

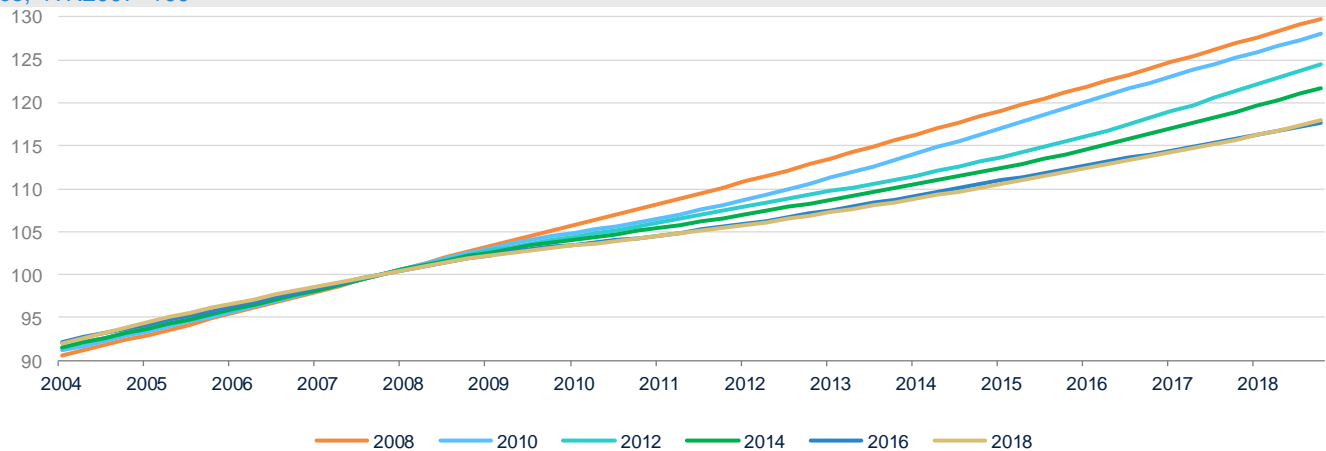
# ¿Qué sucede con el crecimiento potencial del PIB de EE.UU.?

Kan Chen

- **Ni la masa de capital, ni el empleo o la productividad muestran un incremento significativo tras el reciente estímulo presupuestario**
- **Según nuestra previsión, la producción potencial crecerá un 1,8% anual de media durante los 10 próximos años**
- **El crecimiento potencial del PIB tocó techo en 2017, por lo que la normalización de la política monetaria resulta adecuada**

Este mes se cumplen diez años de la quiebra de Lehman Brothers, uno de los acontecimientos más traumáticos de la Gran Recesión. Algo que ha distinguido a esta crisis económica de otras anteriores fue su extraordinaria persistencia. Conforme el crecimiento posterior a la crisis fue quedando una y otra vez por debajo de lo previsto, se hizo evidente que esta recesión no constituía tanto una perturbación en el ciclo como un cambio de tendencia. De hecho, algunas economías recuperaron la idea del estancamiento a largo plazo, sugiriendo que el lento crecimiento de la producción podía constituir la nueva normalidad.<sup>1</sup> La reiterada revisión a la baja de las previsiones de producción potencial por la CBO ilustra estas opiniones cada vez más pesimistas respecto a la capacidad productiva de la economía (Gráfica 1).

Gráfica 1. Revisiones históricas en las estimaciones de la CBO sobre producción potencial  
Índice, 4TR2007=100



Fuente: CBO, ALFRED y BBVA Research

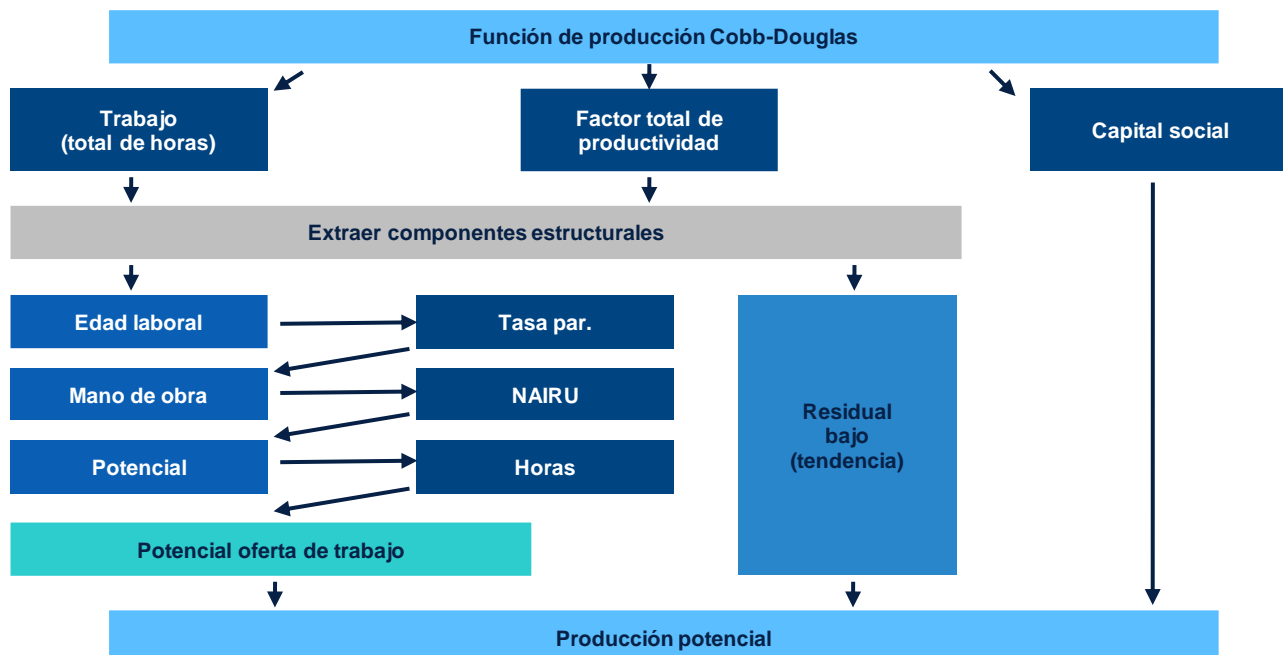
La toma de decisiones en materia empresarial y política se basa fundamentalmente en la identificación de las tendencias y el ciclo, y de ahí la importancia de las previsiones sobre producción potencial. De una parte, si la tendencia de producción potencial se reduce considerablemente a causa del daño permanente que la capacidad sufre durante una recesión, es probable que la economía haya alcanzado su techo. Si este fuera el caso actualmente, la elevada tasa de crecimiento del PIB registrada en el segundo trimestre (4,2%) constituiría un "subidón de azúcar"

1: Summers, L. H. (2014). US economic prospects: Secular stagnation, hysteresis, and the zero lower bound. *Economica*, 49(2), 65-73.

insostenible al que habría que poner remedio mediante políticas monetarias más restrictivas. De otra, una sobreestimación del impacto negativo sobre la producción potencial generaría una falsa alarma acerca de los riesgos de sobrecalentamiento de la economía, lo que daría lugar a un endurecimiento excesivo de la política monetaria. De hecho, algunos economistas abogaron recientemente por que el banco central ralentice su normalización de los tipos de interés, e incluso mantenga políticas de corte expansivo, ya que la economía podría continuar por debajo de su potencial.<sup>2</sup>

En este informe, analizaremos el PIB potencial sobre la base de la metodología expuesta en la Gráfica 2. Según muestra el diagrama de flujo, la producción potencial se basa en la obtención y proyección de las tendencias sobre capital, trabajo y productividad. También presentamos estimaciones para cada factor, así como sus implicaciones.

Gráfica 2. Metodología para calcular la producción potencial



Fuente: BBVA Research

## Capital

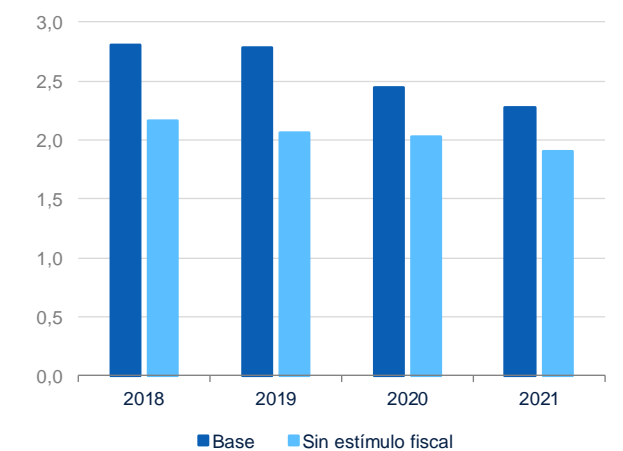
Habida cuenta del reciente paquete de estímulo presupuestario (recortes fiscales y proyecto de ley de gasto), se espera un aumento de la inversión, lo que a su vez debería impulsar el capital total y, con ello, la producción potencial. En uno de nuestros análisis anteriores, descubrimos que el estímulo presupuestario elevará notablemente el crecimiento del PIB entre 2018 y 2020, por cuanto dará lugar a un repunte del consumo, la inversión y el gasto público (Gráfica 3).

Aunque las políticas presupuestarias tendrán un efecto beneficioso a corto plazo sobre la economía, una cuestión clave a dilucidar es si también podrían contribuir a fortalecer la masa de capital a largo plazo y a elevar la tendencia de la producción potencial. Como ya sabemos por episodios anteriores de expansión presupuestaria, elegir el

2: Coibion, O., Gorodnichenko, Y. y Ulate, M. (2017). *The cyclical sensitivity in estimates of potential output* (Nº w23580). National Bureau of Economic Research.

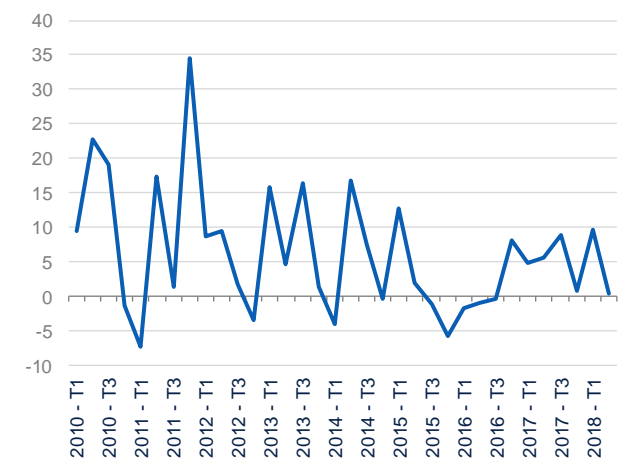
momento oportuno es fundamental.<sup>3</sup> No obstante, debido a los precios relativamente elevados de los activos y al efecto desplazamiento durante el período de expansión, los estímulos presupuestarios generan normalmente un impacto muy reducido sobre la inversión privada y, con ello, sobre la masa de capital. Como podemos apreciar en la Gráfica 4, la tibia respuesta de la inversión en 2018 confirma que el estímulo presupuestario podría no estar impulsando de forma significativa la masa de capital a largo plazo. Según nuestra estimación, la masa de capital crecerá a una tasa anual promedio del 2,3% entre 2018 y 2028, inferior a su promedio anterior a la crisis (3,0% entre 1997 y 2007), pero superior al promedio posterior a la misma (1,4% entre 2011 y 2017).

Gráfica 3. Previsiones sobre crecimiento de la producción % TAD



Fuente: BBVA Research

Gráfica 4. Crecimiento de la inversión % TAD



Fuente: BLS, Haver y BBVA Research

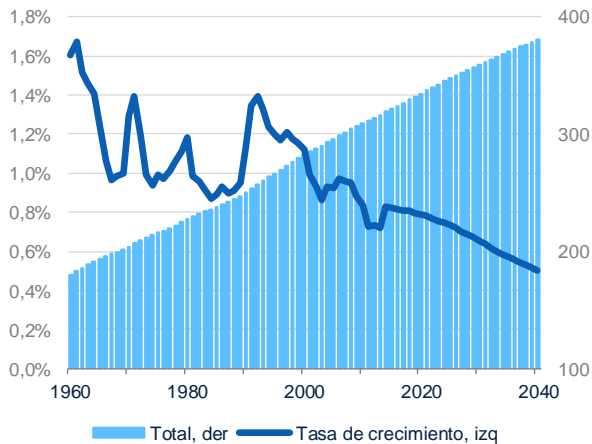
## Empleo

Según mostramos en la Gráfica 2, el número de empleos viene determinado conjuntamente por los factores de población, tasa de participación en la fuerza laboral, tasa de desempleo no aceleradora de la inflación (NAIRU) y promedio de horas por trabajador. Como hemos analizado en informes de situación anteriores,<sup>4</sup> el envejecimiento de la población tendrá un efecto considerable sobre el crecimiento de la población y las tasas de participación en la fuerza laboral, conforme a lo sucedido en otras economías desarrolladas durante las dos últimas décadas. Por ello, ambas tasas de crecimiento continuarán ralentizándose en la próxima década (Gráficas 5 y 6).

3: Auerbach, A. J. y Gorodnichenko, Y. (2017). *Fiscal stimulus and fiscal sustainability* (Nº w23789). National Bureau of Economic Research.

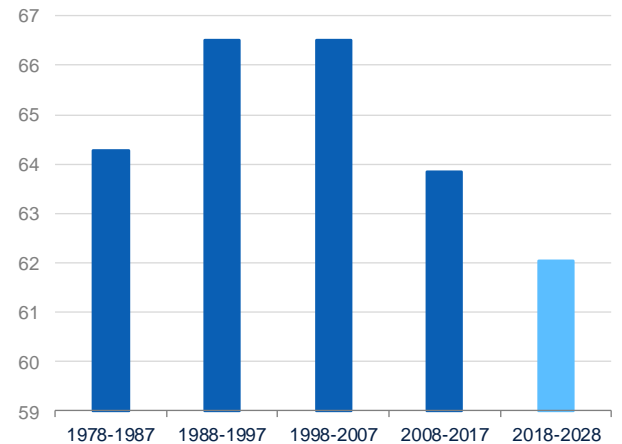
4: Si desea consultar un análisis más detallado acerca de la demografía y la tasa de participación en la fuerza laboral en EE.UU., puede consultar los capítulos específicos al respecto de nuestros informes de situación sobre EE.UU. anteriores ([demografía](#), [tasa de participación en la fuerza laboral](#)).

Gráfica 5. Población de EE.UU.  
%, millones



Fuente: BLS

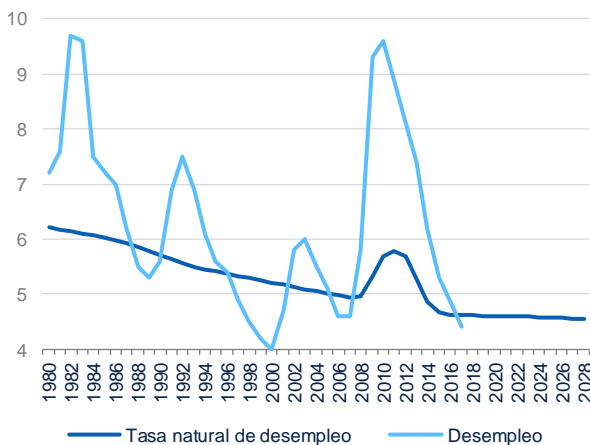
Gráfica 6. Tasa de participación en la fuerza laboral  
%



Fuente: BLS, Haver y BBVA Research

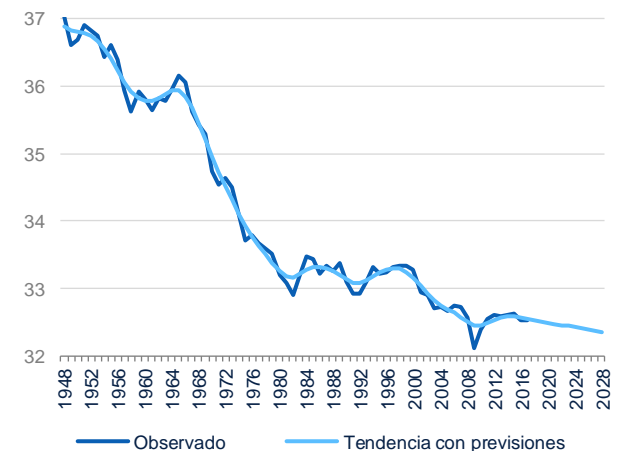
Además del crecimiento de la población y la tasa de participación en la fuerza laboral, la tasa de desempleo no aceleradora de la inflación y las horas promedio trabajadas también apuntan a un menor crecimiento del empleo. Como puede apreciarse en la Gráfica 7, aunque la tasa de desempleo no aceleradora de la inflación presenta una tendencia global descendente, nuestro modelo indica que permanecerá por encima del 4,5% durante los próximos 10 años. Además, debido al aumento de la productividad laboral y a la mayor calidad del ocio, el promedio de horas semanales trabajadas viene reduciéndose de forma continuada desde las 37 en 1948 hasta las 32 en 2017 (Gráfica 8), y parece improbable que esta tendencia vaya a cambiar. Según nuestra estimación, la tasa promedio de crecimiento del factor trabajo será del 0,5% entre 2018 y 2028, un 0,6% inferior al promedio anterior a la crisis (1,1% entre 1990-2006).

Gráfica 7. Tasas de desempleo  
%



Fuente: CBO, BLS y Haver

Gráfica 8. Promedio de horas semanales trabajadas  
Horas

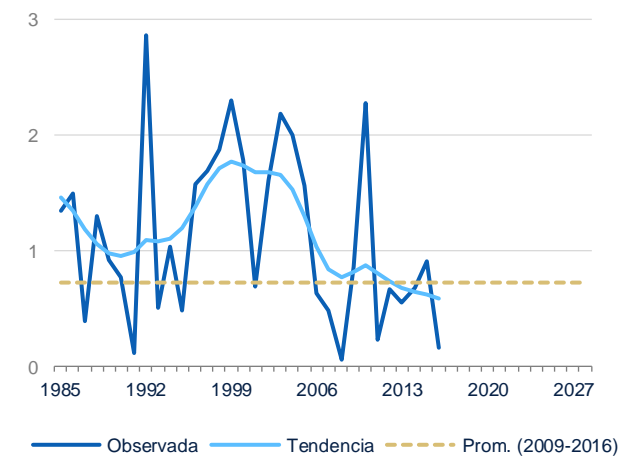


Fuente: BLS, Haver y BBVA Research

## Productividad

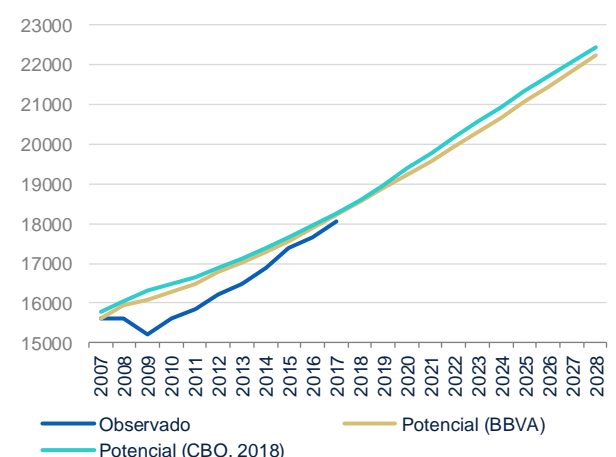
El último factor que determina la producción potencial es la productividad potencial, esto es, la tendencia de la productividad total de los factores (PTF). Aunque el reciente desarrollo de la inteligencia artificial y la automatización promete liberar a la fuerza laboral de los tediosos empleos asociados a cualificaciones medias y bajas, la mayoría de las estadísticas no brindan señales de que esto vaya a suceder en un futuro cercano. Como puede apreciarse en la Gráfica 9, la productividad total de los factores (PTF) no muestra señales de un crecimiento más vigoroso. Nuestra previsión base contempla una tasa de crecimiento de la productividad del 0,65% entre 2018 y 2028, lo que es ligeramente inferior al promedio posterior a la crisis del 0,72%. En otras palabras, el impacto de las recientes innovaciones tecnológicas no diferirá demasiado del que se ha producido en el pasado.

Gráfica 9. Crecimiento de la productividad total de los factores, %



Fuente: BBVA Research

Gráfica 9. PIB real efectivo y potencial  
Miles de millones en relación con USD en 2012



Fuente: BLS, Haver y BBVA Research

## Producción potencial

A partir de nuestras previsiones de masa de capital, participación en la fuerza laboral, promedio de horas semanales trabajadas y productividad total de los factores, obtenemos nuestras estimaciones sobre producción potencial. Además, asumimos que la brecha de producción (la diferencia entre la producción efectiva y la potencial) era de aproximadamente cero en 2007. Esto resulta coherente con la mayoría de estadísticas económicas recientes, incluidas las series sobre la brecha de producción elaboradas por la CBO. Según nuestra estimación, la tasa promedio de crecimiento del PIB potencial durante los próximos 10 años es del 1,8%. Es decir, debido al envejecimiento de la población, al moderado crecimiento de la masa de capital y al modesto avance de la productividad, resulta improbable que la economía vaya a crecer al mismo ritmo que antes de la Gran Recesión. Teniendo en cuenta que la mayoría de la ralentización se debe al empeoramiento de la demografía, aunque la masa de capital y la PTF crecieran a un ritmo superior, no sería posible cambiar esta tendencia. De hecho, nuestras estimaciones se parecen a las de la CBO, lo que sugiere que los responsables políticos tendrán que adoptar medidas arriesgadas para mejorar los fundamentales del mercado laboral, incluidas, entre otras, políticas en los ámbitos de inmigración, movilidad laboral, educación y formación.

## Conclusiones

En este informe, hemos calculado el crecimiento de la producción potencial para los próximos diez años a partir de nuestro conocimiento sobre el capital, el empleo y la productividad. De una parte, desde el punto de vista de la política monetaria, dado que la brecha de producción está próxima a cero, el enfoque de “subidas graduales de los tipos de interés” adoptado<sup>5</sup> por la Fed parece ser la política más sensata en base a nuestra interpretación del actual estado de la economía. De otra, conviene señalar que la probabilidad de recesión no ha dejado de aumentar desde comienzos de este año,<sup>6</sup> por lo que un sesgo excesivamente restrictivo de la Fed podría poner en riesgo el sistema de forma involuntaria. Según declaró Agustín Carstens, director gerente del Banco de Pagos Internacionales, en el simposio celebrado en agosto en Jackson Hole: “Existe un margen muy estrecho para hacerlo bien. No es fácil dirigir este proceso de normalización y, al mismo tiempo, mantener la estabilidad financiera. Los bancos centrales deberán tener mucho cuidado”.

## Aviso Legal

Este documento ha sido preparado por el Servicio de Estudios Económicos del BBVA de EEUU del Banco Bilbao Vizcaya Argentaria (BBVA) en su propio nombre y en nombre de sus filiales (cada una de ellas una compañía del Grupo BBVA) para su distribución en los Estados Unidos y en el resto del mundo, y se facilita exclusivamente a efectos informativos. En EEUU, BBVA desarrolla su actividad principalmente a través de su filial Compass Bank. La información, opiniones, estimaciones y previsiones contenidas en este documento hacen referencia a su fecha específica y están sujetas a cambios que pueden producirse sin previo aviso en función de las fluctuaciones del mercado. La información, opiniones, estimaciones y previsiones contenidas en este documento han sido recopiladas u obtenidas de fuentes públicas que la Compañía estima exactas, completas y/o correctas. Este documento no constituye una oferta de venta ni una incitación a adquirir o disponer de interés alguno en valores.

---

5: <https://www.usatoday.com/story/money/2018/07/17/powell-says-fed-plans-continue-to-lift-interest-rates-gradually/789135002/>

6: Si desea leer un análisis más detallado acerca de nuestra última previsión sobre la probabilidad de que se produzca una recesión, puede consultar el siguiente documento:

<https://www.bbvarsearch.com/en/publicaciones/u-s-just-what-the-doctor-ordered-real-time-recession-forecasts/>