

BBVA COMPASS

BBVA | Research

# Situación Estados Unidos

3<sup>er</sup> Trimestre 2017 | Unidad de Estados Unidos

## Índice

<b>1. Editorial</b>	<b>3</b>
<b>2. Perspectiva mundial</b>	<b>5</b>
<b>3. Perspectivas sobre el precio del petróleo</b>	<b>7</b>
<b>4. Perspectiva económica de EE.UU.</b>	<b>11</b>
<b>5. Impacto económico de las políticas de Trump</b>	<b>15</b>
<b>6. Normalización de la política monetaria</b>	<b>20</b>
<b>7. Efectos de la normalización del balance de la Fed sobre los depósitos</b>	<b>24</b>
<b>8. ¿Qué sucede con la curva de rendimiento cuando el sistema da marcha atrás?</b>	<b>27</b>
<b>9. Previsiones</b>	<b>32</b>

Fecha de cierre: **21 de julio de 2017**

# 1. Editorial

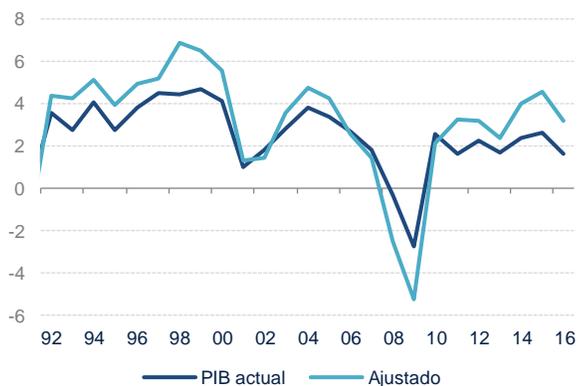
La mayoría de los expertos estaría de acuerdo en que el ciclo de expansión actual ha sido anémico. Desde 2010, el crecimiento medio del PIB real ha sido del 2,1 %, significativamente por debajo del 3,2 % registrado entre 1992 y 2007. Con el tiempo, la diferencia acumulada entre las dos sendas podría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

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

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

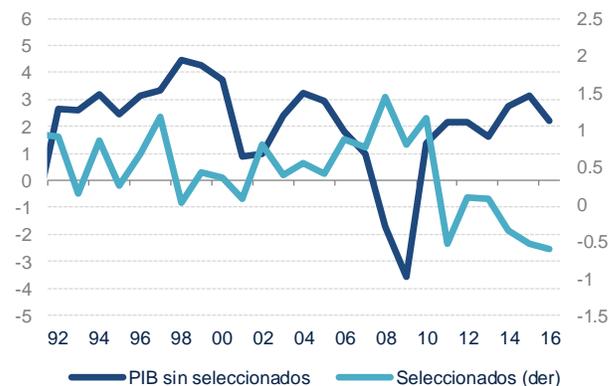
remuneración aumentó un 27 %, pero el gasto real disminuyó un 5 %. De hecho, la suma de estas categorías no observables explica casi el 60 % del lastre del crecimiento real del PIB en 2010-2015, y su exclusión produciría un crecimiento promedio anual del 3,5 % en el mismo período. Esta tasa es similar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

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



Fuente: BBVA Research y Haver

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



Fuente: BBVA Research y Haver

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

## 2. Perspectiva mundial

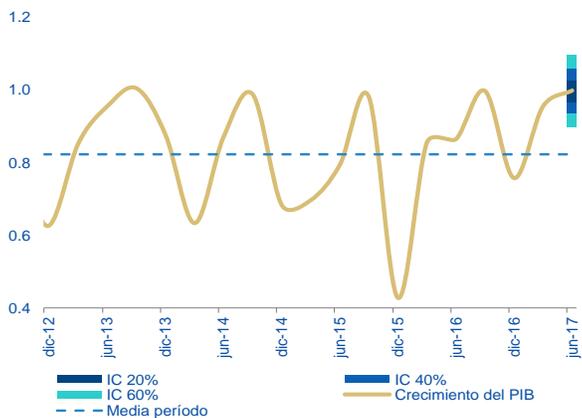
### Crecimiento mundial sólido y estable, con un cierto reequilibrio en las principales áreas

Después de un repunte del crecimiento mundial en el 1T17, la expansión se ha estabilizado. Como resultado, nuestras nuevas previsiones son que el crecimiento mundial se mantendrá en un 3,3 % para 2017 y un 3,4 % para 2018, sobre la base de una revisión al alza tanto para China (en ambos años) como para Europa (en 2017) y una modesta revisión a la baja en los Estados Unidos. En Latam, el deterioro de los precios de los productos básicos y la mayor incertidumbre en varios países han retrasado la salida de la recesión. Los pronósticos indican que en los próximos trimestres las economías emergentes deberían recuperar el terreno perdido frente a los países avanzados y a China, que han liderado el reciente repunte.

Los factores que subyacen al reciente repunte se mantendrán, aunque con ligeras variaciones: La política monetaria acomodaticia disminuirá a medida que se desarrolle el proceso de normalización, mientras que los precios del petróleo continuarán su trayectoria ascendente, aunque con mayor volatilidad. El aluvión de eventos geopolíticos podría afectar a la confianza económica y a los mercados, aunque se espera que estos vientos en contra se moderen durante todo el año.

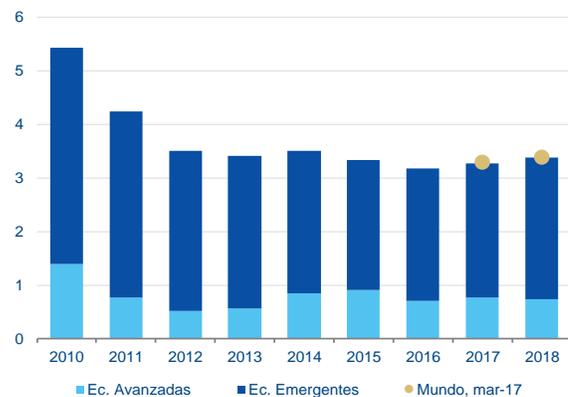
El tono en los mercados financieros ha sido optimista, con la volatilidad en mínimos históricos a pesar de la persistente incertidumbre económica, política y geopolítica, así como la corrección de las expectativas de estímulo fiscal en los EE.UU. Como resultado, los tipos de interés a largo plazo se han mantenido bajos, mientras que las presiones sobre el dólar se han moderado en cierta medida. Este clima financiero de baja volatilidad y bajos tipos de interés, combinado con un dólar más débil y mejores condiciones económicas, han impulsado las acciones y beneficiado a los mercados emergentes. Los activos europeos, incluido el euro, también se han vuelto más atractivos tras las elecciones francesas y un mejor rendimiento económico en Europa, atrayendo entradas de capital a la zona euro.

**Gráfica 2.1** Crecimiento de PIB mundial (% t/t)  
Previsiones basadas en BBVA-GAIN



Fuente: BBVA Research.

**Gráfica 2.2** Previsiones del PIB regional (% a/a)



Fuente: FMI y BBVA Research.

En Europa, el crecimiento económico ha continuado su impulso en la primera mitad del año, con un comportamiento del PIB ligeramente superior al previsto, superando el 2 % en términos anualizados. Además, la mejora ha sido amplia, tanto en los componentes de la demanda como por países. El aumento de la demanda mundial ha sustentado el repunte de las exportaciones, lo que, junto con una mayor confianza, está estimulando la inversión y el empleo. Por esta razón, hemos revisado al alza nuestras previsiones de crecimiento en 2017 en tres décimas hasta el 2 %, lo que significa un crecimiento por encima del potencial por tercer año consecutivo. La inflación disminuyó en el segundo trimestre debido a los efectos de base de los precios de la energía, mientras que la inflación subyacente subió dos décimas y se mantiene en torno al 1 %. La menor subida de los precios del petróleo, junto con un euro más fuerte, nos ha llevado a revisar ligeramente a la baja nuestra previsión de inflación general en alrededor de dos décimas, hasta el 1,6 % en 2017 y el 1,4 % en 2018.

El Banco Central Europeo (BCE) mantiene sin cambios los tipos de interés y se atiene al programa de compra de activos. Esperamos que el BCE dé un paso más al anunciar una reducción en sus compras de activos en la reunión de septiembre, lo que se pondría en marcha a partir de enero de 2018 en adelante. Suponiendo que el banco central no cambie la secuencia de salida, a fines de 2018 empezaría a subir los tipos.

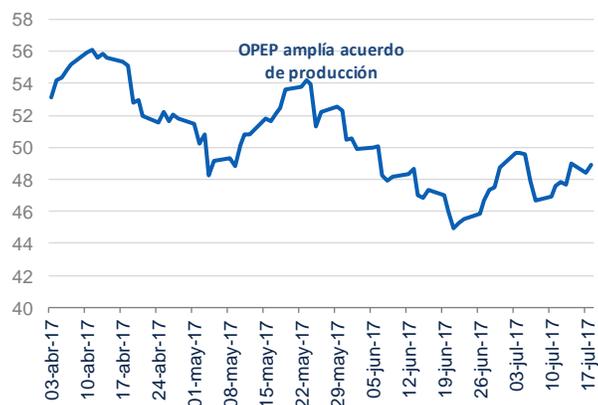
En China, después del repunte del crecimiento observado a principios de este año, las cifras más recientes apuntan a una desaceleración más gradual de lo esperado anteriormente. Detrás de este rendimiento se encuentra el apoyo de una política monetaria prudente y un estímulo fiscal, que han impulsado el crédito y la inversión. Además, la mejora del entorno exterior y la depreciación del tipo de cambio efectivo real han mejorado las condiciones económicas. En este contexto, las autoridades siguen equilibrando el crecimiento, un desapalancamiento ordenado y están esquivando las debilidades financieras. Como tal, hemos revisado al alza nuestras previsiones de crecimiento del PIB en 0,2 p.p. en 2017-18, lo que significaría alcanzar el objetivo oficial del 6,5 % en 2017, aunque seguimos esperando una desaceleración al 6 % en 2018.

Este entorno de mejora, que afecta principalmente a las economías avanzadas, va acompañado de un reequilibrio en los Estados Unidos y en Europa, tanto en términos de actividad como en el plano político. Por el contrario, las economías emergentes han tenido un desempeño deficitario, con una salida más lenta de lo esperado de la recesión en Latam. La pregunta clave es si los mercados se muestran demasiado complacientes al considerar que la incertidumbre política sigue siendo elevada. Sin embargo, el mundo ha vivido con una elevada incertidumbre durante varios años al tiempo que ha evitado otra crisis, los fundamentos parecen más sólidos que en años anteriores, las instituciones en el mundo desarrollado han logrado superar los ataques en curso y los mercados han encontrado nuevas alternativas para cubrir los riesgos. Esto no significa que podamos descartar episodios de elevada volatilidad en el futuro, sobre todo porque los principales bancos centrales continúan avanzando con un proceso de normalización sin precedentes.

### 3. Perspectivas sobre el precio del petróleo

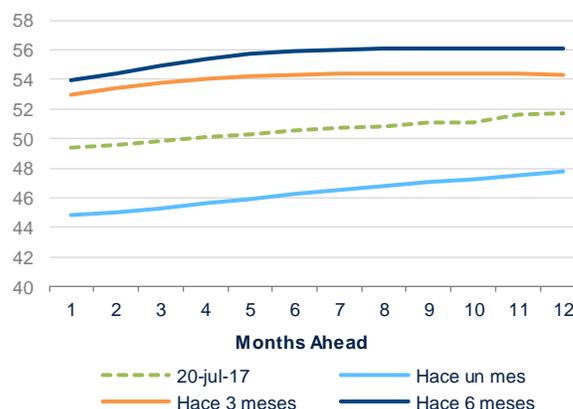
El segundo trimestre de 2017 estuvo marcado por el escepticismo creciente sobre la eficacia de la estrategia de la OPEP para estabilizar el mercado. La prórroga del acuerdo para reducir la producción durante nueve meses más hizo poco para aumentar la confianza y los precios bajaron aún más. Como resultado, esperamos que los precios del crudo Brent registren un promedio de 51,7 dólares/barril en 2017, 6 dólares menos de lo previsto a principios de año. Para el segundo semestre de 2017 y más allá, nuestro escenario de referencia continúa descontando un ajuste gradual de los desequilibrios actuales y la convergencia a 60 dólares/barril, aunque esto se alcanzaría más tarde de lo esperado en un principio.

**Gráfica 3.1** Precios al contado del petróleo Brent abril-julio (\$/b)



Fuente: BBVA Research con datos de Haver Analytics.

**Gráfica 3.2** Futuros del petróleo Brent (\$/b)

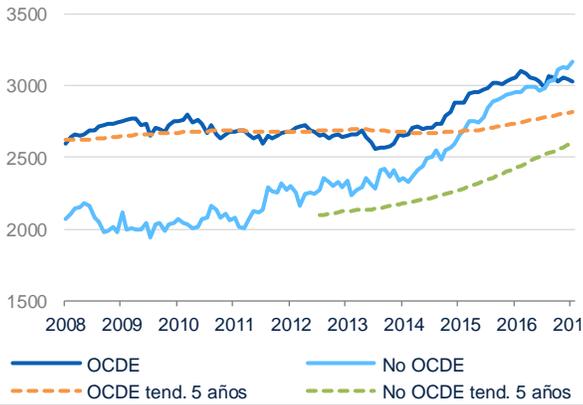


BBVA Research con datos de Bloomberg.

Se espera que la ampliación de los recortes de producción de la OPEP tenga un impacto en la acumulación de inventarios, lo que a su vez ejercerá presiones al alza sobre los precios. Los inventarios ya han mostrado algunos signos de corrección. En Estados Unidos, las existencias de crudo sin contar las Reservas Estratégicas de Petróleo han disminuido durante doce de las últimas catorce semanas. Mientras tanto, los inventarios de petróleo de la OCDE continúan expandiéndose, pero a un ritmo menor. Aunque resultan alentadores, estos cambios aún no son suficientes para equilibrar el mercado y desencadenar un aumento sostenido de los precios, principalmente porque los inventarios se mantienen en niveles históricamente altos.

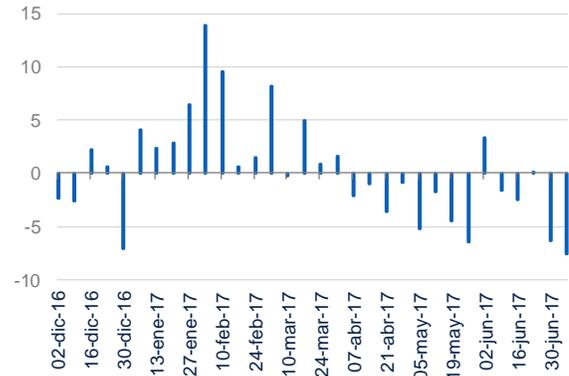
En nuestra línea base, el aumento esperado de los precios está contenido por el repunte en la producción de los EEUU. Tras tocar suelo en julio de 2016, la producción estadounidense ha repuntado en 1 millón barriles/día (b/d) hasta 9,4 millones de b/d a 14 de julio de 2017. A ese ritmo, la producción podría sobrepasar su anterior máxima de 9,6 millones de b/d en algún momento del año. La Administración de Información de Energía de Estados Unidos espera que la producción llegue a 10 millones de barriles por día en 2018, que sería el nivel más alto registrado desde 1970. Los productores estadounidenses de petróleo de esquisto siguen superando las expectativas debido a sus procesos de fabricación e innovaciones tecnológicas (para un análisis detallado de los motores de la producción de petróleo crudo en Estados Unidos, véase [La cuenca Permian y el aumento en la producción de petróleo crudo estadounidense](#)).

**Gráfica 3.3 Inventarios de crudo (final de periodo, millones de barriles)**



Fuente: BBVA Research con datos de Haver Analytics.

**Gráfica 3.4 Existencias estadounidenses de crudo excluyendo RSP (final de periodo, diferencia de 1 semana, millones de barriles)**

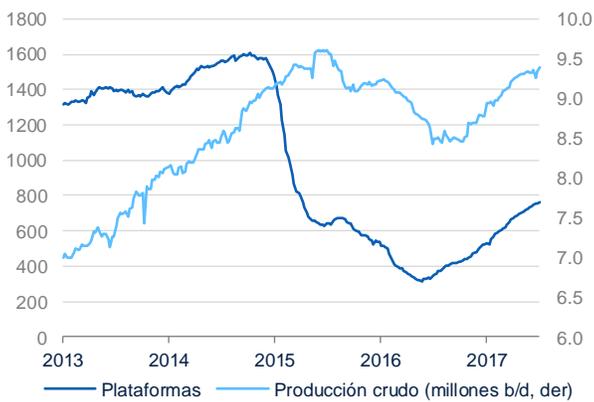


Fuente: BBVA Research con datos de Haver Analytics.

Mientras tanto, la producción continúa su tendencia al alza en los países no pertenecientes a la OPEP, como Brasil y Canadá, mientras que Libia y Nigeria, actualmente exentos del acuerdo de producción, probablemente aumentarán la producción en lo que queda del año, compensando una parte de la cuota de la OPEP. Libia, por ejemplo, tiene previsto aumentar la producción más allá del 1 millón de b/d para finales de año.

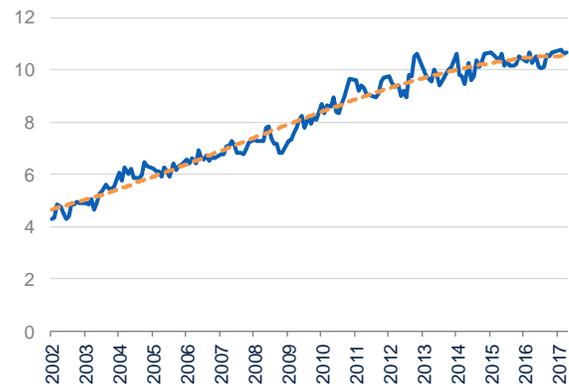
La demanda sigue apoyando los precios, pero sin subidas aparentes en un futuro próximo. La demanda mundial de productos derivados del petróleo se incrementa en 1,3 millones de b/d por año. Mientras tanto, la demanda aparente de China parece estabilizarse en línea con el reequilibrio en curso. El crecimiento económico de la OCDE sigue siendo también favorable, pero su impacto se ve limitado por una disminución de la importancia relativa impulsada por la mejora de la eficiencia energética.

**Gráfica 3.5 Recuento de plataformas petroleras activas y producción de crudo en EE.UU.**



Fuente: BBVA Research con datos de la EIA

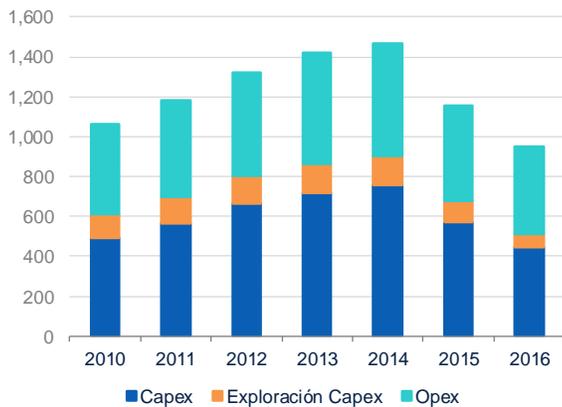
**Gráfica 3.6 Demanda aparente de petróleo de China (millones de b/d)**



Fuente: BBVA Research con datos de Bloomberg.

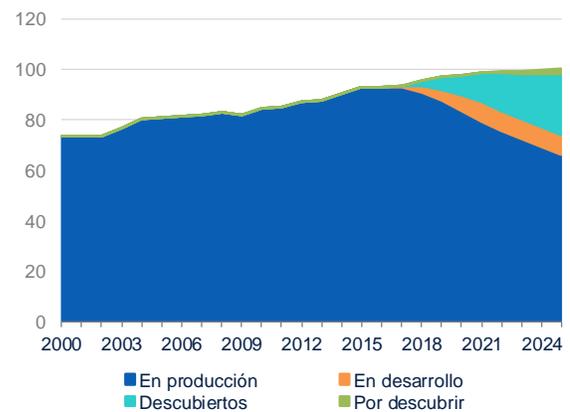
En la parte a largo plazo del período de pronóstico, el crecimiento económico mundial y los efectos rezagados de los recortes de gastos de capital en 2015 y 2016 deberían elevar los precios y acercarse a los 60 dólares/barril. Se necesitan inversiones adicionales para reemplazar una producción en declive heredada; sin embargo, el CAPEX de exploración en 2016 fue de un 53 % por debajo de los niveles observados en 2014. A 60 dólares/barril varios proyectos en tierra y en alta mar serían rentables; sin embargo, los más costosos aún estarían fuera del mercado. Mientras tanto, un precio de 60 dólares/barril no mermaría el crecimiento de la demanda.

**Gráfica 3.7** Gasto en bienes de capital (millones dólares)



BBVA Research con datos de Rystad Energy.

**Gráfica 3.8** Producción de petróleo crudo y otros líquidos por ciclo de vida (millones de b/d)



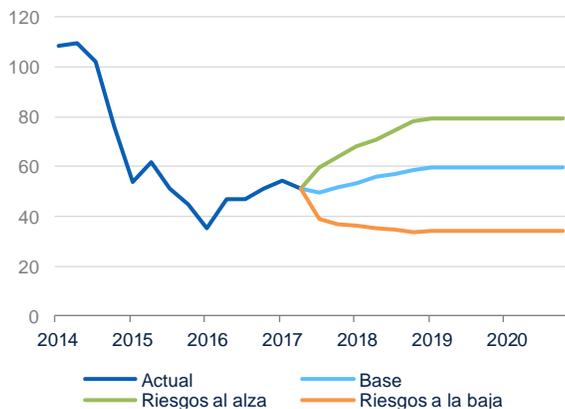
Fuente: BBVA Research con datos y proyecciones de Rystad Energy.

Los riesgos de nuestra línea de referencia están inclinados a la baja. Aunque la OPEP y sus socios han mostrado una contención considerable, la producción en Libia y Nigeria podría aumentar más rápido de lo esperado, compensando una gran parte de los recortes. Además, ha aumentado la probabilidad de hacer trampas o romper el acuerdo, ya que a los países les resultará cada vez más difícil mantener sus cuotas durante un período más largo, especialmente si los menores ingresos petroleros tienen un impacto negativo mayor de lo esperado sobre las finanzas públicas. En los Estados Unidos, una subida de los precios del petróleo podría reactivar la producción en áreas con mayores rentabilidades, impulsando aún más la producción total y las existencias, limitando así o incluso invirtiendo aumentos potenciales en los precios del petróleo. Por el lado de la demanda, una desaceleración más rápida de lo esperado en China, unas restricciones más estrictas a las importaciones y reexportaciones, así como un control fiscal más estricto sobre las "teteras" de refinerías independientes chinas podrían afectar la demanda de petróleo a corto plazo (las teteras suponen el 18 % de las importaciones totales de crudo del país).

Algunos factores podrían hacer que los precios se muevan por encima de nuestra línea base. Por ejemplo, la OPEP podría decidir aumentar el volumen de su cuota actual. Un crecimiento económico más rápido de lo esperado en Estados Unidos debido a una política fiscal expansiva (gasto en infraestructuras y bajadas de impuestos a particulares y empresas) podría tener efectos positivos en el resto del mundo, lo que podría resultar en una demanda más fuerte de lo esperado. Asimismo, el crecimiento en otros mercados emergentes también podría ganar velocidad, lo que elevaría la demanda de petróleo y aceleraría el proceso de reequilibrio. La volatilidad adicional podría provenir de conflictos geopolíticos actuales y potenciales, así como de la volatilidad del tipo de cambio.

En cualquier caso, la evolución esperada de los precios se producirá en un tipo de mercado diferente al que prevalecía hasta hace unos años. Un nuevo mercado en el que el poder oligopolista de la OPEP ha disminuido debido al ingenio de múltiples empresas que operan en las regiones de esquisto de los Estados Unidos.

**Gráfica 3.9** Previsiones de los precios del petróleo Brent (\$/b)



Fuente: BBVA Research.

**Cuadro 3.1** Previsiones de los precios del petróleo Brent (\$/b)

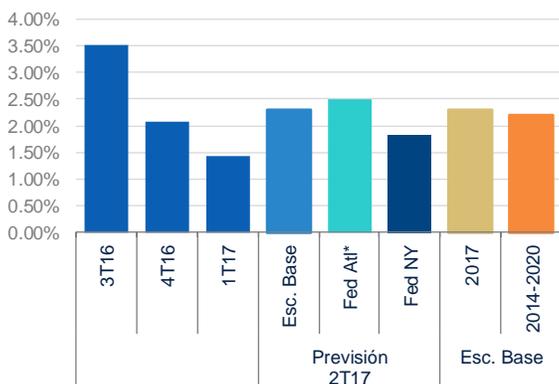
	Nuevo escenario base	Previo escenario base (marzo)	Al alza	A la baja
<b>2015</b>	52.8	52.8	52.8	52.8
<b>2016</b>	45.2	45.2	45.2	45.2
<b>2017</b>	51.7	56.6	57.9	44.1
<b>2018</b>	56.3	58.7	72.8	35.1
<b>2019</b>	59.6	59.6	79.3	34.1
<b>2020</b>	59.6	59.6	79.3	34.1

Fuente: BBVA Research.

## 4. Perspectiva económica de EE.UU.

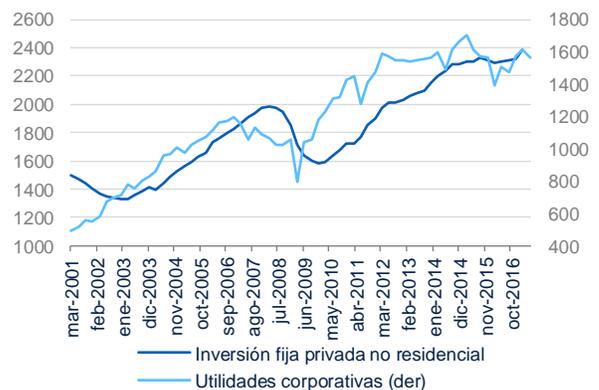
Dada la debilidad del primer trimestre y la falta de avances en materia de política fiscal, hemos revisado a la baja nuestras previsiones de referencia para el crecimiento del PIB de EE.UU. al 2,1 % para 2017 y al 2,2 % para 2018, mientras que las previsiones iniciales eran, respectivamente, del 2,3 % y el 2,4 %. Esta proyección es coherente con nuestras estimaciones a largo plazo para el PIB potencial y un sutil reequilibrio entre consumo e inversión este año. Este año, un crecimiento mundial más fuerte debería contribuir a la recuperación de las exportaciones, mientras que es probable que las subidas previas en los precios del petróleo continúen contribuyendo al aumento de las inversiones en el sector del petróleo y el gas. Aunque todavía hay tiempo para que el Partido Republicano acometa reformas en materia fiscal y sanitaria completas, la falta de avances hasta la fecha y la imposibilidad de aprobar incluso las reformas partidistas sugieren que el ritmo de recuperación del crecimiento es menor de lo que era a principios de año. Como resultado, las expectativas del mercado, de los consumidores y de las empresas, que han sido históricamente altas, tendrán que adaptarse a un entorno caracterizado por un crecimiento moderado, unas condiciones financieras más estrictas y unos responsables políticos que no responden.

**Gráfica 4.1** Previsiones del PIB real (% anualizado)



Fuente: BBVA Research, FRB NY y FRB Atlanta.

**Gráfica 4.2** Ganancias corporativas e inversión privada no residencial fija (\$ miles de millones)

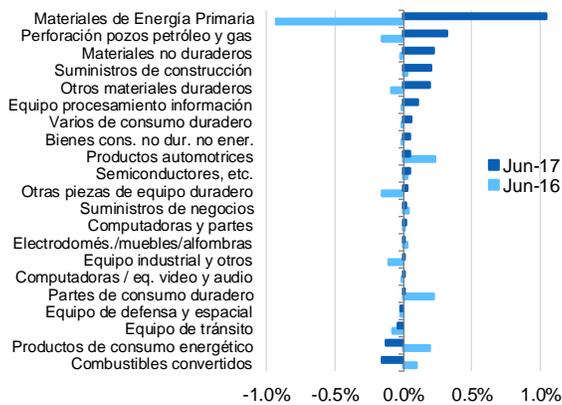


Fuente: BBVA Research y BEA.

En el primer trimestre de 2017, la inversión privada fija registró el mayor crecimiento interanual en seis años. A pesar de que los precios del petróleo se mantienen muy por debajo de los promedios previos a 2015, los precios actuales se han recuperado lo suficiente como para restablecer la inversión en equipos de exploración minera, en torno a los 45 dólares por barril; las estimaciones del primer trimestre para la inversión en estructuras mineras fueron un 55 % superiores a las del trimestre anterior. Por otra parte, el transporte y otros equipos registraron un crecimiento interanual positivo por primera vez en seis y ocho trimestres, respectivamente. También parece que el sector mantendrá este impulso en el 2S17, ya que la producción industrial en el sector de petróleo y gas aumentó un 108 % interanual en junio. El aumento de la demanda mundial y un sector minero en recuperación han compensado la debilidad de la demanda interna de automóviles, lo que provocó un repunte en la actividad manufacturera. Aunque la inversión residencial se ha desacelerado un poco, esperamos que la inversión en viviendas unifamiliares continúe creciendo positivamente, en respuesta a la escasez de suministros, condiciones de crédito favorables y la asequibilidad para la mayoría de los compradores.

Si bien el ritmo de crecimiento del sector minorista se ha desacelerado en el 2T17, las condiciones siguen siendo adecuadas para un crecimiento moderado del consumo durante el resto del año. Una gran parte de la resistencia al consumo ha sido la mayor lentitud de la demanda de automóviles. El aumento de los tipos de interés y la reducción de las condiciones crediticias han creado vientos en contra para el sector automotor que probablemente persistirán durante el resto del año. Dicho esto, las condiciones del mercado laboral son sólidas y los tipos de interés siguen siendo bajos según los estándares históricos. El crédito al consumo, excluyendo los préstamos para automóviles, también continúa expandiéndose a un ritmo saludable, lo que impulsará el gasto de los hogares. Como tal, esperamos que el consumo personal real crezca un 2,1 % interanual, frente al 2,7 % en 2016.

**Gráfica 4.3** Producción industrial por sector (Contribución, p.p.)



Fuente: BBVA Research y BEA.

**Gráfica 4.4** Previsiones de la tasa de desempleo (%)



Fuente: BBVA Research.

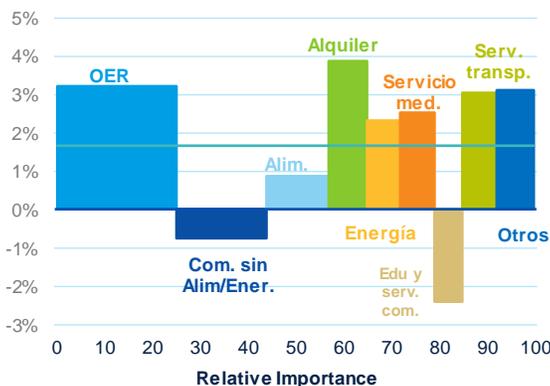
En cuanto al mercado de trabajo, hay pruebas de que la recuperación cíclica está llegando a su fin. De hecho, en junio, el desempleo se situó en el 4,4 %, lo que representa el nivel más bajo desde 2007. Además, una caída adicional de 60 p.b. en la tasa de desempleo llevaría a la tasa a su nivel más bajo en casi 50 años. Además, las nóminas no agrícolas, a pesar de crecer más rápido que las expectativas del mercado en junio, evolucionan a un ritmo coherente con nuestro escenario base de 180.000 empleos al mes; este ritmo sigue siendo suficiente para reducir la tasa de desempleo al considerar los cambios demográficos y la participación en la fuerza de trabajo. Otras medidas de la utilización del mercado de trabajo, como la curva de Beveridge, las personas ligadas marginalmente a la fuerza de trabajo, los trabajadores desalentados y las personas empleadas a tiempo parcial por razones económicas también sugieren que las condiciones se están normalizando. Teniendo esto en cuenta, esperamos que el crecimiento del empleo se desacelere y que la tasa de desempleo disminuya constantemente hasta el 3,9 % a mediados de 2018. Esto representaría una disminución insuficiente de la brecha de desempleo.

A pesar de los indicios que apuntan a que la economía está en pleno empleo, las presiones salariales se han silenciado. De hecho, esta incoherencia ha planteado dudas de que la relación entre la rigidez del mercado de trabajo y los salarios se ha roto o se ha visto alterada por la crisis. Mientras que parte del régimen de salarios reales bajos es probablemente un reflejo de los bajos niveles de crecimiento de la productividad en el período posterior a la crisis, los salarios nominales deberían crecer a un ritmo más rápido. A pesar de un impacto inesperado sobre la productividad o el retorno a una curva Phillips previa a la crisis, esto implica que el crecimiento salarial seguirá siendo bajo.

Además de la falta de presiones salariales, las tendencias desinflacionarias en unas cuantas categorías de precios al consumidor y unas expectativas de inflación más bajas respaldan nuestra revisión a la baja de la inflación, que esperamos que se mantenga por debajo del objetivo del 2,0 % a medio plazo. El sentimiento de reflación que prevaleció tras la elección del presidente Trump se ha desvanecido, ya que las expectativas de inflación a 5 años se han mantenido constantemente por debajo del 2,0 % desde mayo. Las presiones decrecientes de las ganancias anteriores de los precios de la energía y la ausencia de aumentos en los precios básicos, excluyendo la vivienda y los productos básicos médicos, han empujado el IPC principal en junio a un 1,7 % interanual desde el 2,8 % en febrero. Los principales precios al consumidor, excluidos los precios de la vivienda, crecieron sólo un 0,6 % interanual, que es el ritmo más lento desde 2003. De forma similar, los gastos de consumo personal básicos (GCP) crecieron un 1,4 % interanual en mayo, lo que representa una bajada desde el 1,8 % de enero.

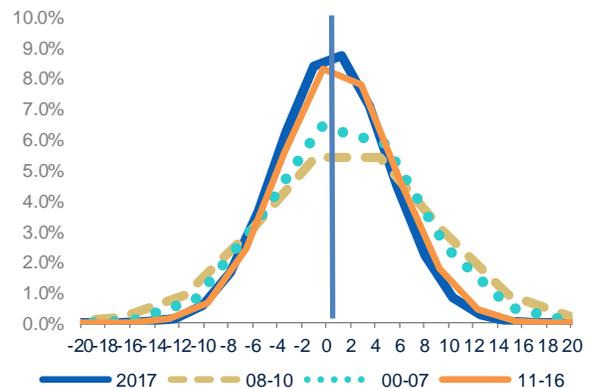
Las explicaciones idiosincrásicas de los recientes vientos adversos inflacionarios, que cobraron fuerza en el 2T17 después de que la presidenta de la Fed, Yellen, destacara la caída en los precios de los contratos de telefonía móvil y los servicios médicos como ejemplos, no abordan la persistentemente baja inflación que viene prevaleciendo desde 2011. En los últimos cinco años, dos elementos únicos —alquiler de la residencia principal y la renta equivalente de los propietarios— representan más del 50 % del aumento del IPC básico. De hecho, la distribución de los cambios en los precios para más de 160 categorías de precios de consumo únicos ha cambiado a la baja. Específicamente, el cambio promedio anual por categoría pasó del 1,5 % en 2000-2007 al 0,9 % en 2011-2016 y al 0,5 % en 2017. Las presiones inflacionarias también fueron menos volátiles y más simétricas durante este período. Por otra parte, la inflación a 12 meses para los servicios educativos ha alcanzado un nivel récord y los precios de los productos electrónicos tales como televisores, teléfonos inalámbricos, electrodomésticos y ordenadores llevan 15 años disminuyendo, por lo que es erróneo esperar que el rumbo cambie de repente. Sin embargo, aunque no hay indicios de presiones deflacionistas generalizadas, estos obstáculos persistentes supondrán un desafío para la Fed, ya que mantener un objetivo simétrico del 2 % puede resultar difícil sobre la base de la estrategia actual, que no ha podido elevar los precios por encima del 2 % durante un periodo prolongado.

**Gráfica 4.5** Contribución a los precios al consumidor



Fuente: BBVA Research y BLS.

**Gráfica 4.6** Distribución de la inflación del IPC\* (% interanual)



\* 169 categorías únicas Fuente: BBVA Research y BLS.

En cuanto a la política monetaria, prevemos que el próximo cambio importante en la política acomodaticia será el anuncio de la Fed del inicio de su normalización del balance, que esperamos que se produzca en la reunión del FOMC del 19 al 20 de

septiembre, mientras que es probable que esta decisión empiece a aplicarse en octubre, seguida por un aumento de 25 p.b. de los tipos en diciembre. Nuestro escenario base también supone otras dos subidas de 25 p.b. de los tipos en 2018 y 2019. Actualmente, las mayores fuentes de incertidumbre son la inflación, que sigue estando muy por debajo de la meta del FOMC, y los tipos de interés reales de equilibrio, que según algunas estimaciones se encuentran cerca de cero. Si la inflación continúa esta tendencia persistentemente por debajo del objetivo del comité y las expectativas sobre los tipos de interés reales de equilibrio siguen siendo bajas, es posible que el actual ciclo de ajuste pueda detenerse antes de lo que prevén las proyecciones del comité (Resumen de Proyecciones Económicas) y, de este modo, el mercado de trabajo podría no llegar al pleno empleo durante un período más largo.

Por lo que respecta a la política fiscal, aunque nuestra perspectiva menos optimista al comienzo del año sigue siendo fundamentalmente la misma, para la mayoría de los participantes en el mercado sigue disminuyendo, ya que el prolongado proceso de revocación y sustitución del sistema de asistencia sanitaria ha retrasado y desviado la atención de las políticas que podrían impulsar el crecimiento, como la reforma tributaria y el gasto en infraestructuras. Por otra parte, el Congreso ahora tiene que aumentar el techo de la deuda, algo que, después de agotar todas las medidas extraordinarias, se prevé que ocurra a mediados de octubre y deberá adoptar una resolución presupuestaria antes del ejercicio fiscal 2018. Si no se aumenta el límite máximo de la deuda o se priorizan los pagos del Tesoro, se pondría en riesgo la calificación crediticia estadounidense.

Mientras tanto, ya que adoptar una reforma tributaria integral apoyada por los dos partidos resulta casi imposible, los Republicanos tratarán de aprobar una resolución presupuestaria tanto en el Congreso como en el Senado para recurrir a la reconciliación a fin de aprobar la reforma tributaria con una mayoría simple en el Senado y evitar tener que recurrir al filibusterismo político. Sin embargo, el primer obstáculo es conseguir que los expertos en política tributaria y los halcones en materia de déficit y de defensa entre las filas republicanas se pongan de acuerdo sobre los recortes que se deben aplicar y el nivel de déficit que resulta aceptable. A través de la reconciliación, sólo es posible ahorrar a través del gasto obligatorio, lo que incluye Medicare, Medicaid y otros programas de bienestar social. Si el presidente sigue comprometido con mantener el Medicare intacto, probablemente las bajadas de impuestos tendrían que esperar con unas expectativas de crecimiento económico elevado, o tendrían que financiarse con un aumento del déficit.

Si bien las indicaciones son que la Casa Blanca sigue comprometida con la inversión en infraestructuras, en el mejor de los casos esto ocupa el tercer lugar en términos de prioridades, tras la reforma tributaria y la asistencia sanitaria. Como resultado, no incorporamos la expansión fiscal en la perspectiva de 2017. En 2018, nuestra base de referencia sigue asumiendo un impacto moderado de la política fiscal, aunque a un ritmo reducido, sobre todo porque la reforma tributaria se basará principalmente en recortes en lugar de en una revisión completa del código tributario.

Sin embargo, las incertidumbres en torno a nuestro escenario también crecen y se inclinan a la baja, dada la falta de dirección clara de la administración. En el lado positivo, un cambio de última hora en el Congreso y el compromiso de la Casa Blanca sobre la reforma tributaria o el gasto en infraestructuras podría tener un impacto inmediato sobre las expectativas, al tiempo que se fomenta la demanda a medio plazo. Probablemente esto implicaría un crecimiento moderadamente mayor en los próximos cuatro años. Además, parece que los riesgos a la baja derivados de las restricciones perjudiciales sobre los flujos comerciales y la inmigración se han difuminado. Por el contrario, si se produjeran nuevos retrasos en la reforma tributaria y el gasto en infraestructuras, la confianza del sector privado podría verse erosionada. Esto, combinado con vientos cíclicos y condiciones financieras más estrictas, podría impulsar un crecimiento muy por debajo del 2,0 %. Dado que la economía está llegando a su pico cíclico y se acerca a nuestras estimaciones para el PIB potencial, a pesar de un cambio de 180 grados del Consejo y la Casa Blanca que permita aprobar de manera oportuna y efectiva la reforma, el crecimiento continuará a su ritmo actual, al 2,0 % o ligeramente por debajo.

## 5. Impacto económico de las políticas de Trump

Durante las elecciones presidenciales, el entonces candidato Donald Trump propuso varios planes para impulsar la economía estadounidense hasta un estado de alto crecimiento económico, alta tasa de participación laboral, bajo desempleo y déficit comercial reducido. Específicamente, esos planes se basaban en un aumento del gasto en infraestructuras y políticas comerciales proteccionistas. En tanto que actores ajenos a la política de Washington, el presidente Trump y sus consejeros económicos consideran la economía estadounidense desde una perspectiva que parece extremadamente diferente a la de otros políticos veteranos. Por lo tanto, la interpretación de sus propuestas políticas suele estar sujeta a una notable incertidumbre y ambigüedad.

En esta sección, nuestro objetivo con respecto al análisis de las políticas económicas actuales es doble. En primer lugar, tratamos de utilizar modelos de equilibrio general dinámico estocástico (DSGE) como una herramienta para analizar las implicaciones de las políticas de la administración Trump. La tractabilidad de los modelos DSGE es una característica deseable que nos permite eliminar la mayor cantidad de ambigüedad posible. En segundo lugar, basándonos en las estimaciones del modelo DSGE, intentamos arrojar luz sobre las consecuencias de ciertas propuestas económicas y sentar las bases para futuros debates políticos. Para ello, nuestro modelo de referencia es el Modelo de Optimización Dinámica Estimada (EDO) de la Reserva Federal, que presenta la última parametrización y especificaciones deseables sobre estructuras económicas y choques exógenos. En el resto de esta sección, utilizaremos el modelo EDO y abordaremos dos políticas económicas que la administración Trump plantea con frecuencia.

### Gasto en infraestructura

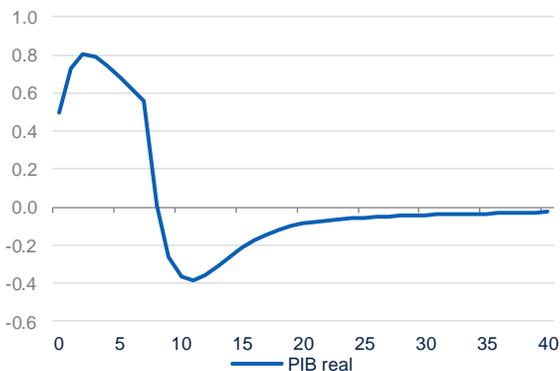
El uso de la política fiscal para estimular la economía tiene una larga historia desde que la *Teoría General* de Keynes cambió permanentemente el panorama de la economía. Sin embargo, las principales opiniones sobre su efectividad han cambiado significativamente durante las últimas seis décadas. En 1961, la administración Kennedy logró aumentar drásticamente el gasto en defensa y el consiguiente crecimiento económico fuerte convenció a las autoridades de que las políticas fiscales discrecionales combinadas con políticas monetarias expansionistas eran la clave para una economía próspera. Sin embargo, tras recurrir de manera reiterada a estas políticas en las dos décadas siguientes, esta receta estimulante, que es esencialmente un instrumento para impulsar la demanda agregada, alcanzó su límite. Una serie de recesiones desastrosas con alta inflación y desempleo en los años setenta puso bajo la lupa la política fiscal discrecional (Lucas y Sargent, 1981). A medida que evolucionan los pensamientos sobre las políticas fiscales, la mayoría de los macroeconomistas tienden a coincidir en que "la política fiscal discrecional no ha contribuido a la estabilidad económica y puede haber sido realmente desestabilizadora en determinados momentos del pasado" y "la política monetaria es la herramienta superior para la estabilización macroeconómica" (Feldstein, 2002). De hecho, Solow (2004) resumió eficazmente ese cambio del entorno político e intelectual afirmando que "el debate serio sobre la política fiscal casi ha desaparecido".

La lenta recuperación de la Gran Recesión, sin embargo, insta a los economistas y políticos a explorar más opciones para impulsar la economía y reconsiderar el papel de la política fiscal. Tal como ponen de manifiesto el lema "Make America Great Again" (Hacer América grande de nuevo) y una serie de discursos, el presidente Trump y sus asesores económicos han examinado el pasado y han mostrado un gran interés por políticas fiscales discrecionales como la expansión del presupuesto de

defensa y la inversión en infraestructuras. De acuerdo con el plan "Rebuild America's Infrastructure" publicado por la Casa Blanca,<sup>1</sup> el presidente "ha dedicado 200.000 millones de dólares en su presupuesto para infraestructuras".

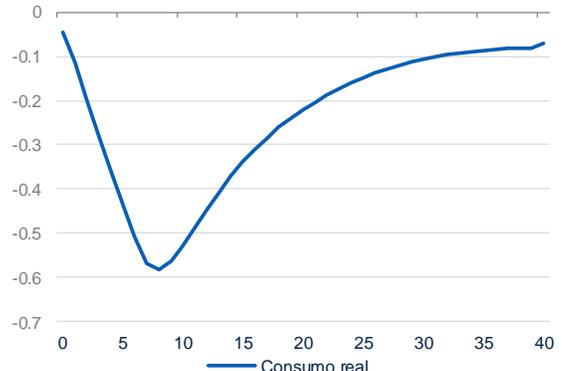
Aunque todavía se está negociando la política fiscal, la magnitud propuesta del plan de infraestructuras no debe considerarse completamente irrelevante. Incluso si 200.000 millones de dólares en inversiones pueden parecer excesivamente agresivos, esta cantidad todavía puede ayudarnos a estimar el mayor impacto económico posible derivado del estímulo fiscal. Por lo tanto, en esta sección, suponemos que el presidente convence a los legisladores y el Congreso aprueba un presupuesto con 200.000 millones dedicados a infraestructuras. También suponemos que el gasto adicional se gastará en ocho trimestres a un ritmo de crecimiento constante. Las gráficas 5.1 – 5.4 muestran los efectos de tal estímulo fiscal según el modelo EDO.

**Gráfica 5.1** Respuestas a los impulsos: shock del gasto público (%)



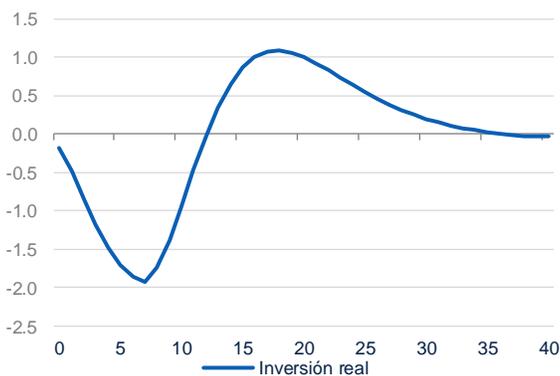
Fuente: BBVA Research.

**Gráfica 5.2** Respuestas a los impulsos: shock del gasto público (%)



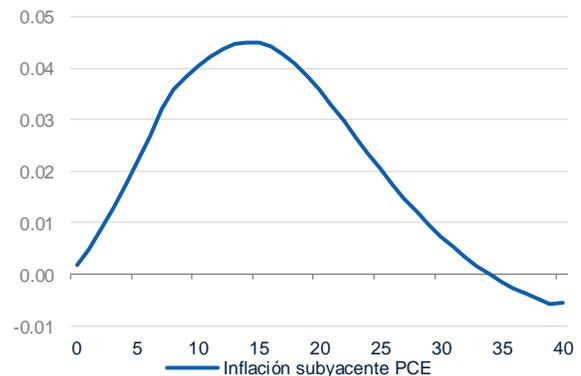
Fuente: BBVA Research.

**Gráfica 5.3** Respuestas a los impulsos: shock del gasto público (%)



Fuente: BBVA Research.

**Gráfica 5.4** Respuestas a los impulsos: shock del gasto público (%)



Fuente: BBVA Research.

1: <https://www.whitehouse.gov/blog/2017/06/08/president-trumps-plan-rebuild-americas-infrastructure>

Como podemos observar en las cifras, la inversión en infraestructuras de 200.000 millones de dólares puede impulsar el crecimiento real del PIB en un 0,8 % como máximo. Sin embargo, el efecto positivo convergerá rápidamente a cero cuando el programa de estímulo fiscal termine en el octavo trimestre. El efecto temporal es coherente con la experiencia de los años sesenta, en el sentido de que el estímulo fiscal sólo tiene un efecto a corto plazo y no debe utilizarse como una cura para los problemas estructurales. Por otra parte, el modelo EDO también ayuda a estimar el efecto de "expulsión" sobre el consumo privado y la inversión. El impacto negativo sobre sus tasas de crecimiento a corto plazo resulta significativo. Además, el efecto estimado sobre la inflación también sigue la línea de la literatura existente. Tal como resumen Dupor y Li (2015), el estímulo fiscal tendrá poco impacto en el nivel de precios.

## Políticas comerciales proteccionistas

El comercio internacional ha sido uno de los temas clave de la agenda política del presidente Trump. En nuestras discusiones anteriores, hemos examinado el efecto que surten los discursos de Trump<sup>2</sup> y los hechos estilizados de la balanza comercial.<sup>3</sup> En esta sección, tratamos de arrojar luz sobre las posibles políticas comerciales y cómo podrían influir en la economía.

Aunque la administración Trump ha mantenido conversaciones con líderes de otros países sobre cuestiones comerciales, de acuerdo con las actuales normas sobre negociaciones comerciales, cambiar las políticas comerciales requeriría la colaboración de diferentes órganos del gobierno. Dada la estructura de insumo-producto sumamente complicada de la economía estadounidense y su enorme importancia para la economía mundial, toda reforma comercial requeriría un largo proceso de deliberación y negociación. Por ejemplo, el plan de impuestos de ajuste en la frontera (BAT) de los congresistas republicanos ha sido ampliamente criticado por generar "consecuencias no deseadas" y, por lo tanto, no se espera su aprobación.

Por otra parte, aunque el plan BAT podría eliminarse, el presidente todavía puede recurrir a otras formas de imponer barreras comerciales que aumenten los costes de los bienes extranjeros y protejan a los fabricantes nacionales. Por ejemplo, se espera ampliamente que la investigación sobre aceros importados dé lugar a aranceles de importación más elevados. Dado que el gobierno también planea investigar otras importaciones como el azúcar y la madera, parece inevitable que se incrementen los costes del comercio internacional para los EE.UU.

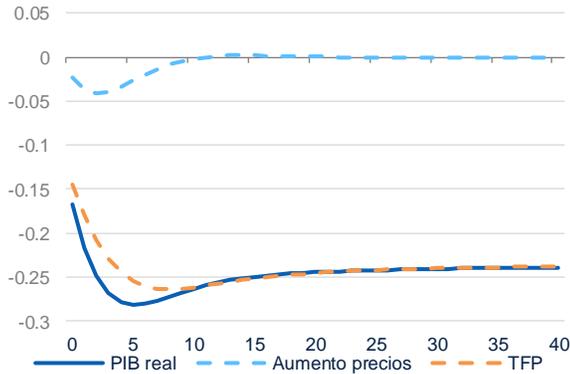
El aumento del coste del comercio internacional tendrá efectos adversos sobre la economía. En primer lugar, las barreras comerciales introducirán fricciones en el mercado y, por lo tanto, aumentarán los márgenes de precios de los bienes afectados. En segundo lugar, los mayores costes del comercio internacional también ocasionarán cambios estructurales en la cadena de suministro integrada a nivel mundial, lo que reducirá la productividad. Dada la estructura sumamente compleja de insumo-producto de la economía de los Estados Unidos, suponemos que el aumento de las barreras comerciales incrementará los márgenes de los bienes de capital y bienes de consumo en una décima parte de su desviación estándar y disminuirá la productividad en toda la economía en una décima parte de su desviación estándar. Los resultados se muestran en las gráficas 5.5 a 5.8.

---

2: <https://www.bbvaesearch.com/en/publicaciones/u-s-big-data-analysis-trump-effect-on-trade-narratives/>

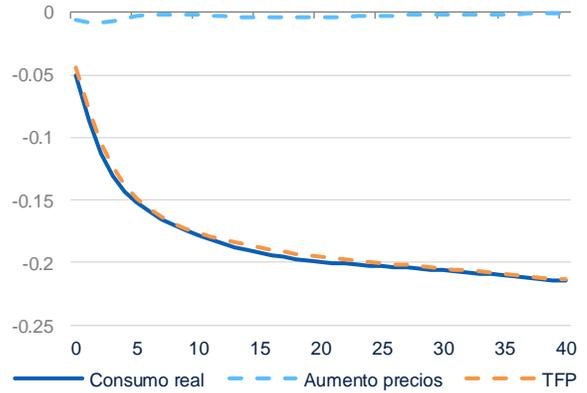
3: <https://www.bbvaesearch.com/en/publicaciones/u-s-the-trade-deficit-dont-fear-the-beast/>

**Gráfica 5.5** Respuestas a los impulsos: shock de la política comercial (%)



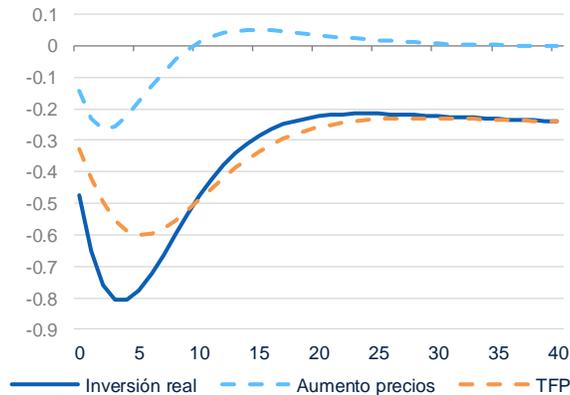
Fuente: BBVA Research.

**Gráfica 5.6** Respuestas a los impulsos: shock de la política comercial (%)



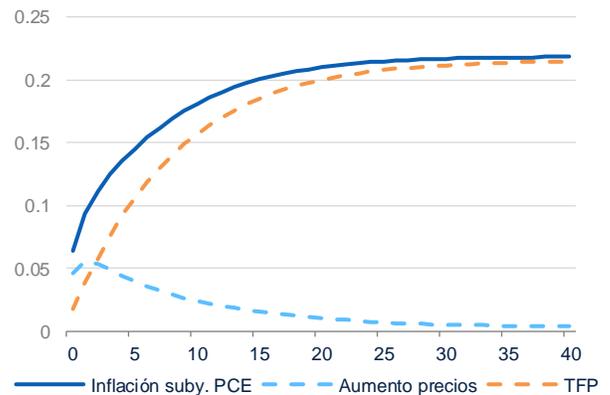
Fuente: BBVA Research.

**Gráfica 5.7** Respuestas a los impulsos: shock de la política comercial (%)



Fuente: BBVA Research.

**Gráfica 5.8** Respuestas a los impulsos: shock de la política comercial (%)



Fuente: BBVA Research.

Sobre la base de las estimaciones del modelo EDO, las políticas comerciales proteccionistas aumentarán los márgenes de precios en la economía, y su efecto será transitorio y desaparecerá en su mayoría una vez transcurridos dos años. Por otra parte, la pérdida de productividad causada por las barreras comerciales tendrá un efecto dominante y permanente sobre las variables económicas. Esta estimación es coherente con la literatura teórica y empírica sobre la apertura y el crecimiento de la productividad. Es decir, cuando las barreras comerciales aumenten, la productividad disminuirá, ya sea porque las empresas menos competitivas pueden permanecer en el mercado (Melitz, 2003), o porque las empresas nacionales no podrían acceder a bienes intermedios importados más baratos (Goldberg et al., 2010). Dado que el crecimiento de la productividad es incremental, el choque de productividad negativo perjudicará permanentemente a la economía.

El mediocre crecimiento económico desde el final de la recesión ha constituido un desafío para los economistas y los responsables políticos tanto en la teoría como en la práctica. Tal como han sugerido muchos economistas, los vientos en contra tienden a ser más seculares que temporales. Por otra parte, la clave para lograr el objetivo del crecimiento del 3 % es proporcionar un fuerte impulso a la productividad, y tal aumento requeriría un paquete de políticas que incentive de manera agresiva la inversión privada (Cogan et al., 2017). Según nuestra estimación, la implementación de la agenda del presidente tendrá efectos desiguales sobre la economía. El aumento del gasto en infraestructuras por sí solo únicamente puede proporcionar estímulos a corto plazo a costa de la exclusión de la inversión privada. Por otro lado, un plan bien pensado que incluya un mayor gasto en infraestructuras podría aumentar la productividad a largo plazo y generar mayores beneficios de lo que nuestro modelo predice. Además, si bien la renegociación de acuerdos comerciales anticuados puede eliminar las fricciones y hacer que el mercado sea más competitivo, el uso de políticas proteccionistas como resorte podría suponer el riesgo de un anémico crecimiento de la productividad e infligir daños permanentes a la economía.

## Bibliografía

Chung, H.T., Kiley, M.T. and Laforge, J.P., 2010. Documentation of the Estimated, Dynamic, Optimization-based (EDO) model of the US economy: 2010 version. Division of Research & Statistics and Monetary Affairs, Federal Reserve Board.

Cogan, J., Hubbard, R.G., Taylor, J.B. and Warsh, K., 2017. On the prospects for higher economic growth. The Hoover Institution, Stanford University.

Dupor, B. and Li, R., 2015. The expected inflation channel of government spending in the postwar US. *European Economic Review*, 74, 36-56.

Feldstein, M. (2002). The role for discretionary fiscal policy in a low interest rate environment (No. w9203). National Bureau of Economic Research:

Goldberg, P.K., Khandelwal, A.K., Pavcnik, N. and Topalova, P., 2010. Imported intermediate inputs and domestic product growth: Evidence from India. *The RAND Journal of Economics*, 125(4), 668-1767.

Lucas, R.E. and Sargent, T., 1981. After Keynesian macroeconomics. *Rational expectations and econometric practice*, 1, pp.295-319.

Melitz, M.J., 2003. The impact of trade on intra-industry reallocations and aggregate industry productivity. *Econometrica*, 71(6), pp.1695-1725.

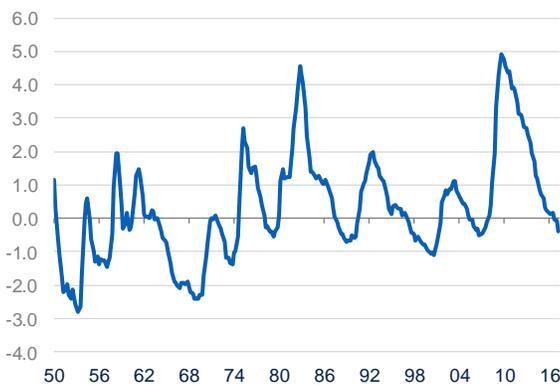
Solow, R.M., 2004. Is fiscal policy possible? Is it desirable?. In *Structural Reform and Economic Policy* (pp. 23-39). Palgrave MacMillan.

## 6. Normalización de la política monetaria

Después de superar las expectativas del mercado, que habían estado en cuidados intensivos después de una pausa prolongada en las subidas de los tipos de interés en 2016, la Fed parecía poner en marcha un rumbo previsible de subidas de tipos y de la normalización del balance en el primer trimestre. Con respecto al balance, la Fed ha comunicado efectivamente su estrategia de reducir el balance de manera previsible y pasiva, lo que ha llevado al mercado a esperar a que el proceso dé comienzo alrededor de septiembre. Los límites gradualmente crecientes también permiten una previsión casi perfecta durante los dos primeros años y una distorsión mínima del mercado, ya que las salidas masivas (*runoff*) previstas excederán los límites iniciales durante los primeros cinco trimestres del proceso.

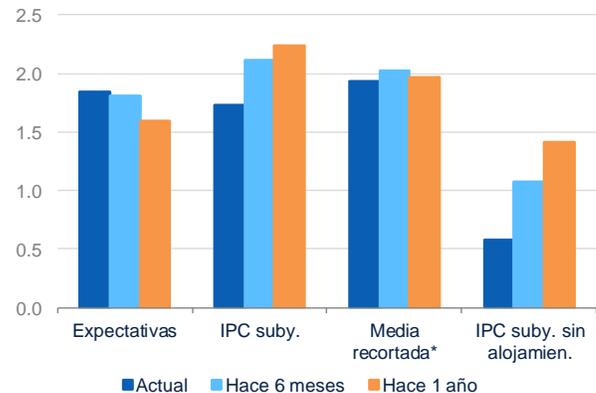
En cuanto a los tipos, el comité ya no se muestra tan confiado en que alcanzará su objetivo de inflación, ya que las tendencias inflacionarias recientes han dividido a los miembros en dos corrientes de pensamiento. Una de ellas mantiene las relaciones establecidas entre la rigidez del mercado de trabajo y los salarios y las actuales condiciones del mercado de trabajo, lo que obliga de manera necesaria y suficiente a un aumento de los salarios y de la inflación a medio plazo. En la otra, los vientos en contra estructurales en el mercado de trabajo, el bajo crecimiento de la productividad, las carencias de competencias y la debilidad de la inversión merman las relaciones entre los salarios, la inflación y el mercado de trabajo, lo que implica que la brecha de inflación se sigue ampliando.

**Gráfica 6.1** Brecha de la tasa de desempleo (%)



Fuente: BBVA Research, CBO y BLS.

**Gráfica 6.2** Inflación, interanual (%)



Fuente: BBVA Research, FRB, Cleveland Fed y Haver Analytics.

En el primer caso, la respuesta política sigue vigente, con aumentos constantes de los tipos de interés a un ritmo determinado por la rapidez o la lentitud con la que se cumple el doble mandato. Un rápido repunte de la inflación permitiría a la Fed subir los tipos con mayor celeridad, pero si la inflación se mantiene baja durante más tiempo, habrá que retrasar la subida de los tipos. Los dirigentes de la Fed parece que se inclinan por esta opción. En el segundo escenario, los tipos de interés recibirán menos atención y la Fed tendrá que repensar su estrategia política general. Esto podría implicar reducir el nivel objetivo de inflación o algo más agresivo, como cambiar el enfoque de la estrategia de la Fed, que pasará de centrarse en la inflación a hacerlo en el nivel de los precios.

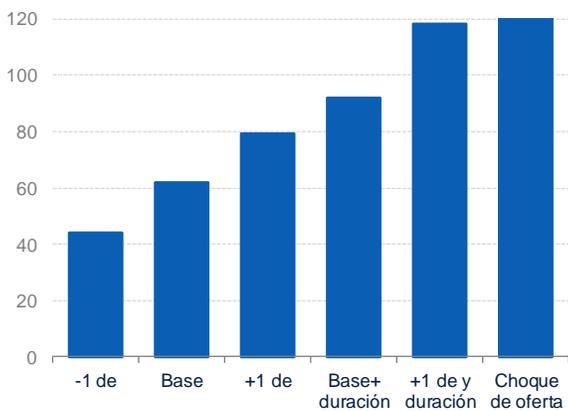
Con respecto a la normalización del balance, el suplemento y los puntos destacados de las actas de junio han consolidado los planes de la Fed de utilizar un sistema de aumento gradual de los límites en un período de 12 meses, probablemente comenzando a finales de este año. Los valores límite iniciales se fijarán en 6.000 millones de dólares para títulos del Tesoro y en

4.000 millones de dólares para valores de agencias y con garantía hipotecaria (MBS). Cada tres meses, los límites se incrementarán en 6.000 y 4.000 millones de dólares, respectivamente, hasta que alcancen 30.000 millones y 20.000 millones. Con esto, la Fed puede asegurar una salida predecible y pasiva. Esto implicaría reducir el balance en alrededor de 300.000 millones de dólares en los primeros 12 meses y en 2 billones a lo largo de cuatro años. Con el fin de equilibrar la moneda en circulación y los activos de la Reserva Federal, esperamos que las compras del Tesoro se reanuden cuando el balance se acerque a los 2,5 billones de dólares, alrededor de 2021.

Como resultado, la composición del balance será principalmente de letras y pagarés del Tesoro, en línea con la composición histórica de la cartera. Aunque la Fed espera que el balance de las reservas sea "apreciablemente" inferior a los niveles actuales, si bien superior al nivel previo a la crisis, el FOMC no estaba dispuesto a comprometerse con ningún objetivo en particular. En última instancia, el FOMC permitirá que las reservas se ajusten a un nivel tal que los fondos federales vuelvan a convertirse en la principal herramienta de política monetaria.

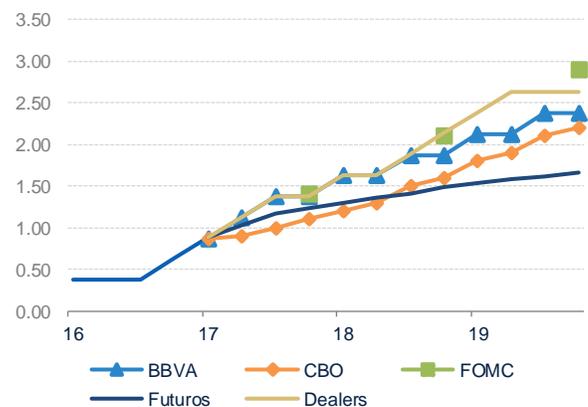
A través de la señalización y el reequilibrio de la cartera, anticipamos que la estrategia de normalización del balance debería empujar al alza las primas a plazo y los tipos a largo plazo. En última instancia, aunque será el mercado de bonos del Tesoro y MBS el que determinará el calendario y la magnitud del impacto, una estrategia de comunicación clara y una implementación predecible y pasiva reduce los riesgos de sufrir grandes oscilaciones en los rendimientos. Los cambios regulatorios de los fondos del mercado monetario y los requerimientos de capital más estrictos de los bancos comerciales disminuyen la probabilidad de una desalineación inmediata, ya que ahora necesitan más que nunca activos seguros. Del mismo modo, si bien es posible una fuerte contracción de las tenencias de bonos del Tesoro estadounidense, los indicadores recientes sugieren que no ha habido un cambio fundamental tras el anuncio del FOMC de la normalización del balance. Para muchos bancos centrales de todo el mundo, la tenencia de bonos del Tesoro no depende de su precio o de su rendimiento, sino de su valor intrínseco como activos seguros y de los beneficios de la gestión del tipo de cambio. Como resultado, los tipos a largo plazo deberían aumentar con moderación. Nuestros modelos sugieren que el impacto acumulativo podría oscilar entre 40 y 120 p.b. en respuesta al impacto del canal de reequilibrio de la cartera; con respecto a la señal, los inversionistas no reaccionaron al anuncio de la normalización del balance. No obstante, algunos participantes en el mercado, en particular los compradores privados y extranjeros no financieros, podrían moverse en la misma dirección, si perciben que un mercado unilateral representa una "apuesta segura", como sucedió cuando la Fed aplicó el QE.

**Gráfica 6.3** Impacto de la normalización del balance sobre los bonos del Tesoro a 10 años (%)



Fuente: BBVA Research.

**Gráfica 6.4** Tipo de los fondos de la Fed (%)



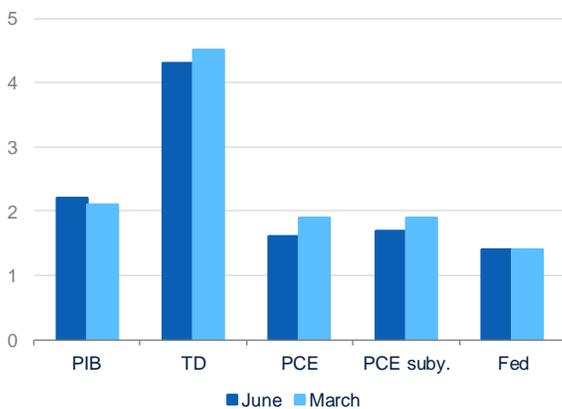
Fuente: BBVA Research, CBO, FRB y Bloomberg.

De cara al futuro, se deberá prestar más atención a la estrategia de comunicación con el fin de realinear las expectativas del mercado con sus perspectivas, ya que los futuros de fondos de la Fed implican sólo dos subidas de los tipos entre ahora y finales de 2019. Esto significa, en primer lugar, elevar las expectativas de subida de los tipos en diciembre, algo que tiene una probabilidad implícita de menos del 50 % para lograr una leve subida al 1,25-1,50 % y luego realinear a los mercados con las proyecciones a largo plazo del comité, que se encuentran cercanas al 3,0 %, siete subidas adicionales de los tipos para 2019.

La Fed puede conseguirlo rápidamente mediante sus comunicaciones y en las próximas reuniones, como ya ocurrió antes de la subida en marzo. En particular, si consideramos que el crecimiento del PIB real en el 2S17 será superior al del primer semestre, los mercados laborales seguirán convergiendo con el pleno empleo y los riesgos globales disminuirán. Con todo, esto sólo se producirá si las presiones a la baja sobre los precios se desvanecen efectivamente y las expectativas de inflación se realinean con el objetivo a medio plazo de la Fed del 2 %. Las experiencias pasadas sugieren que la inflación empieza a aumentar rápidamente después de que las tasas de desempleo hayan descendido de manera significativa. Por lo tanto, además de descensos puntuales de los precios, la principal incertidumbre es saber si los mercados de trabajo se han endurecido lo suficiente o no.

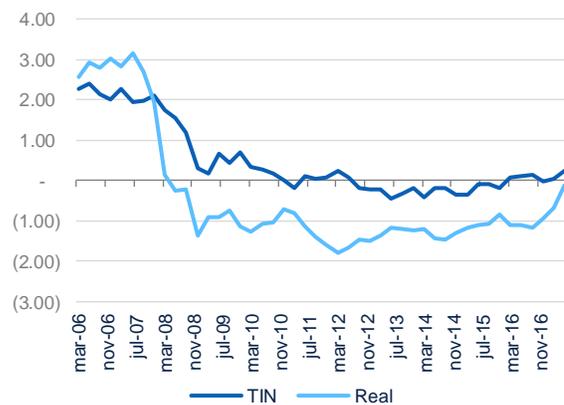
El FOMC parece convencido de que el curso de la normalización de la política monetaria es apropiado en este entorno. Con la economía en el pleno empleo o cerca, los tipos de interés de referencia deben alejarse del límite inferior a cero, de modo que el FOMC disponga de margen de maniobra para responder al siguiente ciclo. Una caída notable en la mediana del gráfico de puntos o una distribución más amplia en el resumen de septiembre de las proyecciones económicas (SEP, por sus siglas en inglés) confirmaría una trayectoria más superficial. Esto es coherente con nuestra línea de base para dos subidas adicionales de los tipos en 2018 y 2019. Sin embargo, si no se sigue la trayectoria implícita en la encuesta de proyecciones económicas durante varios años, también pone en riesgo la credibilidad del FOMC, algo que en la actualidad los mercados consideran que es poco probable que se produzca. Por otra parte, la tarea de convencer a los inversores para que tengan fe en la curva de Phillips será un reto, sobre todo porque no está claro cuánto del aplanamiento es cíclico o estructural.

**Gráfica 6.5** Previsiones del FOMC (%)



Fuente: BBVA Research y FRB.

**Gráfica 6.6** Tipos de interés naturales y objetivo de tipo ajustado a la inflación de los fondos de la Fed (%)



Fuente: BBVA Research, Laubach & Williams y FRB.

La Fed también tiene que equilibrar las expectativas de factores no observados como  $R^*$  o el tipo de interés real natural. Con las estimaciones del tipo de interés real natural en torno al 0 % y con la inflación básica del PCE en el 1,8 % en el 2T17, sólo serían necesarias un par de subidas de tipos para que la política monetaria volviera a niveles neutrales. Sin embargo, si el tipo de interés real natural empieza a subir más de un 1 % como resultado de un mayor crecimiento de la productividad y un mayor rendimiento potencial, y si la inflación vuelve al objetivo del 2 %, una política monetaria neutral implicaría que los fondos de la Fed tendrían que subir al 3 %. Dicho esto, la evolución de las perspectivas de los tipos de interés neutrales y la incertidumbre sobre las perspectivas de la inflación podrían llevar a los miembros a mostrarse confiados en que los tipos no son demasiado acomodaticios con 2-4 subidas de tipos adicionales.

Mientras tanto, las condiciones financieras se han moderado a lo largo del año, a pesar de que se han eliminado los ajustes monetarios, lo que sugiere que se podrían necesitar tipos más elevados para evitar la posibilidad de una desalineación de los precios de los activos y contener los riesgos de explosión de la burbuja, si es que existe una. Los responsables de la política monetaria también tienen que considerar los efectos potenciales del estímulo fiscal y de la desregulación financiera, lo que aumenta el potencial de quedarse considerablemente lejos de alcanzar el objetivo de desempleo y podría provocar una presión inflacionaria.

La confianza inicial en la capacidad de la nueva administración para poner en marcha una agenda fiscal moderadamente expansiva ha dado paso a una visión más comedida. De hecho, hay signos de que la Casa Blanca está comenzando a dar marcha atrás en sus propuestas agresivas para reducir el tipo del impuesto de sociedades al 15 %, al tiempo que también reduce de manera significativa los tipos individuales. Asimismo, los miembros del comité también tienen que tener en cuenta que hay pocas probabilidades de que esto suceda, en vista de la falta de acuerdo en el seno de los Republicanos. A pesar de los obstáculos a los que aún se enfrentan el Congreso y la Casa Blanca, la incapacidad de preparar la economía para un choque fiscal podría poner en peligro el curso actual de la normalización de las distintas políticas.

Aunque la Fed tiene poco que decir en materia fiscal, el hecho es que los bajos tipos de interés han silenciado cualquier debate sobre los altos niveles de la deuda pública y la carga que implica su financiación. Si suben los tipos de interés, se podría reavivar el debate en la agenda política y los políticos tendrán más presiones para hacer frente a estas cuestiones.

En un contexto en el que es probable que Yellen renuncie o sea sustituida al final de su mandato en enero, con tres vacantes pendientes y con el mandato de Stanley Fischer que termina en junio, la consideración de la composición de la junta y su liderazgo en un futuro próximo también son factores que habrá que tener en cuenta en el futuro a la hora de tomar decisiones. No está claro cómo el presidente Trump equilibrará los deseos de algunos miembros dentro del Partido Republicano que defienden una política monetaria basada en normas con sus propias aspiraciones de hacer crecer la economía, lo que se beneficiará de unos tipos de interés bajos. Sin embargo, el ámbito en el que los objetivos de Trump se alinean más con los del Partido Republicano es el de la desregulación, lo que sugiere que los nuevos nombramientos se mostrarán favorables a reducir la supervisión y los requisitos de capital. Yellen ha dicho que con las herramientas macroprudenciales que la Fed tiene hoy en día y con mayores reservas de capital en el sector financiero, es poco probable que veamos otra crisis financiera en muchos años. Sin embargo, no cabe duda de que el riesgo que plantea un posible desmantelamiento de las salvaguardias puestas en marcha después de la crisis financiera resultaría inaceptable para el actual comité, poniendo en peligro su legado que se reducirá al éxito de la estrategia de normalización y a la estabilidad a largo plazo del sector financiero.

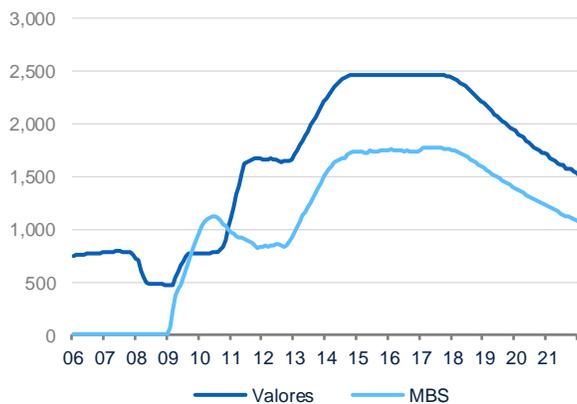
## 7. Efectos de la normalización del balance de la Fed sobre los depósitos

En la reunión de junio de 2017, el Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC) publicó la adenda a los Principios y Planes de Normalización de Políticas, que busca reducir los títulos del Tesoro de la Fed y las tenencias de MBS al disminuir la reinversión de pagos de capital. Esperamos que este proceso comience en el 4T17. El efecto simulado sobre el nivel de los valores en poder de la Fed se presenta en la gráfica 7.1. El compromiso constituye una señal de que la Fed confía en que la economía será capaz de absorber la liquidación del balance sin grandes perturbaciones en los mercados financieros. Sin embargo, el ajuste afectará a los participantes financieros de diferentes maneras. En este artículo analizamos los efectos potenciales sobre los balances de los bancos comerciales, que por un lado tienen 2,2 billones de dólares en reservas con la Fed, y, por otro lado, han experimentado un incremento de 5,1 billones de dólares en depósitos entre 2007 y 2016.

### Flexibilización cuantitativa y depósitos bancarios

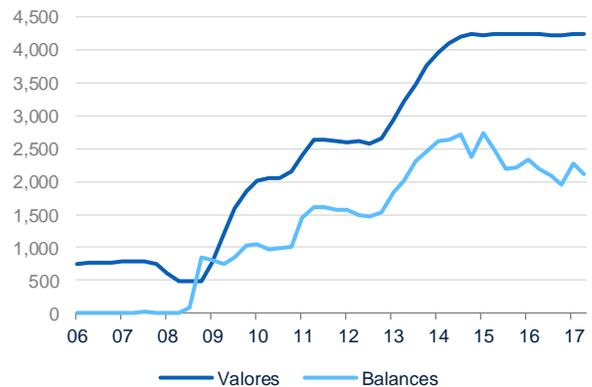
El aumento de las tenencias de valores por parte de la Reserva Federal en el lado del activo de su balance se financió mediante un aumento en los saldos de reservas de los bancos comerciales en el lado del pasivo (gráfica 7.2). Es decir, la Fed pagó las compras de valores al acreditar las cuentas de los bancos en la Fed con reservas. Un ejercicio de cambios contables en los balances de los principales participantes en el proceso de QE sugiere que el nivel de depósitos permanece inalterado cuando los bancos son los vendedores de los valores (gráfica 7.3), ya que lo único que se hace es cambios de valores por reservas en la Fed en el lado de los activos.

**Gráfica 7.1** Valores mantenidos directamente por la Reserva Federal (\$ miles de millones)



Fuente: BBVA Research, Haver y FRB.

**Gráfica 7.2** Valores mantenidos directamente y balance de reservas de los bancos (\$ miles de millones)



Fuente: BBVA Research, Haver y FRB.

Sin embargo, los bancos no fueron grandes vendedores. De hecho, su papel consistía principalmente en mediar entre la Fed y los vendedores que no eran entidades bancarias. En el caso de los bonos del Tesoro, se trataba principalmente de hogares, fondos de cobertura, agentes de bolsa y compañías de seguros, y en el caso de MBS, eran fundamentalmente hogares, fondos

de cobertura, empresas de inversión y fondos de pensiones.<sup>4</sup> Dado que una parte de los ingresos obtenidos con la venta se depositaba en los bancos comerciales (gráfica 7.4), la liquidación del balance de la Fed podría traducirse en una merma de los depósitos bancarios.

**Gráfica 7.3** Compras de la Fed a los bancos. Efectos del balance. Ejemplo

FEDERAL RESERVE		TREASURY	
Assets	Liabilities	Assets	Liabilities
Treasury securities +\$1	Reserves held by banks +\$1	Cash held at the Fed	Treasury securities
	Cash held by the Treasury		

BANKING SECTOR		PUBLIC	
Assets	Liabilities	Assets	Liabilities
Treasury securities -\$1	Deposits	Deposits	Wealth
Reserves at the Fed +\$1		Treasury securities	

Note: Linked effects are assigned the same color.

Fuente: Leonard, D., Martin, A, Potter S. (2017) How the Fed Changes the Size of Its Balance Sheet. <https://goo.gl/ap6xMw>

**Gráfica 7.4** Compras de la Fed al sector público. Efectos del balance. Ejemplo

FEDERAL RESERVE		TREASURY	
Assets	Liabilities	Assets	Liabilities
Treasury securities +\$1	Reserves held by banks +\$1	Cash held at the Fed	Treasury securities
	Cash held by the Treasury		

BANKING SECTOR		PUBLIC	
Assets	Liabilities	Assets	Liabilities
Treasury securities	Deposits +\$1	Deposits +\$1	Wealth
Reserves at the Fed +\$1		Treasury securities -\$1	

Note: Linked effects are assigned the same color.

Fuente: Leonard, D., Martin, A, Potter S. (2017) How the Fed Changes the Size of Its Balance Sheet. <https://goo.gl/ap6xMw>

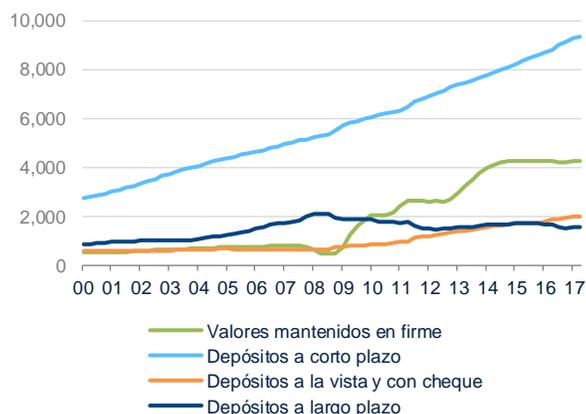
Si examinamos de manera detenida los datos podemos confirmar que el efecto de las tres rondas de QE sobre la demanda y los depósitos disponibles fue contundente y positivo. El impacto sobre los depósitos a plazo también fue fuerte pero negativo. Mientras tanto, los efectos sobre el ahorro y los pequeños depósitos a plazo parecen insignificantes. Después de sumar todos los depósitos, los efectos del QE sobre los depósitos pierden su importancia (gráfica 7.5). Esto sugiere que el impacto del QE puede haber impulsado algunos depósitos, pero al mismo podría haber mermado otros, con un impacto neto cercano a cero.

Una revisión de las correlaciones cruzadas de los cambios porcentuales intertrimestrales en los niveles de valores en poder de la Fed y de los depósitos bancarios confirma que existe una correlación significativa sólo en los casos de depósitos a la vista y de grandes depósitos a plazo (gráfica 7.6). Estas categorías representan alrededor de 1/3 del total de los depósitos, y con su dispar respuesta a los cambios en el balance de la Fed tienen un impacto agregado menor. Curiosamente, el cambio en los depósitos da lugar al cambio en las tenencias de valores de la Fed. Esto podría reflejar otros acontecimientos ocurridos durante la última década, además del QE, como la bajada de los tipos acometida por la Fed hasta dejarlos cerca del 0 %, la inflación y las expectativas de inflación en niveles históricamente bajos, una recuperación económica muy lenta y un mayor apetito por activos seguros tanto en los EE.UU. como en el extranjero. En este sentido, estos otros factores pueden haber repercutido sobre los depósitos bancarios en mayor medida que el nivel de la cartera de valores de la Fed.

4: Carpenter, S., Demiralp, S., Ihrig, J., Klee E. (2015). Analyzing Federal Reserve asset purchases: From whom does the Fed buy? Journal of Banking & Finance, Volume 52, March 2015, Pages 230-244

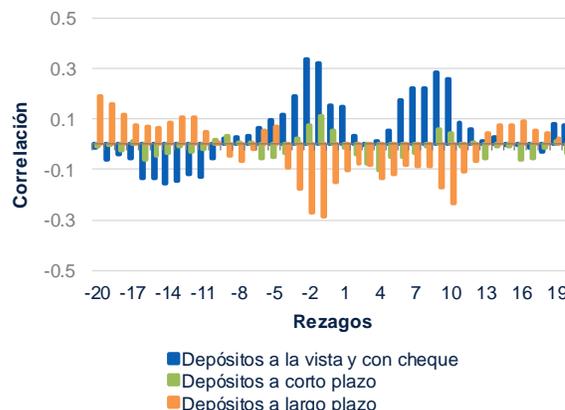
En el futuro, los bancos podrían convertirse en grandes compradores del Tesoro. La razón de esto son las nuevas regulaciones relacionadas con el índice de cobertura de liquidez y la cantidad de activos líquidos de alta calidad. Si la cantidad de reservas que los bancos mantienen se reduce y estas entidades quieren mantener la misma cantidad de activos seguros, tendrán que comprar bonos del Tesoro.

**Gráfica 7.5** Valores mantenidos por la Fed y depósitos (\$ miles de millones)



Fuente: BBVA Research y Reserva Federal.

**Gráfica 7.6** Correlaciones cruzadas entre los cambios intertrimestrales en los niveles de tenencias de valores y depósitos de la Reserva Federal



Fuente: BBVA Research.

## Efectos de la normalización del balance de la Fed sobre los depósitos bancarios

A fin de analizar más a fondo la importancia estadística y la fortaleza de la relación entre los cambios en la cartera de valores de la Fed y los depósitos bancarios, desarrollamos modelos VAR y realizamos regresiones lineales para depósitos disponibles y a la vista, depósitos de ahorro y depósitos a corto y largo plazo, así como depósitos totales. Las variables independientes incluyen las tenencias de valores de la Fed, el PIB, las primas de riesgo y los tipos de interés. Basándonos en los modelos VAR, también realizamos pruebas de causalidad de Granger.

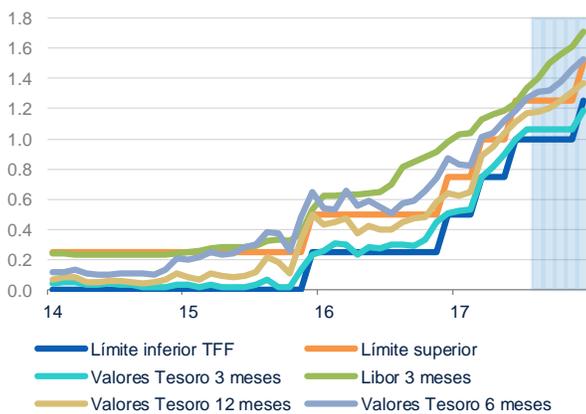
Nuestros resultados sugieren que, en primer lugar, la relación entre los cambios en las tenencias de valores de la Reserva Federal y las tasas de crecimiento de depósitos en la mayoría de los casos no es significativa cuando se toman en consideración otras variables macroeconómicas. En segundo lugar, los cambios en los depósitos totales se deben principalmente a factores macroeconómicos como el crecimiento económico y la inflación. Sobre la base de estos hallazgos, podemos concluir que la normalización del balance no debería tener un efecto significativo, si es que tiene alguno, directo sobre el crecimiento global de los depósitos, mientras la economía continúe expandiéndose y la inflación permanezca en terreno positivo. Sin embargo, por tipo de depósitos, debemos esperar que los balances de los bancos experimenten alguna sustitución entre depósitos disponibles/a la vista y depósitos a largo plazo.

Conforme a nuestro escenario macroeconómico básico y a las expectativas de normalización del balance de la Fed, esperamos que los depósitos bancarios crezcan ligeramente por debajo del 5 % en 2017 y entre el 5 % y el 6 % anual en el período 2018-2020.

## 8. ¿Qué sucede con la curva de rendimiento cuando el sistema da marcha atrás?

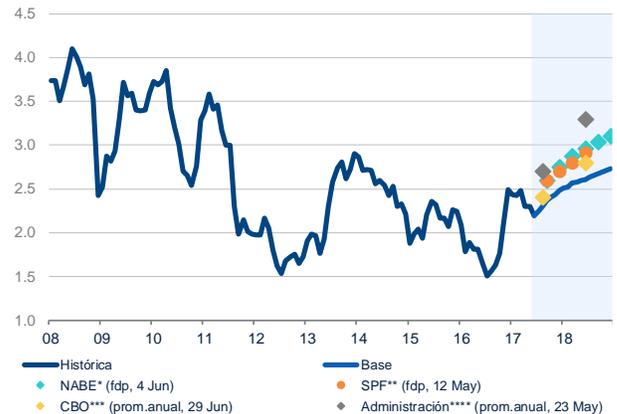
En el panorama divergente de la política monetaria a nivel mundial, ¿cuál es la forma esperada de la curva de rendimiento de Estados Unidos? El traspaso de cuatro subidas de los tipos de los fondos de la Fed por parte del FOMC a los tipos a corto plazo ha sido coherente con ciclos de ajuste anteriores. La relación entre los rendimientos de los bonos del Tesoro y otros tipos de interés del mercado monetario ha permanecido, en promedio, estable, con la excepción de 2016, período en el que se implementó la reforma del mercado monetario estadounidense y durante la cual se ampliaron los diferenciales. La trayectoria proyectada de los tipos a corto plazo sigue reflejando esta relación constante entre los tipos a corto plazo y el tipo de los fondos de la Fed con expectativas de que los tipos a corto plazo aumenten ligeramente por delante de cada subida de los tipos y el rendimiento de las letras del Tesoro a tres meses fluctúe cerca del nivel inferior del tipo objetivo de los fondos de la Fed. En consonancia con la investigación documentada, los tipos de interés minoristas son más rígidos, y esta etapa inicial del ciclo de ajuste de la política monetaria se produce un traspaso menor del incremento del tipo de los fondos de la Fed.<sup>5</sup>

**Gráfica 8.1** Previsiones de referencia de los tipos a corto plazo (%)



Fuente: BBVA Research y FRB

**Gráfica 8.2** Previsiones de referencia del rendimiento de los bonos a 10 años (%)



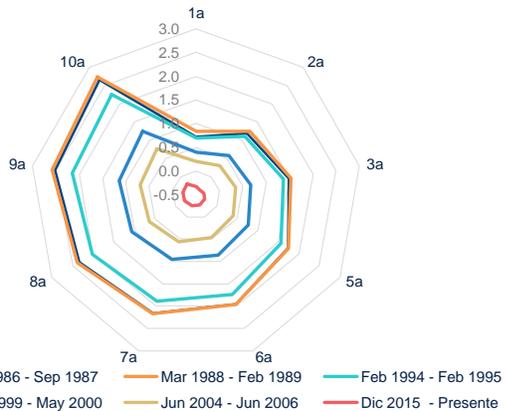
Fuente: BBVA Research y FRB

Se espera que los rendimientos a largo plazo aumenten sólo moderadamente a medio plazo, impulsados por las sólidas expectativas de crecimiento, el endurecimiento del mercado de trabajo y la presión al alza de la prima a plazo, en vista de que el FOMC ha indicado que pondrá en marcha la normalización del balance. Se ha determinado que la actual presión a la baja sobre los rendimientos a largo plazo se debe principalmente a la prima a plazo más baja. De hecho, la curva de primas a plazo de 2015 a 2017 no tiene precedentes tan bajos si se compara con cualquier ciclo restrictivo anterior de la Reserva Federal. El período también es significativo debido al aplanamiento de la prima a plazo a lo largo de los vencimientos. Por ejemplo, en 2016 la estimación media de la prima a plazo de los bonos del Tesoro a 10 años fue negativa y estuvo a la par con la prima a plazo de dichos títulos desde 1 año hasta 7 años. Por lo tanto, el efecto de la reducción del balance por parte de Fed sobre los

5: Hannan and Berger (1991), Neumark and Sharpe (1992), Driscoll and Judson (2013), Craig and Dinger (2014), and Yankov (2014).

rendimientos a largo plazo ha estado en el centro de atención, en concreto el efecto que tendrá la retirada del programa de adquisiciones de activos a gran escala (LSAP) sobre la prima a plazo de los rendimientos a largo plazo.

**Gráfica 8.3** Prima a plazo de la curva de rendimiento del Tesoro (%), promedios correspondientes a los ciclos restrictivos de la Reserva Federal)



Fuente: BBVA Research y FRBNY

**Gráfica 8.4** Balance de la Fed: tenencias a largo plazo como porcentaje del PIB nominal de los Estados Unidos (%)



Fuente: BBVA Research y FRB

Una serie de análisis empíricos sobre el efecto del LSAP en las primas a largo plazo ha producido una amplia variedad de resultados para cada programa de Flexibilización Cuantitativa y para el Programa de Ampliación de Vencimientos (MEP). Si bien las estimaciones varían, las estimaciones de la junta de gobernadores de la Reserva Federal sugieren que el efecto combinado del LSAP sobre la prima a plazo de los bonos del Tesoro a 10 años asciende a 100 puntos básicos.<sup>6</sup> Las primeras compras de activos y el MEP han generado el efecto negativo más fuerte sobre la prima a plazo de los bonos a 10 años y la junta de la Fed estima que asciende a 40 y 20 puntos básicos, respectivamente.<sup>7</sup>

El efecto sobre la prima a plazo de los rendimientos a largo plazo como resultado del cese de las reinversiones del FOMC varía dependiendo de las metodologías utilizadas y del tipo de prima a plazo estimada.<sup>8</sup> La estimación de la Junta de Gobernadores sugiere un aumento de aproximadamente 10 a 15 puntos básicos en la prima a plazo para los primeros años de normalización del balance.<sup>9</sup> Otro estudio estima sólo un aumento de 4,4 puntos básicos en la prima a plazo para una disminución de 190.000 millones de dólares en el balance, lo que equivale al 1 % del PIB estadounidense.<sup>10</sup> En general, no se espera que la magnitud y la rapidez del aumento de la prima a plazo de los rendimientos a largo plazo se ajusten a la disminución que se había atribuido al inicio del LSAP, porque la escala de la ampliación del balance fue mucho mayor que la escala de la reducción y porque la reinversión se eliminará gradualmente y en línea con el rumbo publicado por el FOMC. Además, se espera que el balance de la Fed se mantenga en niveles permanentemente superiores a los que existían antes de la Gran Recesión debido a una mayor demanda de liquidez.

6: Bonis, Brian, Ihrig, and Wei (2017).

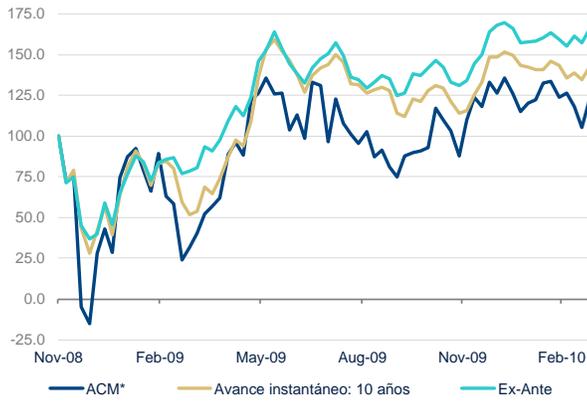
7: Ihrig, Klee, Li, Schulte, and Wei (2012).

8: Durham (2014).

9: Ihrig, Klee, Li, Schulte, and Wei (2012).

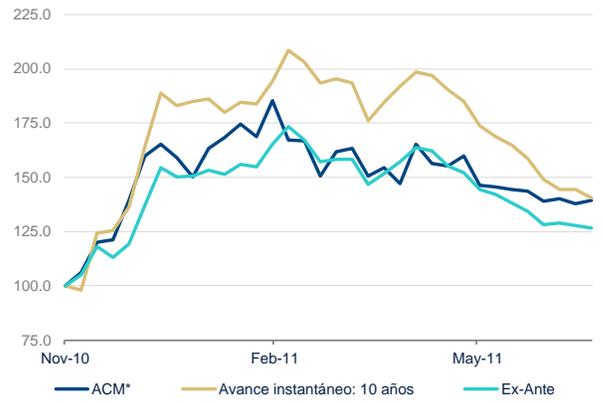
10: Davig and Smith (2017).

**Gráfica 8.5 QE1:** Cambio acumulativo de la prima a plazo de los bonos del Tesoro a 10 años desde el inicio del programa (p.b., normalizado a la fecha del anuncio = 100)



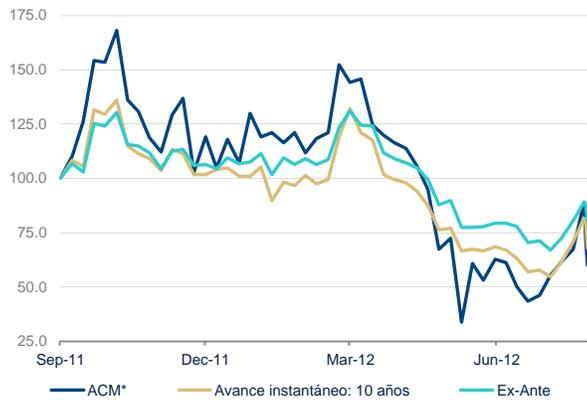
\*Adrian, Crump, and Moench (2013) five-factor model  
Fuente: BBVA Research, FRBNY y FRB

**Gráfica 8.6 QE2:** Cambio acumulativo de la prima a plazo de los bonos del Tesoro a 10 años desde el inicio del programa (p.b., normalizado a la fecha del anuncio = 100)



\*Adrian, Crump, and Moench (2013) five-factor model  
Fuente: BBVA Research, FRBNY y FRB

**Gráfica 8.7 MEP:** Cambio acumulativo de la prima a plazo de los bonos del Tesoro a 10 años desde el inicio del programa (p.b., normalizado a la fecha del anuncio = 100)



\*Adrian, Crump, and Moench (2013) five-factor model  
Fuente: BBVA Research, FRBNY y FRB

**Gráfica 8.8 QE3:** Cambio acumulativo de la prima a plazo de los bonos del Tesoro a 10 años desde el inicio del programa (p.b., normalizado a la fecha del anuncio = 100)



\*Adrian, Crump, and Moench (2013) five-factor model  
Fuente: BBVA Research, FRBNY y FRB

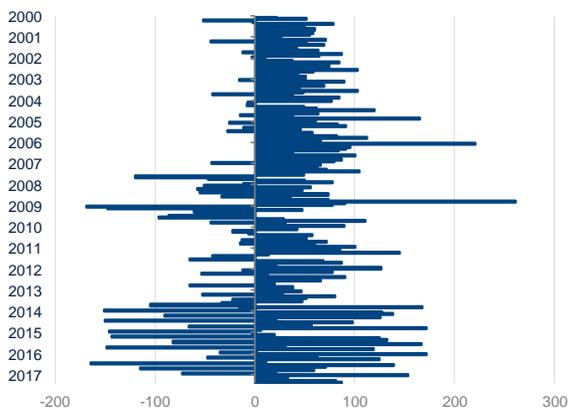
Por otra parte, se espera que se mantenga la presión a la baja sobre la prima a plazo, ya que el gran balance de la Fed y la composición de vencimientos son sólo parte de la dinámica que implica mantener baja la prima a plazo. Dos años de prima a plazo negativa en el extremo posterior de la curva han sido una función de varios factores adicionales que se resaltan a continuación.

**Flujos netos de desplazamientos a activos de calidad y función ampliada del riesgo de duración como amortiguador de choques global:** La dinámica de los flujos netos de entrada y salida de capitales del Tesoro ha cambiado significativamente desde 2013, marcando un incremento en la volatilidad mensual de los flujos netos y en el volumen de flujos mensuales, lo que

probablemente se puede atribuir al aumento de los volúmenes de operaciones de refugio seguro. El papel amplificado del riesgo basado en la duración como amortiguador ha dado lugar a presiones adicionales a la baja sobre la prima a plazo negativa y a un aplanamiento del riesgo basado en la duración en los diferentes vencimientos.

**Divergencia en las posiciones de la política monetaria:** Dado que muchos bancos centrales continúan adoptando políticas sumamente acomodaticias y ejerciendo presiones a la baja sobre la prima global a plazo, nuestras estimaciones sugieren que hasta el 20 % de la variación de la prima a plazo de los bonos del Tesoro a 10 años se puede atribuir a la prima a plazo común de seis países desarrollados: Alemania, Japón, Australia, Canadá, Reino Unido y los EE.UU.

**Gráfica 8.9** Volatilidad de las entradas mensuales netas de capital internacional del Tesoro (\$ miles de millones)



Fuente: BBVA Research y Bloomberg

**Gráfica 8.10** Prima a plazo internacional (1995=100)



Fuente: BBVA Research.

Conforme a las proyecciones de referencia, se espera que la curva de rendimiento se aplane debido a la presión alcista de los tipos a corto plazo debido a las subidas previstas de los tipos de los fondos de la Fed, mientras que los rendimientos a largo plazo seguirán sometidos a presiones a la baja debidas a una prima a plazo bajo, una caída de las expectativas de inflación y del sentimiento de riesgo que se mantiene. Los rendimientos a largo plazo se han ajustado para reflejar las expectativas de constancia y previsibilidad de los fundamentales del mercado y la menor incertidumbre en torno a la trayectoria de la política monetaria a la luz de la orientación de perspectivas (*forward guidance*) explícita. La volatilidad de los rendimientos a largo plazo se ha contenido.

Sin embargo, pueden surgir riesgos al alza y a la baja del escenario de referencia, si los mercados consideran que la situación es desafiante. Pueden aparecer riesgos al alza si se materializa la política fiscal expansiva y/o un impulso en la demanda interna y global da como resultado un sólido impulso positivo para las expectativas de inflación, lo que hará que los rendimientos se proyecten en una trayectoria ascendente más pronunciada. También puede surgir una mayor presión al alza sobre los rendimientos a largo plazo debido a la relajación de la oferta interna de bonos del Tesoro a largo plazo, si el efecto de la normalización del balance de la Fed sobre la prima a plazo y el riesgo de duración fuera superior a lo previsto. Pueden aparecer riesgos a la baja debido a la madurez del ciclo económico de Estados Unidos, la intensificación de los riesgos geopolíticos y la disminución del crecimiento mundial. En ese entorno económico, la presión sostenida a la baja se reanuda tanto a corto como a largo plazo.

## Bibliografía

- Adrian, T., Crump, R. K., & Moench, E. (2013). Pricing the term structure with linear regressions. *Journal of Public Economics*, 110(1–6), 110-138.
- Bonis, Brian, Jane E. Ihrig, and Min Wei. (2017) The Effect of the Federal Reserve's Securities Holdings on Longer-term Interest Rates. No. 2017-04-20-1. Comité de Gobernadores de la Reserva Federal (2016)
- Craig, B. R., & Dinger, V. (2014). The duration of bank retail interest rates. *Journal of Pension Economics and Finance*, 21(2), 191-207.
- Davig, T., & Smith, A. L. (2017, May 10). Forecasting the Stance of Monetary Policy under Balance Sheet Adjustments. *The Macro Bulletin*, Macroeconomic Research from the Federal Reserve Bank of Kansas City.
- Rochet, J. C., y Tirole, J. (2013). Sticky deposit rates. Financial and Economics Discussion Series 2013-80. Comité de Gobernadores de la Reserva Federal (2016)
- Keynes, J. M. (2013). More on US Treasury term premiums: spot and expected measures. Federal Reserve Bank of New York Staff Report No. 658
- Hannan, T. H., & Berger, A. N. (1991). The rigidity of prices: Evidence from the banking industry. *The Journal of Economic Perspectives*, 81(4), 938-945.
- Ihrig, J. E., Klee, E., Li, C., Schulte, B., & Wei, M. (2012). Expectations about the Federal Reserve's balance sheet and the term structure of interest rates. Documento de trabajo Comité de Gobernadores de la Reserva Federal (2016)
- Neumark, D., & Sharpe, S. A. (1992). Market structure and the nature of price rigidity: evidence from the market for consumer deposits. *The RAND Journal of Economics*, 107(2), 657-680.
- Yankov, V. (2014). In search of a risk-free asset. Financial and Economics Discussion Series 2014-108. Comité de Gobernadores de la Reserva Federal (2016)

## 9. Previsiones

**Cuadro 9.1** 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	2.1	2.2	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	1.3	1.3	1.3
Inversión fija bruta	0.7	1.6	1.0	0.7	0.8	-0.3	0.7	0.7	0.5	0.6
No residencial	0.9	1.1	0.4	0.8	0.3	-0.1	0.6	0.6	0.5	0.5
Residencial	0.0	0.3	0.3	0.1	0.4	0.2	0.2	0.1	0.0	0.0
Exportaciones	0.8	0.4	0.4	0.6	0.0	0.0	0.5	0.6	0.5	0.5
Importaciones	-0.8	-0.4	-0.2	-0.7	-0.7	-0.2	-0.7	-0.6	-0.6	-0.6
Gobierno	-0.6	-0.4	-0.5	-0.2	0.3	0.1	0.0	0.2	0.2	0.3
Tasa de desempleo (% , promedio)	8.9	8.1	7.4	6.2	5.3	4.9	4.3	4.0	4.0	4.2
Nómina no agrícola promedio (miles)	132	186	184	213	240	208	182	163	140	140
Precios al consumidor (% a/a)	3.1	2.1	1.5	1.6	0.1	1.3	2.0	1.7	1.9	2.0
Subyacente al consumidor (% a/a)	1.7	2.1	1.8	1.7	1.8	2.2	1.8	1.6	1.7	1.8
Balance fiscal (% PIB)	-8.4	-6.7	-4.1	-2.8	-2.4	-3.2	-2.7	-2.4	-2.9	-3.2
Cuenta corriente (bdp, % PIB)	-3.0	-2.8	-2.2	-2.3	-2.6	-2.6	-2.6	-2.6	-2.6	-2.6
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	6.1	4.8	4.1	3.6
Valores tesoro 10 años (rend. % , fdp)	1.98	1.72	2.90	2.21	2.24	2.49	2.48	2.73	3.26	3.37
Precio del Brent (dpb, promedio)	111.3	111.7	108.5	99.0	52.6	44.8	51.7	56.3	59.6	59.6

(p): previsión

Fuente: BBVA Research

**Cuadro 9.2** Crecimiento del PIB real estatal en Estados Unidos, %

	2013	2014	2015	2016	2017 (p)	2018 (p)	2019 (p)
Alabama	-4.4	-3.3	0.6	-5.0	-1.3	0.3	0.5
Arizona	2.9	1.4	0.2	0.8	0.5	1.0	0.8
Arkansas	0.9	-0.1	1.1	1.3	1.1	1.2	1.2
California	0.5	1.8	1.4	2.1	1.7	1.6	1.5
Carolina del Norte	0.7	2.8	2.1	0.2	1.7	1.9	1.8
Carolina del Sur	0.4	0.8	1.1	1.2	2.1	0.8	0.6
Colorado	2.5	3.7	4.4	2.9	3.3	3.1	3.0
Connecticut	3.2	4.7	3.0	2.0	3.1	2.7	2.3
Dakota del Norte	1.7	1.9	2.7	1.6	2.0	1.8	1.6
Dakota del Sur	2.0	3.0	2.8	2.1	1.9	1.7	2.0
Delaware	-1.4	-0.6	2.2	1.0	1.2	0.7	0.6
Florida	-1.4	5.3	2.2	0.3	2.7	3.3	3.0
Georgia	2.1	2.6	3.6	3.0	3.6	3.3	2.9
Hawái	1.4	3.0	2.5	3.0	2.3	2.4	2.0
Idaho	0.5	3.1	2.2	0.9	1.6	1.7	2.0
Illinois	2.9	2.4	2.2	1.8	2.5	2.1	1.9
Indiana	-0.3	1.5	1.0	0.9	1.1	1.8	1.6
Iowa	1.1	0.6	2.3	2.1	1.3	1.3	1.2
Isla Rhode	1.6	1.9	2.6	1.1	1.7	1.5	1.6
Kansas	2.4	2.0	0.8	1.5	2.3	2.1	1.9
Kentucky	0.2	1.4	2.2	0.2	1.1	1.1	1.2
Louisiana	0.9	0.4	1.1	1.3	1.5	0.9	1.0
Maine	0.2	1.1	2.1	1.3	1.7	1.3	1.3
Maryland	-0.2	1.7	3.7	2.0	2.5	2.1	2.1
Massachusetts	-3.4	1.7	0.5	-0.6	0.3	1.7	1.1
Michigan	-0.6	1.6	1.1	1.4	1.3	1.3	1.3
Minnesota	1.4	1.4	2.7	1.8	1.1	1.1	1.2
Mississippi	1.6	0.2	1.4	1.1	1.2	1.3	1.1
Missouri	2.1	2.6	1.3	1.3	2.1	1.8	1.5
Montana	0.6	-1.2	0.3	0.8	0.1	0.2	0.3
Nebraska	2.4	7.3	-3.1	-6.5	-2.3	4.1	4.1
Nevada	-1.0	2.9	1.7	-0.5	1.0	1.1	1.0
Nueva Jersey	0.6	1.7	2.1	3.0	2.3	1.5	1.1
Nueva York	0.5	1.3	3.5	2.4	3.9	3.4	3.1
Nuevo Hampshire	2.5	3.7	0.3	1.2	2.3	2.3	2.1
Nuevo México	1.4	0.1	1.6	1.2	1.3	1.0	1.0
Ohio	-0.3	1.8	1.2	0.8	1.2	1.7	1.6
Oklahoma	1.0	2.7	1.0	1.7	2.1	1.7	1.7
Oregon	4.4	4.6	2.7	-2.3	1.0	1.6	2.8
Pennsylvania	-2.0	1.6	4.5	3.3	2.6	2.5	2.8
Tennessee	1.1	0.7	2.6	1.7	2.4	2.1	2.2
Texas	1.6	1.6	3.1	2.0	2.1	2.4	2.4
Utah	5.1	3.7	4.5	0.4	4.3	3.8	4.2
Vermont	0.0	0.1	2.4	0.6	1.0	0.8	0.7
Virginia	2.5	3.3	4.3	3.0	3.7	2.7	2.5
Virginia Occidental	1.3	1.4	1.3	1.1	2.1	2.0	1.9
Washington	-0.2	0.3	0.9	0.8	1.3	1.1	0.9
Wisconsin	2.4	2.8	2.9	3.7	2.4	3.0	2.9
Wyoming	0.5	0.9	0.4	-0.9	1.0	0.6	0.9
Wyoming	1.0	1.2	-0.3	-3.6	0.5	1.1	1.5

(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.serrano@bbva.com

**Oriente Medio, Asia y Geopolítica**

Álvaro Ortiz  
alvaro.ortiz@bbva.com

**Turquía**

Álvaro Ortiz  
alvaro.ortiz@bbva.com

**China**

Le Xia  
le.xia@bbva.com

**América del Sur**

Juan Manuel Ruiz  
juan.ruiz@bbva.com

**Argentina**

Gloria Sorensen  
gsorensen@bbva.com

**Chile**

Jorge Selaive  
jselaive@bbva.com

**Colombia**

Juana Téllez  
juana.tellez@bbva.com

**Perú**

Hugo Perea  
hperea@bbva.com

**Venezuela**

Julio Pineda  
juliocesar.pineda@bbva.com

**Análisis Macroeconómico**

Rafael Doménech  
r.domenech@bbva.com

**Escenarios Económicos Globales**

Miguel Jiménez  
mjimenezg@bbva.com

**Mercados Financieros Globales**

Sonsoles Castillo  
s.castillo@bbva.com

**Modelización y Análisis de Largo Plazo Global**

Julián Cubero  
juan.cubero@bbva.com

**Innovación y Procesos**

Oscar de las Peñas  
oscar.delaspenas@bbva.com

**Sistemas Financieros y Regulación**

Santiago Fernández de Lis  
sfernandezdelis@bbva.com

**Coordinación entre Países**

Olga Cerqueira  
olga.gouveia@bbva.com

**Regulación Digital**

Álvaro Martín  
alvaro.martin@bbva.com

**Regulación**

María Abascal  
maria.abascal@bbva.com

**Sistemas Financieros**

Ana Rubio  
arubiog@bbva.com

**Inclusión Financiera**

David Tuesta  
david.tuesta@bbva.com

**DATOS DE CONTACTO:**

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

Correo electrónico: [bbvaresearch\\_usa@bbva.com](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)