los datos económicos muestran señales claras de enfriamiento y desde la propia Reserva Federal se reconoce que las probabilidades de una recesión han aumentado. Sin embargo, por otro lado, el modelo de predicción de recesiones del

banco central está ofreciendo una lectura totalmente opuesta.

El funcionamiento del modelo esta basada en la curva de rendimiento (yield curve). Esta mide la diferencia de rendimiento entre los bonos de corto y largo plazo para evaluar qué tan ajustada o suelta es la liquidez en el sistema financiero. La Reserva Federal ha utilizado los datos de la curva de rendimiento para desarrollar un modelo que calcula de manera explícita la probabilidad de que la economía entre en recesión durante los próximos doce meses.

Cuando este modelo alcanza niveles elevados, indica que las condiciones de liquidez se han vuelto muy restrictivas, lo que aumenta la probabilidad de una desaceleración económica.

Como muestra la evidencia histórica, unos niveles de liquidez ajustados han precedido de forma consistente a cada recesión, lo que convierte al modelo en una señal especialmente fiable.



Por el contrario, cuando el modelo se sitúa en niveles bajos, señala que las condiciones de liquidez son holgadas. Este escenario es típico de momentos alejados de una recesión, es decir, fases de estabilidad económica o incluso de expansión.

El patrón histórico muestra que la liquidez suele endurecerse justo antes de una crisis. La recesión se materializa y, una vez que comienza a remitir, la liquidez vuelve a ampliarse, dando paso a un periodo prolongado de mayor estabilidad económica.

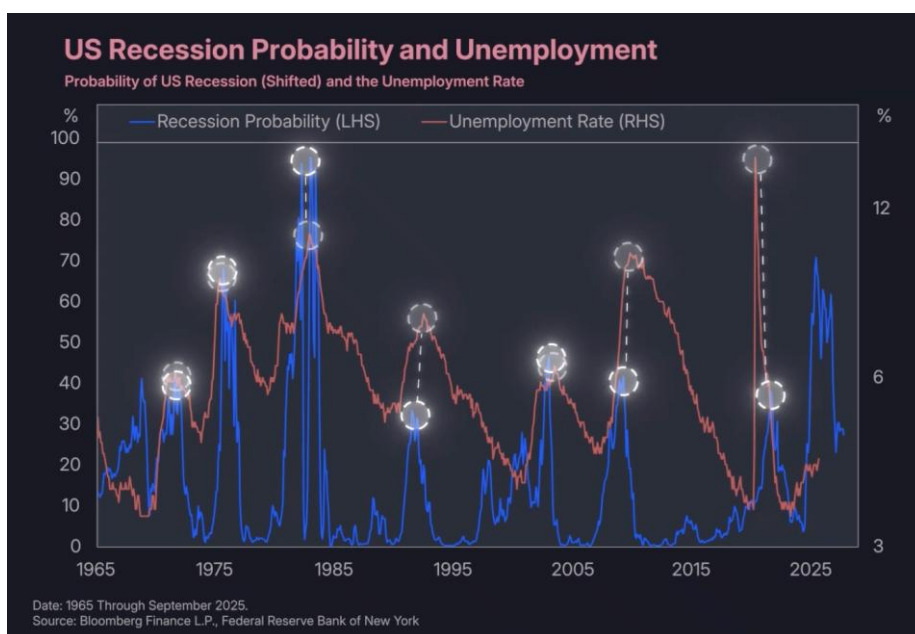
Lo realmente extraño en este momento es que el modelo alcanzó niveles elevados —que en el pasado siempre habían anticipado una recesión— pero esta vez no se produjo ninguna contracción económica. Aun así, ahora observamos que el indicador está retrocediendo, un comportamiento que históricamente solo aparece después de que una recesión ya ha tenido lugar.

En teoría, esta señal sugeriría que estamos entrando en una nueva fase de estabilidad económica.

Sin embargo, es razonable poner en duda su validez, considerando que no hubo una recesión derivada de las condiciones restrictivas de 2023 y 2024, a diferencia de lo que habría anticipado el propio modelo.

Lo curioso es que, si se desplaza aproximadamente un año hacia adelante el modelo de probabilidad de recesión elaborado por la Reserva Federal, sus máximos coinciden con los puntos más altos de la tasa de desempleo. En esencia, cada vez que la liquidez se endurece, el desempleo tiende a incrementarse en los doce meses posteriores. Del mismo modo, cuando las condiciones financieras vuelven a flexibilizarse, la tasa de paro suele retroceder a lo largo del año siguiente.

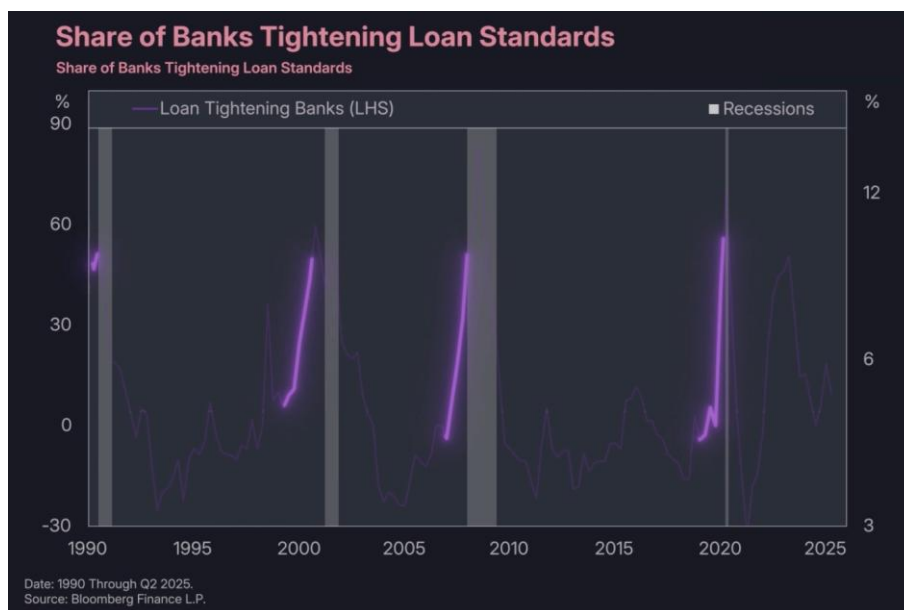
Actualmente, el modelo de probabilidad de recesión de la Reserva Federal sugiere que la tasa de desempleo probablemente está alcanzando su punto máximo. Este es un aspecto que hemos venido analizando durante los últimos meses. Por más preocupante que parezca la situación actual, la relajación de la liquidez podría dar lugar a una mejora temporal en la economía.



Sin embargo, hay un matiz importante: el modelo de la fed todavía se sitúa alrededor del 30%. Esa cifra sigue siendo muy elevada y dista de lo que normalmente observamos después de una recesión, cuando la probabilidad de contracción económica tiende a acercarse a cero. En otras palabras, aunque las condiciones de liquidez se han relajado, no lo han hecho de manera completa. Además, los datos bancarios reales nos permiten observar con precisión lo que está ocurriendo dentro del sistema financiero.

Desde el punto de vista de las entidades de crédito/bancos, los datos de una encuesta de la Reserva Federal reflejan el porcentaje de bancos nacionales en Estados Unidos que están restringiendo sus estándares de préstamo a empresas.

Históricamente, esta encuesta ha demostrado ser un buen indicador adelantado de recesiones, ya que los bancos tienden a endurecer sus criterios de crédito en los meses previos a las contracciones económicas oficiales.



Previo a las recesiones de 1990, 2001 y 2008, los bancos nacionales comenzaron a endurecer sus políticas de préstamo. Como consecuencia de estas recesiones, los estándares de crédito se relajaron de manera significativa, y los resultados de la encuesta descendieron por debajo de cero.

Si volvemos a superponer la tasa de desempleo en Estados Unidos y desplazamos un año hacia adelante la serie correspondiente a los estándares de crédito, se aprecia con claridad la fuerte correspondencia entre ambas curvas.

En términos prácticos, el grado de rigidez del sistema bancario anticipa si el mercado laboral tenderá a deteriorarse o a mejorar. Y, como puede observarse, la encuesta aún se mantiene en niveles elevados, lo que en absoluto sugiere que los bancos nacionales estén flexibilizando sus criterios de concesión de crédito.

Desde R&S, no anticipamos que la tasa de desempleo aumente de manera sustancial en el corto plazo. Tampoco consideramos probable que se inicie un período prolongado de expansión con una caída acelerada del desempleo.

El escenario más verosímil es que persista un entorno económico complejo durante el próximo año. Aun así, las condiciones actuales han resultado favorables para los mercados accionarios. La evolución del S&P 500 continúa sugiriendo potencial de nuevos avances en los próximos meses, aunque acompañados de episodios de volatilidad a corto plazo.

