



*Laura Heras-Recuero**
*Pilar L'Hotellerie-Fallois**
*Susana Párraga Rodríguez**

LA ECONOMÍA DE ESTADOS UNIDOS, DIEZ AÑOS DESPUÉS DE LA CRISIS

Este artículo analiza la evolución económica en Estados Unidos en la década transcurrida desde el inicio de la crisis económica y financiera de 2008. La acumulación de desequilibrios durante el periodo previo a la crisis precipitó la mayor contracción económica desde la II Guerra Mundial. La recuperación posterior, a pesar de haber sido muy prolongada, también ha sido mucho más moderada que recuperaciones anteriores, y las políticas de demanda han jugado un papel poco equilibrado en la misma, con la política monetaria como instrumento de apoyo principal, frente al bloqueo de la política fiscal. La percepción de una recuperación incompleta, sumada a cambios estructurales y desequilibrios sociales y geográficos, algunos de los cuales se venían gestando desde antes de la crisis, ha servido de caldo de cultivo para un cambio político de gran calado, con la llegada de Trump a la presidencia. Ello ha supuesto un giro radical en aspectos clave de la política económica, como la propia política fiscal o la política comercial, que afectará al futuro económico del país y está teniendo ya repercusiones de alcance global.

Palabras clave: ciclo económico, políticas de demanda, estabilidad financiera, desigualdad.

Clasificación JEL: D63, E24, E31, E63, G28.

1. Introducción

La acumulación de desequilibrios económicos y financieros en Estados Unidos (EE UU) durante el periodo previo a la crisis económica y financiera de 2007-2009 fue uno de los ingredientes fundamentales en la gestación de dicha crisis, que alcanzó dimensiones globales y

precipitó la mayor contracción económica en ese país desde la II Guerra Mundial. La recuperación posterior, que se inició en 2010 y se ha extendido hasta la actualidad, pronto se convertirá en la más larga de la historia económica de EE UU. Sin embargo, el ritmo de crecimiento alcanzado, aunque relativamente estable, ha sido inferior al de recuperaciones previas. Los cambios en el modelo económico estadounidense, la disfunción de las políticas de demanda y las tendencias estructurales previas a la crisis contribuyen a explicar la lentitud y la baja intensidad de esta fase alcista. La percepción de ▷

* Departamento de Economía Internacional y Área del Euro, Banco de España.

Versión de febrero de 2019.

DOI: <https://doi.org/10.32796/bice.2019.3110.6780>

una recuperación incompleta, sumada a un aumento ininterrumpido de la desigualdad y de otros desequilibrios geográficos, ha servido de caldo de cultivo para el descontento de ciertas capas sociales y para el auge de las tendencias populistas, que han abocado en el cambio político ocurrido en las elecciones presidenciales de 2016. El paso de la presidencia de Barack Obama (2009-2016) a la de Donald Trump, en enero de 2017, ha supuesto un giro radical en la orientación política de EE UU, en general, y en las políticas económicas, como la fiscal, la energética, la comercial y la migratoria, en particular.

Este artículo analiza la evolución de la economía de EE UU desde la crisis económica

y financiera y las respuestas de política fiscal y monetaria. Repasa también aspectos más estructurales, como la desigualdad y otros desequilibrios económicos, que proporcionan el contexto económico para el cambio político que ha traído la presidencia de Trump.

2. El ciclo económico reciente en EE UU

La crisis financiera que se desencadenó en EE UU, en 2008 y 2009, produjo una brusca e intensa caída de la actividad económica en ese país (Gráfico 1). La recesión se prolongó durante 18 meses —la más larga y la más ▷

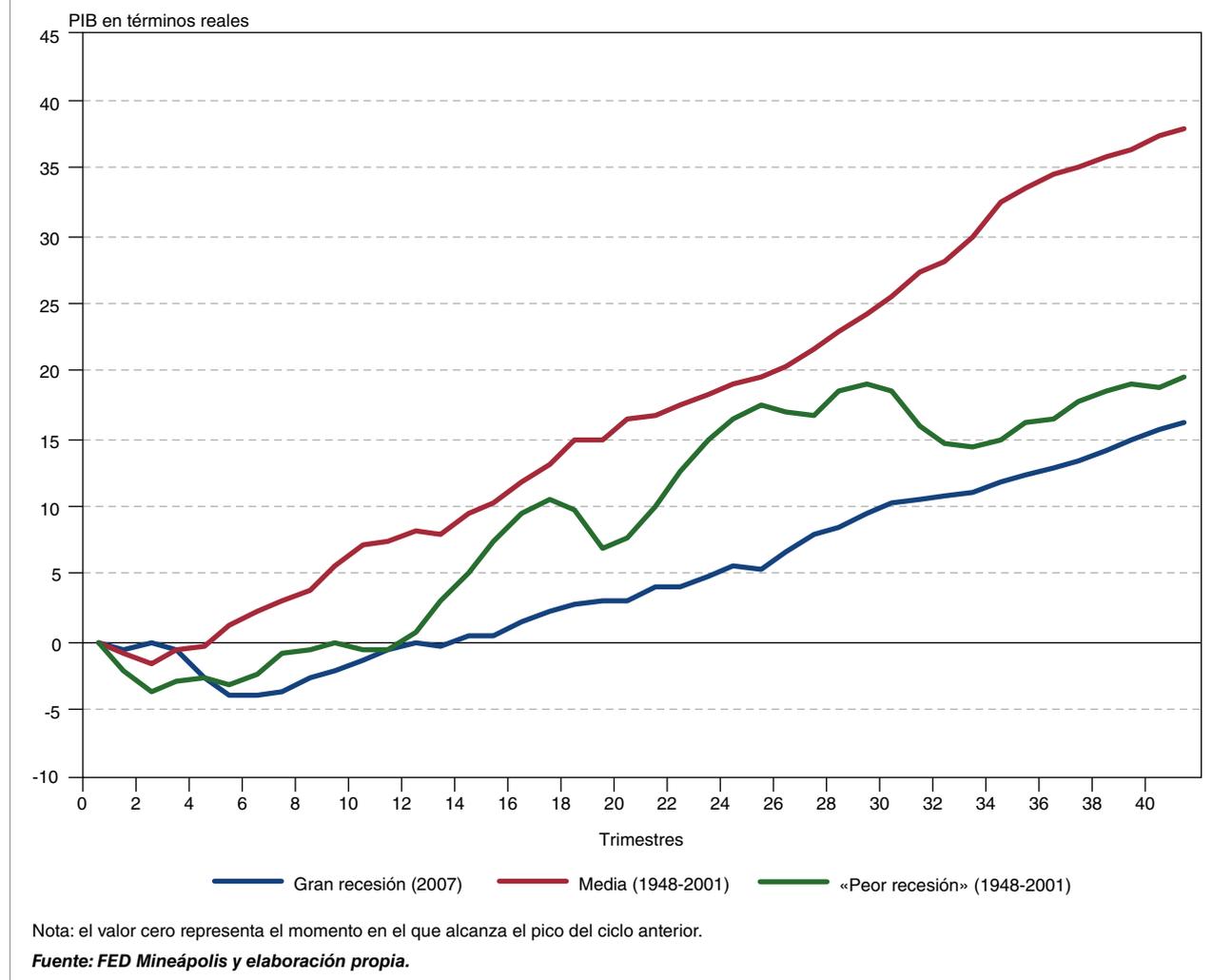
GRÁFICO 1
 APORTACIONES AL CRECIMIENTO DEL PIB
 (Tasa interanual)



Nota: para 2018 se muestra una estimación propia calculada a partir de datos de los últimos cuatro trimestres.

Fuente: Bureau of Economic Analysis.

GRÁFICO 2
EVOLUCIÓN DEL PIB EN TÉRMINOS REALES COMPARADO CON CICLOS ANTERIORES

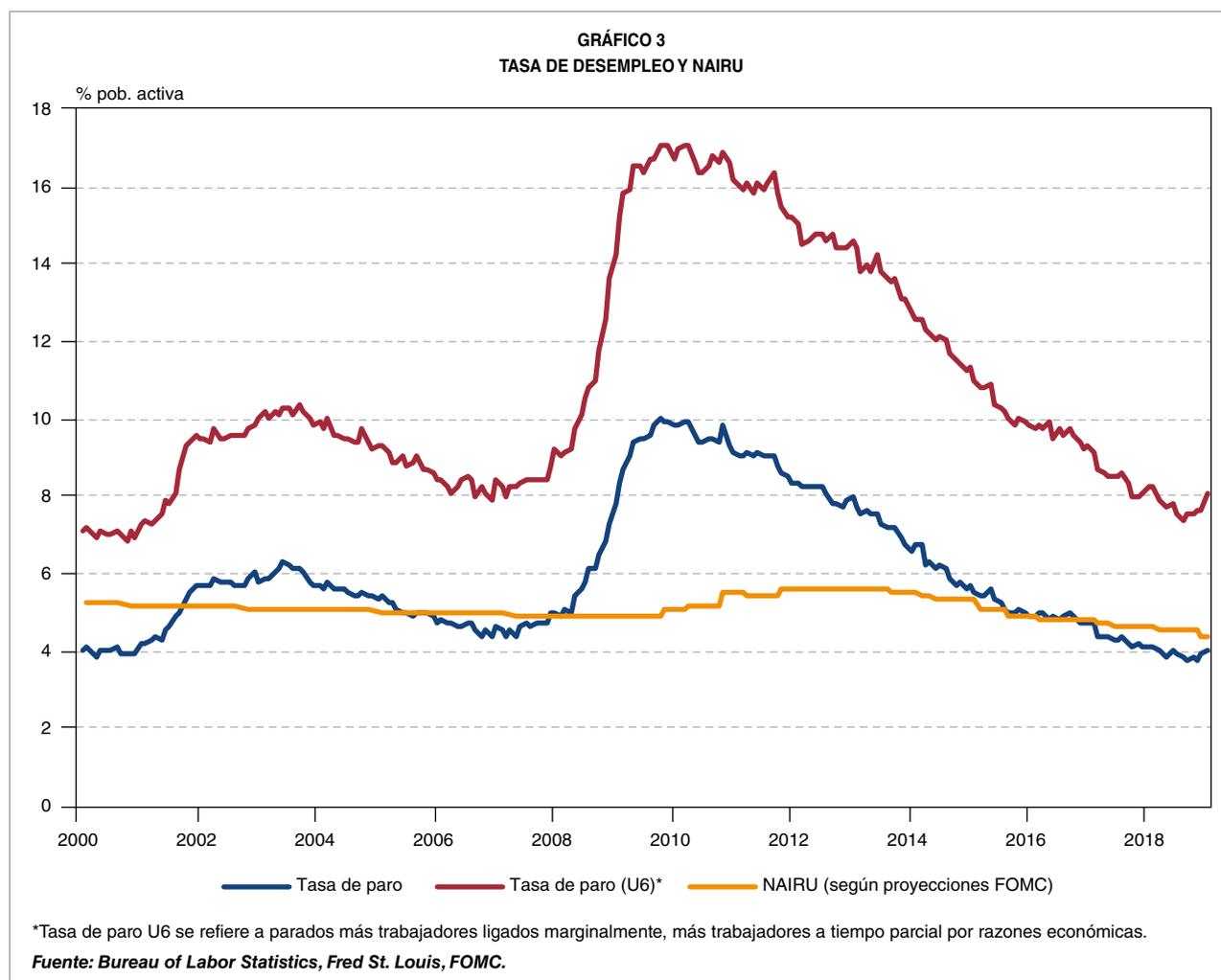


intensa del periodo posterior a la II Guerra Mundial¹— y dio lugar a una contracción acumulada del PIB del 4,3%. En términos de empleo, entre 2008 y 2010 se destruyeron más de 9 millones de puestos de trabajo netos y la tasa de paro aumentó rápidamente, hasta alcanzar niveles no observados desde los años ochenta.

Como ya se ha señalado, el ritmo de la recuperación posterior, con un crecimiento medio del PIB ligeramente por encima del 2%, ha sido

inferior al de anteriores expansiones. El Gráfico 2 ilustra este punto comparando la evolución del PIB en términos reales durante este último episodio con su evolución media en las diez recuperaciones ocurridas desde la II Guerra Mundial (con un crecimiento promedio de 4,7%) y con una recuperación «hipotética», obtenida utilizando las tasas más bajas de crecimiento anual de las mismas. En definitiva, la crisis de 2008 ha supuesto una pérdida permanente de producto para EE UU, aunque es difícil precisar en qué medida la baja tasa de crecimiento es atribuible al propio impacto de la crisis sobre la capacidad productiva o ▷

¹ En el periodo posterior a la II Guerra Mundial y hasta 2007, la recesión más larga duró 16 meses y la duración media fue de 10 meses y medio.



a la tendencia previa hacia un menor avance de la productividad (Fernald, 2015; Adler *et al.*, 2017).

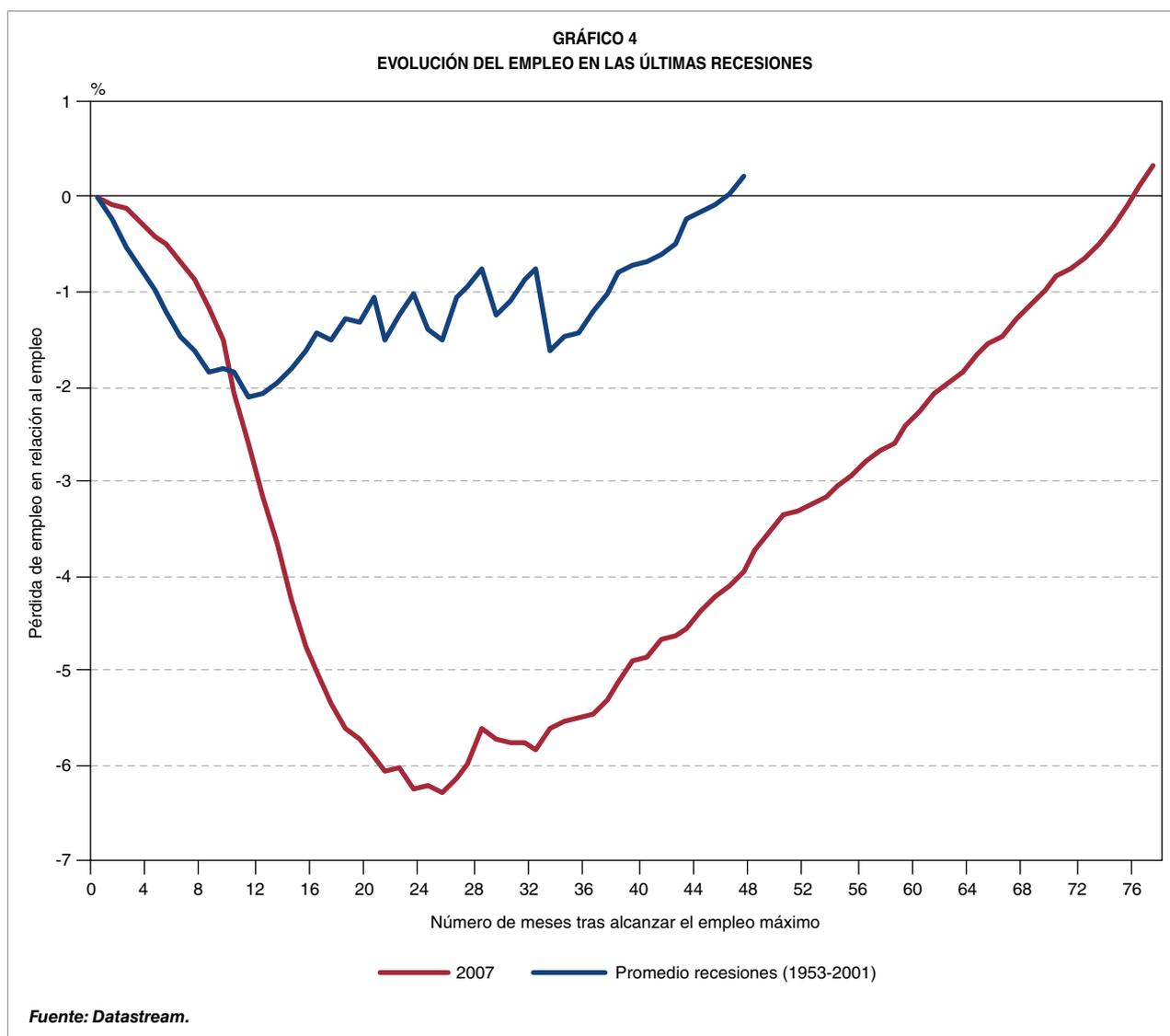
En términos cíclicos, la brecha de producción negativa que se abrió tras la crisis no se ha cerrado hasta comienzos de 2018, cuando el *output gap* alcanzó un nivel ligeramente positivo². El otro indicador clave de la situación cíclica, la tasa de paro, ha registrado una mejora más clara: tras llegar a un máximo del 10% en noviembre de 2009, ha experimentado una caída continua, tocando mínimos históricos del 3,9% en diciembre de 2018. No obstante, ni el

incremento de la tasa de paro reflejó plenamente el deterioro del empleo a raíz de la crisis, pues vino acompañado por una fuerte caída de la tasa de participación³, ni la mejora posterior del paro es totalmente ilustrativa, pues la tasa de participación, aunque frenó su tendencia decreciente, no se ha recuperado.

De hecho, la tasa de paro parece haber perdido parte de su capacidad para medir correctamente la holgura en el mercado laboral (Gráficos 3 y 4). En este sentido, aunque el paro se encuentra actualmente por debajo de la NAIRU (su nivel compatible con el pleno ▷

² Según la Congressional Budget Office, el *output gap* positivo se mantendrá hasta 2022.

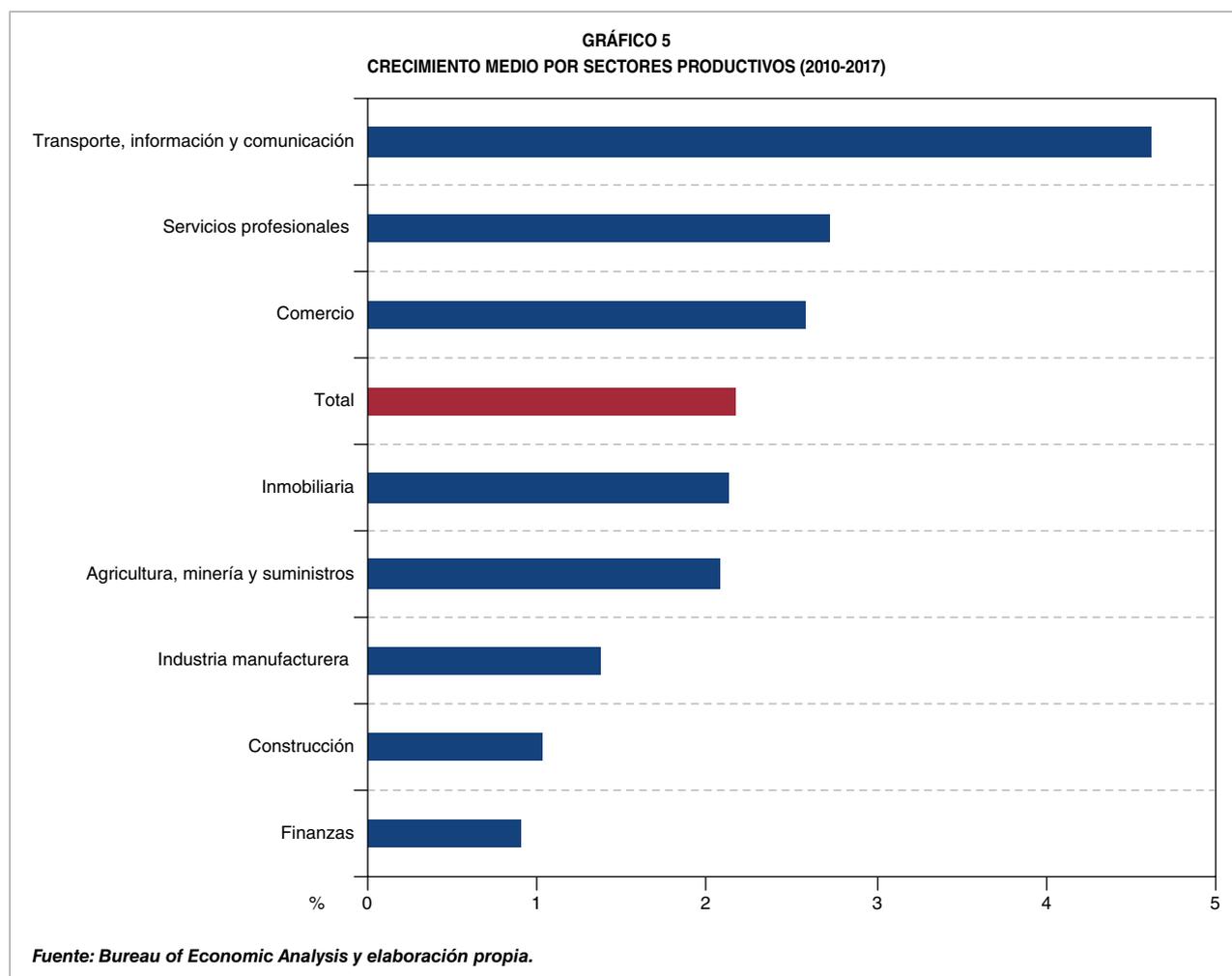
³ Y por el incremento de trabajadores con contrato a tiempo parcial, pero dispuestos a trabajar a tiempo completo.



empleo), señalando un agotamiento de dicha holgura, el bajo nivel de la tasa de participación plantea ciertas dudas. Aunque una fracción no despreciable de su reducción tras la crisis vendría explicada por factores cíclicos que han revertido durante la expansión, existe una notable incertidumbre a la hora de identificar qué parte de la caída se puede atribuir a factores estructurales tales como el envejecimiento de la población.

Por otra parte, durante el periodo 2010-2017 se produjeron cambios relevantes en la composición de la actividad productiva en EE UU,

como se observa en el Gráfico 5. Así, la crisis financiera, originada en la sobrevaloración de los activos inmobiliarios y la abundancia de crédito hipotecario, afectó especialmente a la actividad constructora, que apenas registró un crecimiento medio anual del 1% en ese periodo. Otros dos sectores especialmente afectados por la crisis fueron la industria manufacturera y las finanzas. En términos de empleo, destaca igualmente la destrucción de puestos de trabajo en esos tres sectores, en especial la industria manufacturera, compensado su aumento en los sectores de servicios. ▷

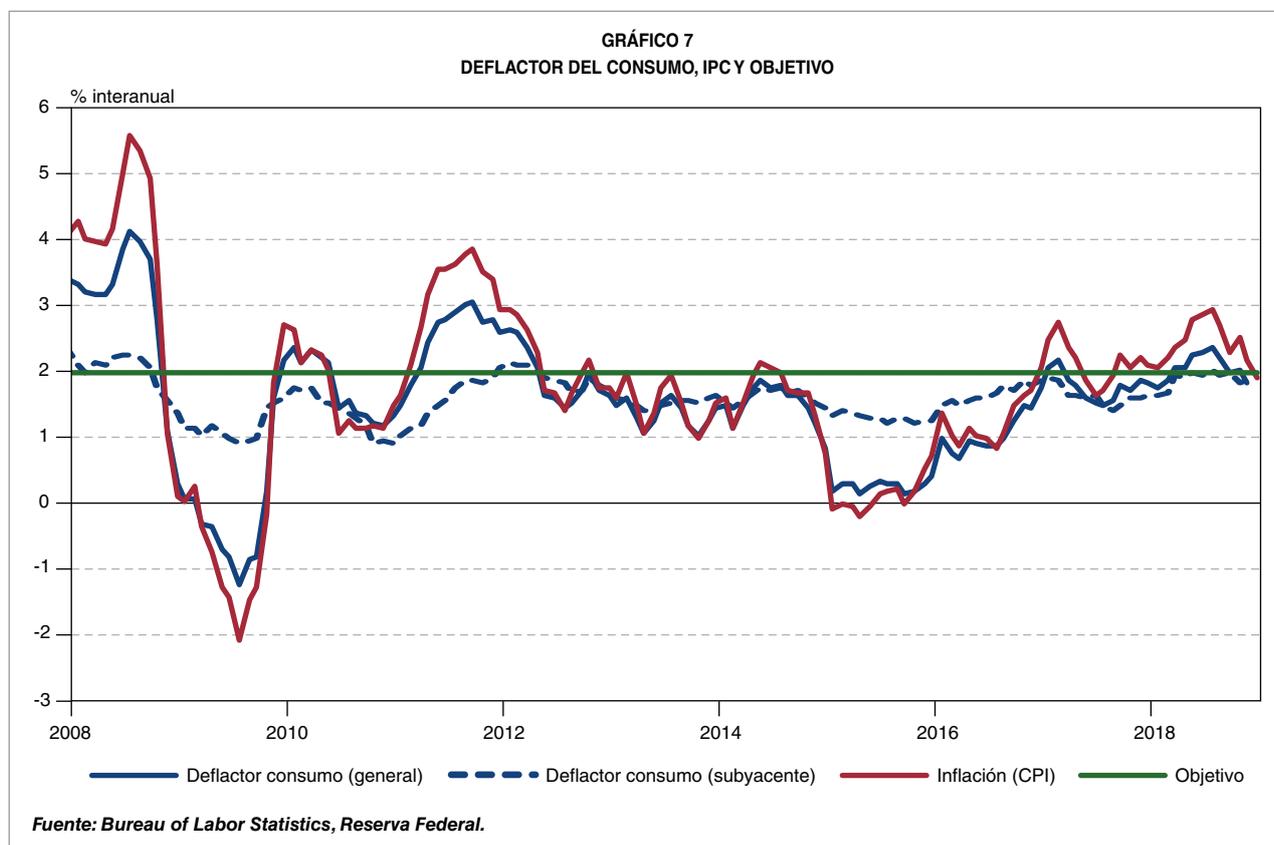
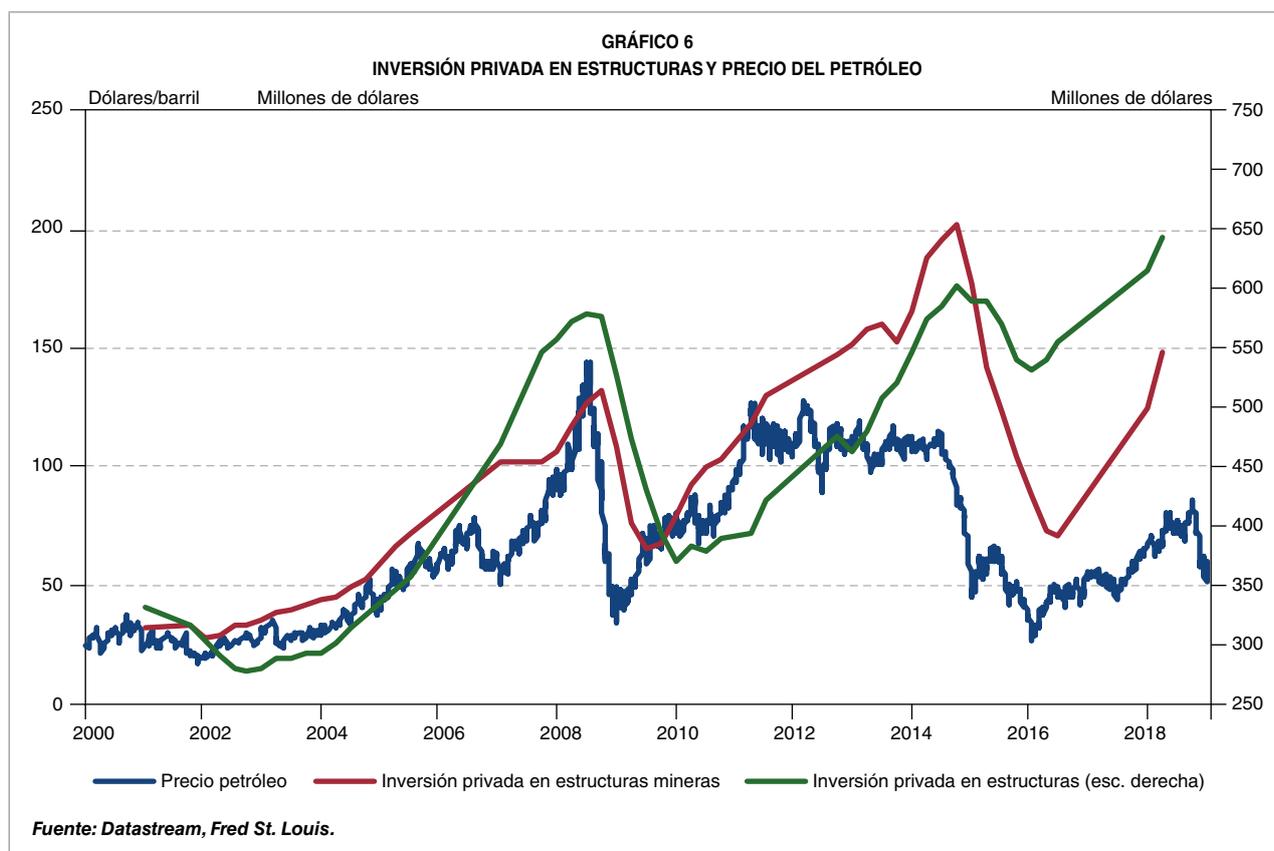


La producción interna de energía (petróleo, gas natural y energías renovables) también ha experimentado un gran impulso, en un contexto de evolución favorable de los precios de estos productos (sobre todo hasta 2014 y a partir de 2017), que han estimulado la implantación de nuevas tecnologías, como el *horizontal drilling* o la *hydraulic fracturing technology*. Los efectos directos sobre el PIB y el empleo agregados, sin embargo, han sido modestos⁴. El avance de la producción de petróleo se ha reflejado también en un mayor peso de la inversión relacionada con el sector energético (Gráfico 6).

⁴ Si bien el impacto sobre los precios internos de la energía ha sido más significativo (Nuño, 2015).

3. Una década de inflación moderada

La dinámica de la inflación en EE UU desde la crisis financiera global ha sido inusual, como en la mayoría de economías avanzadas. Aunque en un primer momento la inflación cayó en respuesta a la contracción económica, esa caída fue bastante inferior a la que se hubiera derivado de la intensidad de la contracción según las métricas usuales (un fenómeno que se ha denominado *missing disinflation*). Sin embargo, una vez iniciada la recuperación, la inflación ha tenido un comportamiento muy moderado y se ha situado hasta muy recientemente por debajo del 2%, el objetivo de la Reserva Federal (Gráfico 7). ▷



Se han sugerido varios factores explicativos de esta baja inflación. Entre ellos, como se ha mencionado en la sección anterior, el hecho de que el grado de holgura en la economía podría ser mayor del que revelan los indicadores habituales y, por tanto, las presiones inflacionistas más bajas que las estimadas. Este argumento se extiende a los salarios. Con la tasa de paro en mínimos históricos, se ha especulado mucho sobre las causas del bajo crecimiento de los salarios en relación con el periodo precrisis. Las bajas ganancias de productividad laboral y la propia evolución de los precios han podido contribuir a este comportamiento (Pinheiro y Yang, 2017). Un fenómeno adicional, no bien explicado, que se observa en muchas economías desarrolladas, es la baja traslación de la inflación de salarios a precios.

Asimismo, otros factores que han jugado un papel en la moderación de los precios, en paralelo con el avance de la recuperación, han sido la evolución de los componentes más volátiles —energía y los alimentos no procesados— y la caída en el precio relativo de las importaciones, por la fuerte apreciación del dólar entre mediados de 2014 y 2017, además de elementos idiosincráticos y temporales, como una fuerte caída en los precios de las telecomunicaciones en 2017.

En cualquier caso, la dinámica reciente de la inflación en EE UU ha planteado un «misterio sin resolver» para la Reserva Federal, como señaló la anterior presidenta de la FED, Janet Yellen (2017). No ha sido hasta 2018 cuando las tasas de inflación se han situado por encima del objetivo del 2% varios meses consecutivos, aunque las presiones inflacionarias continúan siendo, en general, moderadas.

Con este trasfondo macroeconómico, las políticas de demanda han jugado un papel

poco equilibrado en la recuperación de la economía estadounidense. En tanto que las disfuncionalidades políticas impedían un comportamiento anticíclico de la política fiscal entre 2010 y 2017, la política monetaria pasó a constituir el mayor soporte de la recuperación, en el contexto descrito de baja inflación.

4. La política monetaria: un papel central en la recuperación

La política monetaria ha tenido un papel central en la salida de la economía de EE UU tras la crisis. Durante la recesión inicial la Reserva Federal (FED) puso en marcha una serie de programas de rescate extraordinarios, seguidos de importantes medidas de estímulo no convencionales durante la recuperación.

Tras situar el tipo de interés oficial en el límite inferior efectivo (0-0,25%) en diciembre de 2008, la Reserva Federal puso en marcha una serie de programas y mecanismos de apoyo al funcionamiento de los mercados financieros, combinados con medidas orientadas al rescate de ese sector. Una vez iniciada la recuperación que, como se ha descrito antes, fue lenta y tardó en consolidarse, la FED puso en marcha una sucesión de programas de expansivos de compras de activos (*quantitative easing* o QE), que expandieron el tamaño de su balance hasta los 4.500 millones de dólares (Gráfico 8) y dio indicaciones sobre la orientación futura de la política monetaria (*forward guidance*) para proporcionar el estímulo monetario necesario a la economía.

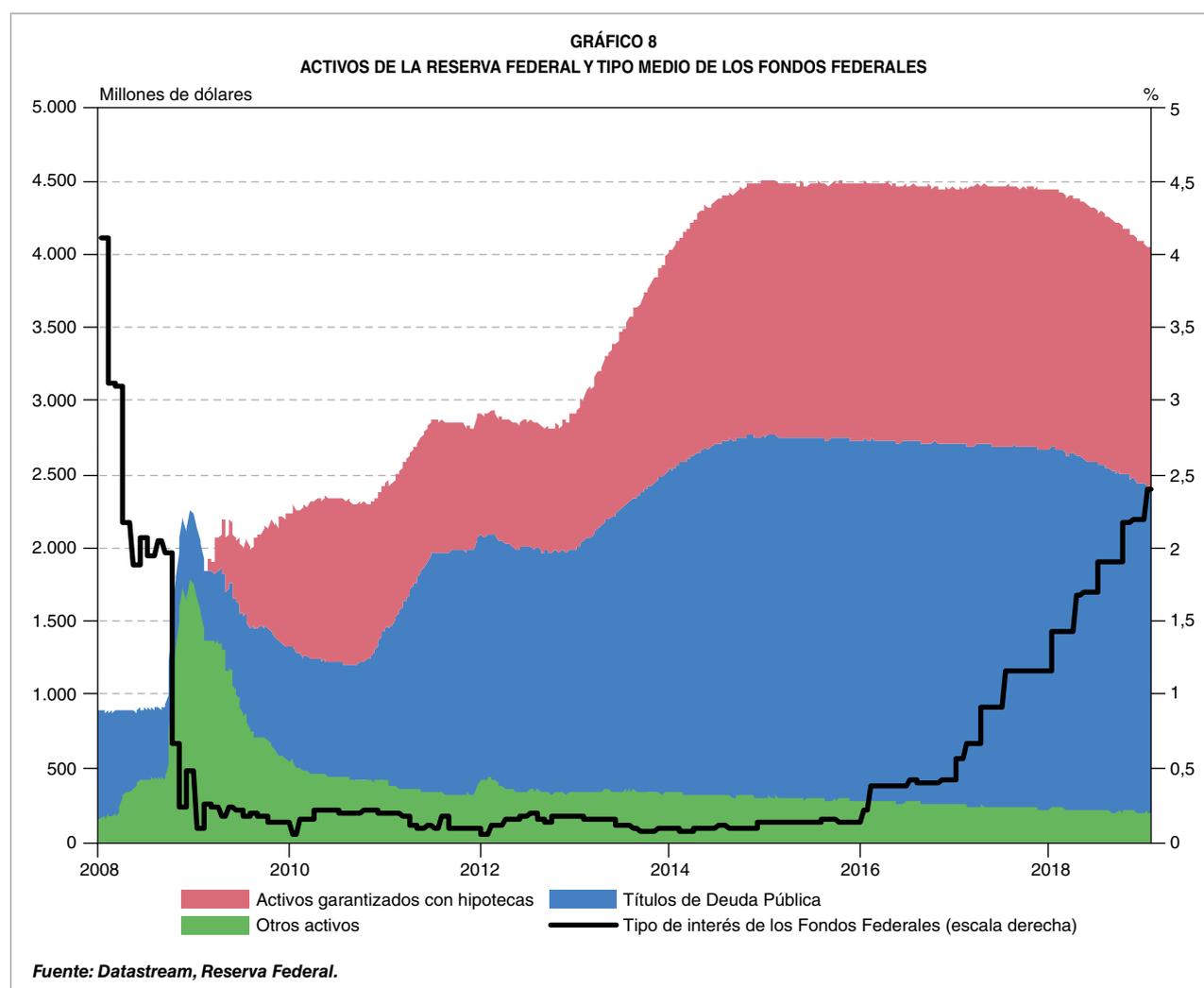
La FED fue adaptando las dosis del estímulo y, en paralelo, la definición de los planes de una eventual normalización a la situación de la economía doméstica (que en algunos aspectos, como la moderación de la inflación, ▷

sorprendió a la autoridades), atendiendo también a un entorno internacional muy sensible a las incertidumbres sobre el impacto que la retirada de los estímulos pudiera tener sobre las condiciones financieras globales.

A mediados de 2013, la FED señaló su intención de reducir progresivamente el ritmo de compras de activos del programa que mantenía operativo, lo que ocasionó notables turbulencias en los mercados domésticos e internacionales y un brusco endurecimiento de las condiciones financieras (el episodio conocido como *taper tantrum*). El proceso de reducción gradual de las compras netas de activos se inició finalmente en enero de 2014 y finalizó en octubre de

ese mismo año, manteniéndose las reinversiones de los vencimientos de la cartera a partir de ese momento.

En septiembre de 2014, la Reserva Federal revisó sus principios de normalización monetaria, tratando de prevenir nuevos episodios de turbulencias financieras mediante una estrategia de comunicación más clara y precisa. Según esos principios, la normalización se materializaría a través de subidas en el tipo de interés oficial, seguidas de una reducción gradual y predecible en las reinversiones de los vencimientos, una vez que las subidas de tipos de interés estuvieran suficiente avanzadas. La primera subida de tipos (el *lift-off*) ▷



se produjo en diciembre de 2015. Desde ese momento, la evolución de las condiciones económicas condicionó un ritmo de subidas muy gradual, en comparación con ciclos anteriores, con un incremento acumulado de los tipos oficiales superior a los 200 puntos básicos hasta finales de 2018 (Gráfico 8)⁵.

Por último, en octubre de 2017 la Reserva Federal puso en marcha la reducción de su balance, estableciendo una senda de reducción gradual de las reinversiones según un calendario prefijado, sin especificar la fecha de finalización. Tampoco especificó ni la composición ni el tamaño objetivo del balance a largo plazo, aunque este deberá tener un tamaño suficiente para conducir de manera eficiente y efectiva la política monetaria —sensiblemente menor al de los años recientes, pero de mayor cuantía que antes de la crisis—. Además, la FED retiene explícitamente la posibilidad de modificar estas decisiones y reanudar las reinversiones, si las condiciones económicas lo justificaran.

En principio, la Reserva Federal seguirá usando los tipos de interés como su herramienta principal para definir la orientación de la política monetaria. Sin embargo, la política monetaria dispone de poco margen de actuación ante una hipotética recesión en un futuro, en un contexto de tipos de interés de equilibrio más bajos y mayor probabilidad de volver a enfrentarse al límite inferior efectivo de tipos oficiales. Por ello, la Reserva Federal ha anunciado que durante 2019 revisará su estrategia, sus herramientas y su política de comunicación para la correcta y efectiva implementación de la política monetaria.

⁵ La Reserva Federal define su política de tipos de interés marcando un rango objetivo para el tipo de interés de los fondos federales, que es el que aparece reflejado en el Gráfico 8.

5. La persistencia de desequilibrios económicos en EE UU, ¿un lastre para el futuro?

5.1. Una política fiscal sin apenas margen de maniobra

Las autoridades económicas estadounidenses reaccionaron de modo rápido y decisivo para mitigar el impacto de la crisis sobre la actividad económica y el funcionamiento de los mercados financieros. Las Administraciones de G. W. Bush y B. Obama pusieron en marcha sendos planes de estímulo fiscal, que causaron un fuerte deterioro de las cuentas públicas estadounidenses.

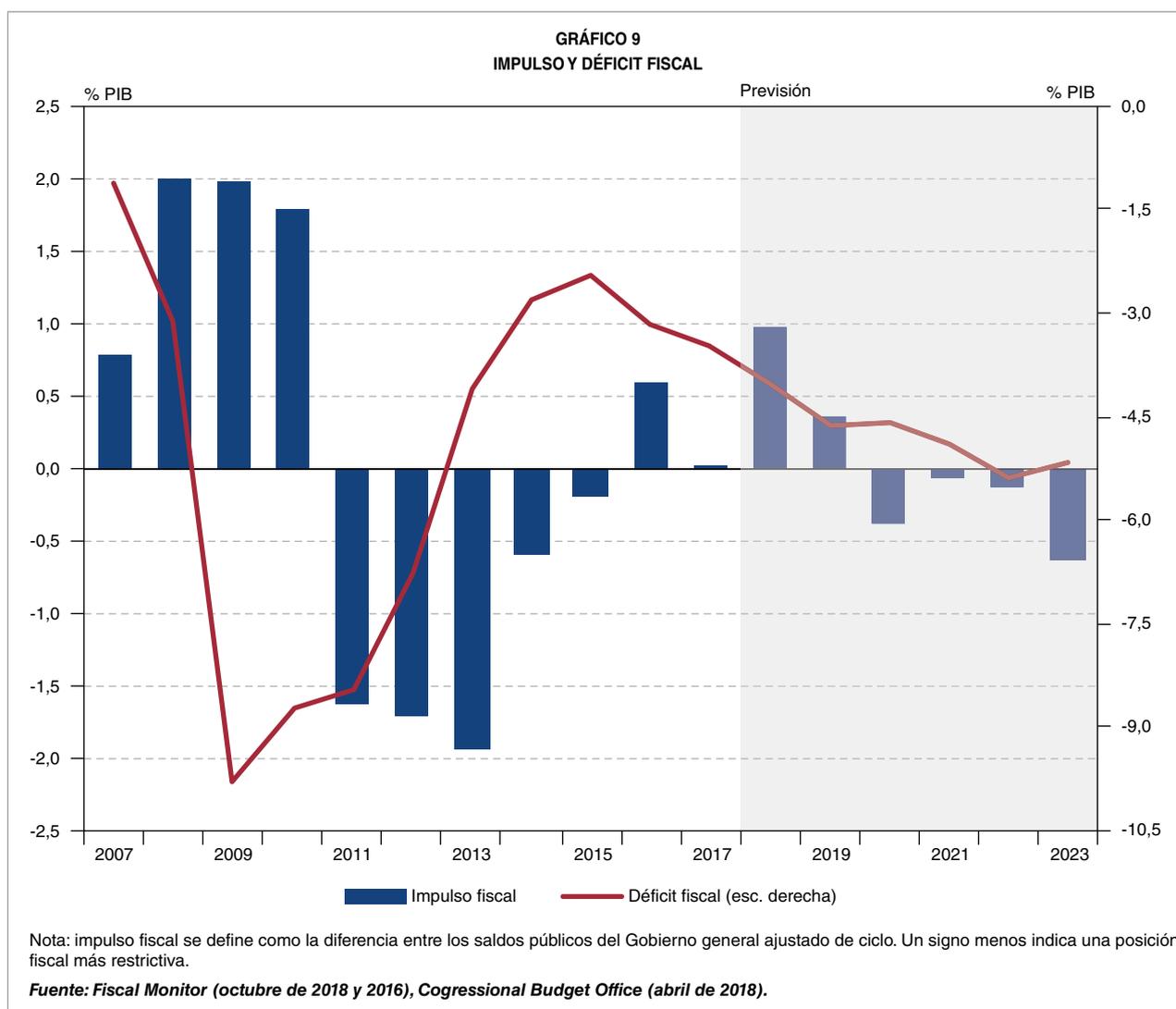
El primero de esos paquetes se aprobó e implementó en el primer trimestre de 2008, mediante un conjunto de medidas de estímulo fiscal, por valor de 1,2 pp del PIB, orientado fundamentalmente a devoluciones impositivas a individuos y empresas. El plan benefició a más de cien millones de personas y tuvo un impacto positivo sobre la economía en ese año. En febrero de 2009, el presidente Obama promulgó un segundo paquete de estímulo económico, la American Recovery and Reinvestment Act (Ley de Recuperación y Reinversión), que combinaba, a partes iguales, recortes de impuestos, nuevo gasto (prestaciones de desempleo e infraestructura) y ayuda a los Gobiernos estatales y locales. Según la CBO (2009), el coste aproximado total fue de 0,8 billones de dólares en el momento de su aprobación (5,5% del PIB). La combinación de estos programas de estímulo, la respuesta de los estabilizadores automáticos y el rescate de las agencias públicas hipotecarias dispararon el déficit público desde el 3,1% del PIB, en 2008, al 9,8% del PIB en 2009, el mayor desde la II Guerra Mundial. ▷

Sin embargo, tras la derrota del Partido Demócrata en las elecciones *mid-term* de 2010, en las que perdió su mayoría en la Cámara de Representantes, se abrió un periodo de extrema polarización política, que se materializó en procesos de negociación muy complejos para la aprobación del presupuesto federal y de los aumentos en el techo de la deuda. En la práctica, el bloqueo político se tradujo en un tono contractivo de la política fiscal (el impulso fiscal negativo que muestra el Gráfico 9). No obstante, a pesar de que el déficit público registró una reducción significativa (superior a los 7 pp del PIB entre 2010

y 2015), la deuda pública solo moderó su senda ascendente.

Ya bajo la Administración de Trump, cuando se había conseguido cerrar la brecha de producto, la política fiscal ha vuelto a adoptar un tono claramente expansivo, aprovechando el dominio republicano del Congreso⁶. Así, en diciembre de 2017 se aprobó una reforma fiscal (la Tax Cuts and Jobs Act) que introdujo cambios sustanciales en la tributación personal y de las empresas, y en febrero de 2018 se aprobó un acuerdo (bipartidista) para elevar el ▷

⁶ En las elecciones *mid-term* de 2018 el Partido Republicano perdió la mayoría en la Cámara de Representantes de Estados Unidos.

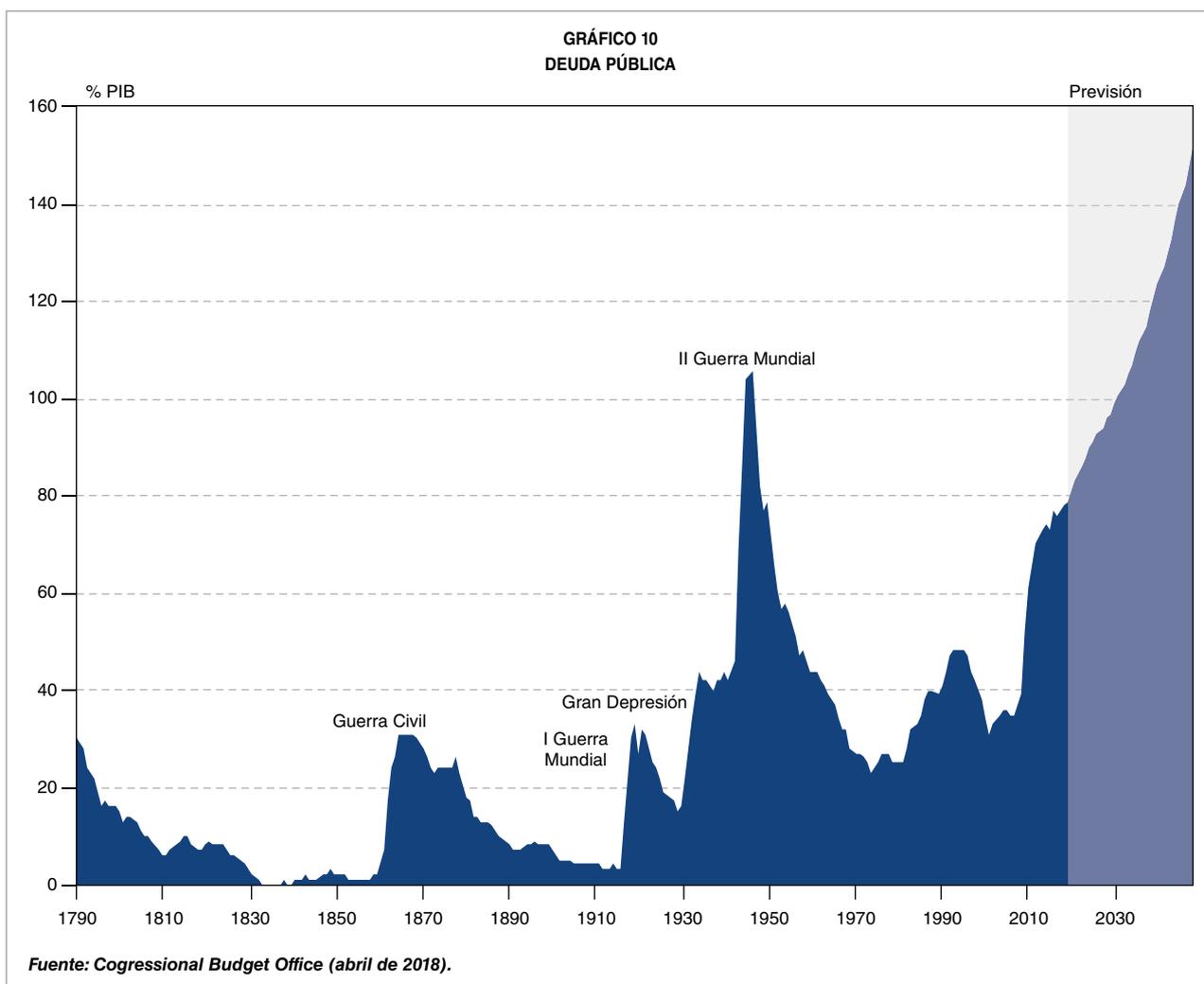


techo de gasto en los ejercicios fiscales de 2018 y 2019.

El paquete de estímulo fiscal promulgado por la Administración Trump, con un coste total estimado de 1,5 billones de dólares (7,0% del PIB), claramente procíclico, ha exacerbado los desequilibrios fiscales (CBO, 2018). Según las nuevas previsiones de la Congressional Budget Office (CBO), se espera que el déficit se sitúe en los próximos años entre el 4% y el 5% del PIB. La deuda pública, que se dobló entre 2007 y 2012 hasta el 74% del PIB, ha retomado una senda creciente e insostenible, y la CBO estima que alcanzará el 96% del PIB en el año fiscal 2028 (Gráfico 10).

5.2. Desequilibrios financieros

Como es sabido, la acumulación previa de desequilibrios financieros en EE UU estuvo en el origen de la crisis financiera de 2007-2009. El mercado inmobiliario estaba en el centro de estas distorsiones: precios sobrevalorados, relajación de las condiciones de préstamo y endeudamiento hipotecario excesivo por parte de los hogares, y comercialización de derivados financieros basados en hipotecas sin una adecuada valoración del riesgo. Los bancos, especialmente las entidades más grandes, asumieron riesgos significativos sin dotar los recursos suficientes para cubrir las pérdidas potenciales. ▷



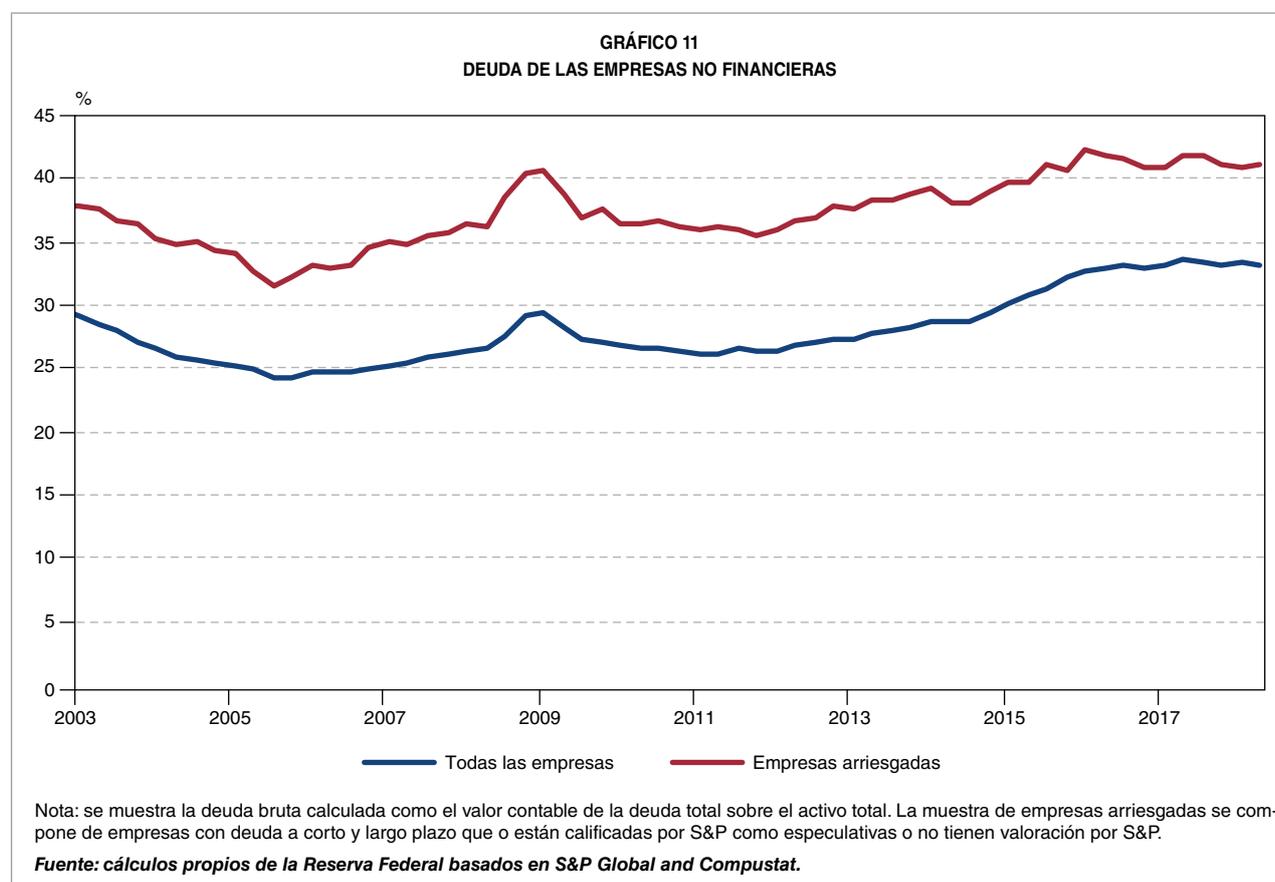
Como resultado de estas vulnerabilidades, el ajuste en los precios de la vivienda en 2007 precipitó un pánico financiero que vació de liquidez los mercados y llevó a la quiebra a algunas instituciones financieras; muchas más congelaron la concesión de crédito. A medida que los precios de las viviendas continuaron bajando, y sin posibilidades de refinanciación, muchas hipotecas entraron en impago, acarreado pérdidas generalizadas.

Las reformas emprendidas desde la crisis (muchas de ellas contenidas en la Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, conocida como Ley Dodd-Frank, 2010) han fortalecido al sistema financiero estadounidense. Los bancos están ahora mucho mejor capitalizados y mantienen posiciones de liquidez mucho más amplias, dependen menos de la financiación a corto plazo y son menos

vulnerables a fugas de liquidez durante periodos de estrés. Las entidades bancarias significativas han desarrollado planes de resolución que reducen el potencial impacto sistémico de una quiebra y el coste que su rescate representaría para los contribuyentes⁷.

Durante la etapa de recuperación, la concesión de crédito ha mejorado en EE UU. Como se observa en el Gráfico 11, el apalancamiento de las empresas no financieras ha crecido hasta niveles históricamente altos, y hay indicios de un cierto deterioro de la calidad crediticia; sin embargo, el endeudamiento de los hogares permanece en niveles inferiores a los previos a la crisis y se concentra en hogares con bajo ▷

⁷ Para más detalles sobre la capitalización bancaria, posiciones de liquidez y otros elementos para evaluar la estabilidad del sistema financiero de Estados Unidos, véase el informe de estabilidad financiera de la Reserva Federal (www.federalreserve.gov/publications/financial-stability-report.htm).



riesgo crediticio. Los riesgos asociados al crédito hipotecario son generalmente bajos, aunque existe una creciente preocupación por otros tipos de deuda (principalmente la deuda estudiantil, la deuda de los hogares por el uso de tarjetas de crédito y los *leveraged loans* de las empresas).

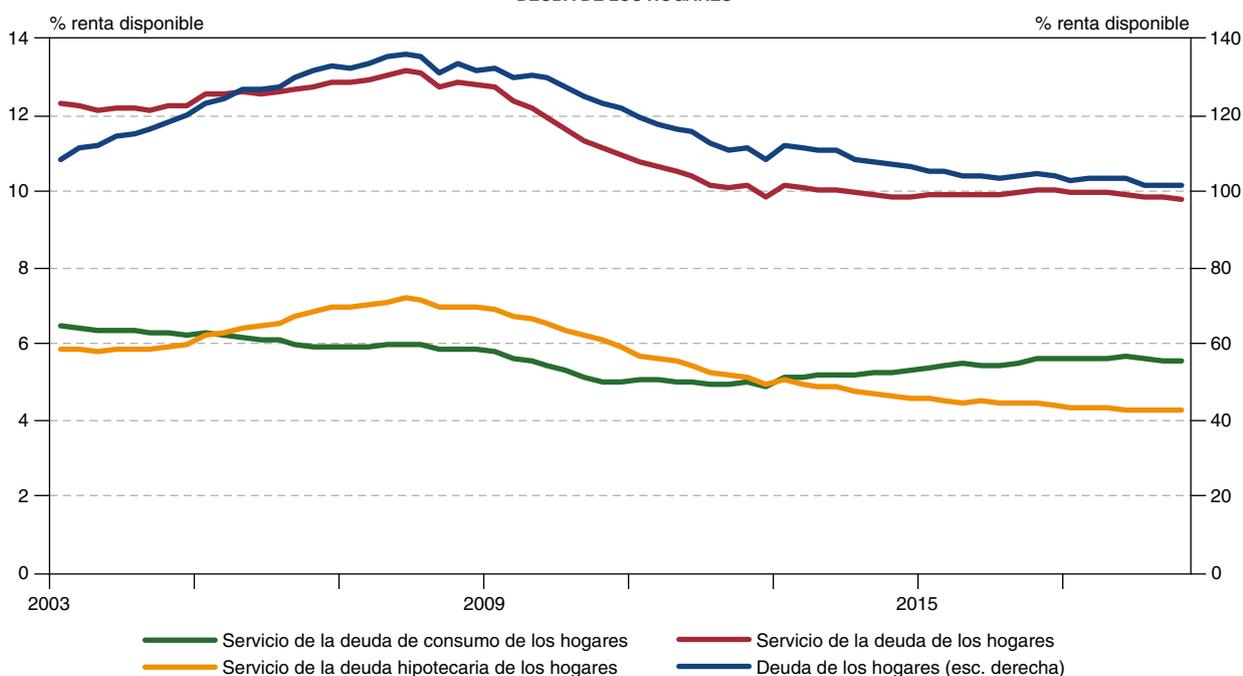
A partir de 2017, la nueva Administración Trump se ha embarcado en un proceso de flexibilización y recalibración de la reforma financiera, buscando simplificar y reducir las obligaciones de las instituciones financieras. El alcance de las revisiones aprobadas y las propuestas realizadas, que sería comparable al esfuerzo regulatorio tras la crisis financiera, responde en parte a la complejidad y los costes de aplicación de la reforma Obama. La revisión de la principal normativa surgida tras la crisis, la Ley Dodd-Frank, supondrá suavizar la carga regulatoria, particularmente para los bancos más pequeños. Por ejemplo, se

simplifican los procesos relacionados con la Regla Volcker para esas entidades, a la vez que mantiene la premisa de que la banca no puede realizar operaciones de negocio en beneficio propio con dinero de sus clientes (*proprietary trading*).

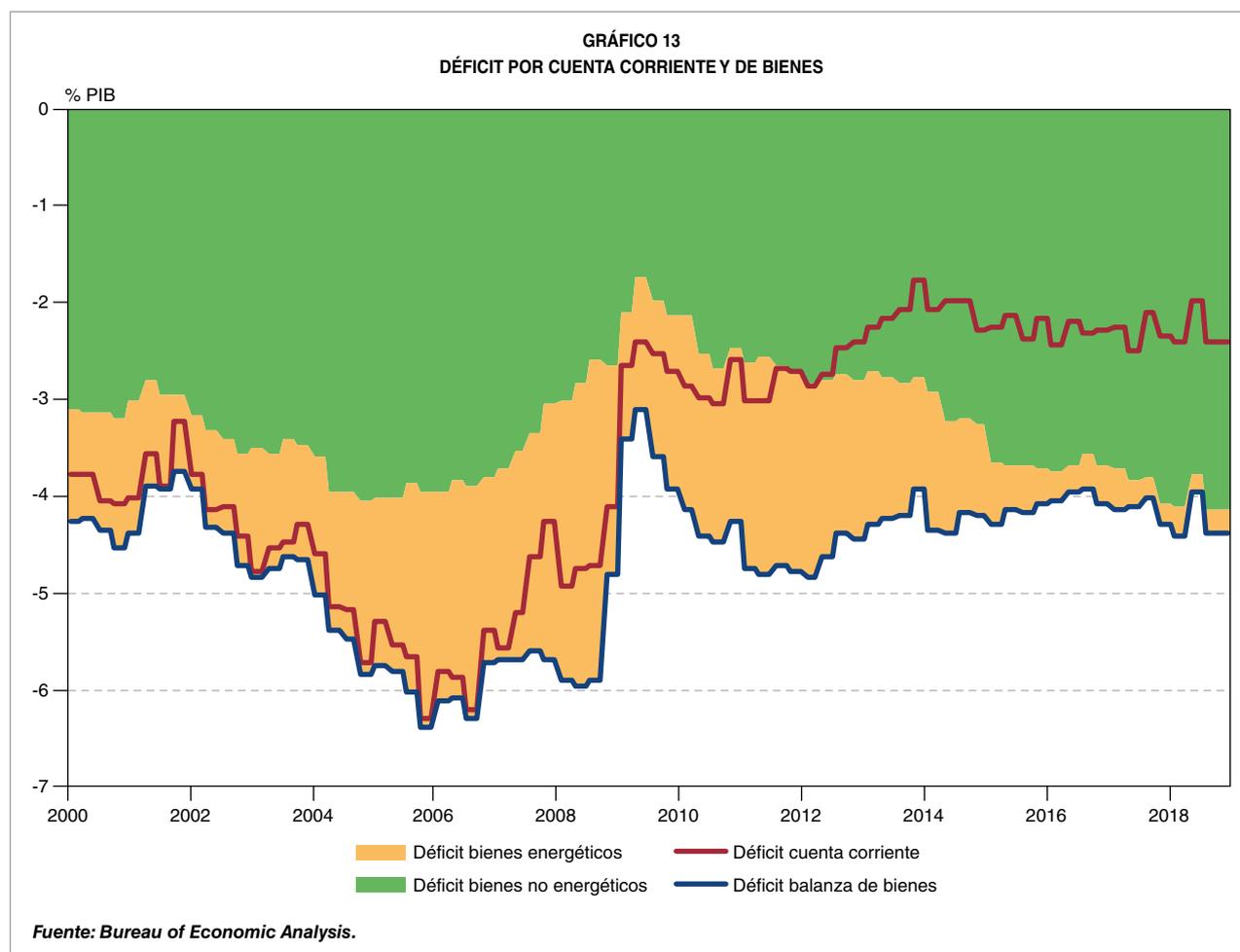
5.3. El sector exterior y la política comercial

En los años que precedieron a la crisis financiera, el déficit por cuenta corriente llegó a representar cerca del 6% del PIB (Gráfico 13). Una de las consecuencias inmediatas de la recesión fue la corrección drástica del déficit exterior, con una caída de las importaciones cercana al 26% en 2009, que corrigió el desequilibrio por cuenta corriente hasta niveles de alrededor del 2,5% del PIB, en torno al cual se ha mantenido. Lo más destacable de la ▷

GRÁFICO 12
DEUDA DE LOS HOGARES



Fuente: Federal Reserve of St Louis.

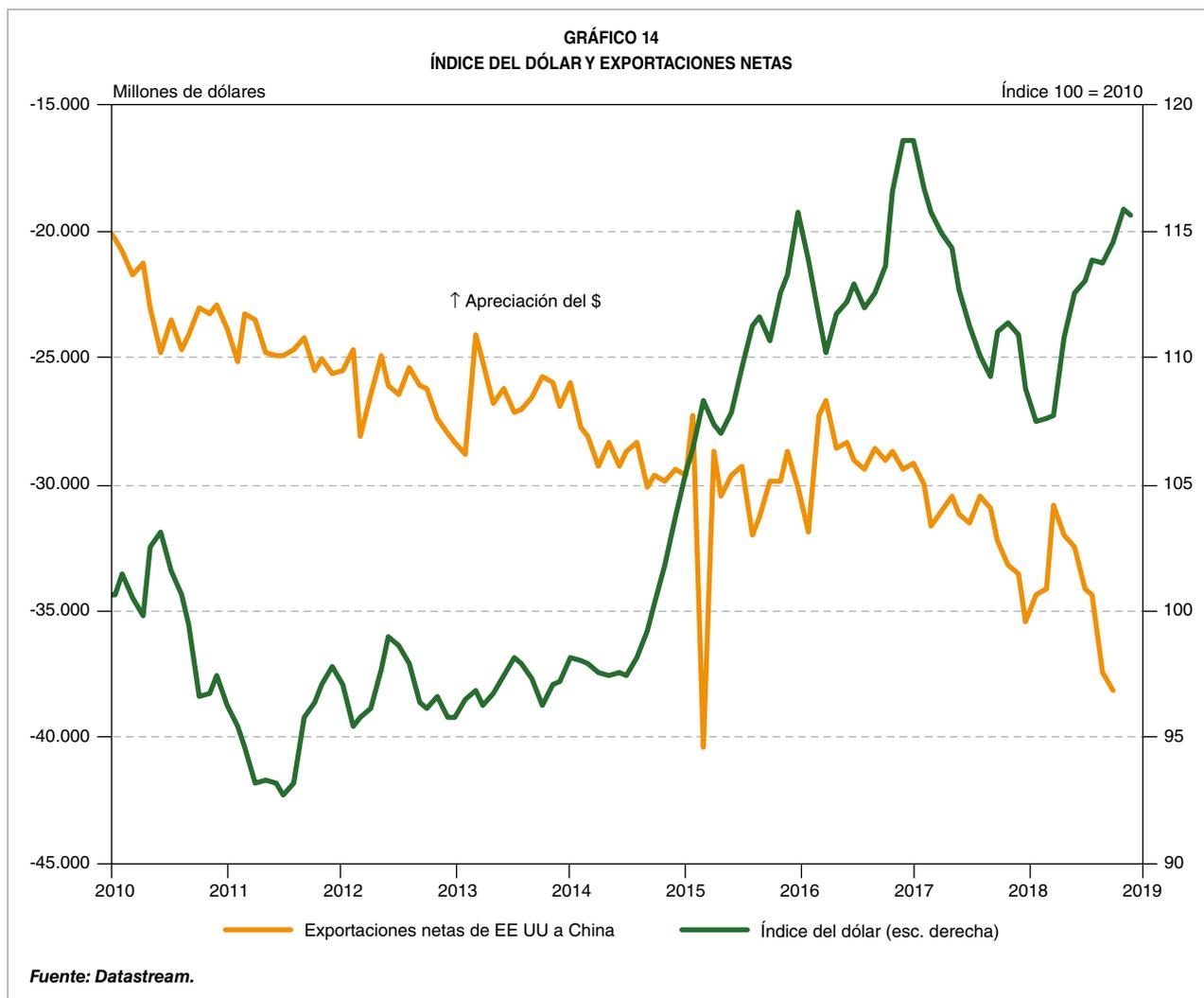


etapa de recuperación ha sido la corrección que ha experimentado el saldo de la balanza comercial energética, por el aumento de la producción propia de productos petrolíferos en EE UU, que ha llevado dicho saldo desde niveles del 3% del PIB, antes de la crisis, hasta niveles cercanos al 0%, como muestra el Gráfico 13. En paralelo, el déficit no energético se ha ampliado.

En este contexto de fuerte desequilibrio comercial no energético y déficit por cuenta corriente en el entorno del 3% del PIB, la política comercial de la Administración Trump se ha caracterizado por un marcado giro proteccionista, con el objetivo de remediar supuestas prácticas comerciales injustas, mejorar la competitividad exterior y reducir el déficit por

cuenta corriente. La corrección del déficit comercial con China se ha convertido en uno de los principales focos de esta política. Sin embargo, es poco probable que las medias proteccionistas —incluidas fuertes subidas de aranceles— implementadas o anunciadas reduzcan sustancialmente ese saldo deficitario, aunque han tenido un efecto negativo sobre la actividad y los flujos comerciales.

En general, el conflicto comercial ha tenido un efecto particularmente negativo sobre las perspectivas de corto y medio plazo al socavar la confianza de las empresas e interferir con sus decisiones de inversión. Pero, en el largo plazo, el déficit exterior vendrá principalmente determinado por factores fundamentales, como la competitividad de la economía, que no ▷



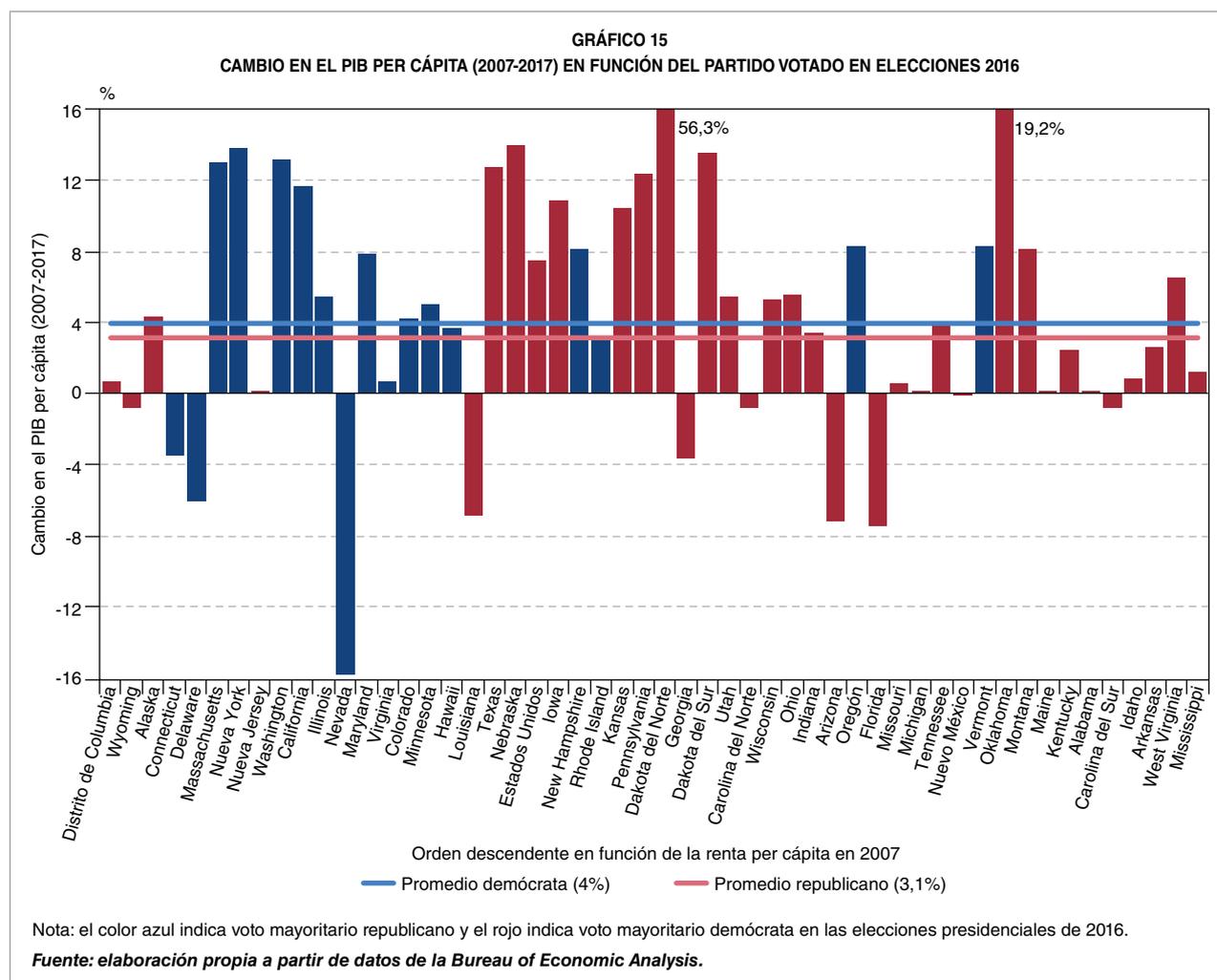
mejoran con medidas proteccionistas. Según el FMI (2018), las seculares bajas tasas de ahorro de EE UU (reflejo, en parte, del deterioro de las cuentas públicas y, en parte, de la baja tasa de ahorro de los hogares) y el elevado valor del dólar, por su papel de moneda de referencia y activo refugio, sitúan el déficit comercial de equilibrio cerca del 1% del PIB.

5.4. Desigualdad y desequilibrios demográficos

La tendencia de largo plazo al aumento de la desigualdad de renta en EE UU se ha

mantenido durante el último medio siglo. La crisis de 2007-2009 produjo una disminución transitoria de la desigualdad, pero no revirtió la tendencia, de forma que el índice de GINI de renta bruta se situó en 48,2 puntos en 2017, en torno a dos puntos por encima que a principios de los años dos mil. Por otra parte, la desigualdad en términos de consumo ha mostrado históricamente una tendencia más fluctuante, debido al papel amortiguador que tiene la deuda de los hogares en el mantenimiento del consumo.

En la última década, la distribución desigual de los incrementos de los salarios, que han registrado un aumento acumulado del 12,3% ▷



para el 5% superior, y del 8,5% para el decil inferior⁸, unida al estancamiento de la participación de las rentas del trabajo en el PIB en mínimos históricos, es un factor que está detrás de los altos niveles de desigualdad.

Además, junto a la mayor desigualdad en términos de renta, se ha producido un incremento de las brechas internas entre estados y regiones de EE UU. Las disparidades entre estados en términos de crecimiento son anteriores a la crisis, y responden a diferencias históricas en las estructuras productivas y al

impacto de los procesos de automatización y globalización sobre dichas estructuras. La adopción de nuevas tecnologías en los procesos productivos y el creciente rol de los intangibles han contribuido a aumentar la productividad, pero han tenido como consecuencia la sustitución de capital por trabajo, de manera más intensa en aquellos sectores más proclives a ese proceso. Por otro lado, algunas características del proceso de globalización, como la deslocalización y la desindustrialización, también han contribuido a agrandar las brechas entre estados.

La crisis ha contribuido a agudizar los efectos de estos procesos, haciéndolos más patentes. Y esto, junto con el menor ritmo de ▷

⁸ Véase «The State of American Wages 2017» del Economic Policy Institute: <https://www.epi.org/publication/the-state-of-american-wages-2017-wages-have-finally-recovered-from-the-blow-of-the-great-recession-but-are-still-growing-too-slowly-and-unequally/>

crecimiento alcanzado después de la crisis en aquellos estados que estaban sufriendo más los efectos de la globalización y la automatización, ayuda a explicar los cambios de actitud que convirtieron a Donald Trump en presidente de EE UU en 2016. Como puede verse en el Gráfico 15, los estados que votaron republicano en las elecciones de 2016 tienen en su mayoría una menor renta per cápita y crecieron a un ritmo menor durante la última década, mientras que los estados que votaron demócrata, que parten de mayores niveles de renta per cápita, tuvieron un mejor desempeño económico durante el mismo periodo.

El desigual desempeño económico entre estados tiene una dimensión paralela a nivel regional. La evolución de la renta per cápita ha seguido un patrón diferenciado entre las regiones más pobres y más ricas. Si bien la crisis impactó profundamente en las regiones más ricas, en su mayoría áreas metropolitanas situadas en la costa Oeste y en el norte de la costa Este, la capacidad de recuperación de estas zonas ha sido mucho mayor que en las regiones más pobres, que tienden a ser áreas rurales y a situarse en los estados del sur y centro del país.

Por último, en términos de la dimensión urbano-rural, la Tabla 1 muestra que las áreas urbanas y las rurales tienen diferentes características socioeconómicas. Las urbanas presentan mayores niveles de renta per cápita y de

remuneración salarial. Por el contrario, en las rurales se observan poblaciones más envejecidas y afectadas por el desempleo.

6. Perspectivas

La evolución económica de EE UU a corto plazo ha venido dominada por el impulso fiscal, que está sosteniendo el crecimiento. La mayoría de organismos internacionales estiman un crecimiento del PIB cercano al 3% en 2018, por encima del crecimiento del 2,2% registrado en 2017. A este respecto, la inercia positiva de la economía estadounidense contrasta con el freno al crecimiento en China y en Europa. No obstante, el inicio del año 2019 se ha caracterizado por una desaceleración a nivel global y cierta inquietud en los mercados financieros; aunque el debilitamiento no se percibe aún claramente en los indicadores de EE UU, la Reserva Federal ha frenado el ritmo de normalización de su política monetaria, apoyada en la persistencia de presiones inflacionistas moderadas.

En todo caso, a medio plazo existen indicios de agotamiento de la etapa expansiva, lo que pondría fin al largo periodo de recuperación tras la crisis económica y financiera. A medida que el estímulo fiscal se desvanezca y el endurecimiento de las condiciones financieras se afiance, se prevé que el crecimiento del PIB ▷

TABLA 1
CARACTERÍSTICAS SOCIOECONÓMICAS SEGÚN LA DIMENSIÓN URBANO-RURAL

	Población (mill. de personas)	Renta per cápita	Salario medio	Compensación por desempleo sobre renta total (%)	Pensiones sobre renta total (%)	Empleo total sobre población total (%)
Total	315	45.030	55.278	0,53	14,86	58,03
Áreas urbanas	269	46.690	57.348	0,52	13,92	59,26
Áreas rurales	46	35.302	41.142	0,61	22,15	50,83

Fuente: elaboración propia a partir de datos de la Bureau of Economic Analysis.

en EE UU se deslice hacia tasas en el entorno del 1,5-2%.

En esta disyuntiva, la economía estadounidense se enfrenta a importantes retos. Ante una hipotética recesión, en un horizonte de medio plazo, las políticas de demanda disponen en la actualidad de un menor margen de actuación del que tenían antes de la crisis financiera de 2008. Por un lado, en un contexto de menores tipos de interés naturales y mayores probabilidades de enfrentarse al límite inferior efectivo de tipos oficiales, la Reserva Federal se enfrenta al reto de completar el proceso de normalización monetaria sin afectar al aterrizaje suave de la economía. Por otro lado, la acción de los estabilizadores automáticos y la aplicación de una política fiscal discrecional expansiva se verán limitadas por los severos desequilibrios fiscales de la economía americana.

En el largo plazo, la llegada de D. Trump a la presidencia de EE UU supone un cambio radical e impredecible en la forma de hacer política. Pero, en cualquier caso, los problemas relacionados con la sostenibilidad fiscal, la corrección de los desequilibrios comerciales y la creciente desigualdad, tanto a nivel nacional como en su vertiente regional, seguirán figurando entre los temas pendientes a resolver, con los que tendrán que lidiar las futuras Administraciones.

Bibliografía

- [1] Adler, G., Duval, M. R. A., Furceri, D., Sinem, K., Koloskova, K., y Poplawski-Ribeiro, M. (2017). *Gone with the Headwinds: Global Productivity*. International Monetary Fund Staff Discussion Note, SDN/17/04.
- [2] Congressional Budget Office (2009). *A Preliminary Analysis of the President's Budget and an Update of CBO's Budget and Economic Outlook*, marzo. Recuperado de www.cbo.gov/publication/41166
- [3] Congressional Budget Office (2018). *The Budget and Economic Outlook: 2018 to 2028*, abril. Recuperado de www.cbo.gov/publication/53651
- [4] Fernald, J. G. (2015). Productivity and Potential Output before, during, and after the Great Recession. *NBER macroeconomics annual*, 29(1), 1-51.
- [5] FMI (2018). *2018 External Sector Report: Tackling Global Imbalances amid Rising Trade Tensions*, julio. Recuperado de www.imf.org/en/Publications/SPROLLs/External-Sector-Reports
- [6] Nuño, G. (2015). El mercado del petróleo: cambios en la oferta y determinantes de la caída de los precios en 2014. *Boletín Económico del Banco de España*, julio-agosto, 71-81.
- [7] Pinheiro, R., y Yang, M. (2017). Wage Growth after the Great Recession. *Economic Commentary*. Federal Reserve Bank of Cleveland, issue March.
- [8] Yellen, J. L. (2017). Inflation, uncertainty, and monetary policy. *Business Economics*, 52(4), 194-207.