

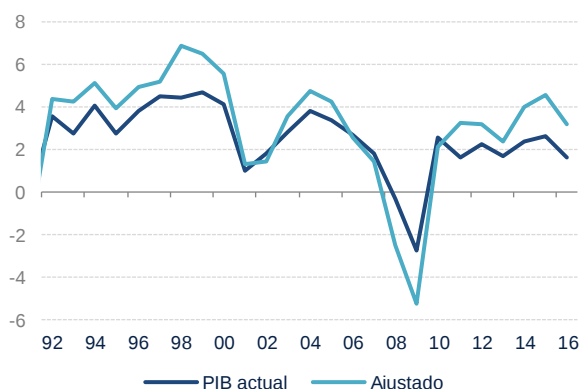
1. Editorial

La mayoría de los expertos estaría de acuerdo en que el ciclo de expansión actual ha sido anémico. Desde 2010, el crecimiento medio del PIB real ha sido del 2,1 %, significativamente por debajo del 3,2 % registrado entre 1992 y 2007. Con el tiempo, la diferencia acumulada entre las dos sendas podría resultar bastante dramática. Después de 15 años, el ciudadano promedio sería un 17 % menos rico y un 38 % más pobre después de 30 años. Dado que el crecimiento del PIB puede desglosarse en fuerza laboral, capital y productividad, la mayoría de las explicaciones se centran en una o más de estas categorías. La persistente desaceleración del crecimiento de la fuerza laboral y la tasa de participación en un contexto de envejecimiento de la población se suelen utilizar como explicaciones de una menor contribución de la mano de obra. El cambio hacia la economía digital también se esgrime como una razón para una inversión más anémica. Cada vez son más las personas que trabajan desde su casa, compran en Internet o usan videoconferencias y, por lo tanto, se necesitan menos estructuras a gran escala como autopistas, centros comerciales o aeropuertos. Además, se culpa a la globalización, la deslocalización y al aumento del porcentaje de la producción del sector de servicios del estancamiento de los salarios reales, de la desaceleración de la demanda de mano de obra poco cualificada, del empeoramiento de la desigualdad de ingresos y de la disminución del espacio de trabajo. Sin embargo, el mayor desafío radica en explicar la importante desaceleración del crecimiento de la productividad, que en promedio es del 0,4 % desde 2011, un cuarto de la tasa de crecimiento entre 1950 y 1979 y la mitad del crecimiento entre 1980 y 2007. Tal vez, el alto crecimiento de la productividad debe considerarse algo atípico, ya que ha habido inventos extraordinarios como los antibióticos, el motor de combustión y el ordenador personal que tuvieron efectos gigantescos y duraderos sobre la economía, algo que los mensajes de texto, los *smartphones* y el Wi-Fi puede que nunca logren. Además, la inversión y la innovación pueden verse limitadas por la falta de mercados libres y de competencia. Un número reducido de empresas grandes y poderosas, principalmente interesadas en maximizar los resultados financieros trimestrales y obtener beneficios a través de la búsqueda de rentas, desalientan a las nuevas empresas y reducen los incentivos para iniciar un negocio o invertir en I+D.

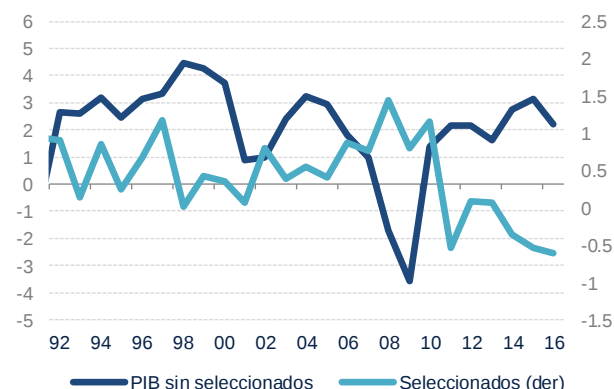
Dado que la productividad no se puede observar, su estimación depende de la calidad de las medidas utilizadas para la producción, el trabajo y el capital. La estimación de estas variables no siempre resulta sencilla, sobre todo cuando la economía depende más de la producción del sector de servicios, soporta una de las crisis financieras más profundas, experimenta cambios demográficos, atraviesa una profunda transformación tecnológica e implementa algunos de los cambios regulatorios más dramáticos de la historia moderna; todo ello sumado a una creciente polarización e incertidumbre en el plano político. A primera vista, los datos apuntan a que la economía se está estancando. Sin embargo, mientras que la demografía, la digitalización y la creciente debilidad de las instituciones están teniendo efectos tremendos, la desaceleración de la productividad puede ser menos grave de lo que parece, sobre todo si se subestima la producción. En primer lugar, el crecimiento más débil del PIB en el ciclo actual puede atribuirse casi por completo a la contribución negativa del gasto público y a un crecimiento más anémico del consumo personal de servicios. Lo primero refleja el resultado de amargas negociaciones políticas después de la crisis encaminadas a evitar el incumplimiento de la deuda pública y la reducción del gasto federal real. Aunque esto último puede explicarse por la inusual debilidad del gasto personal en servicios no negociados en el mercado y, por lo tanto, se imputan como costes de alquiler de vivienda ocupada por el dueño, servicios financieros prestados sin remuneración y gastos de entidades sin fines de lucro que prestan servicio a los hogares.

Dado que el cálculo de estos componentes de gastos no observables resulta muy sensible a las variables financieras y los costes sanitarios, la caída en el precio de la vivienda, el colapso de los préstamos bancarios y de la calidad crediticia, los tipos de interés ultrabajos y la Ley de Protección al Paciente y Cuidado de Salud (*Affordable Care Act*) tuvieron un efecto sin precedentes sobre el gasto total y, por tanto, el PIB. Por ejemplo, entre 2010 y 2015, el gasto nominal en servicios financieros prestados sin

remuneración aumentó un 27 %, pero el gasto real disminuyó un 5 %. De hecho, la suma de estas categorías no observables explica casi el 60 % del lastre del crecimiento real del PIB en 2010-2015, y su exclusión produciría un crecimiento promedio anual del 3,5 % en el mismo período. Esta tasa es similar a la de 1992-2007. En segundo lugar, el período posterior a la crisis ha mostrado fuertes movimientos en los precios de las materias primas, el valor del dólar estadounidense, los kilómetros recorridos y el consumo de combustibles para vehículos de motor. Cuando los precios de las materias primas estaban altos y el dólar débil, las inversiones en exploración minera, equipo ferroviario y maquinaria agrícola y petrolera se dispararon, las exportaciones netas crecieron más rápido y se conducía menos y se compraban vehículos más eficientes. Cuando los precios de las materias primas disminuyeron y el dólar se fortaleció, la inversión se desplomó, el déficit comercial se amplió y aumentó el consumo de combustible y los kilómetros recorridos. Por ejemplo, entre 2009 y 2013, la inversión real en exploración minera y construcción de pozos aumentó casi un 70 %, sumando un 0,1 % al crecimiento del PIB real cada año. Sin embargo, entre 2014 y 2016, se redujo más del 60 %, restando un 0,3 % al crecimiento del PIB real en 2015 y 2016.

Gráfica 1.1 Crecimiento del PIB real (a/a, %)


Fuente: BBVA Research y Haver

Gráfica 1.2 Contribución al crecimiento del PIB real (p.p.)


Fuente: BBVA Research y Haver

En su mayor parte, estas tendencias no reflejan la falta de innovación, competencia o de espíritu empresarial, ni el colapso de nuestras instituciones o del sector empresarial, sino más bien todo lo contrario. Por ejemplo, entre 2007 y 2016, la eficiencia de combustible de los vehículos de motor aumentó un 24 %, mientras que las emisiones de CO₂ disminuyeron un 19 %. Mientras tanto, la productividad por nuevo pozo de petróleo aumentó un factor de 18 en 10 años y se mantiene en niveles récord. Dado que los automóviles y el petróleo constituyen componentes importantes de los inventarios, las grandes fluctuaciones en las existencias pueden no resultar inusuales, ya que las empresas implementan mejores procesos de gestión de la oferta. Al ajustar el PIB para estos efectos se obtiene una tasa de crecimiento del 3,2 % en 2016, el doble que la cifra oficial. Esto no significa que debemos ignorar la desaceleración del crecimiento del PIB y la baja productividad, ni descartar las estadísticas oficiales del PIB. Sin embargo, sí que sugiere que las preocupaciones sobre el estancamiento y la transformación digital pueden ser exageradas, en particular, puesto que muchos de los componentes que explican un crecimiento más débil del PIB no se negocian en el mercado y están sujetos a la volatilidad de los precios de las materias primas y a las políticas de riesgo. Si una medida ajustada de la producción genera un mayor crecimiento, el incremento de la productividad también sería mayor, dadas las mismas circunstancias. Sin embargo, esto no debería disuadir a los encargados de formular políticas de centrarse en los desafíos apremiantes que implica la creciente desigualdad de ingresos, el deterioro de la calidad de la educación y el aumento de los costes sanitarios, al tiempo que se mantiene la estabilidad fiscal, se apoya la competitividad y se consiguen altas tasas de crecimiento.

AVISO LEGAL

Este documento, así como los datos, opiniones, previsiones y recomendaciones contenidas en el mismo han sido elaborados por Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (en adelante "BBVA") con la finalidad de proporcionar a sus clientes información general a la fecha de publicación del informe y están sujetas a cambio sin previo aviso. BBVA no asume compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

El inversor que tenga acceso al presente documento debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a que el mismo se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo ya que no han sido tomados en consideración para la elaboración del presente informe. Por lo tanto, debe tomar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias y procurándose el asesoramiento específico y especializado que pueda ser necesario. El contenido del presente documento se basa en informaciones que se estiman disponibles para el público, obtenidas de fuentes que se consideran fiables, pero dichas informaciones no han sido objeto de verificación independiente por BBVA, por lo que no se ofrece ninguna garantía, expresa ni implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección. BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor debe tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o los resultados históricos de las inversiones no garantizan la evolución o resultados futuros.

El precio de los valores o instrumentos o los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor e incluso suponerle la pérdida de la inversión inicial. Las transacciones en futuros, opciones y valores o instrumentos de alta rentabilidad (high-yield securities) pueden implicar grandes riesgos y no son adecuados para todos los inversores. De hecho, en ciertas inversiones, las pérdidas pueden ser superiores a la inversión inicial, siendo necesario en estos casos hacer aportaciones adicionales para cubrir la totalidad de dichas pérdidas. Por ello, con carácter previo a realizar transacciones en estos instrumentos, los inversores deben ser conscientes de su funcionamiento, de los derechos, obligaciones y riesgos que incorporan, así como los propios de los valores subyacentes a los mismos. Deben ser igualmente conscientes de que podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos o ser, en cualquier caso, limitado.

BBVA o cualquier otra entidad filial, así como sus respectivos directores o empleados, pueden tener una posición en cualquiera de los valores o instrumentos a los que se refiere el presente documento, directa o indirectamente, o en cualesquiera otros relacionados con los mismos; pueden negociar con dichos valores o instrumentos, por cuenta propia o ajena, proporcionar servicios de asesoramiento u otros servicios al emisor de dichos valores o instrumentos, a empresas relacionadas con los mismos o a sus accionistas, directivos o empleados y pueden tener intereses o llevar a cabo cualesquiera transacciones en dichos valores o instrumentos o inversiones relacionadas con los mismos, con carácter previo o posterior a la publicación del presente informe, en la medida permitida por la ley aplicable.

Los empleados de los departamentos de ventas u otros departamentos de BBVA o de sus filiales pueden proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito, o estrategias de inversión a los clientes que reflejen opiniones contrarias a las expresadas en el presente documento; Asimismo, BBVA o cualquier otra entidad filial puede adoptar decisiones de inversión por cuenta propia que sean contradictorias con las recomendaciones contenidas en el presente documento. Se prohíbe (i) copiar, fotocopiar o duplicar de cualquier otra manera o medio, (ii) redistribuir o (iii) citar total o parcialmente el presente documento sin la previa autorización por escrito de BBVA. Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, distribuirse o transmitirse a aquellos países (o personas o entidades de los mismos) en los que su distribución pudiera estar prohibida por la normativa aplicable. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de la jurisdicción pertinente.

En el Reino Unido, este documento se dirige únicamente a personas que (i) tienen experiencia profesional en asuntos relacionados con las inversiones contempladas en el artículo 19(5) de la ley de servicios y mercados financieros de 2000 (promoción financiera), orden 2005 (en su versión enmendada, la "orden de promoción financiera"), (ii) están sujetas a lo dispuesto en el artículo 49(2) (a) a (d) ("empresas de alto patrimonio, asociaciones de hecho, etc.") de la orden de promoción financiera, o (iii) son personas a quienes se les puede comunicar legalmente una invitación o propuesta para participar en actividades de inversión (según el significado del artículo 21 de la Ley de Servicios y Mercados Financieros de 2000). Todas esas personas en conjunto se denominarán "personas relevantes". Este documento se dirige únicamente a las personas relevantes, y no deben basarse en él ni obrar según el mismo las personas que no lo sean. Todas las inversiones o actividades de inversión a las que hace referencia este documento solo están disponibles para las personas relevantes y se realizarán únicamente con personas relevantes. El sistema retributivo del/los analista/s autor/es del presente informe se basa en una multiplicidad de criterios entre los cuales figuran los ingresos obtenidos en el ejercicio económico por BBVA e, indirectamente, los resultados del Grupo BBVA, incluyendo los generados por la actividad de banca de inversiones, aunque éstos no reciben compensación basada en los ingresos de ninguna transacción específica de banca de inversiones.

BBVA no es miembro de FINRA y no está sujeto a las normas de revelación previstas para sus miembros.

"BBVA está sujeto al Código de conducta de BBVA para operaciones del mercado de valores que, entre otras normativas, incluye reglas para impedir y evitar el conflicto de intereses con las calificaciones ofrecidas, incluyendo el uso de barreras de información. El Código de conducta del Grupo BBVA para las operaciones del mercado de valores se encuentra disponible en la siguiente dirección Web: www.bbva.com / Corporate Governance".

BBVA, S.A. es un banco, supervisado por el Banco de España y por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, e inscrito en el registro del Banco de España con el número 0182.

Este informe ha sido elaborado por la unidad de Estados Unidos

Economista Jefe de Estados Unidos

Nathaniel Karp
nathaniel.karp@bbva.com
+1 713 881 0663

Filip Blazheski
filip.blazheski@bbva.com

Shushanik Papanyan
shushanik.papanyan@bbva.com

Kan Chen
kan.chen@bbva.com

Boyd Nash-Stacey
boyd.stacey@bbva.com

Marcial Nava
marcial.nava@bbva.com

BBVA Research

Economista Jefe Grupo BBVA

Jorge Sicilia Serrano

Estados Unidos

Nathaniel Karp
Nathaniel.Karp@bbva.com

España y Portugal

Miguel Cardoso
miguel.cardoso@bbva.com

México

Carlos Serrano
carlos.serrano@bbva.com

Oriente Medio, Asia y Geopolítica

Álvaro Ortiz
alvaro.ortiz@bbva.com

Turquía

Álvaro Ortiz
alvaro.ortiz@bbva.com

China

Le Xia
le.xia@bbva.com

América del Sur

Juan Manuel Ruiz
juan.ruiz@bbva.com

Argentina

Gloria Sorensen
gsorensen@bbva.com

Chile

Jorge Selaive
jselaive@bbva.com

Colombia

Juana Téllez
juana.tellez@bbva.com

Perú

Hugo Perea
hperea@bbva.com

Venezuela

Julio Pineda
juliocesar.pineda@bbva.com

Análisis Macroeconómico

Rafael Doménech
r.domenech@bbva.com

Escenarios Económicos Globales

Miguel Jiménez
mjimenezg@bbva.com

Mercados Financieros Globales

Sonsoles Castillo
s.castillo@bbva.com

Modelización y Análisis de Largo

Plazo Global
Julián Cubero
juan.cubero@bbva.com

Innovación y Procesos

Oscar de las Peñas
oscar.delaspenas@bbva.com

Sistemas Financieros y Regulación

Santiago Fernández de Lis
sfernandezdelis@bbva.com

Coordinación entre Países

Olga Cerqueira
olga.gouveia@bbva.com

Regulación Digital

Álvaro Martín
alvaro.martin@bbva.com

Regulación

María Abascal
maria.abascal@bbva.com

Sistemas Financieros

Ana Rubio
arubiog@bbva.com

Inclusión Financiera

David Tuesta
david.tuesta@bbva.com

DATOS DE CONTACTO:

BBVA Research USA
2200 Post Oak Blvd.
Houston, TX 77025
Estados Unidos

Correo electrónico: bbvaresearch_usa@bbva.com
www.bbvaresearch.com
www.bbvacompass.com/compass/research/
twitter.com/BBVAResearchUSA
bbvaresearchusa.podbean.com