

Análisis Macroeconómico

# Transición hacia un entorno que premia la productividad sobre el crecimiento

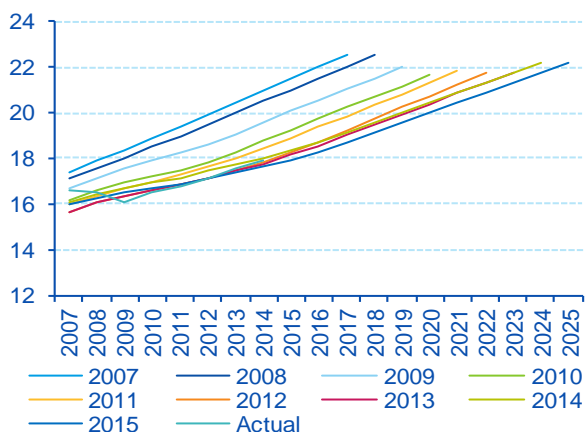
Boyd Nash-Stacey / Nathaniel Karp

- El lento ritmo de crecimiento económico desde 2009 refleja la gravedad de la crisis y una transformación estructural
- El crecimiento potencial del PIB será más bajo según los datos demográficos
- La brecha de producción se reducirá en un entorno en el que serán más bajos el desempleo de equilibrio, la inflación y las tasas de interés
- Se necesitan reformas estructurales audaces para impulsar el crecimiento económico potencial

Como resultado de la Gran Recesión, los economistas siguen debatiendo si ha habido un ciclo económico prolongado o un cambio estructural en la economía. En esencia, el debate trata de responder a dos preguntas clave: a) ¿Por qué ha sido tan lenta la recuperación? b) ¿A qué ritmo crecerá la economía en el futuro? Las respuestas a estas preguntas explican a qué distancia está la economía del empleo pleno y cuál debería ser la respuesta política.

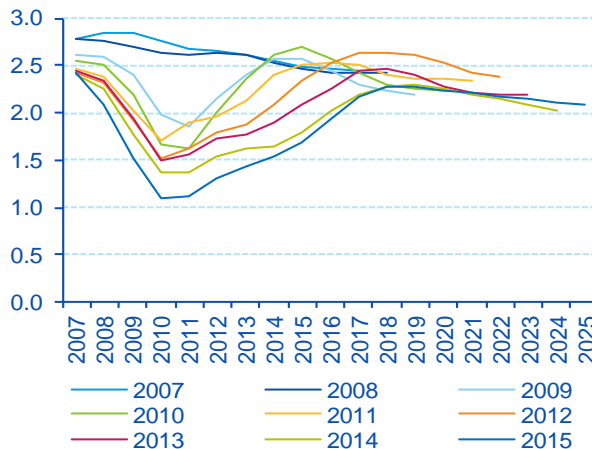
Según nuestro análisis, el lento ritmo de crecimiento desde 2009 refleja tanto la gravedad de la crisis como una transformación estructural que precedió a la Gran Recesión. Aunque esta opinión no es unánime, desde 2007, la Oficina Presupuestaria del Congreso ha revisado constantemente a la baja sus previsiones de crecimiento potencial a corto plazo, mientras que ha mantenido una tasa similar para el horizonte a largo plazo (en torno a 2%), lo que respalda la idea de que se trata tanto de dificultades cíclicas como estructurales. Por tanto, la holgura de la economía se ha mantenido alta durante más tiempo de lo esperado, pero no obstante seguirá reduciéndose, y si no se realizan importantes reformas estructurales, la economía convergirá en un ritmo de crecimiento más lento. Esto implica que los llamamientos a un mayor gasto fiscal y tasas de interés reales negativas del clan estancacionista secular podrían acelerar el retorno al empleo pleno, pero no podrán revertir las fuerzas estructurales que subyacen al lento ritmo de crecimiento.

Gráfica 1  
EEUU: PIB potencial, billones de \$, 2014



Fuente: BBVA Research, CBO y Haver

Gráfica 2  
EEUU: crecimiento potencial del PIB, %



Fuente: BBVA Research, CBO y Haver

## Entendiendo el ajuste

La lenta recuperación cíclica refleja los graves daños que ha dejado la Gran Recesión. La economía sufrió una importante crisis financiera, el colapso del mercado de la vivienda, una fuerte caída de los precios de los activos, el desapalancamiento del sector doméstico y financiero, condiciones crediticias estrictas, una elevada incertidumbre política, estímulos fiscales limitados, un choque transitorio del precio del petróleo, una flexibilidad monetaria limitada (por ejemplo las limitaciones del nivel próximo a cero) y una recesión económica mundial. Como muestran Reinhart y Rogoff (2009), las crisis financieras graves tienden a asociarse con caídas fuertes y prolongadas de la producción, el empleo y los precios de la vivienda. Baker, Bloom y Davis (2013) arguyen que la incertidumbre política fue un factor que intensificó la crisis. Las políticas arriesgadas, la falta de compromiso y el frecuente recurso a poner parches a corto plazo redujeron la certidumbre acerca del entorno empresarial, lo que a su vez dio como resultado una inversión y una contratación más débiles.<sup>1</sup> Otros investigadores han argumentado que la economía sufrió a causa del menor talento disponible y de las ineficiencias creadas por la crisis. Stock y Watson (2012) afirman que no fue un solo factor, sino la multitud de choques y sus efectos acumulados los que dieron como resultado una recesión grave pero convencional.

Aunque estos factores han retrasado la recuperación, el elemento más perjudicial ha sido la importante caída de la población activa. Dado que no se ha producido un repunte en la participación de la población activa, se podría argumentar que la economía sigue muy por debajo del empleo pleno, y que todavía se necesitan estímulos monetarios y fiscales para hacer que la economía vuelva a su potencial previo a la crisis. Sin embargo, una gran parte del descenso de la participación de la población activa y la proporción más baja de trabajadores como porcentaje de la población total reflejan cambios estructurales en la demografía de EEUU que anteceden a la burbuja inmobiliaria y a la Gran Recesión y, en algunos casos, se remontan a la década de 1950. La jubilación de los pertenecientes a la generación del "baby boom", la desaceleración de la participación femenina y el menor número de trabajadores varones en edad de máximo rendimiento son los factores más destacados. De hecho, cuando se ajusta el PIB por fuerza de trabajo, el crecimiento medio en el periodo 2009-2015 es similar a las expansiones del periodo 1985-2007. Es decir, una vez hecho el ajuste de la desaceleración del crecimiento de la fuerza de trabajo tras la crisis financiera y teniendo en cuenta el cambio estructural en la distribución de edad en EEUU, el crecimiento económico medio no es distinto del registrado en otros episodios de expansión recientes. Sin embargo, el caso de las expansiones anteriores a la década de 1980 es distinto, lo que apunta a que la economía comenzó un cambio estructural a mediados de dicha década y no es, por tanto, el resultado de la Gran Recesión.

Cuadro 1

### EEUU: PIB, inversión y población activa

Var. % promedio T/T, anual. desest.	PIB		PIB/Población activa		Inversión privada		Inversión privada/Población activa	
	Completa	Expansiones	Completa	Expansiones	Completa	Expansiones	Completa	Expansiones
1950-2015	3.3	4.2	1.9	2.7	4.2	6.3	2.7	4.7
1950-2007	3.6	4.4	2.0	2.8	4.6	6.4	3.0	4.7
1994-2007	3.2	3.4	2.0	2.1	4.7	5.3	3.5	4.0
1950-1984	3.9	5.3	2.1	3.5	5.1	7.8	3.3	5.9
1985-2007	3.1	3.4	1.8	2.0	3.9	4.6	2.5	3.1
2009-2015	2.3	2.3	2.0	2.0	5.1	5.1	4.8	4.8

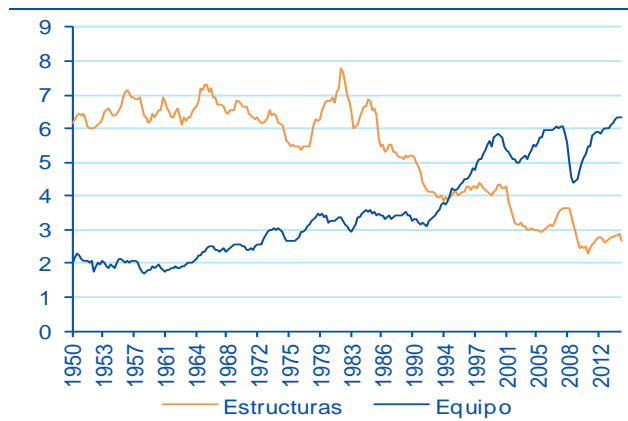
Fuente: BBVA Research, BEA, Census y Haver

En lo que respecta al capital, el argumento es similar en el sentido de que la Gran Recesión ha limitado la recuperación de la inversión privada. Sin embargo, desde una perspectiva estructural, tras ajustar la fuerza de trabajo, el gasto de capital en 2009-2015 se recuperó a un ritmo más rápido que en 1985-2007. En cuanto a la inversión residencial, la proporción sobre la población es similar a su media histórica. Como esta media se inclina al alza por la burbuja inmobiliaria, es posible que el nivel actual no implique una brecha significativa con su equilibrio a largo plazo. Dicho de otro modo, tanto el nivel como el ritmo de inversión residencial podrían estar actualmente en un nivel

<sup>1</sup> Véase por ejemplo [BBVA Research, Situación EEUU 3T12](#)

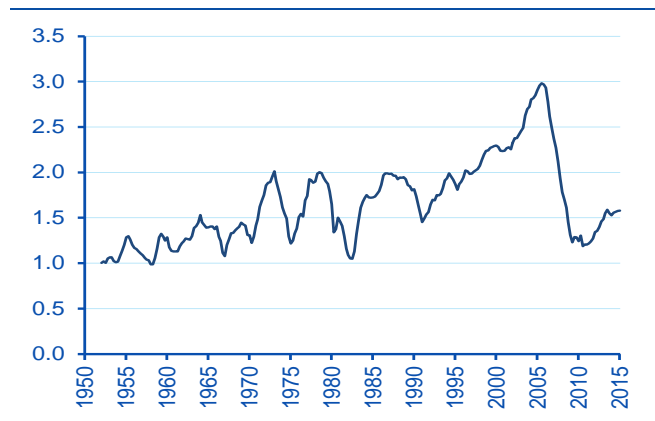
sostenible. La característica más sorprendente de la inversión privada es que la inversión en estructuras se ha mantenido básicamente plana en dólares constantes, pero se ha reducido como porcentaje del PIB desde mediados de la década de 1980. Esta caída ha coincidido con persistentes ganancias en equipos de software, I+D y comunicación; en conjunto, estas categorías representan el 57% del incremento de la inversión no residencial y no dedicada a las estructuras desde 1985. Estas tendencias son coherentes con una economía que durante décadas ha ido cambiando hacia servicios y sectores de alto valor agregado.

Gráfica 3  
EEUU: Inversión como % del PIB



Fuente: BBVA Research, BEA y Haver

Gráfica 4  
EEUU: Inversión residencial/población, miles de dólares per cápita

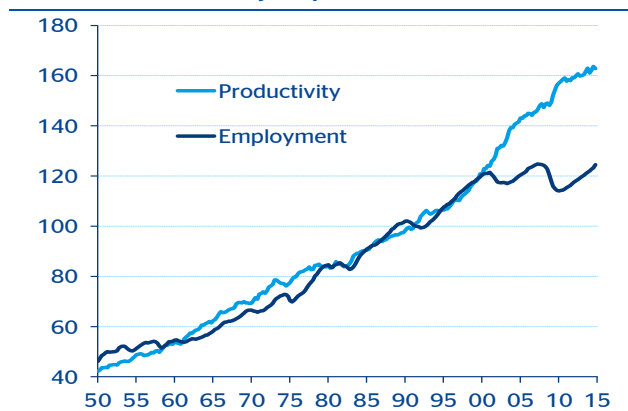


Fuente: BBVA Research, BEA y Haver

## ¿Cuál es el futuro del crecimiento de EEUU?

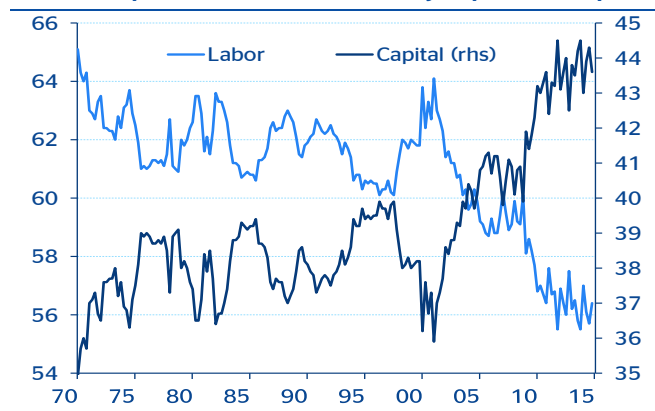
Debido principalmente a la moderación de la fuerza de trabajo causada por el envejecimiento, la caída de las tasas de fertilidad, la inmigración y la menor participación, en los próximos 20 años, EEUU se enfrenta a un escenario de crecimiento potencial del PIB más bajo.<sup>2</sup> En este entorno, el capital crecerá probablemente a un ritmo un poco más lento debido al efecto de la reducción de incentivos para invertir (tasas de rendimiento de capital más bajas) y la ventaja de sustituir capital por mano de obra (automatización).

Gráfica 5  
EEUU: Productividad y empleo, 1980-2000=100



Fuente: BBVA Research, BLS y Haver

Gráfica 6  
EEUU: Proporción de mano de obra y capital, % de prod.



Fuente: BBVA Research, BLS y Haver

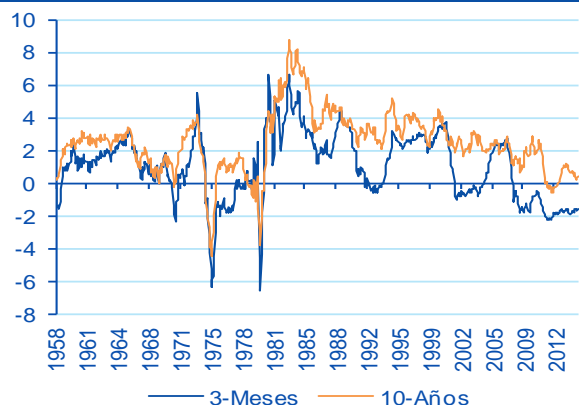
<sup>2</sup> Véase por ejemplo BBVA Research, [Tres motores de la transformación demográfica de EEUU](#)

Aunque la productividad se ha mostrado lenta en lo que respecta a su recuperación de la crisis, parece razonable suponer que su tasa de crecimiento repuntará hasta niveles próximos a los que había antes de la crisis, a medida que el desajuste de habilidades desaparezca y la innovación continúe ampliando fronteras. El resultado de ello será un menor crecimiento en general, pero más alto per cápita. Dicho en términos más sencillos, EEUU no está en un periodo de estancamiento secular ni está volviendo a los años de elevado crecimiento que siguieron a la Segunda Guerra Mundial, sino más bien en transición hacia un entorno que premia la productividad sobre el crecimiento.

Dado que el PIB potencial es más bajo, la diferencia entre el PIB real y el potencial, lo que se conoce como brecha de producción, se reducirá con el tiempo. En este escenario, la inflación, el desempleo, el crecimiento de los salarios y las tasas de interés reales convergen hacia un equilibrio más bajo; esta convergencia no revertirá la creciente desigualdad. Por consiguiente, tasas de interés reales más bajas que en el periodo pre-crisis serán la norma, más que la excepción.<sup>3</sup>

Varios factores son la causa del cambio en las tasas de interés de equilibrio. El incremento de la esperanza de vida, el menor crecimiento de la población y la jubilación temprana aumentan el ahorro en general, pues la gente tiene que suavizar un ciclo de vida más largo. Además, se ha producido una caída en la emisión de activos seguros en paralelo con el aumento de la demanda. La nueva normativa financiera también requiere la tenencia de una mayor proporción de activos seguros, mientras que la emisión de estos instrumentos es más baja que antes de la crisis. Por último, la demanda de préstamos es menor en una economía basada en el conocimiento, ya que las empresas producen y suministran bienes y servicios sin necesidad de grandes inversiones.

Gráfica 7  
EEUU: Tasas de interés reales, %



Fuente: BBVA Research y Haver

Gráfica 8  
EEUU: Oferta de activos seguros, % del PIB



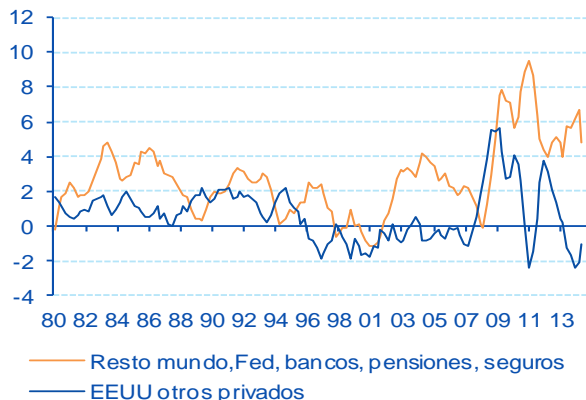
Fuente: BBVA Research, FRB y Haver

Esto contrasta con la visión estancacionista de que el PIB potencial se ha mantenido en niveles similares a la tendencia anterior a la crisis pero el crecimiento del PIB está por debajo del potencial. Como consecuencia, el entorno de crecimiento bajo da como resultado una persistente brecha de producción negativa, impulsada sobre todo por la escasez de la demanda debido al exceso de ahorro y a la falta de inversión. Sería necesario, pues, reducir las tasas de interés reales o aumentar el gasto fiscal para estimular la demanda agregada. Según este punto de vista, incluso si el Banco Central pudiera aumentar la inflación y por tanto reducir la tasa de interés real, la política monetaria se enfrentaría a la disyuntiva entre mantener las tasas de interés bajas para estimular el crecimiento y arriesgarse con ello a generar burbujas financieras o mantener la estabilidad financiera a riesgo de un crecimiento permanentemente estancado (Summers, 2013). De ahí se deduce que el gasto fiscal masivo sería una respuesta más adecuada. El resultado de que las tasas de interés reales sean más bajas es que los ahorros se dedican a activos financieros, lo que hace que suban los precios de oferta y crea burbujas lógicas.

<sup>3</sup> Véase por ejemplo BBVA Research, [¿Se mantendrán las bajas tasas de interés a largo plazo?](#)

Gráfica 9

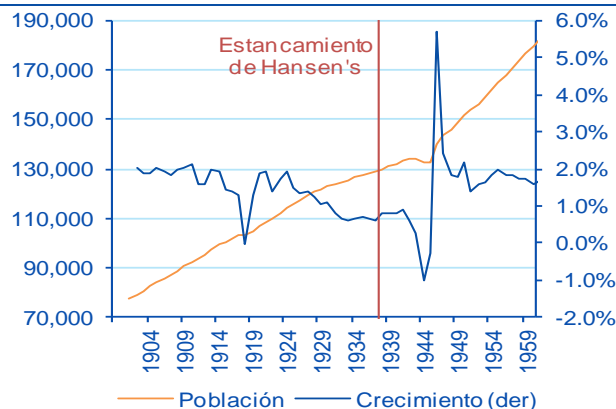
**EEUU: Demanda trimestral de valores del Tesoro, % del PIB\***



Fuente: BBVA Research, FRB y Haver  
\*Promedio móvil 4 trimestres

Gráfica 10

**EEUU: Población; nivel y crecimiento**



Fuente: BBVA Research, Census y Haver

No obstante, la historia nos ofrece una lección importante. En el periodo que siguió a las predicciones originales de estancamiento secular de Hansen en la década de 1930 (Hansen, 1939), las tasas de fertilidad repuntaron y la productividad experimentó una fase de considerables ganancias, desacreditando así la presunción de que el crecimiento de la población y la productividad seguirían cayendo y que eso llevaría a reducir la rentabilidad del capital y los incentivos para invertir. A su vez, la hipótesis del estancamiento secular se enterró hasta hace solo un par de años. Además, en un mundo globalizado, el exceso de ahorro se iría a otras partes del planeta donde las oportunidades de inversión ofrezcan mayores rendimientos que las alternativas nacionales;<sup>4</sup> lo que debilita el argumento de un exceso de ahorro permanente y de tasas de interés de equilibrio más bajas. Sin embargo, en épocas de estrés, es posible que estos ahorros no fluyan con facilidad y el exceso de ahorro puede permanecer en el país de origen y destinarse a activos financieros o propiedades inmobiliarias vacías.

## Qué hay que hacer para impulsar el crecimiento

Un escenario de menor crecimiento potencial y el cierre de la brecha de producción no justifican políticas monetarias y fiscales agresivas. Por el contrario, sería razonable que los responsables políticos se centraran en el aumento de la productividad y las horas trabajadas; podrían centrarse, por ejemplo, en mejorar la educación, impulsar la inversión en infraestructura, aumentar las alternativas para que los trabajadores poco cualificados participen en el mercado de trabajo y en reducir la burocracia y mejorar las condiciones empresariales. Otras alternativas que pueden ser más difíciles de implementar dado su alto costo político, pero que podrían ofrecer grandes beneficios, serían, entre otras, reformar la política de inmigración, modificar los sistemas de pensiones y jubilaciones y facilitar los flujos de capitales mundiales.<sup>5</sup> Si el estancamiento secular es realmente el problema al que se enfrenta la economía en la actualidad, estas reformas contribuirían a impulsar la demanda. Sin embargo, otras políticas que pueden ser demasiado costosas e ineficaces en un mundo estancacionista no secular, donde no hay una escasez importante de demanda, son aumentar el objetivo de inflación como modo de reducir la tasa de interés real, implementar políticas fiscales contracíclicas prolongadas o modificar las restricciones de inversión para los inversores institucionales.

<sup>4</sup> Véase por ejemplo el discurso de Bernanke [The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit](#)

<sup>5</sup> Véase por ejemplo BBVA Research, [Series estructurales: los retos de la educación pública](#) y [Serie estructural: Reforma de inmigración](#)

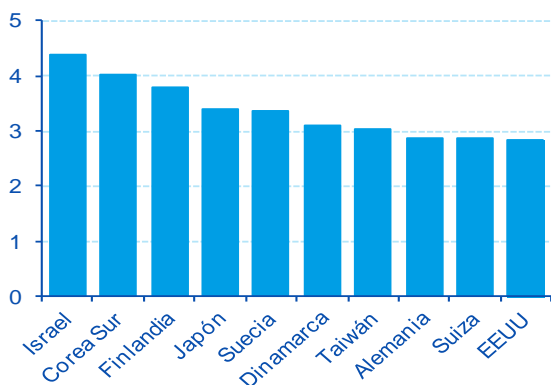
## Conclusiones

El crecimiento del PIB en el periodo post-crisis ha conducido a un promedio de tasas de interés más bajas que en el pasado. Sin embargo, observamos que este no es el caso si hacemos un ajuste según la fuerza de trabajo, lo que implica que, más que ningún otro factor, el débil crecimiento demográfico ha sido la característica fundamental que explica el reciente entorno de bajo crecimiento. Además, si tenemos en cuenta únicamente los periodos de expansión, las tasas de crecimiento actuales no son diferentes de los que predominaban después de mediados de la década de 1980, lo que refleja que hubo un periodo de elevada inversión después de la Segunda Guerra Mundial hasta los años 80. Esto a su vez refleja un cambio estructural en la economía, que ha pasado de estar basada en la industria a una plataforma orientada a los servicios, lo que ha repercutido fundamentalmente en la dinámica entre estructuras y equipamiento.

De cara al futuro, la caída de la población y del crecimiento de la fuerza de trabajo, debido a una fertilidad más baja, a las tasas de inmigración y al proceso de envejecimiento, reducirá el ritmo de crecimiento potencial del PIB a niveles por debajo de los anteriores a la crisis. Otros factores que limitarán el ritmo de expansión son la reducción de las ganancias derivadas de incrementar la educación y de una mayor participación de la fuerza de trabajo femenina. Además, un mayor porcentaje del gasto fiscal se dedicará al pago de intereses y a programas de ayuda social en vez de dedicarse a infraestructura, I+D y educación, lo que tendría mayor rentabilidad. Por otro lado, el empeoramiento de la distribución del ingreso y la reducción de la clase media perjudica el aumento del crecimiento, mientras que la mayor polarización política reduce las posibilidades de aprobar importantes reformas estructurales. Estas fuerzas estaban en juego incluso antes de la Gran Recesión; por tanto, aunque la crisis pueda haber bajado el nivel del PIB potencial, la tasa de crecimiento estaba abocada a desacelerarse, de todos modos.

Que a este proceso se le pueda llamar estancamiento secular u otra cosa es menos relevante que abordar los retos que se plantean a través de reformas estructurales audaces. Estas reformas aumentarían la demanda y la oferta y, por tanto, encararían el estancamiento secular y el entorno de bajo crecimiento prolongado. Algunas son menos polémicas que otras, pero el objetivo principal debería ser aumentar las horas trabajadas y la productividad y reducir la incertidumbre política, propiciar la participación de la mano de obra poco cualificada y eliminar las barreras para la constitución de empresas.

Gráfica 11  
I+D como % del PIB



Fuente: BBVA Research, WEF y NSF

Cuadro 2  
Rankings de educación, países seleccionados

Calificación PISA	Matem.	Lectura	Ciencias
Shanghai	613	570	580
Singapur	573	542	551
Hong Kong	561	545	555
Corea	554	536	538
Japón	536	538	547
Holanda	523	511	522
Canadá	518	523	525
R.U.	494	499	514
Rep. Eslovaca	482	463	471
<b>EEUU</b>	<b>481</b>	<b>498</b>	<b>497</b>
Lituania	479	477	496

Fuente: OCDE, Programa para la Evaluación Internacional de Alumnos

Aunque las tasas de interés reales a corto plazo han sido negativas durante un largo periodo, no se trata de algo inusual desde una perspectiva histórica, y no implica necesariamente que la política monetaria haya perdido su utilidad. Por el contrario, reconocer la posibilidad de un nivel de PIB potencial y de una tasa de crecimiento más bajos podría significar que la brecha de producción negativa fuera menor de lo esperado.

Esto a su vez justificaría un aumento de las tasas nominales más pronto que tarde, pues la política monetaria no debe verse como sustituto de retos estructurales. Además, equilibrar los riesgos de la estabilidad financiera debería ser un elemento destacado en la estrategia de la política monetaria.

Por último, aunque las perspectivas parezcan sombrías, vale la pena observar que, en comparación con otros países desarrollados, las expectativas de EEUU son notablemente mejores. En este sentido, EEUU seguirá liderando la economía desarrollada e incluso podría ser un ejemplo para otros países desarrollados en cuanto a cómo enfrentarse al entorno de bajo crecimiento. Lo crucial es que los responsables políticos trabajen juntos y encuentren una base común para implementar políticas eficaces, de modo que el Sueño Americano siga siendo un objetivo alcanzable para todos los individuos.

## Referencias

- Baker, S., N. Bloom, & S. Davis. 2013. *"Measuring Economic Policy Uncertainty."* Chicago Booth Research Paper No. 13-02. Enero.
- Bernanke, B.S. 2005. *"The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit."* Discurso en la Lectura de Sandridge, Asociación de Economistas de Virginia, Richmond, Virginia. Marzo 10.
- Hansen, A. H. 1939. *"Economic Progress and Declining Population Growth."* American Economic Review, vol. 29(1), pp 1-15, Marzo.
- Reinhart, C. M. & K. S. Rogoff. 2009. *"The Aftermath of Financial Crises."* American Economic Review, vol. 99(2), pp 466-72, Mayo.
- Stock, J. H. & M. W. Watson. 2012. *"Disentangling the Channels of 2009 Recession."* NBER Working Paper 18094. Cambridge, Massachusetts. Mayo.
- Summers, L. H. 2013. Discurso en la Decimocuarta Conferencia de Investigación Anual Jacques Polak en Honor de Stanley Fischer. Fondo Monetario Internacional. Washington, D.C. Noviembre 8.

### 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.