

The logo consists of the word "BBVA" in a bold, white, sans-serif font, followed by a vertical line and the word "Research" in a smaller, white, sans-serif font.

**BBVA** | Research

# Situación Estados Unidos

2<sup>do</sup> Trimestre 2017 | Unidad de Estados Unidos

## Índice

<b>1. Editorial</b>	<b>3</b>
<b>2. El crecimiento mundial se consolida pero los riesgos persisten</b>	<b>4</b>
<b>3. Inversión de EE.UU. está haciendo el trabajo pesado</b>	<b>6</b>
<b>4. Gasto en infraestructuras: una necesidad más que un estímulo económico</b>	<b>15</b>
<b>5. La cara cambiante de la demografía de los EE.UU.</b>	<b>22</b>
<b>6. Tendencias regionales de la vivienda</b>	<b>26</b>
<b>7. Tablas</b>	<b>34</b>

Fecha de cierre: **4 mayo 2017**

# 1. Editorial

En teoría, los indicadores económicos objetivos y de corte subjetivo deberían converger a su debido tiempo. Si todo se mantiene igual, un aumento de la confianza del consumidor o de las expectativas de las empresas (indicadores subjetivos) también debería traducirse en un aumento del consumo o la inversión (indicadores objetivos). Sin embargo, tras las elecciones, las expectativas de las encuestas comenzaron a subir a un ritmo acelerado, mientras que el consumo se desaceleró y la inversión se mantuvo plana. Esta brecha se amplió a pesar de los limitados avances en la reforma tributaria, sanidad, infraestructuras, inmigración y política comercial. Esto nos lleva a plantearnos qué factores reducirán esta divergencia y cuánto tiempo será necesario para que suceda.

Si observamos algunos indicadores de corte subjetivo, las expectativas de los consumidores están en su nivel más alto en 17 años, mientras que el optimismo en el sector de la pequeña empresa alcanzó su nivel más alto en 12 años. Los indicadores de los mercados financieros muestran un comportamiento similar. El S&P 500 se encuentra en un nivel un 20% más alto que el año anterior, su ratio precio/beneficio ajustado al ciclo económico está en su nivel más alto desde 2002, y los índices de volatilidad, un indicador del riesgo financiero, son 40% inferiores a la media histórica.

Si estas tendencias son signos prometedores sobre la evolución futura, entonces la economía debería experimentar un mayor crecimiento. Sin embargo, los indicadores objetivos ofrecen pocos indicios de que un auge de la economía vaya a ocurrir de forma inminente. El crecimiento interanual del PIB se ha mantenido por debajo del 2% en los últimos cinco trimestres, un punto porcentual por debajo del registrado en el periodo 1994-2007. Las ventas de automóviles han disminuido. Los pedidos de bienes duraderos no relacionados con el sector de la defensa, excluidos los aviones, se han mantenido sin cambios desde principios de 2017. Por último, las nóminas no agrícolas del sector privado experimentaron en marzo su menor aumento interanual desde 2011.

Una posible explicación de esta divergencia es que algunas empresas y personas consideraban muy probables las bajadas de impuestos y la desregulación. Si estos factores tienen una gran influencia en su perspectiva, los índices tenderían a aumentar, como muestran los datos. Además, si los mercados anticiparon un entorno más favorable para las empresas, — por razones similares —, sería razonable ver una subida de los precios de las acciones. Una explicación alternativa es que el cambio en las expectativas está más relacionado con las preferencias políticas, cuya polarización ha aumentado.

Ni los muy halagüeños indicadores objetivos ni los signos potencialmente subrepticios de los indicadores de corte subjetivo invalidan un escenario de alto crecimiento económico. Con todo, los altos niveles de optimismo y los precios de los activos podrían producir un bucle de retroalimentación positiva si el crecimiento y los beneficios se alinean con una perspectiva política de «vaso medio lleno». Esto podría generar condiciones que ayuden a sacar a la economía de su percibido desánimo. Sin embargo, las expectativas por sí solas no sustentarán el crecimiento a largo plazo. Alterar el curso del crecimiento a largo plazo requerirá reformas estructurales, decisiones difíciles y compromisos en un entorno cada vez más partidista.

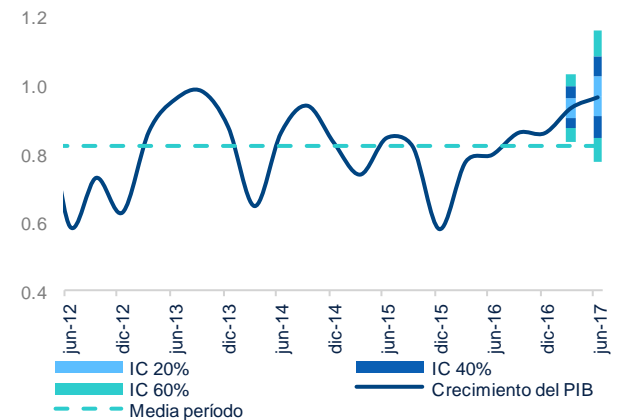
Por otra parte, es improbable que todas las promesas hechas durante la campaña se materialicen en su totalidad. La Administración Trump se enfrenta a la oposición de los demócratas en el Congreso, a las divisiones dentro del Partido Republicano, así a como la falta de experiencia y personal para diseñar, negociar y promover estas reformas. Por lo tanto, un resultado más probable es que los cambios sean más suaves, lo que dará lugar a un menor efecto sobre el crecimiento. No obstante, incluso sin cambios significativos en materia política, al igual que con administraciones anteriores, podríamos experimentar un largo período de desajuste entre, de una parte, las expectativas y los precios de los activos y, de otra, el crecimiento económico, al menos hasta que los actores tengan que mostrar sus cartas.

## 2. El crecimiento mundial se consolida pero los riesgos persisten

En general, las previsiones de crecimiento para 2017-18 se mantienen sin apenas cambios. Existe un ligero sesgo positivo para la zona euro y especialmente China, donde se espera un 6,0% - 6,5% de crecimiento del PIB a finales de año. América Latina saldrá de la recesión este año, pero con un crecimiento moderado. Por ello, nuestro escenario base es que el crecimiento mundial será del 3,3% en 2017 y del 3,4% en 2018, algo que, en ambos casos, está 0,1 p.p. por encima de nuestras previsiones anteriores.

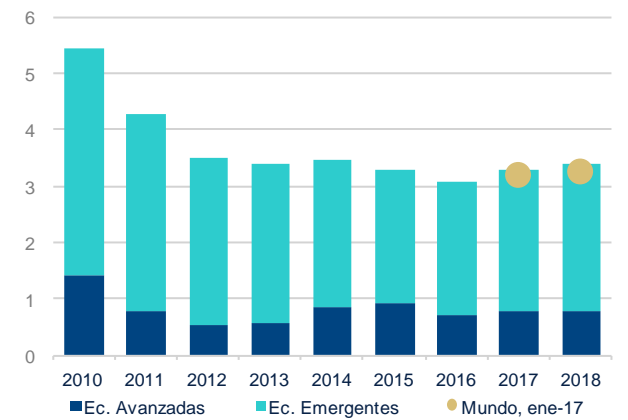
La mejora general de los indicadores de confianza y el avance del comercio subyacen a la aceleración mundial de la actividad, lo que resulta coherente con una tasa de crecimiento trimestral del 0,9%. El rendimiento de las economías avanzadas sigue siendo particularmente positivo, basado en la recuperación de Estados Unidos y la expansión por encima de la media de Europa. Los mercados financieros han mantenido la calma en los últimos meses, registrando una volatilidad baja a pesar de la elevada incertidumbre política. Las tensiones financieras se han moderado, especialmente en las economías emergentes, que se vieron afectadas más negativamente a finales del año pasado debido a la incertidumbre tras las elecciones estadounidenses. Europa fue una excepción, ya que la incertidumbre sobre las elecciones en los Países Bajos y Francia hizo que se ampliaran los diferenciales de los bonos. Sin embargo, tras los resultados en los Países Bajos y la primera vuelta en Francia, la percepción de riesgo mejoró.

**Gráfica 2.1** Previsiones de crecimiento del PIB mundial basadas en BBVA-GAIN (% intertrimestral)



Fuente: Haver y BBVA Research

**Gráfica 2.2** Crecimiento mundial por región (% interanual)



Fuente: BBVA Research

La combinación de un repunte cíclico y de la reactivación permite a los bancos centrales empezar a cambiar a una postura de política monetaria menos expansiva. La Fed, que lidera el proceso, subió los tipos por tercera vez en marzo. El impacto en los mercados fue absorbido sin problemas a medida que las subidas fueron reflejadas en los precios. El BCE también es más optimista respecto al crecimiento, pero aún no está seguro de que la inflación vaya a alcanzar su objetivo a medio plazo. Se puede esperar un aumento de los costes de financiación a escala mundial en el horizonte proyectado conforme se vaya suprimiendo la flexibilización

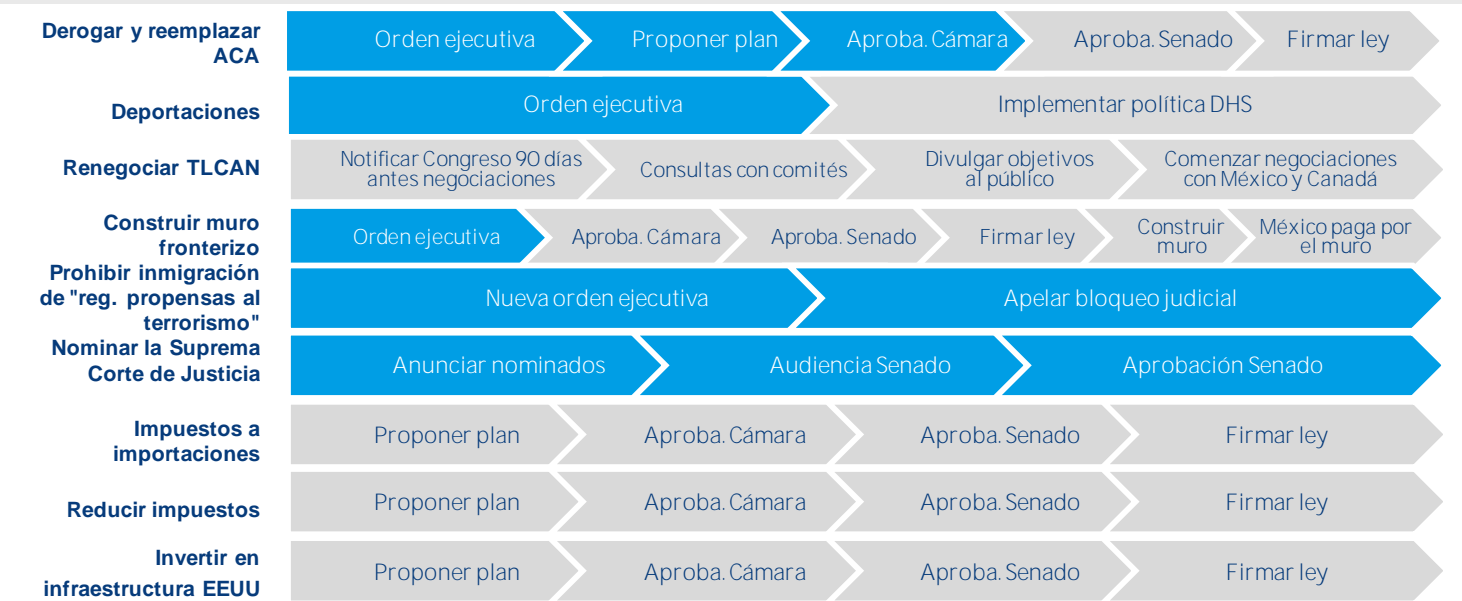
de la política monetaria en el mundo desarrollado. El endurecimiento de las condiciones financieras también dependerá de factores no monetarios, como la incertidumbre sobre las políticas, las expectativas de inflación y la percepción del riesgo.

Existen riesgos subyacentes que podrían moderar el crecimiento. En particular, el ciclo electoral en Europa podría desestabilizar la zona euro si los candidatos antieuropeistas prevalecieran, mientras que las negociaciones del Brexit podrían agravar la situación. En China, siguen existiendo diversos factores adversos, a saber, expectativas de una depreciación más pronunciada del RMB, aumento de los niveles de deuda corporativa y una posible corrección en los precios de la vivienda. Por último, el impacto de la subida de los tipos de interés en los mercados emergentes, las tensiones geopolíticas y la creciente ola de populismo continuarán siendo foco de atención.

### 3. Inversión de EE.UU. está haciendo el trabajo pesado

Aunque los riesgos permanecen equilibrados, la falta de avances en la reforma fiscal y el hecho de que la administración apenas haya conseguido progresos en sus primeros 100 días podría poner a prueba la paciencia de los mercados, aumentando con ello el riesgo de vulnerabilidad ante desequilibrios externos: sorpresas geopolíticas, turbulencias en los precios de las materias primas o debilidad de los mercados emergentes. El hecho de que no haya conseguido revertir la Ley de salud asequible (ACA) de manera oportuna ni aprobar una reforma fiscal y regulatoria integral no ha cambiado nuestra perspectiva para 2017, ya que esperábamos que la administración experimentara fricciones considerables al principio. Dicho esto, parece que la administración no está a la altura de las elevadas expectativas de los mercados, lo que podría comenzar a erosionar su confianza. Además, la Fed cada vez ofrece más señales de su voluntad de endurecer la política monetaria conforme se acumulan las presiones de un ciclo ya maduro. También parece claro que ya no existe tanto consenso en torno a la defensa de los estímulos fiscales en un momento en el que la holgura económica es mínima. Ahora que las vulnerabilidades financieras están en un nivel reducido, a pesar de que la posible sobrevaloración del efecto Trump por parte de los mercados bursátiles, existen cada vez más indicios sobre un aumento de las presiones adversas para este ciclo de expansión. Una perspectiva sólida de beneficios y un repunte de la inversión en equipo y vivienda deberían aliviar algunas de estas presiones a corto plazo.

**Gráfica 3.1** Calendario de la administración



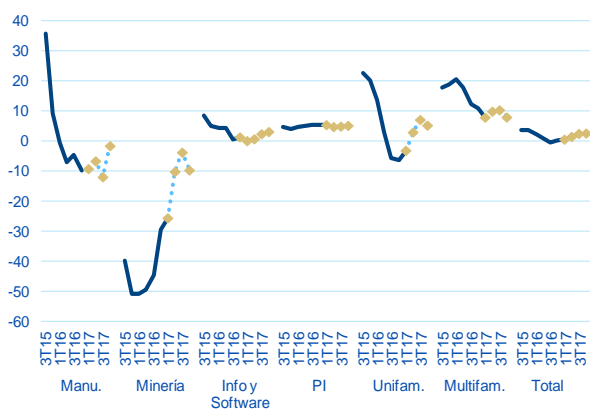
Fuente: BBVA Research

## La inversión tomará el relevo en el ciclo posterior a la crisis

Con el impulso derivado de unas expectativas de crecimiento mundial más firmes y de unos precios del petróleo moderados y estables, los sectores minero y manufacturero se están expandiendo por primera vez desde 2015. A los niveles de precio actuales, los productores nacionales han aumentado la actividad de perforación en las áreas más rentables y productivas, particularmente en Texas, con más de 150 pozos nuevos en el Permiano y Eagle Ford hasta marzo. Dicho esto, los servicios públicos se han visto afectados por la benigna climatología en el primer trimestre, dejando el sector de la energía sin cambios en su conjunto durante el año. La fabricación, la maquinaria, la electrónica informática y los productos del petróleo y del carbón se han beneficiado de la recuperación cíclica en la inversión y los beneficios, creciendo fuertemente a comienzos de año. El sector de la alta tecnología también se ha recuperado hasta tasas de crecimiento coherentes con las anteriores a la desaceleración, merced a la reactivación de la inversión en equipos y software. Por lo que respecta al automóvil, la sorpresa a la baja en las ventas en marzo podría ser una señal de una tendencia más amplia si las condiciones más restrictivas del crédito y el enfriamiento del mercado de trabajo continuaran frenando la demanda.

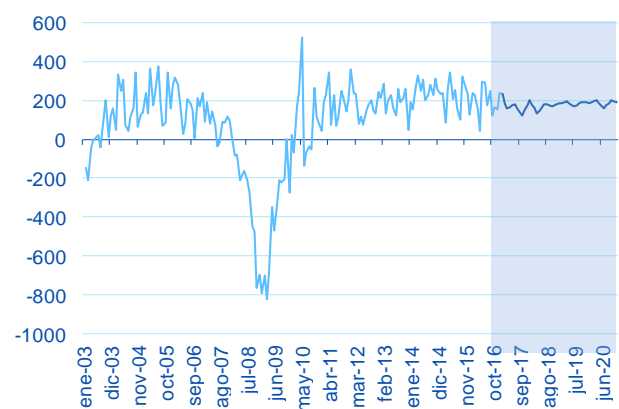
En cuanto al mercado de trabajo, las señales han sido mixtas. En enero y febrero las nóminas no agrícolas crecieron en 200.000 puestos por mes, lo cual superó las estimaciones de consenso en cuanto a la creación de puestos de empleo de alrededor de 150.000-175.000. A pesar de la desaceleración nada desdeñable en el crecimiento de las nóminas en marzo a un ritmo de 98.000 al mes, el crecimiento del empleo durante el primer trimestre sigue siendo coherente con nuestra previsión de una moderación en las ganancias del empleo. Además, el ritmo de ofertas de trabajo se ha mantenido estable durante los últimos seis meses, mientras que las horas semanales promedio trabajadas se han estancado, lo que sugiere que a pesar de las empresas se muestran más dispuestas a contratar a nivel nacional, los compromisos no están marcando la diferencia, dado que el ciclo ya está avanzado. El ciclo ya maduro y las dificultades derivadas de los cambios estructurales en la composición de la fuerza laboral subyacen a la desaceleración.

**Gráfica 3.2** Inversión fija privada real (% de variación interanual)



Fuente: BBVA Research y BEA

**Gráfica 3.3** Variación mensual en las nóminas no agrícolas (miles por mes)



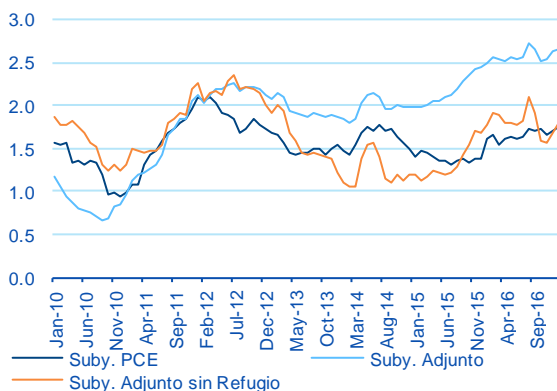
Fuente: BBVA Research y BLS

Con todo, atendiendo a la tasa de desempleo en el 4,5% y al aumento de la tasa de participación a pesar del elevado número de trabajadores que se jubilan, parece que el mercado laboral se encuentra en un nivel acorde, o incluso inferior, a las perspectivas a

largo plazo sobre la tasa de desempleo; esto respalda en buena medida el argumento de que el mercado de trabajo se encuentra en pleno empleo. Si los mercados laborales siguen creciendo al ritmo actual, para finales de año se podría absorber a las 750.000-1,2 millones de personas que no trabajan pero que buscan empleo. A medida que se absorba a las personas restantes, esperamos que la tasa de crecimiento del empleo se frene hasta niveles más coherentes con el crecimiento de la población activa (100.000-150.000) y que el desempleo se mantenga en niveles cercanos al 4,4% a medio plazo. A pesar de que a medio plazo la cifra podría quedarse algo corta de , parece que la Fed está lista para responder endureciendo de manera más agresiva la política monetaria acomodaticia (tipos de interés y freno a la reinversión del principal), sobre todo si la inflación sorprende al alza.

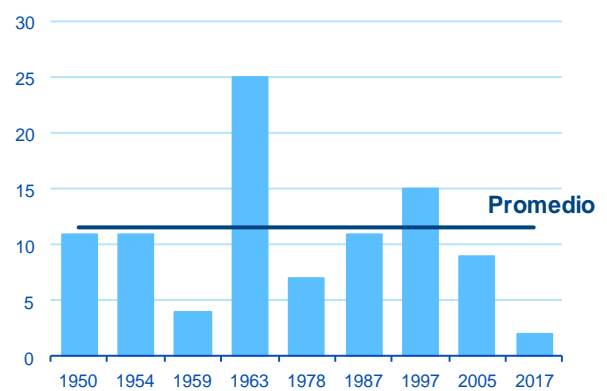
Sin embargo, la Fed tiene cierta flexibilidad sobre el ritmo de retirada de la relajación monetaria, dado que los salarios reales, a pesar de las restricciones del mercado laboral, se han mantenido estables durante el año. De hecho, los salarios en siete sectores (comercio al por menor, servicios de educación y salud, comercio al por mayor y transporte, minería, fabricación de bienes duraderos, finanzas y servicios básicos) no lograron seguir el ritmo de la inflación y los salarios en el sector minorista se contrajeron un 1,3% respecto al año anterior. Aunque los ajustados mercados laborales en sectores más técnicos como los servicios profesionales y de negocios, y la información han dado lugar a un crecimiento positivo de los salarios reales, estos sectores siguen siendo solo una pequeña parte del mercado de trabajo global, lo que sugiere que las presiones salariales podrían continuar siendo débiles a pesar de que las condiciones generales del mercado de trabajo siguen siendo un tanto ajustadas.

**Gráfica 3.4** Precios al consumidor (variación interanual, en %)



Fuente: BBVA Research, FRB y FRB Atlanta

**Gráfica 3.5** Proximidad al siguiente ciclo y brecha de producción (nº de trimestres)



Fuente: BBVA Research

Además, la transmisión del incremento de los precios de la energía está eliminando algunas de las ganancias de poder adquisitivo generadas por la caída del precio del petróleo en 2015 y el primer semestre de 2016. Las presiones provenientes del encarecimiento de la energía se desvanecerán a lo largo del segundo trimestre de 2017, pero las contribuciones negativas de la disminución de los precios de los automóviles podrían limitar las perspectivas de inflación y apuntar a una debilidad más amplia. Dicho esto, los altos niveles de inventarios y la débil demanda en el sector del automóvil podrían continuar exacerbando las presiones a la baja sobre los precios al consumidor. Ante los escasos avances en la reforma fiscal, y las presiones inflacionarias moderadas fuera de la energía y la vivienda, las expectativas de inflación basadas en el mercado se han suavizado, y las

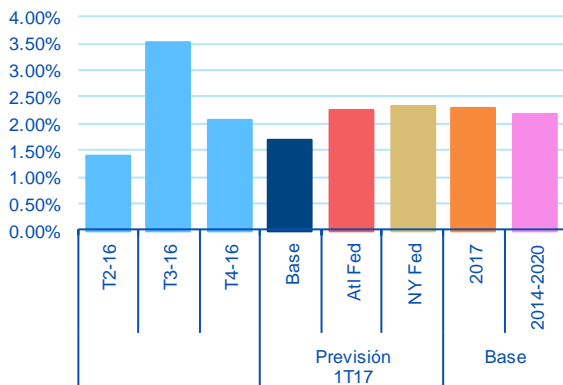


referencias basadas en encuestas también tienden a la baja. La bajada de los precios de las importaciones como consecuencia de la fortaleza del dólar también debería contribuir a las presiones bajistas.

Con esto en mente, las perspectivas de los consumidores y el consumo en 2017 continúan siendo sólidos, aunque es probable que decepcionen si se las compara con las de 2016, cuando fueron el motor del crecimiento ante el desplome de la inversión, los beneficios y la productividad. Aunque los fabricantes de automóviles podrían sacrificar los márgenes haciendo descuentos en sus inventarios existentes para atraer a los clientes, los prestamistas se están alejando del sector automotriz, dado que la morosidad sigue aumentando y los prestamistas tratan de limitar su exposición a prestatarios de alto riesgo. Fuera del sector del automóvil, el consumo debería mantener su solidez, ya que la confianza sigue siendo alta.

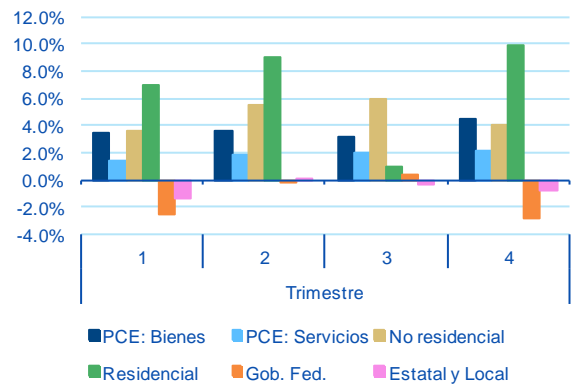
El crecimiento en el primer trimestre decepcionó a los mercados, con una caída brusca del consumo. Aunque está siendo más rápida de lo previsto, la transición del consumo a la inversión está en línea con nuestra perspectiva de referencia. A pesar de una disminución en los inventarios, la inversión fija privada no residencial fue fuerte, mientras que la inversión residencial mejoró a pesar del aumento de los tipos de interés, y las exportaciones aumentaron debido al repunte del comercio y el crecimiento mundial. Aunque el lento comienzo del año podría suscitar preocupaciones sobre las perspectivas de alcanzar el 2% a final de año, parece haber capacidad suficiente para invertir tras la desaceleración en 2016. De hecho, una sorpresa positiva del sector minero, que creció un 19,3% interanual, sugiere que si el consumo rebotara en los tres trimestres restantes, el crecimiento superará nuestra perspectiva de referencia del 2,3%.

**Gráfica 3.6 PIB real**  
(TAD, variación intertrimestral en %)



Fuente: BBVA Research, BEA, FRB ATL y NY

**Gráfica 3.7 Crecimiento promedio trimestral (%)**



Fuente: BBVA Research y BEA

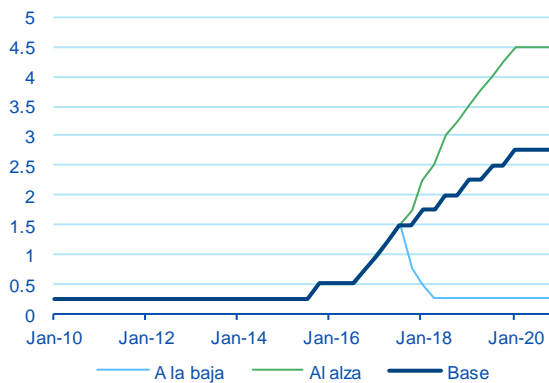
## Fed acelera supresión de la relajación monetaria con la intención de reducir el balance

Dado que las condiciones son las adecuadas para la retirada de la política monetaria acomodaticia, la Fed, después de reanudar la normalización de su política de tipos en diciembre y de volver a aumentarlos en marzo, continuará ajustándolos gradualmente en 2017 con dos subidas adicionales de 25 p.b. en junio y septiembre. La incertidumbre en torno a esta senda es elevada, dado que el comunicado realizado en marzo contenía un tono deliberadamente más restrictivo. Al mismo tiempo, la Fed se mantiene firme en su compromiso de una normalización medida. Tras la serie de declaraciones antesde la reunión de marzo, a lo que se

suma el comunicado, las perspectivas económicas del comité y la conferencia de prensa, parece que la ausencia de cambios en sus perspectivas, la normalización gradual podría implicar 3 o 4 subidas de tipos al año. Con esto en mente, nuestra perspectiva es alcista para el resto del año, con la posibilidad de tres subidas de tipos adicionales este año, en junio, septiembre y diciembre.

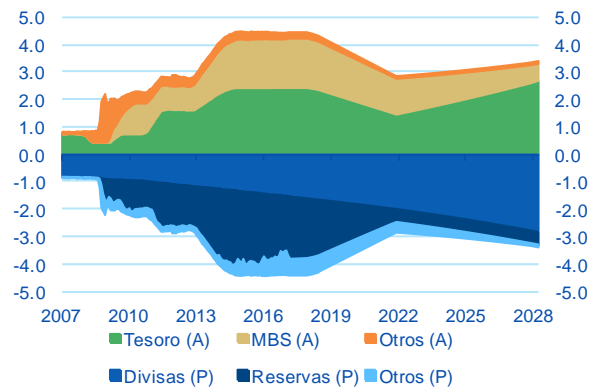
Con todo, la Fed parece dispuesta a lidiar con el otro lado de la moneda de la normalización: la normalización del balance. A día de hoy, el balance de la Fed ha crecido hasta los 4,5 billones de USD en el período post-crisis, desde algo menos de un billón antes de la crisis. La mayor parte de los activos de la Fed son títulos del Tesoro (2,5 billones de USD) (la mayoría de los cuales tienen un vencimiento de más de 10 años tras el Programa de Ampliación del Vencimiento) y títulos respaldados por hipotecas (1,7 billones de USD). En el lado del pasivo, la moneda en circulación asciende a 1,5 billones de USD, el doble que en 2007, mientras que las reservas suman 2,2 billones de USD. Aunque la normalización podría adoptar muchas formas, probablemente implique una retirada gradual de la reinversión del principal, que comenzará a finales de año. La prisa por reducir el balance trae causa probablemente de la cantidad de títulos que vence en los próximos dos años, que podría ascender a 1,2 billones si los pagos de la cartera de valores respaldados por hipotecas (MBS) se efectúan según lo previsto a un ritmo de unos 18.000 millones al mes. Además, las compras de MBS, excluida la Reserva Federal, que ascendieron a un total de 374.000 millones de USD en 2016, han vuelto a los niveles anteriores a la crisis. Para que la Fed comience el proceso de normalización, los riesgos tendrán que permanecer equilibrados, lo que es coherente con nuestro escenario base de una inflación y crecimiento moderados.

**Gráfica 3.8** Escenarios sobre los tipos de la Fed (%)



Fuente: BBVA Research

**Gráfica 3.9** Activos y Pasivos de la Fed (billones de USD)



Fuente: BBVA Research y FRB

Si bien las actas parecen dejar claro cuándo terminará la política de reinversión, todavía persiste una considerable incertidumbre sobre su ritmo y composición, y sobre si el comité normalizaría el balance y aumentaría los tipos de interés al mismo tiempo. Los temores suscitados en torno al resurgimiento del llamado «taper tantrum»<sup>1</sup> (una especie de rabieta por la reducción paulatina de liquidez) también refuerza nuestra opinión de que el comité comunicará «a la opinión pública con mucha antelación cualquier cambio real», lo que significaría que el tema será un elemento central en próximas reuniones. Por otra parte, unos cuantos

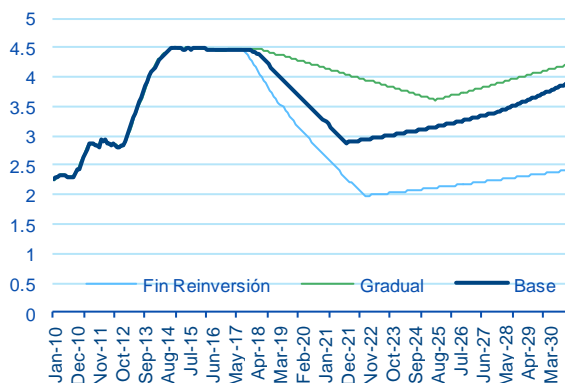
1: Para más información, véase <https://research.stlouisfed.org/publications/economic-synopses/2014/01/28/lessons-from-the-taper-tantrum/>

participantes abogarán por anunciar las «expectativas del FOMC con respecto al volumen y la composición de los activos y pasivos de la Fed a largo plazo.»

En cuanto al ritmo, el punto de equilibrio estará entre una comunicación clara y las turbulencias financieras. Un enfoque gradual eliminará probablemente «los riesgos de desencadenar volatilidad en los mercados financieros», pero poner fin a la política de reinversión en su conjunto se consideró una opción «más fácil de comunicar, al tiempo que permitiría una normalización algo más rápida del volumen del balance». Poner fin de manera total a la política de reinversión en la cartera de bonos del Tesoro (suponiendo que no haya cambios en la duración de la cartera, ni ventas de valores, ni en la cartera de MBS) implicaría reducir el balance en unos 420.000 millones de USD a finales de 2018 y en otros 1.500 millones para 2022. Un enfoque gradual que combine tanto bonos del Tesoro como títulos MBS resultaría en una reducción de casi 1,5 billones de USD para finales de 2022. Obviamente, la Fed podría acelerar el ritmo conforme los mercados se vayan ajustando, o bien cambiar la duración de la cartera, lo que a su vez aceleraría el proceso de normalización.

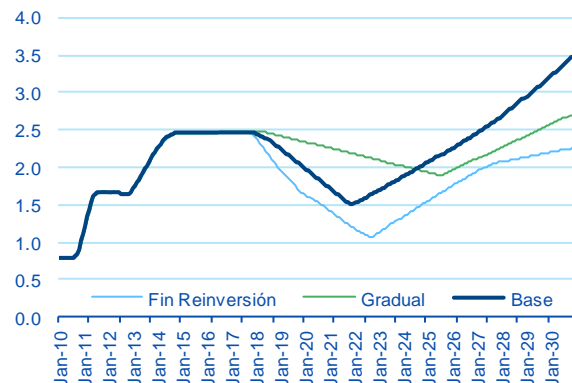
Con respecto a la composición y el mix de reinversión, parece que no hay acuerdo en cuanto a qué carteras (bonos del Tesoro frente a títulos respaldados por hipotecas [MBS]) reducir; aunque a largo plazo parece ser que los miembros de la Fed prefieren una cartera eficiente y ajustada de bonos del Tesoro. Además, la reducción del tamaño de la cartera de MBS presentará riesgos adicionales para la normalización, dado que los pagos de la cartera de MBS son desconocidos y los factores subyacentes a esos pagos, como los precios de las viviendas, los pagos anticipados, las políticas gubernamentales y fiscales y los tipos de interés pueden fluctuar, alterando el momento y el importe de los pagos de principal. Las consideraciones sobre la estabilidad del mercado de la vivienda también podrían complicar el proceso, ya que la Fed sigue siendo uno de los mayores compradores de MBS. En otras palabras, la Fed tratará de evitar la desestabilización del mercado de MBS para no perturbar los precios de las viviendas y los préstamos hipotecarios. Dado que el mercado de MBS ha vuelto a la normalidad, la Fed puede tomar medidas sin generar estos riesgos.

**Gráfica 3.10** Balance: Escenarios de activos (Billones de USD)



Fuente: BBVA Research y FRB

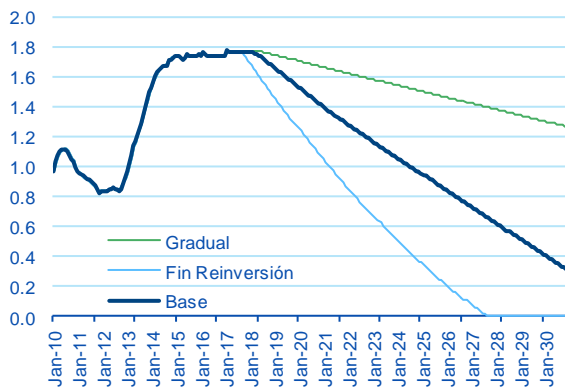
**Gráfica 3.11** Balance: Escenario de bonos del Tesoro (Billones de USD)



Fuente: BBVA Research y FRB

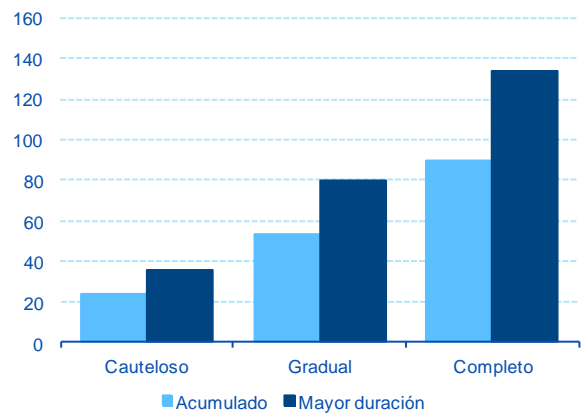
Dado que una reducción completa o gradual del balance podría hacer subir los tipos de interés a largo plazo en 1-2 p.b., no está claro si la Fed consideraría que la normalización del balance y la política de tipos de interés son mutuamente excluyentes, o si actuarían de manera simultánea. Con todo, en última instancia, si las condiciones económicas se consideraran suficientemente estables, existe la posibilidad de que el comité aumente los tipos e inicie la normalización este año, dado que las actas indicaban que a finales de este año «continuaría el incremento gradual de los tipos de los fondos federales y consideraban apropiado un cambio en la política de reinversión del Comité». Si la historia reciente es un indicador de cómo procederá el comité, el enfoque será escalonado y lento, a fin de permitir que el comité pueda evaluar el impacto de los ajustes en su política de reinversión. Esto podría suponer que, si la Fed detiene las reinversiones en diciembre, después de dos subidas de tipos de interés adicionales (junio y septiembre de 2017), el siguiente aumento podría retrasarse hasta el segundo semestre de 2018 para permitir que los mercados absorban los efectos de unos tipos de interés a largo plazo más elevados.

**Gráfica 3.12 Balance: Escenarios MBS**  
(Billones de USD)



Fuente: BBVA Research y FRB

**Gráfica 3.13 Balance: Impacto en los bonos del Tesoro a 10 años (p.b.)**



Fuente: BBVA Research

## La Administración no lograr establecer el rumbo de sus políticas en primeros 100 días

Aunque la reforma fiscal fue la principal propuesta republicana durante la campaña electoral, ahora no está tan claro qué tipo de paquete fiscal podrá sacar adelante la administración. El Departamento del Tesoro, que se encargará de crear una estrategia integral, sigue teniendo carencias de personal, y el 70% de sus 28 nombramientos políticos siguen pendientes de anunciarse. Incluso cuando contaba con todo su personal, se necesitaron 10 meses para elaborar el plan integral para la Ley de Reforma Tributaria de 1986, otros 13 meses para que se propusiera al Congreso y otros nueve para su aprobación. En el mejor de los casos, esto implicaría que esta importante reforma fiscal no llegaría a aplicarse como muy pronto hasta noviembre de 2019. Además, existen importantes diferencias entre los planes de la Casa Blanca y los del Congreso. La administración Trump no ha respaldado explícitamente la implementación de un impuesto de ajuste fronterizo (BAT) y los conservadores fiscales probablemente bloquearán cualquier plan que conduzca a aumentos importantes en los niveles de deuda. En conjunto, el resultado más probable será algo similar a los recortes de impuestos de Bush, que redujo los tipos, si bien de forma transitoria, debido a la necesidad de alcanzar un déficit neutral más allá del horizonte del presupuesto a 10 años a fin de cumplir los requisitos de reconciliación.

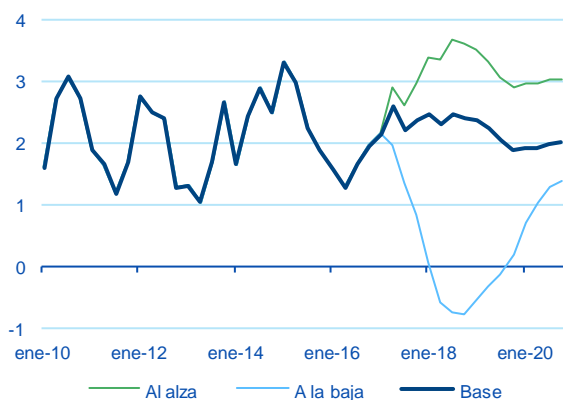
La administración Trump aún no ha propuesto lo que han descrito como un programa de gasto en infraestructuras de 1 billón de USD, en el que participarían los sectores público y privado. Su desafío: convencer al Congreso para incluir este paquete de gastos como parte de la reforma fiscal. No obstante, los detalles del plan aún no se han revelado. Aunque este paquete cuenta con el beneplácito de los dos partidos, parece que hay problemas que persisten, ya que los Demócratas están menos dispuestos a aceptar la participación del sector privado, mientras que los Republicanos más vigilantes de la cuestión presupuestaria se muestran preocupados por el aumento de la deuda pública.

En cuanto al comercio, el presidente Trump parece haber suavizado su postura en relación con el comercio internacional. Por ejemplo, decidió no calificar a China como una manipulador de divisas, frente a lo que prometido durante su campaña. Las acciones de la administración parecen estar dirigidas ahora a sectores específicos como el acero y los aranceles «ojo por ojo». También se ha planteado ya una renegociación del TLCAN. Sin embargo, el aumento de la presión de las partes interesadas (por ejemplo, los sectores agrícolas y las empresas que dependen de las cadenas de valor mundiales) impedirá que la administración tome medidas radicales, como una retirada completa del tratado.

### Exceso de optimismo, progresos insuficientes

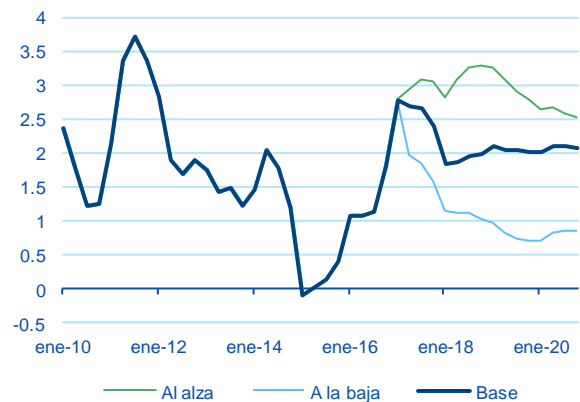
La posibilidad de que Trump satisfaga las expectativas de los mercados y saque adelante una reforma fiscal integral, o en el peor de los casos, reduzca el impuesto de sociedades antes de finales de ejercicio fiscal se antoja remota. Con esto en mente, la probabilidad de alcanzar tasas de crecimiento superiores al 3% este año es igualmente improbable, dadas las dificultades derivadas de los datos demográficos, la productividad y la política monetaria menos acomodaticia. Por otra parte, la recuperación cíclica en el consumo se desacelera, y mientras que la inversión está creciendo tras la caída de los beneficios provocada por las materias primas, el margen para que se produzca un aumento importante de las inversiones es reducido, aun produciéndose cambios importantes en la normativa y en las políticas.

**Gráfica 3.14** Crecimiento PIB real (%)



Fuente: BBVA Research

**Gráfica 3.15** Índice general de Precios al Consumidor (% de variación interanual)



Fuente: BBVA Research

A pesar de la euforia posterior a las elecciones, seguimos siendo escépticos respecto al hecho de que Washington vaya a poder cumplir sus promesas de manera rápida y eficaz, y a principios de año auguramos que la nueva administración se enfrentaría a

problemas en el frente del crecimiento. Así, mantenemos nuestra perspectiva de una recuperación del crecimiento hasta el 2,3% en 2017. En 2018, esperamos que el crecimiento sea del 2,4%, conforme el efecto acumulativo de la reforma regulatoria y las acciones ejecutivas fragmentadas vayan impulsando ligeramente las expectativas. A partir de entonces, el escenario asume que las presiones del lado de la demanda pesarán más que cualquier reforma modesta del lado de la oferta emprendida por la administración, lo que haría que el crecimiento retrocediera a aproximadamente el 2%.

En este contexto de cambios menores en el panorama fiscal y moderación del crecimiento, esperamos que las presiones inflacionarias derivadas de los precios de la energía y la vivienda se diluyan a lo largo del año. Como consecuencia, la inflación caerá por debajo del objetivo del 2%, hasta el 1,9%, en 2018, desde el 2,6% de 2017. Después de que se desvanezca la transmisión transitoria de la subida de los precios de la energía y se estabilicen los precios subyacentes, esperamos que la inflación general retroceda al 2,0% a medio plazo.

Todavía queda un escenario, en el que Trump consigue llevar a cabo las reformas que prometió al asumir el cargo entoda su amplitud y profundidad, aunque eso sigue siendo poco probable debido a la falta de pruebas tangibles de que la administración esté preparada y tiene el suficiente capital político para afrontar las reformas estructurales. En este escenario, con una política fiscal expansiva y unas reformas regulatorias y de la oferta modestas, el crecimiento podría superar el 3% en 2018-2020. Este escenario implicaría probablemente una tasa de desempleo que se situaría cerca de mínimos históricos en torno al 3,9%. Un crecimiento por encima del potencial y una política fiscal expansiva hacen subir la inflación por encima del 3,0%.

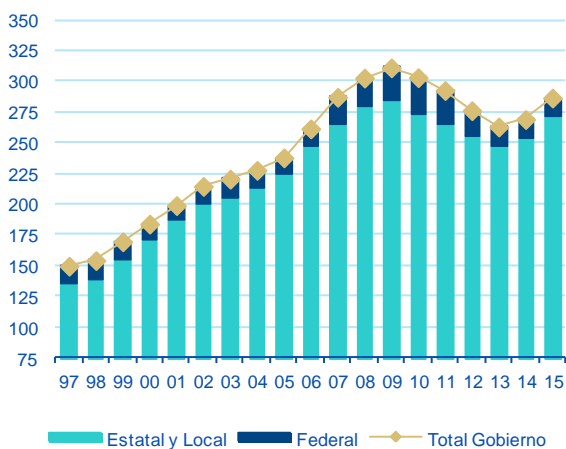
En vista de los escasos avances a nivel interno y del aumento de las tensiones geopolíticas en el extranjero, aumenta la probabilidad de que se cumpla nuestro escenario bajista. Aunque sigue siendo poco probable, el impacto podría suponer una recesión moderada, dados los desequilibrios financieros generales que continúan estando en gran parte contenidos y que el apalancamiento ha disminuido desde la crisis. En este escenario, unas condiciones similares a una situación de estancamiento darían lugar a un entorno de desinflación con aumento del desempleo, que alcanzaría el 7,0% en 2018.

## 4. Gasto en infraestructuras: una necesidad más que un estímulo económico

Los proyectos de infraestructura son únicos en comparación con otros tipos de estímulos fiscales, ya que tienen el potencial de mejorar las perspectivas de crecimiento tanto a corto como a largo plazo. En ese sentido, las racionalizaciones de los economistas con respecto a un gasto público abultado en infraestructuras difieren dependiendo de si unos creen en el efecto por el lado de la oferta o de la demanda. El gasto en infraestructuras se considera una herramienta útil para generar crecimiento a corto plazo cuando la actividad económica está en recesión y el desempleo es elevado. Los proyectos financiados con fondos públicos contribuyen a aliviar el desempleo, aumentan el gasto y está demostrado que tienen un efecto multiplicador sustancial en el crecimiento, si se aplican de manera eficaz. Por otro lado, la inversión en infraestructuras es necesaria para mantener y aumentar el nivel de vida mediante mejoras en la atención sanitaria, el transporte, la vivienda y la calidad general de vida de los ciudadanos. Por lo tanto, la actualización y reparación de las infraestructuras puede mejorar la productividad, mejorar el crecimiento a largo plazo y potenciar la competitividad global de EE.UU.

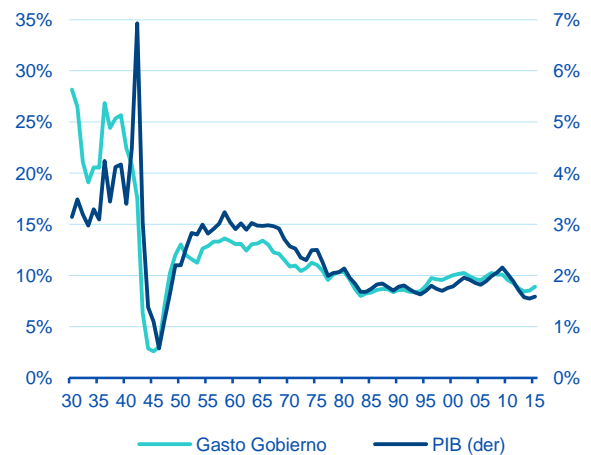
Los argumentos de **crecimiento a largo plazo y a corto plazo** para el gasto en infraestructuras se combinan a menudo con la suposición de que, si bien los proyectos de infraestructuras aumentan el crecimiento económico a corto plazo, también generan un efecto contagio sobre el potencial productivo a largo plazo. Además, en el entorno actual de tipos de endeudamiento a largo plazo persistentemente bajos, se asume que la asignación de fondos públicos a inversiones no financieras resulta beneficiosa, ya que el retorno de la inversión en infraestructuras sería superior al tipo de interés de la deuda pública.

**Gráfica 4.1** Inversión bruta en estructuras no residenciales (miles de millones USD, coste histórico)



Fuente: BBVA Research y BEA

**Gráfica 4.2** Inversión pública bruta en estructuras no residenciales como porcentaje del PIB y gasto público (%)



Fuente: BBVA Research y BEA

El presidente Obama pidió al Congreso aprobar un proyecto de ley para «reconstruir Estados Unidos», esto es, para construir unas infraestructuras a la altura del siglo XXI. La promesa de gasto en infraestructuras del presidente Trump ha sido del tipo: «vamos a empezar a gastar mucho dinero en infraestructuras. No tenemos elección.» Sin embargo, la presidenta de la Fed, Janet Yellen, ha abogado por seguir un enfoque cauteloso de no gastar mucho en infraestructuras en un momento en el que la economía se ha estado expandiendo a un ritmo constante: «No hay mucho margen fiscal si se produjeran turbulencias en la economía ya que ello requeriría de estímulos fiscales».

Sin embargo, la evidencia empírica muestra que, mientras que los argumentos de crecimiento a largo y a corto plazo se hacen conjuntamente, en la práctica se contradicen y, por lo tanto, los proyectos de infraestructuras implementados a menudo persiguen uno u otro objetivo, pero no ambos. Además, dependiendo del proyecto, no está demostrado que el gasto en infraestructuras estimule el crecimiento.<sup>2</sup>

Un enfoque de sentido común para reducir el desempleo a través de proyectos de infraestructuras sería dirigir esos proyectos hacia los condados que tienen altas tasas de desempleo. Muchos de esos condados tienen un desempleo sistémicamente elevado y están en declive a largo plazo debido a los cambios estructurales de la industria y a la disminución de la experiencia tanto en la población como en el número de empresas en funcionamiento. Los economistas urbanos afirmarían que estos proyectos a menudo terminan como «puentes a ninguna parte», porque su objetivo principal es aliviar el desempleo, mientras que los análisis de coste-beneficio de los proyectos a menudo no se tienen en cuenta. Los efectos económicos positivos de los proyectos que minimizan el desempleo son de corta duración y los multiplicadores son bajos.<sup>3</sup> «Las infraestructuras de Detroit fueron construidas para 1,85 millones de personas; ahora, después de décadas de dificultades, la ciudad cuenta con menos de la mitad de esa población. No tiene sentido construir nuevas infraestructuras, y solo sería derrochar dinero». (Glaeser, 2017)

Además, la tecnología de la información y la comunicación (TIC) y la infraestructura digital han permitido la conectividad virtual a través del ciberespacio. El ciberespacio ha reducido la importancia de la proximidad geográfica, lo que afecta a las medidas de eficiencia de algunas de las infraestructuras existentes y al grado en que su reconstrucción resulta beneficiosa.

Por otra parte, para que tengan un efecto económico a largo plazo y, por lo tanto, un multiplicador superior a uno, los fondos de infraestructuras públicas deben dirigirse a regiones de alta densidad en expansión, a fin de generar nuevos negocios y empleos, además de gastos en infraestructuras de transporte. Por lo general, son regiones que se recuperan más rápido que el promedio durante las recesiones y que cuentan con tasas de desempleo inferiores a la media durante las expansiones. También se ha argumentado que los complejos proyectos de infraestructuras urbanas requieren una mano de obra cualificada para diseñar y operar maquinaria, que es más probable que ya esté empleada. Los estudios indican que el gasto en carreteras incluido en la Ley de recuperación (*Recovery Act*) se gastó en mayor medida en regiones con tasas de desempleo ya bajas y probablemente se tradujo en un desplazamiento de la mano de obra de un empleo a otro, más que en contratación de desempleados.<sup>4</sup>

---

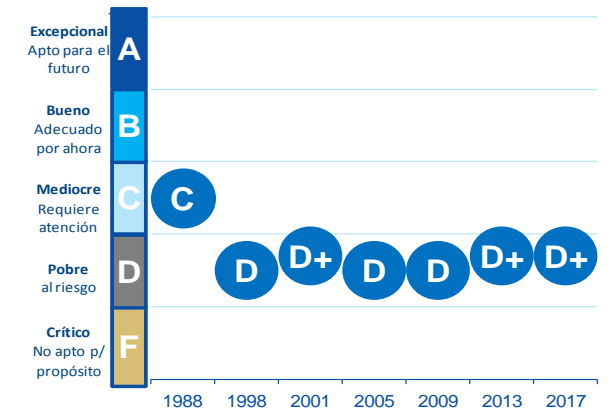
2: Glaeser (2017)

3: Glaeser (2017), Bourne y Zuluaga (2016)

4: Glaeser (2017), Gardner (2017)



**Gráfica 4.3 ASCE Report Card**



Fuente: BBVA Research y ASCE

**Gráfica 4.4 Historial de puntuaciones ASCE por sector y coste de la mejora**

Categoría	2001	2005	2009	2013	2017
Aviación	D	D+	D	D	D
Puentes	C	C	C	C+	C+
Presas	D	D+	D	D	D
Agua potable	D	D-	D-	D	D
Energía	D+	D	D+	D+	D+
Desechos peligrosos	D+	D	D	D	D+
Vías navegables	D+	D-	D-	D-	D
Diques	-	-	D-	D-	D
Puertos	-	-	-	C	C+
Parques públicos	-	C-	C-	C-	D+
Trenes	-	C-	C-	C+	B
Caminos	D+	D	D	D	D
Escuelas	D-	D	D	D	D+
Desechos sólidos	C+	C+	C+	B-	C+
Tránsito	C-	D+	D	D	D-
Desperdicio agua	D	D-	D-	D	D+
<b>Costo Mejora</b>	<b>\$1.3Bn</b>	<b>\$1.6Bn</b>	<b>\$2.2Bn</b>	<b>\$3.6Bn</b>	<b>\$3.3Bn</b>
	<b>próx.5A</b>	<b>próx.5A</b>	<b>próx.5A</b>	<b>próx.8A</b>	<b>próx.10A</b>

Fuente: BBVA Research y ASCE

**La realidad es** que muchos sectores vitales de infraestructuras de Estados Unidos se han deteriorado y representan un problema de seguridad pública, lo que hace que esta cuestión se trate más de una necesidad que de un estímulo económico. El gasto en infraestructuras de Estados Unidos se ha quedado rezagado con respecto al aumento de la demanda y desde 1998 ha obtenido una puntuación media de «D» debido a la persistente brecha de financiación. La puntuación «D+» de 2017 de la Sociedad Americana de Ingenieros Civiles (American Society of Civil Engineers, ASCE) significa que el estado y la capacidad de muchos sectores de las infraestructuras son motivo de grave preocupación y presentan un alto riesgo de fracaso. Por ejemplo, el número de presas y diques muy antiguos ha ido en aumento y, por lo tanto, cada vez hay más estructuras que representan un alto riesgo potencial, entendiéndose esto por un fallo en el funcionamiento que podría generar una importante pérdida económica y en vidas humanas.

En un informe publicado por La ASCE se calculan los déficit de financiación de infraestructuras en función de cuántos fondos se necesitan para conseguir una puntuación «B», que es un buen estado de reparación. El informe estima una brecha anual de 144.000 millones de USD en los próximos 10 años en financiación para mantener el grado B. El informe también estima un coste de 3.400 USD al año para las familias estadounidenses y 7.000 millones USD de ventas acumuladas perdidas para las empresas en 10 años debido al mal estado de las infraestructuras. Sin embargo, el informe no proporciona estimaciones ni estudios sobre la modernización de la infraestructura existente y la inversión en TIC o en cualquier otra nueva tecnología, lo que impulsaría a los Estados Unidos hasta la nota «A».<sup>5</sup>

«Los estudios no presuponen nuevas tecnologías más allá de la ampliación de las tendencias existentes en las tasas de utilización de la infraestructura y de las tecnologías mejoradas que ya está previsto implementar. Algunos ejemplos de estas tecnologías que no se consideran en estos informes son los sistemas ferroviarios de alta velocidad o de levitación magnética

5: La única excepción es el sector de la aviación, para el que el estudio considera el coste de las tecnologías de control de tráfico aéreo NextGen. NextGen es un sistema que se prometió hace tiempo para mejorar la eficiencia y la seguridad de la aviación y potenciar la capacidad de las infraestructura aeroportuarias existentes (ASCE, 2016).

(maglev) en el transporte en superficie o la expansión radical de las energías renovables para la generación de electricidad. En el estudio sobre el agua, no se consideró el coste de financiar o desarrollar nuevos recursos de abastecimiento de agua. El estudio de la electricidad estableció que las tecnologías existentes o previstas para la generación de energía por región estarían listas a lo largo de 2040». (ASCE, 2016)

**La administración** está trabajando en una ley de infraestructuras, que se espera que se presente en mayo. El gasto en infraestructuras fue una de las promesas de campaña del presidente Trump, y aunque se espera que la cantidad propuesta en concepto de gastos en infraestructuras sea de 1 billón de USD durante los próximos 10 años, lo que está en línea con la propuesta de los Demócratas sobre esta materia, todavía se desconoce el contenido concreto de la propuesta. También se desconoce qué parte del gasto propuesto en infraestructuras será financiado directamente por el gobierno y cuánto mediante créditos tributarios, lo que incentivaría las asociaciones público-privadas. Tampoco está claro qué tipo de infraestructuras cubrirá. ¿Cuál será el desglose de la propuesta en términos de financiación de nuevas infraestructuras frente a renovación y actualización de la antiguas? Y finalmente, ¿incorporará el proyecto de ley proyectos que aborden las necesidades de la nueva era digital, la ciberseguridad y las tecnologías de la información y la comunicación?

Según una reciente entrevista al presidente Trump y un discurso de la Secretaria de Transporte Elaine Chao, la propuesta de gasto en infraestructuras de la administración trata de recabar una inversión de 1 billón de dólares en 10 años y abarcará infraestructuras en materia de transporte, agua y «potencialmente hospitales de veteranos y banda ancha». El objetivo será incentivar las asociaciones público-privadas mediante la inclusión de cambios regulatorios, administrativos y políticos de «sentido común» que acelerarán los procesos de autorización.<sup>6</sup> La propuesta incluirá proyectos de renovación: «Tenemos que renovar en gran medida». <sup>7</sup> El presidente planea establecer una comisión que supervisará y asignará los fondos.

Sin embargo, el principal factor que se desconoce (la financiación de la propuesta de infraestructuras) determinará la probabilidad de que la propuesta sea aprobada por el Congreso. Los Demócratas apoyan la financiación pública y se opondrán a otras medidas de financiación, como créditos tributarios o la creación de nuevos impuestos. Los Republicanos conservadores no están interesados en aprobar medidas de gasto que aumenten el déficit presupuestario federal. Al mismo tiempo, tanto los Republicanos como los Demócratas que representan circunscripciones rurales se oponen a la idea de financiar proyectos de infraestructuras a través de asociaciones público-privadas, ya que las inversiones se destinarán más a las áreas urbanas por su menor riesgo de no recuperar la inversión inicial. Mientras tanto, las grandes áreas metropolitanas que tienen las mayores necesidades de modernización de las infraestructuras podrían verse privadas de fondos federales si son percibidas como «ciudades santuario».

«No hay nada concreto por el momento, porque no hemos tomado ninguna decisión final. Todavía no hemos decidido nada respecto a la participación público/privada. Hay algunas cosas que funcionan muy bien por medio de asociaciones público/privadas. Hay otras cosas que no. ... Estamos tomando dinero prestado a precios muy bajos. Cuando esto es así, no hay por qué recurrir a este sistema público/privado». Transcripción parcial: Entrevista a Trump con *The Times*, 5 de abril de 2017

**La financiación de infraestructuras** se enfrenta a un cuello de botella, ya que la demanda de gasto en infraestructuras está creciendo más rápido que la economía estadounidense y, por tanto, supera los ingresos fiscales necesarios para su financiación.

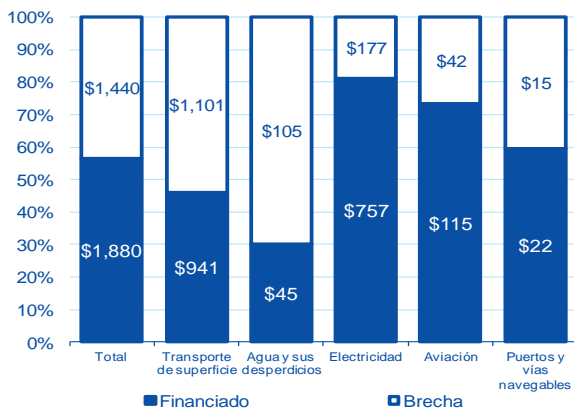
6: Discurso de Elaine Chao, Secretaria de Transporte de EE.UU. (2017)

7: The New York Times (2017)

La elevada proporción de la deuda del gobierno de los Estados Unidos con respecto al PIB, que aumentó del 62,1% en 2007 al 105,3% en 2017, continúa siendo una limitación para llevar a cabo una política de gasto federal más expansiva. En el caso de las economías industrializadas con niveles de deuda pública del 60% del PIB y superiores, los modelos macroeconómicos a gran escala estiman que el estímulo fiscal es contraproducente y genera un efecto negativo en el crecimiento del PIB.<sup>8</sup> Un estudio del FMI se muestra positivo sobre el efecto del estímulo fiscal a corto plazo, concluyendo que el gasto en infraestructuras productivas puede producir un multiplicador de hasta el 1,25. Sin embargo, el estudio afirma que, con las restricciones de la sostenibilidad fiscal, el gasto frenará a medio plazo el crecimiento de Estados Unidos.<sup>9</sup>

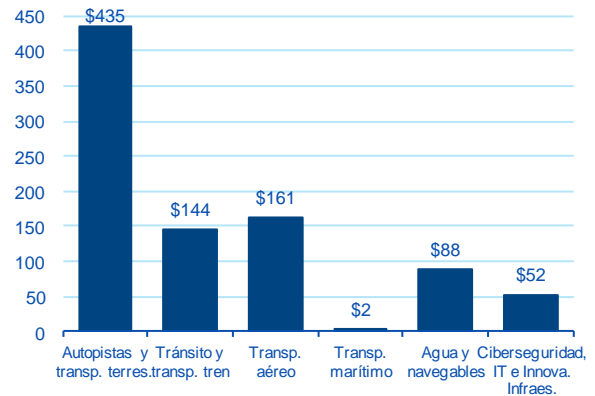
Sin embargo, tanto si el gasto en infraestructuras constituye una necesidad o si se está haciendo con fines de estímulo, los fondos públicos representan la columna vertebral de la financiación de infraestructuras para muchos sectores. Más del 50% de los proyectos de educación, aviación, transporte acuático, transporte público, carreteras y calles son financiados por fuentes públicas, así como el 100% de los proyectos de ferrocarriles de pasajeros y proyectos de seguridad pública. La lógica tradicional de los proyectos de infraestructuras financiados con fondos públicos es que el gobierno interviene cuando los mercados fallan. Los activos de infraestructuras reúnen de muchas maneras las características de un bien público, es decir, son no excluibles y no rivales, y generan efectos positivos difíciles de monetizar. La mayoría de los sectores de infraestructuras públicas requieren economías de escala y, si no son propiedad del gobierno, pueden dar lugar a un monopolio natural y a un control de los precios. Al mismo tiempo, la financiación pública también ha generado críticas, según las cuales los proyectos financiados han ignorado a menudo el factor coste-beneficio, se han implementado de manera ineficiente y a menudo se priorizaron en función de las áreas que brindaban ventajas electorales en lugar de atendiendo a las necesidades reales.

**Gráfica 4.5** Brecha de financiación de inversiones hasta 2025 (Miles de millones USD en 2005)



Fuente: BBVA Research y ASCE

**Gráfica 4.6** Proyecciones de gastos del Gobierno federal hasta 2025 (miles de millones USD)



Fuente: BBVA Research y CBO

Los sectores de las infraestructuras que están dominados por fondos privados del 80% o más son la energía, la salud y los parques de atracciones y recreativos, mientras que los ferrocarriles de mercancías y las telecomunicaciones tienen una

8: Ilzetzki, Mendoza y Végh (2013)

9: FMI (2017)

participación privada del 100%. A menudo se argumenta que la participación privada mejora la eficiencia tanto en la ejecución como en la financiación de los proyectos. La administración anterior, de modo similar a la actual, también ha apoyado las asociaciones público-privadas (APP), ya que infunden capital privado, aportan conocimientos especializados y emplean nuevos medios de eficiencia para impulsar la inversión en infraestructuras.

**Los acuerdos APP** son complejos, implican a un gran número de partes y requieren largos y agotadores períodos de negociaciones sobre cuestiones jurídicas, la distribución de pagos y la distribución del riesgo. Por defecto, el gasto en infraestructuras, como cualquier otro tipo de inversión, produce una tasa de retorno y atraerá capital. Sin embargo, se supone que los proyectos de infraestructuras en los Estados Unidos son arriesgados debido a las altas necesidades de capital inicial y a sus largos plazos. Las inversiones en infraestructuras son menos líquidas y con frecuencia implican años de espera desde la planificación inicial hasta que empiezan a generar flujos de efectivo.

La mayor parte de la responsabilidad de negociar acuerdos de APP recae a menudo sobre los gobiernos estatales y locales. Los gobiernos locales asumen los riesgos en las etapas iniciales de los proyectos (negociación y planificación), en las que es necesario recaudar dinero a través de fuentes alternativas, como bonos y financiación de deuda. Las APP también pueden suponer un coste para el gobierno superior a lo previsto. Por ejemplo, en el caso de los contratos de arrendamiento, el gobierno local tiene que compensar al socio privado por la pérdida de ingresos de los parquímetros al cerrar temporalmente las calles y por los peajes a los que se renuncia al evacuar a la gente rápidamente debido a un desastre natural. Por otro lado, aunque las estimaciones no son consistentes para cada proyecto APP, las APP operan en promedio a un coste ligeramente menor y pueden proporcionar ganancias de eficiencia al agrupar la construcción, el mantenimiento y las operaciones.

Un número cada vez mayor de estados están explorando oportunidades de APP. Aunque predomina en el ámbito de las carreteras y el transporte terrestre, las APP en los Estados Unidos se están expandiendo actualmente a otros sectores: energía, desechos y agua, y proyectos de infraestructura social. Asimismo, Pensilvania ha agrupado de manera efectiva pequeños proyectos de infraestructura de 558 puentes en un gran paquete y ha sellado con éxito la ejecución de APP.

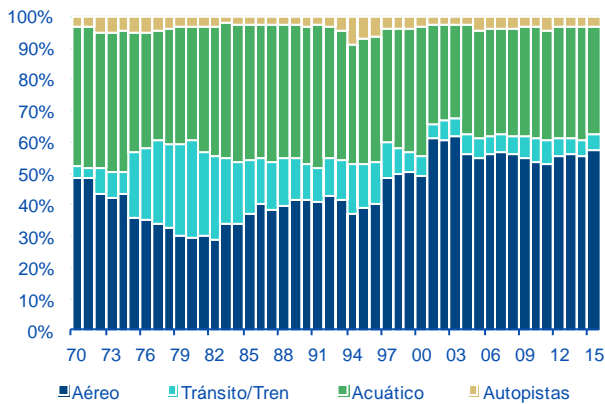
La razón para aprovechar la participación de APP no radica tanto en la financiación inicial de la construcción, sino más bien en las ganancias de eficiencia durante todo el ciclo de vida de las estructuras. Si los costes y beneficios se miden correctamente - contabilizando los costes de alternativas, costes ocultos, diseño, construcción, mantenimiento a largo plazo y ciclo de vida -, las APP pueden ofrecer un coste menor y una mayor eficiencia. Además, dado que las APP contienen los tres componentes (financiero, operativo y activos), suelen incorporar tecnologías innovadoras y completar los proyectos en un plazo más reducido de tiempo.

Sin embargo, hay mucho por hacer: mejorar la eficiencia a la hora de seleccionar proyectos adecuados para APP, mejorar la calidad de las APP en la tramitación y abordar los riesgos y obstáculos del proceso. Involucrarse conlleva el riesgo de que se rompan los contratos al inicio o en el medio de los proyectos, cuando ya se han incurrido en costes iniciales, debido a cambios en el apoyo político o popular.

El establecimiento de un organismo público independiente, creado con la misión de priorizar proyectos de infraestructuras basados en objetivos de crecimiento y sostenibilidad a largo plazo, y el desarrollo de procedimientos sobre participación de APP minimizaría la influencia política en la asignación de fondos públicos y el riesgo político de participar en APP. Además, establecer unos procedimientos sólidos y normalizados, la aprobación legislativa temprana de los proyectos y el establecimiento de

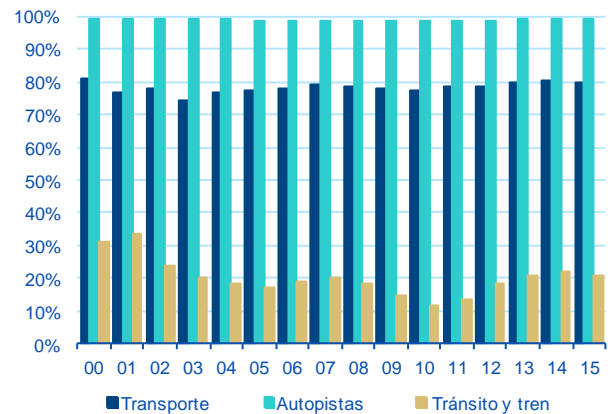
comisiones por ruptura cambiarían la percepción de la inversión en infraestructuras a largo plazo como algo arriesgado, al tiempo que desbloquearía fuentes de capital no explotadas de inversores institucionales como fondos de pensiones, compañías de seguros y fondos de inversión.

**Gráfica 4.7** Gastos de transporte del Gobierno federal (% , parte del total)



Fuente: BBVA Research y BEA

**Gráfica 4.8** Gastos de los gobiernos estatales y locales como porcentaje del gasto federal (%)



Fuente: BBVA Research y BEA

**Conclusión:** La necesidad de contar con unas infraestructuras del siglo XXI y el coste de ello (una proporción más alta de la deuda pública con respecto al PIB) son dos elementos a considerar de manera conjunta. El gasto en infraestructuras debe continuar siendo una prioridad nacional en todo momento. Con todo, a la hora de priorizar proyectos se debe hacer hincapié en combinar la reducción del número de infraestructuras de alto riesgo con su modernización, la inversión en seguridad cibernética, la construcción de infraestructuras de banda ancha y la planificación de las consecuencias de los automóviles sin conductor, la economía colaborativa y otros avances digitales. Dado que las condiciones económicas actuales se encuentran en la senda de la sostenibilidad, la inversión federal en infraestructuras debe apuntar a proyectos que puedan impulsar el crecimiento a largo plazo, en lugar de a aquellos que puedan aliviar el desempleo a corto plazo en regiones con tasas de desempleo persistentemente elevadas.

La inversión en infraestructuras puede producir grandes beneficios de bienestar, pero puede que los beneficios para el propietario no cubran sus costes, ya que los beneficios también se acumulan para el público y no son fáciles de medir o valorar directamente. Esto apunta a la necesidad de establecer nuevos mecanismos y medidas de financiación. Las APP pueden aliviar esta carga en algunos casos, pero no son una solución para todas las situaciones. Los gobiernos estatales y locales han estado explotando, aunque de forma poco uniforme, otros tipos de acuerdos financieros, como la privatización, los fondos de inversión en infraestructuras, la colaboración con socios filantrópicos privados y sin ánimo de lucro y, el *crowdfunding*.

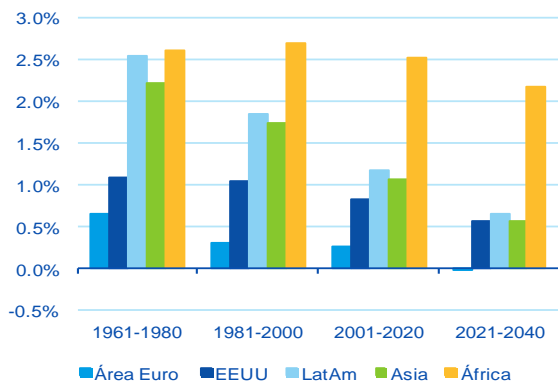
## 5. La cara cambiante de la demografía de los EE.UU.

En las próximas décadas, el panorama demográfico de Estados Unidos cambiará drásticamente. La desaceleración del crecimiento demográfico y el envejecimiento poblacional llevarán a la economía estadounidense a un territorio desconocido. En este capítulo, trataremos de resumir las tendencias demográficas y sus implicaciones económicas y políticas.

### Crecimiento de la población

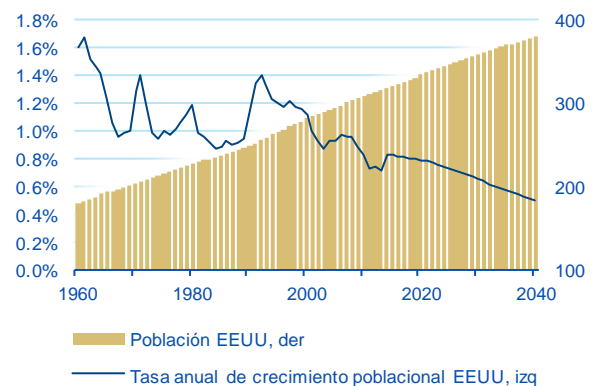
La desaceleración del crecimiento de la población no es un fenómeno nuevo en otros países de altos ingresos. Los tres factores que impulsan el crecimiento de la población en cualquier economía son la tasa de fertilidad, la esperanza de vida y la migración. Como muchos países han hecho grandes progresos económicos en las últimas décadas, la correlación inversa existente entre ingresos y tasa de fertilidad implica que ésta disminuirá gradualmente. Como muestra la gráfica 5.1, la desaceleración del crecimiento demográfico se produce en la mayoría de las regiones del mundo, siendo la zona euro la que registra la tasa de fertilidad total más baja del mundo. Aunque el crecimiento de la población de Asia es sostenido por las economías emergentes, como China e India, Japón y Corea del Sur se han visto afectados por el rápido envejecimiento de la población, por la caída de sus tasas de fertilidad y por unos bajos niveles de inmigración. En el futuro, la mayor parte del crecimiento de la población mundial provendrá de África, que se espera que aporte el 54% del crecimiento en 2050, impulsado por la disminución de las tasas de mortalidad infantil y el aumento de la esperanza de vida.

**Gráfica 5.1** Crecimiento de la población mundial (%)



Fuente: BBVA Research y Naciones Unidas

**Gráfica 5.2** Población estadounidense (% y millones)



Fuente: BBVA Research/Oficina del censo

En comparación con otros países de ingresos altos, la desaceleración del crecimiento de la población en los Estados Unidos es relativamente leve. Sin embargo, según las estimaciones de la Oficina del Censo, la disminución del crecimiento demográfico es inevitable: La Oficina del Censo prevé que la tasa de crecimiento de la población de los EE.UU. será ligeramente superior al 0,5% para 2040 (gráfica 5.2). El cambio demográfico se refleja en la variación de los tres factores que impulsan el crecimiento demográfico. En los Estados Unidos, la tasa de fertilidad total fue de 1,9 en 2012, en comparación con 3,7 en 1960; la esperanza

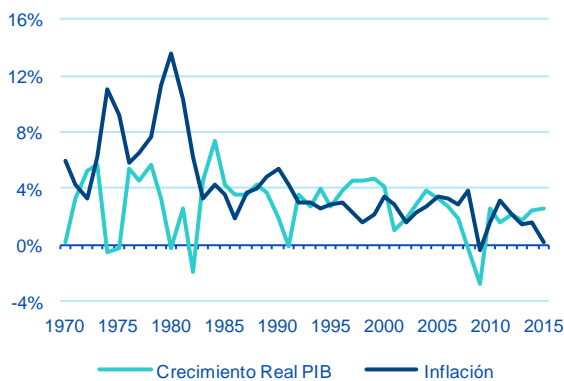
de vida es de 79 años en comparación con 71 años en 1960; y la proporción de población nacida en el extranjero ha aumentado del 5,4% en 1960 al 13,1% en 2013.

## Envejecimiento de la población

Los «baby boomers», nacidos entre 1946 y 1964, han desempeñado un papel importante en casi todos los aspectos de la sociedad estadounidense después de la Segunda Guerra Mundial, y sus actividades económicas influyen sin duda en la macroeconomía. Por ejemplo, según estiman Jaimovich y Siu (2009), el cambio demográfico representa hasta un tercio de la volatilidad del ciclo económico. En particular, la Gran Moderación (1985-2006), que se conoce por un alto crecimiento económico y una inflación estable (gráfica 5.3), se superpone con el máximo apogeo de los «baby boomers» y señala su éxito económico.

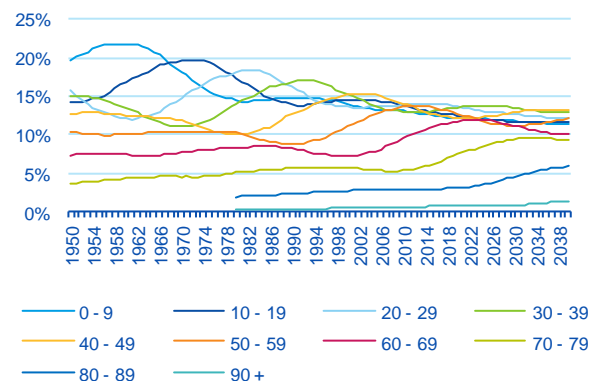
Al igual que la desaceleración del crecimiento demográfico, el envejecimiento de la población no es un fenómeno único de los Estados Unidos. Por ejemplo, en su calidad de país con altos ingresos, Japón comenzó a experimentar el envejecimiento de la población ya desde los años noventa. Del mismo modo, en los EE.UU., los primeros nacidos en el *baby boom* comenzaron a alcanzar la edad de jubilación en 2011, y la ola de jubilación de los *boomers* continuará hasta alrededor de 2030. Como muestra la gráfica 5.4, en 2015, el grupo de edad de 60-69 representó por primera vez más del 10% de la población. Y para 2035, el grupo de edad de 70-79 conformará también alrededor del 10% de la población.

**Gráfica 5.3** Crecimiento del PIB e inflación en Estados Unidos desde 1970 (%)



Fuente: BBVA Research y BEA

**Gráfica 5.4** Grupos de edad como % de la población (%)



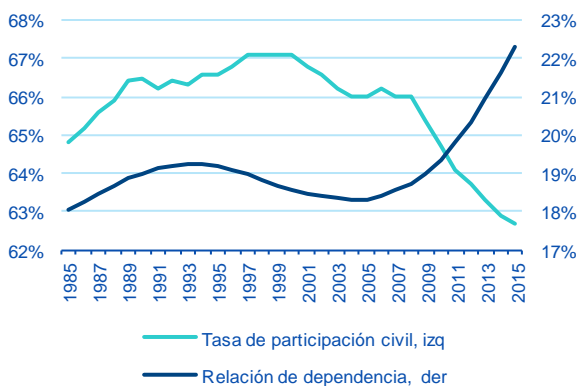
Fuente: BBVA Research/Oficina del censo

## Implicaciones económicas

El impacto más significativo derivado de la ralentización del crecimiento demográfico y del envejecimiento se deja sentir en la oferta de mano de obra. A medida que los «baby boomers» se acercan o alcanzan la edad de jubilación, su tasa de participación en la fuerza de trabajo ha ido disminuyendo de forma significativa. La tasa de participación en la fuerza de trabajo se redujo del 67% en los años 2000 al 63% en 2016. Según las Perspectivas Económicas de la CBO para 2017-2027, esta tasa seguirá cayendo, y para 2027, se situará en torno al 61%. La disminución de la tasa de participación en la fuerza de trabajo y la jubilación de los «baby boomers» elevarán la tasa de dependencia y aumentarán la demanda de un sistema de pensiones más eficiente (gráfica 5.5).

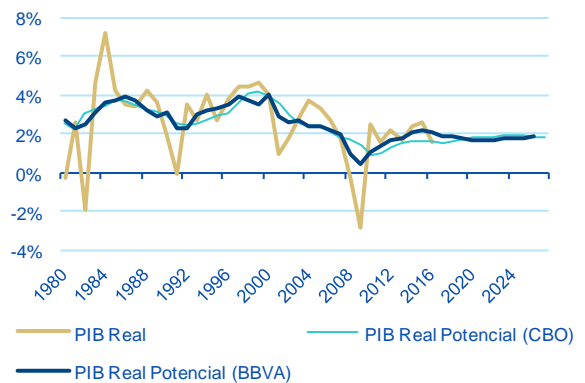
Asimismo, dado que el crecimiento económico a largo plazo tiene como motores la productividad, el capital y el trabajo, la disminución de la tasa de participación en la fuerza de trabajo y el lento crecimiento de la población implicarían un modesto crecimiento de la producción potencial en comparación con la tasa de crecimiento de la Gran Moderación. Por ejemplo, si la tasa de participación en la fuerza de trabajo disminuye del 67% al 61%, esto implicaría una reducción del 10% en la oferta de mano de obra y una pérdida del 6% de la producción real a largo plazo. Como muestra la gráfica 5.6, antes de 2005, la tasa de crecimiento de la producción potencial era siempre superior al 2%. Sin embargo, después de 2020, nuestras proyecciones y las de la CBO sobre la tasa de crecimiento potencial de la producción están en torno al 1,8%.

**Gráfica 5.5** Tasa de participación y relación de dependencia (% , índice, 2009=100)



Fuente: BBVA Research/Oficina del censo

**Gráfica 5.6** Crecimiento PIB potencial en EE.UU. (%)



Fuente: BBVA Research, BEA y CBO

En teoría, la generación de más edad destinaría un porcentaje mayor de sus ingresos al consumo que la generación más joven. Por lo tanto, el envejecimiento de la población implicaría una desaceleración de la inversión en la economía y, eventualmente, reduciría el crecimiento de la producción económica. De hecho, la gráfica 5.7 muestra la relación entre el consumo y la inversión para Japón e Italia, dos países de ingresos altos que están experimentando un envejecimiento de la población. Podemos apreciar que esta proporción aumenta constantemente del 1,8 en 1996 al 2,4 en 2016 para Japón. En cuanto a Italia, esta relación solo necesitó 10 años para pasar del 2,7 en 2006 al 3,4 en 2016. Por otra parte, tal como señalan Bloom *et al.* (2016), el consumo y la inversión pueden verse afectados por muchos factores, por lo que la desaceleración de la inversión puede compensarse con políticas monetarias y fiscales que fomenten la inversión. Por ejemplo, a diferencia de Japón e Italia, la misma relación de consumo sobre inversión para Alemania se ha mantenido muy estable durante las dos últimas décadas, aunque este país está experimentando un envejecimiento demográfico similar.

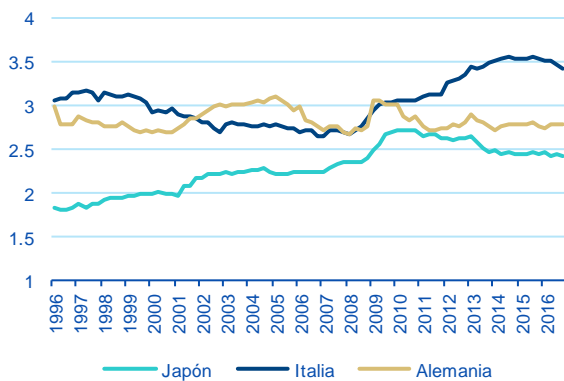
Al aumento de la esperanza de vida en los EE.UU. ha contribuido el cambio en la principal causa de muerte, que ha pasado de las infecciones a las enfermedades crónicas, algo que a su vez ejercerá presión en el plano financiero sobre el sistema sanitario del país. De hecho, a lo largo de los años, los gastos en asistencia sanitaria por persona han aumentado rápidamente (gráfica 5.8). Se estimó que los gastos nacionales en atención sanitaria superaron un promedio de 10.000 dólares por persona el año pasado, una cantidad récord. Asimismo, la tasa de crecimiento del gasto en sanidad podría seguir acelerándose también en la próxima década. Los motores de este crecimiento es el aumento del coste de los medicamentos con receta y el envejecimiento



de la población. La Oficina de Presupuesto del Congreso estima que la cuota del gasto del Seguro Social, Medicare y Medicaid para las personas con 65 años o más dentro del conjunto de gastos federales sin intereses aumentará en 10 puntos porcentuales hasta el 40% para 2026. También seguirán creciendo los costes propios sanitarios conforme vaya aumentando el número de personas con planes de salud que permiten disfrutar de considerables deducciones.

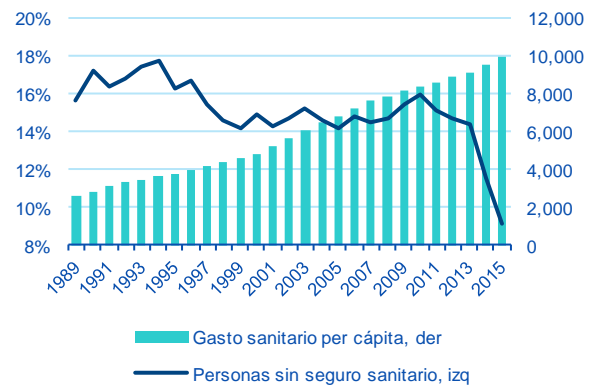
Superar los retos provocados por los cambios demográficos requerirá una cuidadosa formulación de políticas conscientes de su impacto en el largo plazo. Se demostrará que invertir en salud a largo plazo resulta eficaz y útil. Una mayor cobertura sanitaria garantizará que haya más trabajadores sanos que puedan contribuir a la economía. Y, lo que es más importante, una mayor cobertura sanitaria también significa que se pueden aplicar más medidas preventivas para reducir los gastos en tratamientos costosos. Hemos visto que el porcentaje de estadounidenses sin seguro ha bajado del 16% al 9% desde 2010. Cualquier reforma futura en materia sanitaria dirigida a aumentar la cobertura resultaría útil para disminuir el efecto negativo que el envejecimiento tiene sobre el crecimiento económico. Existen otras medidas disponibles para abordar los desafíos existentes. Por ejemplo, fomentar el retraso voluntario en la edad de jubilación y horarios de trabajo más flexibles sería útil para impulsar la tasa de participación en la fuerza de trabajo. Asimismo, un sistema de pensiones más robusto crearía seguridad financiera para los pensionistas y les permitiría hacer mejores inversiones.

**Gráfica 5.7** Ratio de Consumo con respecto a la inversión



Fuente: BBVA Research/Oficina del censo

**Gráfica 5.8** Cobertura y gastos sanitarios en los Estados Unidos (% USD)



Fuente: BBVA Research y BLS

## Conclusiones

En las próximas décadas, el crecimiento de la población estadounidense se ralentizará y el envejecimiento se convertirá en un desafío para la economía a medida que los «baby boomers» se retiren de la fuerza de trabajo. Estos cambios demográficos implicarán modificaciones en las tendencias de la mano de obra y la inversión. Una política cuidadosa orientada a aumentar la oferta de mano de obra y la inversión contribuirá a disminuir el posible efecto negativo del envejecimiento. Además, reforzar la cobertura sanitaria resultará eficaz para reducir los gastos médicos a largo plazo.

## 6. Tendencias regionales de la vivienda

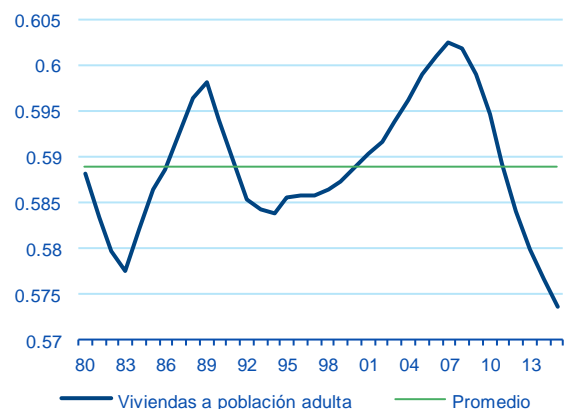
El mercado de la vivienda ha sido un elemento importante de la recuperación a nivel regional. Así, la evolución del sector de la vivienda tendrá implicaciones no solo para los precios de la vivienda en 2017 y más allá, sino también para las condiciones económicas generales a nivel estatal. El precio medio nacional de venta de las viviendas de segunda mano aumentó en 2016 un 5,5% hasta los 232.000 USD, desde los 220.000 USD en 2015. La apreciación del precio de la vivienda fue particularmente acusado en la segunda mitad del año, lo que, unido a los tipos de interés hipotecarios algo más elevados, resultó en una disminución de la accesibilidad a la vivienda. Los precios de la vivienda subieron movidos por la falta de viviendas a la venta en el mercado inmobiliario de segunda mano (gráfica 6.1). Esto se debió a que muchos propietarios aprovecharon un entorno de bajos tipos de interés mediante compras o refinanciación desde la crisis financiera y ahora no quieren deshacerse de estos contratos beneficiosos mediante la venta, a lo que se suma una falta de nuevas construcciones. La construcción de viviendas lleva en niveles bajos desde hace mucho tiempo. La ratio de viviendas por población adulta alcanzó en 2016 su nivel más bajo desde 1980 (gráfica 6.2). Las causas de la baja tasa de nuevas construcciones aún no están bien documentadas, pero la menor disponibilidad de mano de obra cualificada y de subcontratistas, las altas cargas regulatorias y el aumento de los precios de los terrenos se encuentran entre los posibles culpables.

**Gráfica 6.1** Viviendas de segunda mano a la venta (desestacion.) frente al parque inmobiliario, ratio (%)



Fuente: BBVA Research, NAR y Oficina del Censo

**Gráfica 6.2** Unidades de vivienda con respecto a la población adulta, ratio

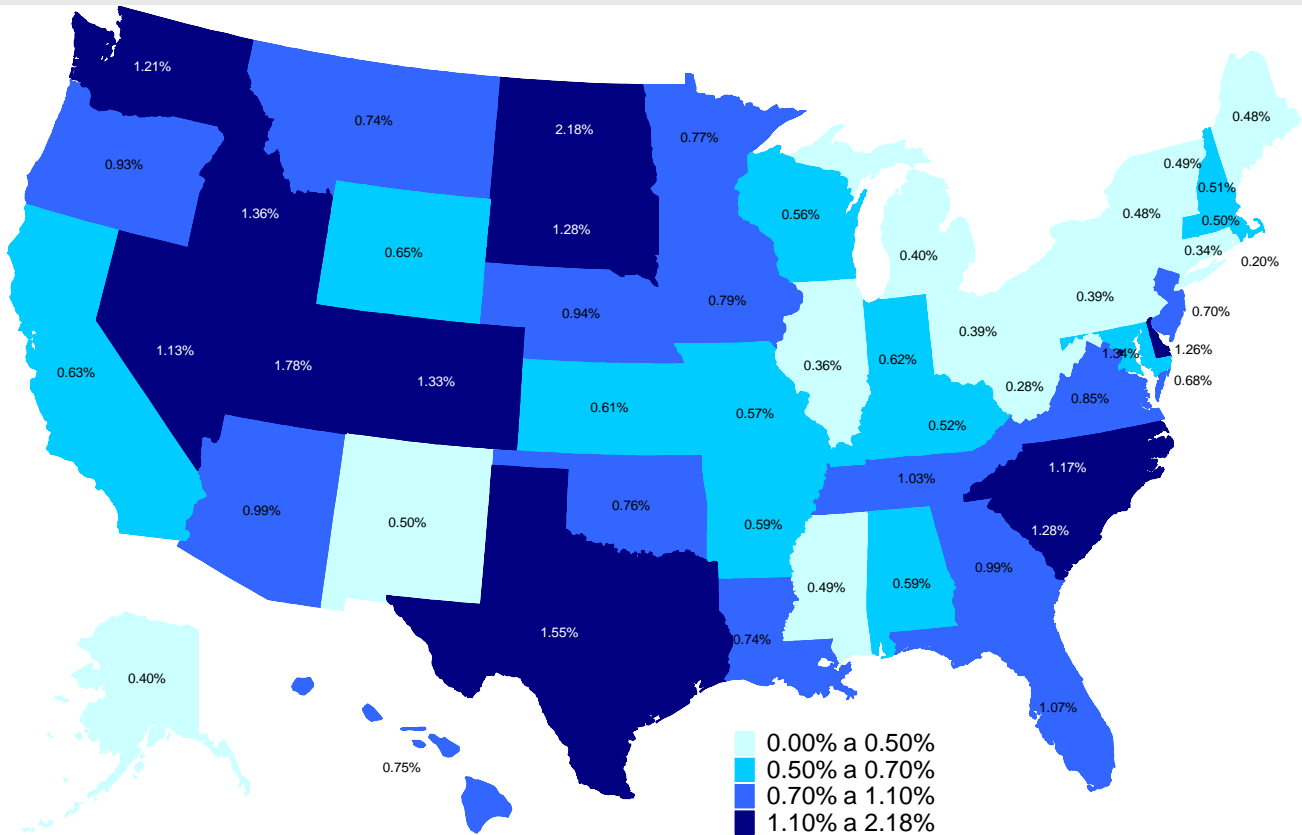


Fuente: BBVA Research y Oficina del Censo

A largo plazo, la demanda de vivienda viene determinada por el crecimiento demográfico, que varió significativamente entre los distintos estados entre 2014 y 2016 (gráfica 6.3). Durante este período, varios estados como Virginia Occidental, Illinois, Vermont, Nuevo México y Missouri perdieron población, mientras que otros muchos estados, predominantemente en las regiones Sur y Oeste, registraron un fuerte incremento de su población.

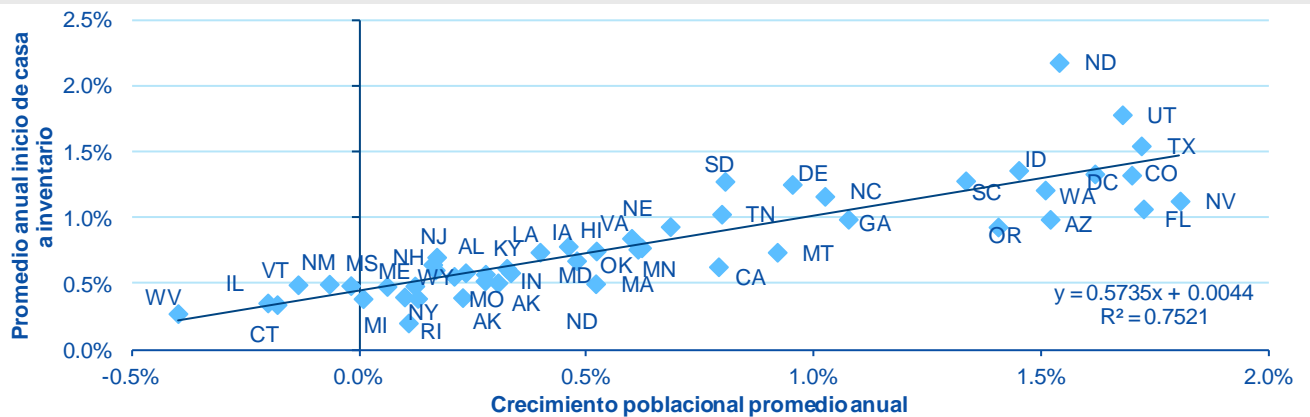


**Gráfica 6.4** Oferta: Construcciones de viviendas anuales promedio con respecto al parque inmobiliario por estado, 2014-2016 (%)



Fuente: BBVA Research y Oficina del Censo

**Gráfica 6.5** Demanda vs. Oferta, 2014-2016 (%)

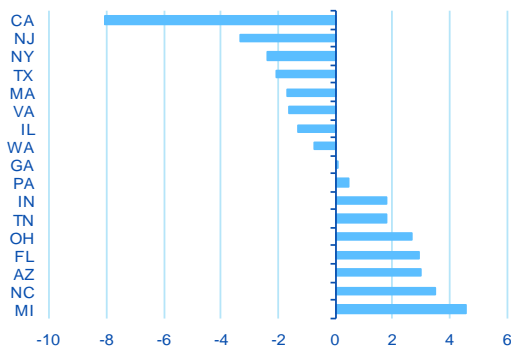


Fuente: BBVA Research y Oficina del Censo



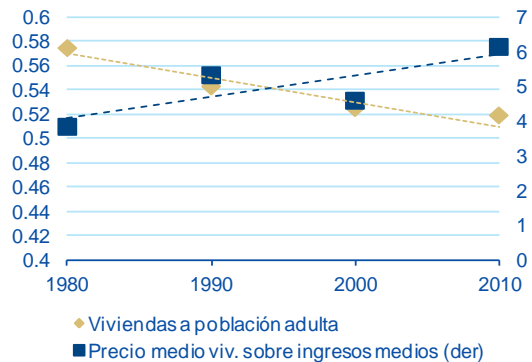
en precios más altos y se extienden hacia las zonas interiores.<sup>12</sup> El crecimiento de la población continúa siendo sólido debido al atractivo económico del estado, especialmente para la generación *Millennial*, que está muy bien formada. Atendiendo a todo lo anterior, de no cambiar algo (la regulación es el área en el que más probablemente pueda suceder), es probable que la relación vivienda-población continúe disminuyendo en el futuro previsible, haciendo cada vez más escasa la vivienda asequible (gráfica 6.8) lo que, eventualmente, afectará negativamente a la competitividad del estado a largo plazo. Además, las limitaciones en la oferta de vivienda también exponen al estado a un mayor riesgo de burbujas de precios inmobiliarios, ya que los mercados con una oferta inelástica han demostrado sufrir una mayor volatilidad de precios.<sup>13</sup>

**Gráfica 6.7** Viviendas con respecto a la población adulta en estados grandes en 2013, variación respecto al promedio en EE.UU. (Puntos porcentuales)



Fuente: BBVA Research, NAR y Oficina del Censo

**Gráfica 6.8** Viviendas con respecto a la población adulta y precio medio de la vivienda sobre los ingresos medios de los hogares en California (ratios)



Fuente: BBVA Research y Oficina del Censo

Si se examinan las ratios de vivienda con respecto a la población, lo interesante es que la ratio de Texas también ha caído por debajo del promedio nacional. Esta ratio ha pasado de estar 2,5 puntos porcentuales por encima de la media nacional en 1990 a 2,0 puntos porcentuales por debajo en 2013. De mantenerse esta situación, la reputación de Texas por su vivienda asequible estará en riesgo. La situación en Texas está probablemente relacionada con el aumento de los precios de los terrenos residenciales (gráfica 6.9), que se debe a la alta demanda derivada del fuerte crecimiento demográfico sostenido y posiblemente a que algunas áreas metropolitanas han llegado a un punto en el que la expansión urbana empieza a generar altos costes marginales, como es un incremento del tiempo de desplazamiento. Al final, es probable que Texas experimente una apreciación sostenida de los precios de la vivienda, al menos a medio plazo, siempre y cuando el crecimiento de la población siga siendo positivo.

Aunque la relación entre viviendas y población adulta en California y Texas ha disminuido en las últimas décadas, la de Florida se ha mantenido relativamente estable desde 1980, a pesar del auge de la construcción experimentado antes de la crisis de las hipotecas *subprime*. Hasta ahora, el exceso de parque inmobiliario ha sido absorbido por el crecimiento de la población después de la crisis. El principal reto de cara al futuro será la disminución de la asequibilidad, según se desprende de la diferencia en la relación entre el precio medio de la vivienda y la renta per cápita en 2013 y 2016 (gráfica 6.10). Se espera que la asequibilidad

12: Taylor, M. (2015). California's High Housing Costs. Legislative Analyst's Office (State of California).

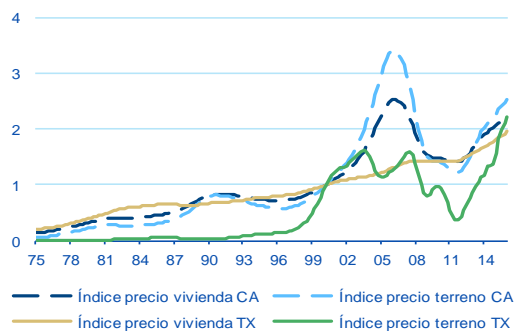
<http://www.lao.ca.gov/reports/2015/finance/housing-costs/housing-costs.pdf>

13: Wheaton, W. et al. (2014). Error Correction Models of MSA Housing 'Supply' Elasticities: Implications for Price Recovery. MIT Department of Economics Working Paper No. 14-05. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2382920>

continúe disminuyendo en 2017, ya que se prevé que los precios de la vivienda continúen subiendo con fuerza en el marco de unos tipos de interés hipotecarios más altos.

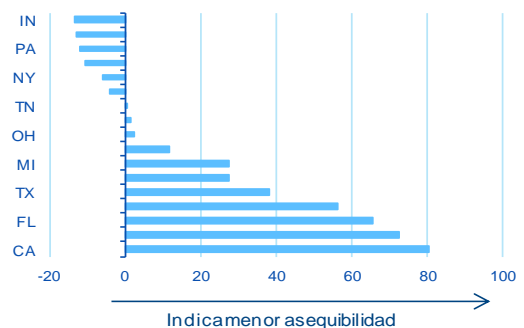
Mientras que California, Texas y Florida están experimentando un fuerte crecimiento de la población y subidas de precios, un elevado número de estados, principalmente en el Noreste y el Medio Oeste, están experimentando la situación contraria. El bajo crecimiento de la población en los últimos tres años, o incluso negativo en Virginia Occidental, Illinois, Connecticut y Vermont, ha dado lugar a un crecimiento lento de los precios inmobiliarios. Como resultado, el índice compuesto de asequibilidad de la vivienda para el Noreste ha aumentado en 2016 hasta alcanzar un nivel casi récord (gráfica 6.11), y fue un 42% superior al promedio de la región durante el período 1989-2004. En cuanto al Medio Oeste, mientras que la asequibilidad ha disminuido significativamente desde 2012, sigue siendo considerablemente mayor que en las otras regiones. La razón por la que la asequibilidad no ha aumentado en 2015 y 2016 como en el Noreste es la subida más pronunciada de los precios de la vivienda a pesar del fuerte crecimiento de los ingresos (gráfica 6.12). La sólida asequibilidad de la vivienda en ambas regiones puede constituir un activo a largo plazo, pero solo si los estados en estas regiones encuentran una manera de mejorar su atractivo económico general y apoyar el crecimiento de la población, especialmente reteniendo y atrayendo a los *Millennials* con formación.

**Gráfica 6.9** Precio de la vivienda y precio del terreno residencial Índices, California y Texas (2T2000=1)



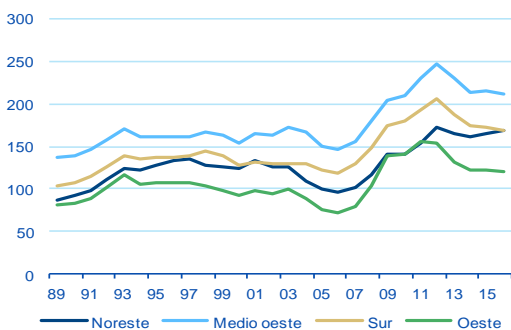
Fuente: BBVA Research y Lincoln Institute for Land Policy

**Gráfica 6.10** Precio medio de la vivienda sobre la renta per cápita, diferencia 2013-2016 (puntos porcentuales)



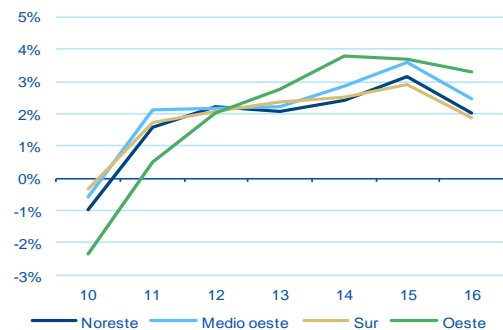
Fuente: Cálculos de BBVA Research basados en datos de Zillow y BEA.

**Gráfica 6.11** Índice de Asequibilidad de la Vivienda, (Índice=100) cuando el ingreso medio familiar permite una hipoteca del 80% del valor de vivienda de precio medio



Fuente: BBVA Research y NAR

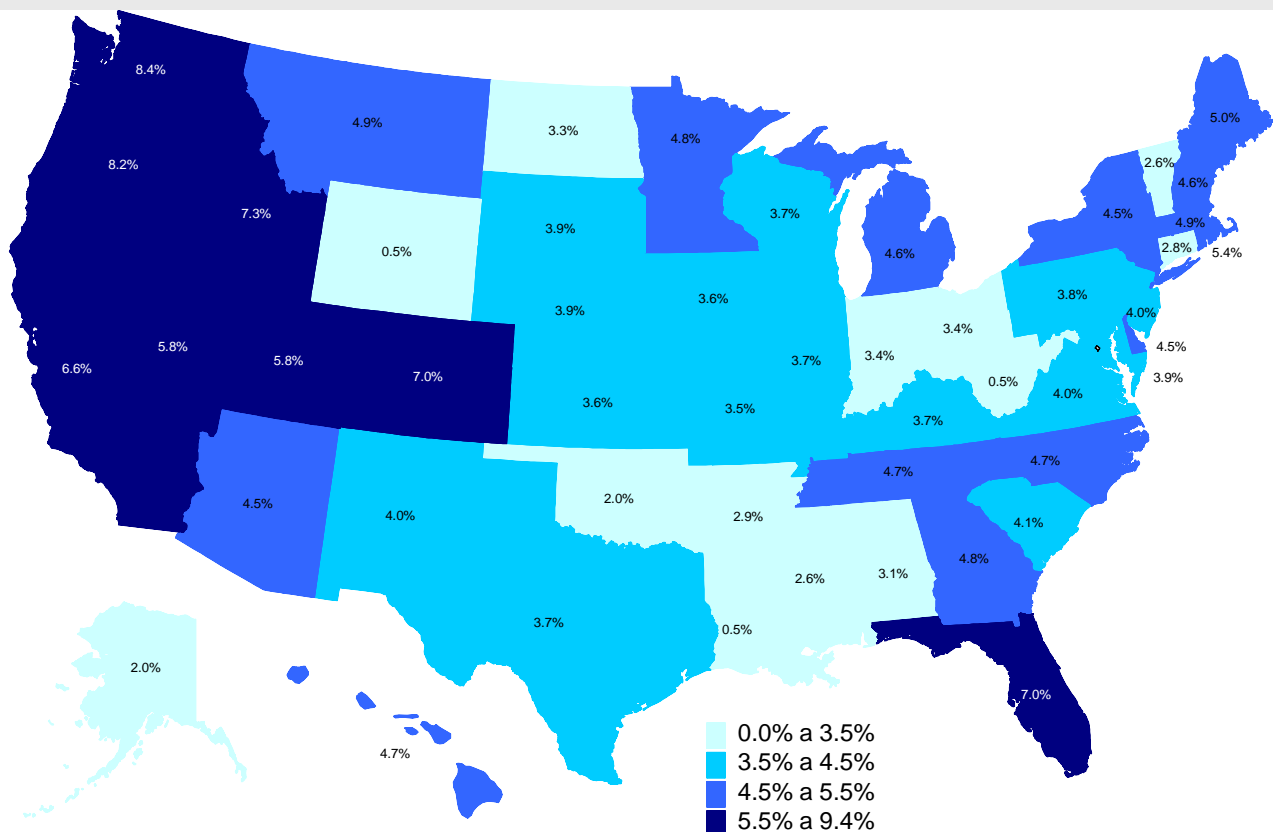
**Gráfica 6.12** Ingresos familiares medios (% variación interanual)



Fuente: BBVA Research y NAR

A la luz de nuestra previsión macroeconómica base, que implica un crecimiento económico moderado a corto y medio plazo, la rigidez del mercado de segunda mano actual, así como la oferta subóptima de nuevas viviendas a nivel nacional y en muchos grandes estados, esperamos que en el futuro el precio de la vivienda continúe subiendo de manera sólida. El crecimiento de los precios de la vivienda será acusado en el Oeste, y también se mantendrá fuerte en Florida, mientras que se espera que se frene en los estados expuestos al petróleo y al gas. En la mayoría de las regiones del Noreste y del Medio Oeste, la subida del precio de la vivienda debería mantenerse entre baja y moderada. El fuerte ritmo de incremento del precio de la vivienda en la región Sudoriental, excluida Florida, debería moderarse en cierta medida, debido a una ligera desaceleración anticipada de la expansión económica en esta parte de los EE.UU.

**Gráfica 6.13** Previsión del Índice de precios de la vivienda de la FHFA 2017 (% variación interanual)



Fuente: BBVA Research

Se espera que los tipos de interés, que constituyen un factor importante para el mercado de la vivienda, se mantengan bajos en comparación con las cifras históricas. Conforme a nuestro escenario base, consideramos que los tipos de interés hipotecarios fijos a 30 años aumentarán gradualmente desde un promedio del 4,3% en 2017 al 4,8% en 2020. Los tipos de interés se han mantenido relativamente bajos durante bastante tiempo, lo que contribuirá a la recuperación sostenida del mercado de la vivienda, que ahora cuenta con un aumento de la oferta de nuevas unidades, en particular viviendas unifamiliares de una planta para los *Millennials* que comienzan a formar una familia. A partir de 2017, la subida de los precios de las viviendas debería



ralentizarse, si bien de forma muy paulatina. Un escenario alcista, en el que los ingresos aumentan a un ritmo acelerado, implicaría un período prolongado de fuerte crecimiento de los precios de las viviendas, a pesar del aumento de los tipos de interés y de un mayor impulso de la construcción de viviendas. Un escenario bajista, en el que las dificultades económicas empujan al país hacia la recesión, implicaría que los precios de la vivienda se desacelerarían de manera brusca o disminuirían, dependiendo de la gravedad de la recesión, con una muy probable caída de precios en los mercados donde se han disociado notablemente de los fundamentales, principalmente de la renta personal. En cualquier caso, nuestro análisis indica que los desajustes en los mercados en los que podrían producirse son significativamente más bajos que en los años 2000, y los peligros de una crisis económica ocasionados o potenciados por un descenso en el mercado de la vivienda son menores en la actualidad.

## 7. Tablas

**Tabla 7.1** Previsiones macro de EE.UU.

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017 (p)	2018 (p)	2019 (p)	2020 (p)
PIB real (% anualiz. y desestac.)	1.6	2.2	1.7	2.4	2.6	1.6	2.3	2.4	2.1	2.0
PIB real (contribución, pp)										
Consumo privado (PCE)	1.5	1.0	1.0	1.9	2.2	1.9	1.5	1.4	1.3	1.3
Inversión fija bruta	0.7	1.6	1.0	0.7	0.8	-0.3	0.5	0.5	0.5	0.6
No residencial	0.9	1.1	0.4	0.8	0.3	-0.1	0.4	0.4	0.4	0.5
Residencial	0.0	0.3	0.3	0.1	0.4	0.2	0.2	0.1	0.1	0.0
Exportaciones	0.8	0.4	0.4	0.6	0.0	0.0	0.6	0.6	0.5	0.6
Importaciones	-0.8	-0.4	-0.2	-0.7	-0.7	-0.2	-0.6	-0.4	-0.6	-0.6
Gobierno	-0.6	-0.4	-0.5	-0.2	0.3	0.1	0.2	0.3	0.2	0.3
Tasa de desempleo (% , promedio)	8.9	8.1	7.4	6.2	5.3	4.9	4.5	4.2	4.3	4.3
Nómina no agrícola promedio (miles)	132	186	184	213	240	208	185	171	167	181
Precios al consumidor (% a/a)	3.1	2.1	1.5	1.6	0.1	1.3	2.6	1.9	2.0	2.1
Subyacente al consumidor (% a/a)	3.2	2.1	1.5	1.6	0.1	1.3	2.2	1.9	2.0	2.0
Balance fiscal (% PIB)	-7.9	-6.4	-3.3	-2.8	-2.8	-3.1	-3.2	-2.4	-2.9	-3.1
Cuenta corriente (bdp, % PIB)	-3.0	-2.8	-2.2	-2.8	-2.4	-2.8	-3.0	-3.1	-3.1	-3.2
Tasa objetivo Fed (% , fdp)	0.25	0.25	0.25	0.25	0.50	0.75	1.50	2.00	2.50	2.75
Índice precios viv. Core Logic (% a/a)	-2.9	4.0	9.8	6.9	5.4	5.4	6.6	6.2	6.1	5.2
Valores tesoro 10 años (rend. % , fdp)	1.98	1.72	2.90	2.21	2.24	2.49	2.70	2.96	3.25	3.35
Precio del Brent (dpb, promedio)	111.3	111.7	108.7	99.0	52.9	45.2	57.0	58.7	59.6	59.6

(p): previsión  
Fuente: BBVA Research

**Tabla 7.2** Crecimiento del PIB real estatal en Estados Unidos, %

	2013	2014	2015	2016 (e)	2017 (p)	2018 (p)
Alabama	-4.5	-3.3	-0.6	-2.3	-1.0	0.3
Alaska	0.8	0.1	0.9	1.6	1.9	1.6
Arizona	2.8	1.4	0.5	2.5	2.1	2.5
Arkansas	0.5	1.5	1.4	1.8	1.7	1.6
California	2.5	3.8	3.8	2.6	3.3	3.7
Carolina del Norte	3.2	4.6	3.2	1.7	3.0	2.7
Carolina del Sur	-1.5	-0.4	0.7	0.7	1.2	0.7
Colorado	-1.7	4.8	2.7	1.6	2.7	2.5
Connecticut	1.9	2.9	4.0	2.8	3.6	3.3
Dakota del Norte	1.1	2.5	2.6	4.0	2.3	2.4
Dakota del Sur	1.1	0.3	2.3	2.1	1.7	1.9
Delaware	0.8	2.6	1.3	-0.9	2.2	1.4
Florida	3.1	1.8	2.7	2.6	2.5	2.1
Georgia	-0.2	1.1	1.8	1.5	1.4	1.7
Hawaii	2.4	2.1	1.4	1.9	2.4	1.9
Idaho	0.2	1.3	0.8	1.1	1.1	1.4
Illinois	1.0	0.6	1.4	0.0	1.6	1.4
Indiana	-2.8	1.4	1.0	-0.8	0.3	2.0
Iowa	-0.4	1.2	3.8	1.6	2.6	2.3
Kansas	0.0	1.0	2.0	0.4	1.2	0.9
Kentucky	-0.8	1.7	1.1	0.1	1.0	0.7
Louisiana	1.6	1.9	1.6	2.2	1.9	1.1
Maine	2.2	2.4	1.9	-1.2	2.1	2.6
Maryland	1.9	0.2	1.7	2.0	1.3	1.0
Massachusetts	-0.2	-0.9	0.5	2.5	0.9	0.3
Michigan	0.7	1.4	2.0	1.0	2.2	2.3
Minnesota	1.5	1.9	2.0	2.4	1.9	1.8
Mississippi	2.5	6.7	-2.6	-7.7	0.9	4.1
Missouri	2.5	3.0	0.9	1.5	2.4	2.2
Montana	0.5	1.8	1.4	3.0	0.8	0.4
Nebraska	1.5	0.2	2.0	1.8	2.1	1.0
Nevada	-0.6	2.5	1.7	-1.4	0.8	1.1
Nueva Jersey	0.6	2.1	1.6	1.9	3.6	3.8
Nueva York	0.1	0.8	0.9	1.6	1.7	1.7
Nuevo Hampshire	1.1	2.6	1.8	1.1	1.5	1.8
Nuevo México	3.9	3.9	2.2	-2.7	1.6	1.7
Ohio	-1.5	1.3	4.9	4.5	2.7	2.4
Oklahoma	1.9	1.8	2.8	0.1	1.2	1.2
Oregon	0.5	1.0	1.4	0.5	1.1	0.5
Pennsylvania	1.9	2.8	2.5	2.8	1.9	1.5
Rhode Island	1.3	0.7	2.6	-0.6	3.1	1.6
Tennessee	1.6	1.7	2.7	2.2	2.3	2.1
Texas	4.8	4.8	4.8	0.5	3.5	3.8
Utah	2.5	3.1	3.4	3.7	4.0	3.3
Vermont	0.1	0.2	2.0	0.9	0.9	0.6
Virginia	-0.5	0.2	0.4	2.1	2.2	1.8
Virginia Occidental	2.2	2.8	3.0	3.7	2.6	2.7
Washington	0.7	2.2	1.1	1.2	1.2	1.3
Wisconsin	0.6	1.0	1.4	-2.2	1.1	0.2
Wyoming	1.0	1.7	-0.1	-6.0	-2.4	0.5

(e): estimado

(p): previsión

Fuente: BBVA Research

## 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](http://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.serranoh@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](mailto:bbvaresearch_usa@bbva.com)  
[www.bbvaresearch.com](http://www.bbvaresearch.com)  
[www.bbvacompass.com/compass/research/](http://www.bbvacompass.com/compass/research/)  
[twitter.com/BBVAResearchUSA](https://twitter.com/BBVAResearchUSA)  
[bbvaresearchusa.podbean.com](http://bbvaresearchusa.podbean.com)