

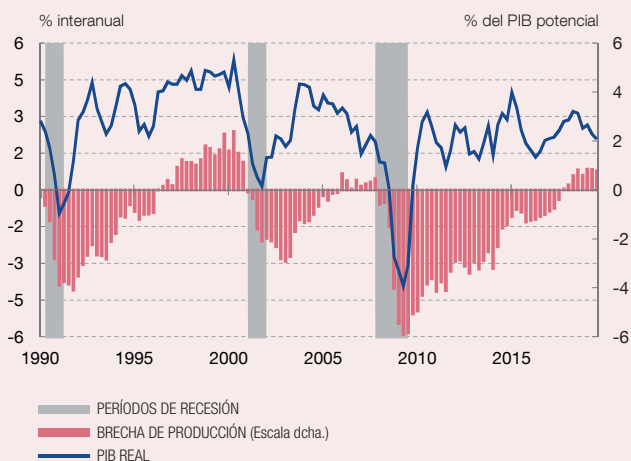
LA ECONOMÍA DE ESTADOS UNIDOS: ELEMENTOS DE RESISTENCIA Y DE VULNERABILIDAD

La economía de Estados Unidos se ha desacelerado en los últimos trimestres, afectada, principalmente, por la debilidad de la actividad económica global y, en el ámbito nacional, por el agotamiento de los estímulos fiscales. Dado su peso en el contexto internacional, resulta relevante valorar hasta qué punto es probable que la desaceleración de la economía estadounidense se intensifique en los próximos trimestres. Para ello, en este recuadro, se describen los principales pilares que sustentarían el crecimiento de esta economía en el corto plazo, los riesgos y vulnerabilidades más relevantes a los que se enfrenta y el margen de actuación de la política económica que estaría disponible para tratar de mitigar un eventual deterioro adicional de la actividad.

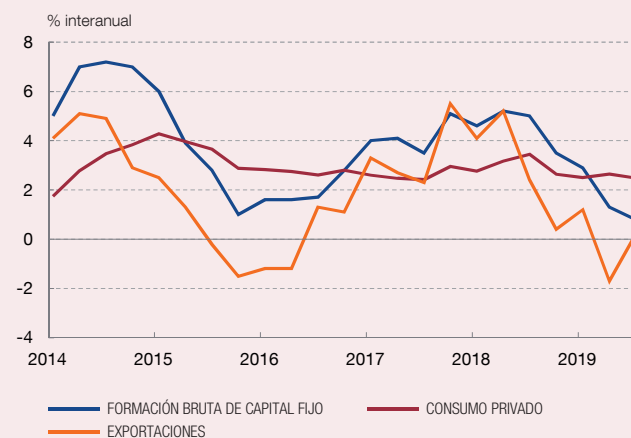
En el último año, el crecimiento del PIB de Estados Unidos se ha desacelerado desde tasas interanuales del entorno del 3 % hasta aproximadamente el 2 %, ritmo de avance muy similar al crecimiento potencial, estimado por la Reserva Federal en el 1,9 % (véase gráfico 1.1). El avance de la economía estadounidense durante este período ha descansado, fundamentalmente, en el dinamismo del consumo privado (véase gráfico 1.2), que se ha visto favorecido por los avances de la renta y de la riqueza de los hogares. En concreto, la positiva evolución del mercado de trabajo en los últimos años ha propiciado el aumento de la renta de las familias, tanto por el incremento del empleo como por el de los salarios, que han crecido por encima de la inflación (véase gráfico 1.3). Hacia delante,

Gráfico 1
PERSPECTIVAS ECONÓMICAS DE ESTADOS UNIDOS

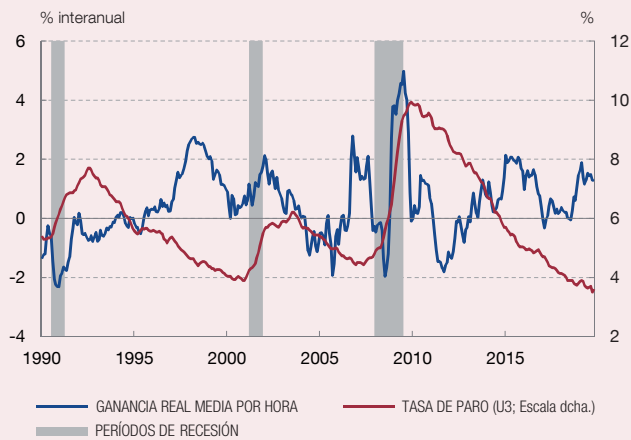
1 CRECIMIENTO DEL PIB Y BRECHA DE PRODUCCIÓN



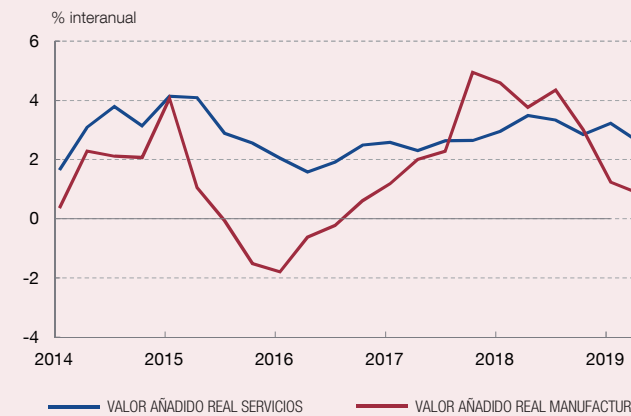
2 COMPONENTES DEL PIB



3 TASA DE PARO Y CRECIMIENTO DE LOS SALARIOS



4 CRECIMIENTO DEL VALOR AÑADIDO, POR SECTORES



FUENTES: Congressional Budget Office, National Bureau of Economic Research, US Bureau of Economic Analysis y US Bureau of Labor Statistics.

LA ECONOMÍA DE ESTADOS UNIDOS: ELEMENTOS DE RESISTENCIA Y DE VULNERABILIDAD (cont.)

aunque se aprecian algunos signos de moderación en el ritmo de creación de empleo, es probable que este siga siendo suficiente para acomodar las nuevas incorporaciones de trabajadores a la población activa y para mantener, en consecuencia, la tasa de paro en mínimos históricos. Otros indicadores también apuntan a la solidez del mercado de trabajo en el corto plazo, como el bajo número de despidos o el elevado número de empleados que cesan voluntariamente su relación laboral. Por otra parte, la riqueza neta de los hogares ha alcanzado recientemente nuevos máximos históricos, gracias a la revalorización de los activos inmobiliarios y de renta variable, al tiempo que se afianzaba el proceso de desapalancamiento de la deuda de los hogares iniciado tras la crisis financiera. Por el contrario, un elemento de menor soporte del gasto de estos agentes de cara al futuro podría venir dado por el reducido nivel de la tasa de ahorro, que, no obstante, ha experimentado un ligero repunte en la etapa más reciente, tras alcanzar mínimos históricos.

Frente a la fortaleza del consumo, la inversión empresarial y el sector exterior han mostrado últimamente evidentes síntomas de debilidad, que, de mantenerse en los próximos trimestres, podrían trasladarse a las dinámicas de empleo y consumo¹. En el caso de la inversión, la persistente escalada de las tensiones comerciales y la desaceleración económica global han propiciado un deterioro de las expectativas empresariales. Ello ha lastrado el comportamiento de la inversión, especialmente en bienes de equipo, partida que se ha visto muy afectada por el impacto negativo que la desaceleración del comercio mundial ha tenido sobre el sector manufacturero (véase gráfico 1.4). Además, la caída en los precios del petróleo habría contribuido a la reciente debilidad de la inversión en la industria extractiva de esta materia

prima. Más allá de estos factores globales, el aumento de los costes laborales reales y la reducción de los márgenes empresariales también podrían estar afectando negativamente al dinamismo de la inversión².

En cuanto al sector exterior, la debilidad generalizada del comercio mundial y la escalada de las tensiones proteccionistas han perjudicado notablemente a las exportaciones estadounidenses, lo que habría contribuido al deterioro observado de la balanza comercial y por cuenta corriente. Esta última muestra en la actualidad un déficit cercano al 3% del PIB, alrededor de medio punto superior al nivel vigente antes del inicio de la desaceleración del comercio global y de la aplicación de medidas proteccionistas por parte de la Administración Trump y que, según los cálculos del FMI, se alejaría todavía más del nivel que se derivaría de sus determinantes fundamentales³.

Considerada en su conjunto, la información disponible sugiere que la economía de Estados Unidos podría encontrarse ya en una fase madura del ciclo y que su dinamismo estaría siendo penalizado por la debilidad económica global y por algunas fuentes persistentes de incertidumbre, tales como las tensiones comerciales. No obstante, la fortaleza de los determinantes del consumo privado y, en particular, del mercado de trabajo no apunta a que la desaceleración reciente de la actividad vaya a intensificarse de forma significativa en el corto plazo⁴. En este sentido, las previsiones de la Reserva Federal señalan que el crecimiento del PIB en 2020 (2%) sería solo ligeramente inferior al que se espera para 2019 (2,2%).

Cabe resaltar, no obstante, que la economía estadounidense ha acumulado durante la actual fase

- 1 Cabe destacar que, frente al comportamiento del componente de equipo, la inversión residencial ha experimentado una cierta recuperación en los últimos meses, en un contexto de menores tipos de interés hipotecarios, tras el debilitamiento de sus perspectivas observado hace unos meses. Véase, por ejemplo, Banco de España (2019), «La desaceleración del mercado de la vivienda en Estados Unidos», *Boletín Económico*, 1/2019, recuadro 3.
- 2 Utilizando datos agregados de Estados Unidos desde 1970, O. Emre encuentra que los malos resultados empresariales suelen preceder a caídas en la actividad económica, con especial incidencia en la inversión. Véase O. Emre (2016), *Recession probabilities, Economic Commentary*, Banco de la Reserva Federal de Cleveland.
- 3 Fondo Monetario Internacional (2018), *2018 external sector report: tackling global imbalances amid rising trade tensions*, julio.
- 4 Los modelos basados en la pendiente de la curva de rendimientos de los bonos soberanos estadounidenses estiman que la probabilidad de que esta economía entre en recesión en los próximos doce meses rondaría el 35%. No obstante, el poder predictivo de estos modelos está en entredicho en el contexto actual, puesto que las primas a plazo están históricamente comprimidas por el efecto de las políticas monetarias expansivas adoptadas a escala global. Véase J. C. Berganza y A. Fuertes (2018), «El aplanamiento de la curva de rendimientos en Estados Unidos», *Boletín Económico*, 1/2018, Banco de España.

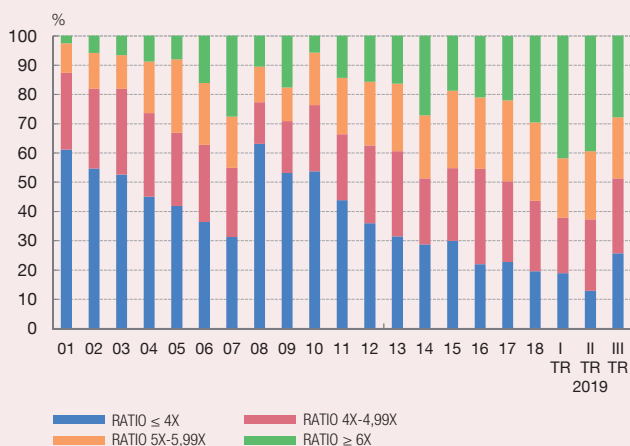
LA ECONOMÍA DE ESTADOS UNIDOS: ELEMENTOS DE RESISTENCIA Y DE VULNERABILIDAD (cont.)

expansiva ciertas vulnerabilidades que podrían condicionar el desempeño futuro de la actividad. Al mismo tiempo, el espacio disponible para aplicar políticas contracíclicas es más reducido en el momento presente que en ciclos anteriores. En cuanto a las vulnerabilidades, destaca el elevado endeudamiento empresarial, especialmente en los segmentos de mayor riesgo (véase gráfico 2.1). También existen algunos indicios de sobrevaloración en los mercados financieros, que podrían guardar relación con la búsqueda de mayores rentabilidades a expensas de la asunción de un mayor riesgo⁵. Por lo que respecta al margen de actuación de

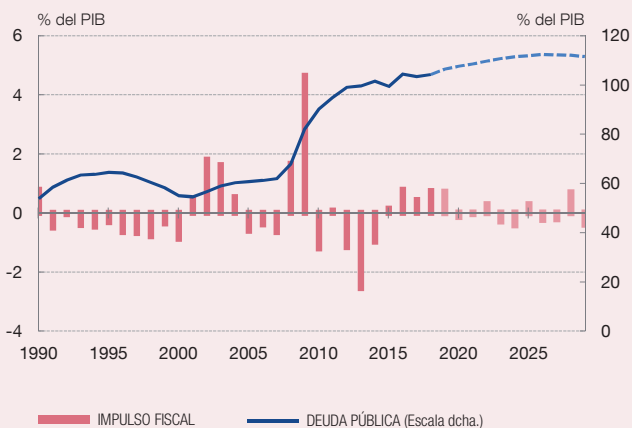
la política económica, las medidas presupuestarias expansivas aprobadas a finales de 2017 han deteriorado sensiblemente las cuentas públicas, a juicio de la Congressional Budget Office (CBO), lo que podría haber reducido el espacio fiscal disponible para amortiguar cualquier perturbación negativa en el futuro⁶. Además, el impulso fiscal asociado a esas medidas se revertirá a partir de 2020, contribuyendo negativamente al crecimiento del PIB (véase gráfico 2.2). Asimismo, el espacio de la política monetaria es más limitado que en ciclos anteriores por la proximidad al límite inferior efectivo de los tipos de interés⁷.

Gráfico 2
RIESGOS Y VULNERABILIDADES DE LA ECONOMÍA DE ESTADOS UNIDOS

1 DISTRIBUCIÓN DEL VOLUMEN DE CRÉDITOS APALANCADOS, POR RATIO DE DEUDA SOBRE EBITDA (a)



2 IMPULSO FISCAL Y DEUDA PÚBLICA (b)



FUENTES: Congressional Budget Office y Reserva Federal.

- a Créditos con alto coeficiente de deuda sobre capital propio y que conllevan un riesgo elevado de impago. Ebitda se refiere a beneficios antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización. Datos trimestrales para 2019.
- b La línea punteada y las barras más claras representan la previsión de la CBO.

5 Fondo Monetario Internacional (2019), *Global Financial Stability Report: Lower for Longer*, octubre.
 6 Congressional Budget Office (2019), *The 2019 long-term Budget Outlook*, junio.
 7 S. Párraga, P. del Río y J. L. Vega (2019), «La revisión del marco de política monetaria de la Reserva Federal», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 4/2019, Banco de España.