

BBVA COMPASS

BBVA | Research

Situación Estados Unidos

4° trimestre 2017 | Unidad de Estados Unidos

Índice

1. Editorial	3
2. Crecimiento mundial sincronizado	5
3. Los Estados Unidos se encaminan hacia un crecimiento moderado	7
4. El huracán Harvey y el sector del petróleo y el gas	13
5. Política fiscal a través de la lente de la sincronización del ciclo económico	18
6. Mercado de la vivienda: ¿se repite la historia?	24
7. Previsiones	32

Fecha de cierre: **27 de octubre de 2017**

1. Editorial

La expansión económica actual ha llegado a los 100 meses y si las tendencias continúan, para la primavera del próximo año, se convertirá en la segunda más larga en 160 años. Por un lado, para la mayoría de los estadounidenses, el ciclo actual no ha logrado elevar los niveles de vida, como es habitual durante las expansiones. Por otro lado, existe el temor de que el ciclo esté llegando a su fin y de que la próxima recesión esté a la vuelta de la esquina.

El ciclo actual será uno de los más decepcionantes en la historia moderna. A pesar de la expansión sostenida, entre 2010 y 2017, el crecimiento del PIB real per cápita se situó en una media del 1,4%, casi un punto porcentual por debajo de lo registrado en el periodo de 1950 a 2007. Si el PIB real per cápita creciera conforme al promedio histórico, cada persona y cada hogar sería un 7% y 3000 dólares más rico, respectivamente. Además, aunque cada expansión tiene ganadores y perdedores, el ciclo actual parece haber creado solo unos pocos ganadores. Entre 2007 y 2017, los ingresos semanales medios reales para las personas con título universitario o superior en la parte superior del 9º decil aumentaron un 6,4%, mientras que para aquellos en el primer decil sin estudios secundarios disminuyó un 0,3%. Además, desde 2007, la proporción de los ingresos para todos menos para el quintil más alto ha disminuido, empeorando la distribución de la renta y despertando sentimientos de frustración y polarización, que han intensificado la adopción de políticas arriesgadas. No sorprende que las encuestas recientes destaquen que la mitad de las personas entre 18 y 24 años de edad tienen una opinión positiva sobre el socialismo y una economía administrada, lo que refleja la fuerte insatisfacción con el capitalismo y la economía de mercado.

Aunque algunos de estos resultados pueden haber sido inevitables debido a las tendencias globales y los cambios demográficos y tecnológicos, también es evidente que los legisladores no utilizaron el periodo de expansión como una oportunidad para solucionar algunos de los desafíos estructurales más desalentadores a los que se enfrenta la economía. Por ejemplo, según la Sociedad Estadounidense de Ingenieros Civiles, los EE. UU. experimentan un desfase en infraestructuras de 2 billones de dólares. Diferentes informes sugieren que la actividad empresarial ha disminuido o se mantiene por debajo de los promedios históricos, las obligaciones federales en I+D se sitúan cerca del porcentaje más bajo del PIB desde finales de los años 50, y aunque los EE.UU. ocupan el 6.º puesto en el gasto por alumno entre los 73 países, ocupa el 19.º y el 31.º en materia de resultados en ciencias y matemáticas, respectivamente.

Sobre la duración del ciclo actual, Chair Yellen dijo una vez: "Creo que es un mito que las expansiones mueran de viejas". Esto es particularmente cierto para las expansiones de la posguerra, que han durado más que los ciclos de preguerra. En parte, esto refleja un cambio estructural de los bienes tangibles a favor de los servicios, lo que ha reducido la importancia de los ciclos de inventario y las fluctuaciones moderadas de los negocios. De hecho, aunque la producción industrial disminuyó de media un 1,4% interanual durante 20 meses consecutivos entre abril de 2015 y noviembre de 2016, el crecimiento del PIB aún logró expandirse un 1,5% en 2016, sin registrar un solo trimestre negativo. Además, la economía también ha experimentado un papel más integral y activo del gobierno federal en la gestión de los resultados económicos y la domesticación de las fluctuaciones comerciales.

Sin embargo, por las mismas razones, la economía se ha expuesto más a fluctuaciones financieras y de los precios de los activos, y a errores políticos. De hecho, algunas características comunes de las últimas recesiones incluyen políticas monetarias, fiscales y regulatorias encaminadas a extender el ciclo de expansión, lo que resultó en ratios de apalancamiento insostenibles y una apreciación significativa del precio de los activos que a su vez se tradujo en fuertes correcciones de los precios de los activos.

No es de sorprender que algunas personas consideren que un período prolongado de bajos tipos de interés reales, liquidez excesiva, valoraciones elevadas de los activos y el potencial de medidas fiscales y reguladoras perjudiciales representa el preludio de la próxima crisis. Sin embargo, si bien es cierto que una brusca corrección de los precios de los activos podría resultar altamente perjudicial para las expectativas de los consumidores y las empresas, una comparación entre los períodos previos a la recesión y una serie de fundamentales económicos clave sugieren que la expansión actual podría durar varios trimestres más. Por ejemplo, no se produjo ninguna recesión de posguerra sin que la proporción de inversión fija (excluida la propiedad intelectual) respecto del PIB superara el 14%; el valor actual es del 12,4%. Además, los balances de los hogares siguen siendo saneados, como lo demuestran las bajas tasas de apalancamiento y de las obligaciones financieras. Las ganancias corporativas también se están expandiendo a un ritmo sólido dada la disminución de las presiones con respecto a los costes. Si bien las valoraciones del capital y los precios de las viviendas ajustadas a la inflación y al ciclo se mantienen en niveles altos y continúan aumentando, las recesiones históricamente han comenzado alrededor de 12 meses después de que estos índices comenzaran a disminuir.

Además, incluso si la Reserva Federal continúa subiendo los tipos de interés, todavía queda camino por recorrer antes de que las condiciones monetarias se vuelvan restrictivas. De hecho, podría surgir una fuente de riesgo si la Fed retrasa la normalización en medio de la aceleración de la inflación y de un estímulo fiscal inadecuado que obligan a la Fed a elevar los tipos más rápido en una etapa posterior. Además, no podemos ignorar los riesgos de unas políticas regulatorias contraproducentes que dañarían el buen funcionamiento de los mercados laborales, el comercio exterior y los flujos de capital.

Con lo que sabemos sobre el ciclo comercial actual y la visión retrospectiva de la recuperación, es imperativo que en 2018 el gobierno y el Congreso participen en un diálogo de colaboración e implementen reformas radicales que mejoren los fundamentos económicos. Algunos desafíos clave incluyen la modernización de programas de asistencia social, que tienen décadas de antigüedad, y la mejora de los resultados en educación y sanidad, al tiempo que se reducen los gastos innecesarios. Además, existe una necesidad urgente de modernizar el sistema actual que crea grandes distorsiones y costes innecesarios, fomenta el comportamiento de búsqueda de rentas, y elige a los ganadores y perdedores optando por una reforma tributaria integral que sea justa, eficiente y simple.

Estos cambios también deberían incluir reformas fundamentales en los marcos institucionales y normativos que aumenten la competencia, reduzcan los costes onerosos para las empresas y las personas y faciliten el acceso a la tecnología, como ordenadores, Internet y tecnologías móviles. Los responsables políticos deben evitar la tentación de tomar atajos o buscar ganancias a corto plazo a expensas de las generaciones futuras. Estos pasos son necesarios para impulsar el crecimiento de la productividad, el aumento de ingresos reales y la mejora de los niveles de vida para la próxima generación.

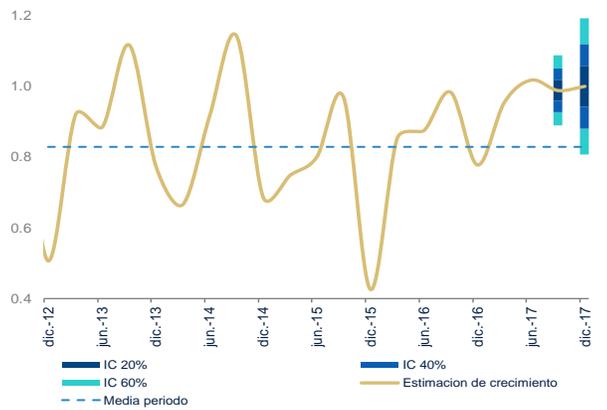
2. Crecimiento mundial sincronizado

Nuestra nueva previsión de crecimiento mundial supone una aceleración del 3,4% en 2017-18, lo que implica una revisión al alza de alrededor de 0,2 p.p. Esto refleja un desempeño económico más sólido en todas las áreas (Gráfica 2). En las economías avanzadas, el crecimiento ha mejorado, disipando las dudas sobre los vientos en contra en los próximos trimestres. En las economías emergentes, el crecimiento estable en China continuará apoyando al resto de Asia y América Latina. Además, Rusia y Brasil ya no lastrarán el crecimiento mundial. Por lo tanto, la recuperación actual está demostrando ser más fuerte y más sincronizada.

En el tercer trimestre, la dinámica del mercado se mantuvo prácticamente sin cambios desde la primera mitad del año. Los bancos centrales están avanzando con el proceso gradual de retirada del estímulo monetario. Específicamente, la Reserva Federal de EE. UU. comenzó a reducir su balance general en octubre. El Banco Central Europeo (BCE) en su reunión de octubre anunció sus planes de reducir su programa de compra de activos netos a 30.000 millones de euros, que comenzará a aplicar en enero. La retirada del estímulo será gradual y el BCE seguirá siendo lo más flexible posible, aunque la estrategia que adoptará es incierta. Al igual que en el trimestre anterior, la combinación de baja volatilidad, tipos de interés reducidos y debilidad del dólar han dado lugar a una perspectiva favorable para los mercados emergentes (ME).

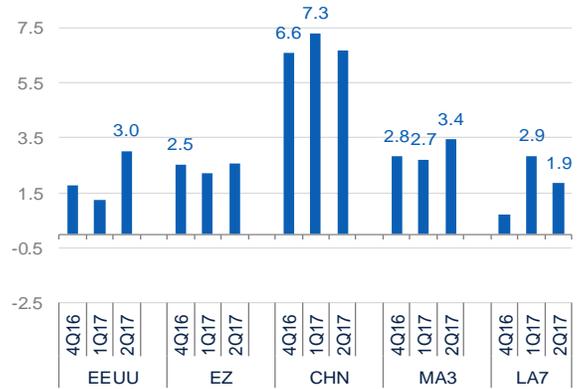
A pesar de las mejores perspectivas de crecimiento y la abundancia de liquidez en los mercados financieros, la inflación sigue siendo moderada. En el caso de los mercados emergentes, la apreciación de sus monedas y la subida de los precios de las materias primas han ayudado a que la inflación continúe disminuyendo. Entre las economías desarrolladas, la inflación más débil de lo esperado se debe a la reducción de los precios de la energía, especialmente en Europa.

Gráfica 2.1 Crecimiento del PIB mundial (t/t,%, previsiones basadas en BBVA-GAIN)



Fuente: BBVA Research

Gráfica 2.2 Crecimiento del PIB por región (Tasa anual ajustada estacionalmente,%)

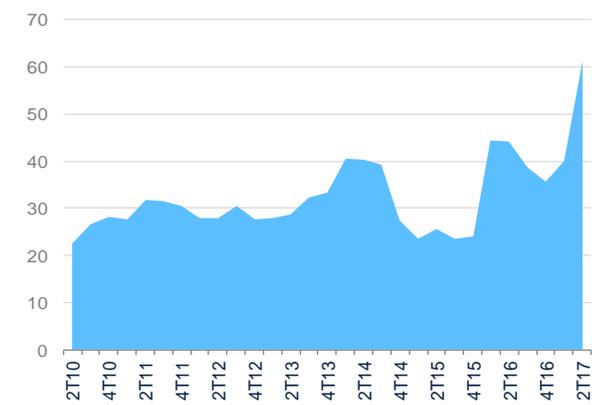


Fuente: BBVA Research

En Europa, un aumento en la demanda mundial ha respaldado las exportaciones, mientras que una mayor confianza y los fundamentos del mercado laboral han llevado a mejoras sostenidas en el consumo y la inversión. Como tal, para 2017, hemos revisado al alza nuestras previsiones en 0,2 p.p. hasta el 2,2%, lo que significa un crecimiento por encima del potencial por tercer año consecutivo.

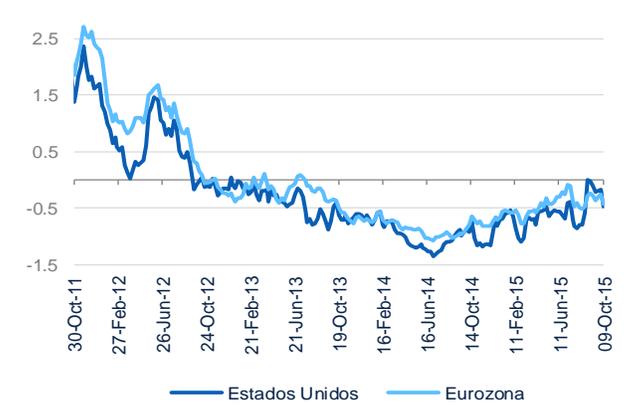
En términos de riesgos, tenemos en cuenta las negociaciones del Brexit, los problemas bancarios no resueltos en ciertos países europeos y las tensiones políticas en algunos países de la UE. Los Estados miembros siguen siendo una fuente de incertidumbre con respecto a la economía europea. En los Estados Unidos, una reducción de la confianza de las empresas o una fuerte corrección en los precios de los activos podrían poner en peligro la sincronización del crecimiento. En China, aunque el estímulo fiscal y una desaceleración más gradual del crecimiento han disminuido los riesgos en el horizonte de previsiones, siguen aumentando a medio plazo. De hecho, el aumento de los niveles de deuda en medio de reformas moderadas que afectan a las empresas estatales podría dar lugar a una corrección no trivial. Dicho esto, el equilibrio de riesgos permanece modestamente inclinado al alza en el corto plazo dados los fuertes vientos de cola derivados de la creciente sincronización del ciclo comercial global.

Gráfica 2.3 Índice de sincronización (en función de la variación temporal del PIB)



Fuente: BBVA Research

Gráfica 2.4 Índice de tensiones financieras. EE. UU. frente a Eurozona (normalizado)

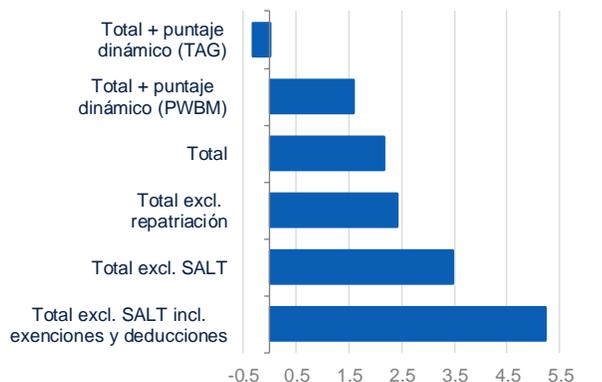


Fuente: BBVA Research

3. Los Estados Unidos se encaminan hacia un crecimiento moderado

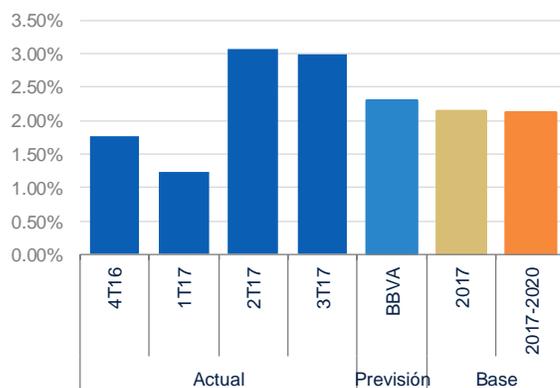
Aunque el marco del "Impuesto Unificado" distribuido por la Casa Blanca y la aprobación de una resolución presupuestaria en el Congreso refuerzan el compromiso del Partido Republicano con la política tributaria, los escasos detalles del documento y la falta de consenso no son suficientes para alterar nuestras perspectivas de crecimiento moderado en 2017 o 2018. De todos modos, los fundamentos domésticos son sólidos, los consumidores están bien posicionados después de un doloroso proceso de desapalancamiento, y la actividad industrial se está recuperando de la recesión en 2016. Las condiciones financieras también apoyan el crecimiento a pesar de que la Reserva Federal (FED) prosiguió con la normalización de la política en 2017: tres subidas de tipos de interés (un aumento de 25 p.b. anticipado en diciembre) y el inicio de la normalización del balance en octubre. En términos más generales, la actividad mundial ha mejorado a lo largo del año con una mayor sincronización del crecimiento entre los mercados desarrollados y los emergentes. A pesar de un aumento imprevisto en la incertidumbre de la política geopolítica o económica, esperamos que el crecimiento continúe convergiendo con nuestro escenario base que asume un crecimiento del 2,1% en 2017 y un 2,2% en 2018. Sin embargo, un fuerte repunte a mitad de año en el crecimiento ha aumentado la posibilidad de un crecimiento sorprendente al alza en 2017.

Gráfica 3.1 Impacto del déficit estático de la propuesta del "Marco Unificado", billones USD



Fuente: BBVA Research & TPC

Gráfica 3.2 Crecimiento del PIB, %



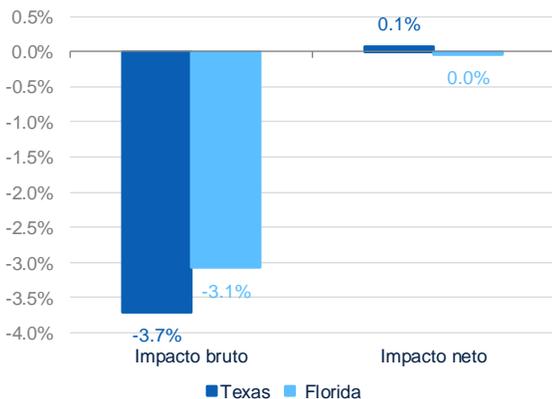
Fuente: BBVA Research, NY Fed y ATL Fed

Si bien el crecimiento anualizado trimestral del PIB real fue decepcionante en el 1T17, la actividad doméstica repuntó fuertemente en el 2T17 y el 3T17, subiendo al 3,1% y el 3,0%, respectivamente. Los temores de vientos en contra de la demanda para el consumidor fueron efímeros, ya que los indicadores de mayor confianza del consumidor finalmente se tradujeron en un mayor crecimiento del consumo personal (3,3% y 2,4%). Por el lado de la oferta, la inversión fija privada no residencial también se benefició de los vientos de cola de una mayor confianza empresarial, ya que la inversión en equipos de procesamiento de información creció a un ritmo de dos dígitos tanto en el 2T17 como en el 3T17. Además, las exportaciones netas también contribuyeron positivamente al crecimiento interno por segundo trimestre consecutivo debido a un mayor crecimiento en el exterior y a la ausencia de grandes fricciones derivadas de los cambios en la política comercial mundial. Con respecto a la actividad del gobierno, el consumo agregado

se mantuvo débil en el 2T17 y el 3T17 debido a una caída significativa de la inversión a nivel estatal y local. Sin embargo, la inversión acelerada en defensa nacional en el 2T17 y un repunte en los gastos de consumo de defensa nacional ayudaron a contrarrestar los vientos en contra en otras categorías de gasto relacionadas con el gobierno.

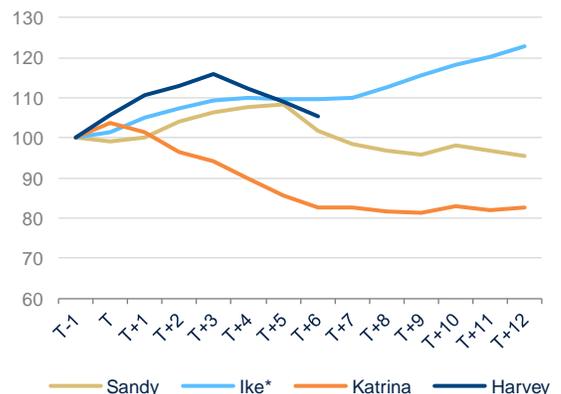
Aunque la evidencia sugiere que los desastres naturales tienen efectos netos menores y transitorios sobre la economía nacional, los huracanes Harvey e Irma podrían alterar los indicadores a corto plazo y las estimaciones de crecimiento para el tercer y cuarto trimestre. Dicho esto, las estimaciones preliminares para el PIB del 3T17 sugieren que el crecimiento nacional no se vio afectado en gran medida por las tormentas. A nivel regional, estimamos que el daño podría superar los 160 000 millones de dólares. Esto incluye el daño al capital físico y las pérdidas económicas derivadas de los flujos a corto plazo. Dicho esto, a pesar de la sorpresa negativa en el mercado laboral en septiembre (-33 000 puestos de trabajo), los indicadores nacionales, especialmente los de los sectores manufacturero y de la construcción, han sorprendido al alza. De hecho, el ISM en septiembre alcanzó su nivel más alto desde el período anterior a la crisis, mientras que el ritmo mensual de ventas de automóviles sobre una base ajustada estacionalmente aumentó en 204 000. En última instancia, esperamos que el mercado laboral se recupere rápidamente en los próximos meses.

Gráfica 3.3 Impacto del crecimiento del huracán Harvey e Irma, pp



Fuente: BBVA Research

Gráfica 3.4 Índice de solicitudes del seguro de desempleo, semana previa al principal huracán = 100



Fuente: BBVA Research y BLS

Más allá de la volatilidad a corto plazo asociada con las tormentas, las condiciones del mercado laboral continuaron mejorando. De hecho, en septiembre, la tasa de desempleo disminuyó al 4,2% a pesar de las fricciones creadas por las tormentas. Asimismo, la tasa de participación alcanzó su nivel más alto desde 2013, lo que resulta alentador, teniendo en cuenta los obstáculos estructurales que plantea una población que envejece a la participación en la fuerza de trabajo. Además, la participación de las personas de edad avanzada, que no se había recuperado en el período posterior a la crisis, alcanzó su nivel más alto en una década situándose en el 82%; entre 1990-2010, la participación promedio en la edad media fue de alrededor del 83,5%.

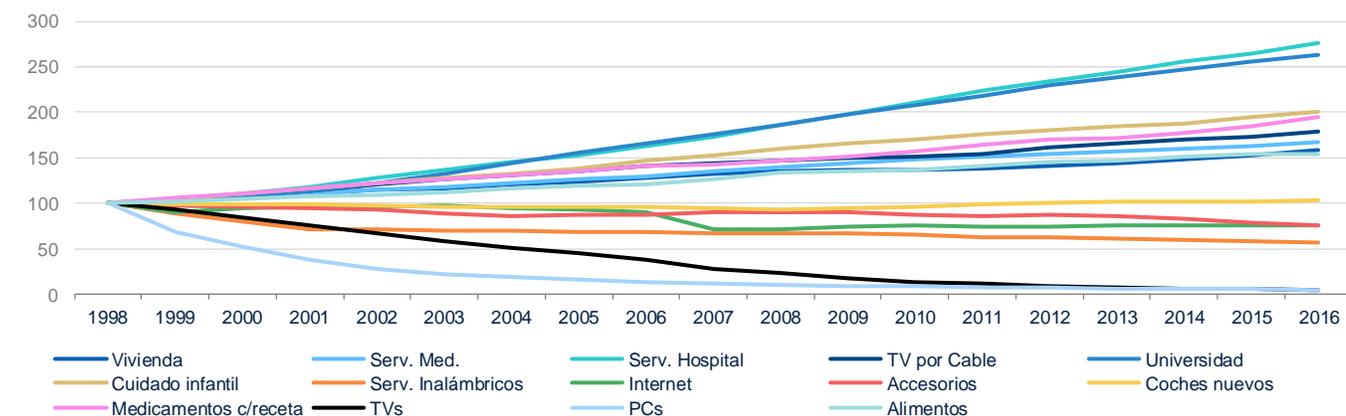
Medidas más amplias de utilización del mercado de trabajo, como la tasa de desempleo U-6 y la tasa de carencia de empleo¹ también sugieren que el mercado laboral se aproxima a niveles que son coherentes con una economía con pleno empleo. A pesar de la fuerte recuperación cíclica, seguimos esperando que se mantengan algunas fricciones dada su naturaleza estructural. Como

1: Hornstein, A., Mariana Kudlyak y Fabian Lange (2015)

tal, anticipamos un crecimiento mensual del empleo de alrededor de 140 000 puestos de trabajo al mes en 2018-2019, lo que está por encima del ritmo necesario para absorber nuevos participantes, y la tasa de desempleo continuará muy por debajo de las estimaciones de consenso de las tasas de desempleo a largo plazo, alcanzando el 4,1% a mediados de 2018.

A pesar de las estrictas condiciones del mercado laboral, las expectativas de una política fiscal expansiva y la depreciación del dólar estadounidense, el desarrollo de la inflación se mantiene por debajo del 2%. De hecho, en agosto, la inflación general con respecto a los gastos de consumo personal (PCE), la medida preferida de la Fed, se desaceleró al 1,3% interanual, la cifra más baja en dos años; el PCE general basado en el mercado se desaceleró al 1%. Además, las expectativas implícitas de inflación, que aumentaron con la euforia posterior a las elecciones, han disminuido a niveles que representan un punto débil de la meta de inflación simétrica de la Fed durante varios años.

Gráfica 3.5 Índice de precios al consumidor, 1998 = 100



Fuente: BBVA Research y BLS

Al analizar las contribuciones de los componentes principales a los precios al consumidor, el argumento en defensa de un retorno rápido al 2% resulta poco convincente. De hecho, la idea de que la fuerte contracción en los precios de los contratos de telefonía móvil explica la mayoría de la debilidad en los precios subyacentes no es convincente, ya que representa aproximadamente el 2% de los precios al consumidor. Además, incluso con contribuciones menos negativas en los últimos trimestres, los precios principales se sitúan de media alrededor del 1,7% interanual. Por el contrario, la sanidad y la educación han experimentado una desaceleración importante desde 2015, y su tendencia no evoluciona junto con el ciclo económico. En última instancia, estos sectores también se enfrentan a obstáculos normativos y políticos relacionados con los precios y el tipo de servicio, lo que reduce la probabilidad de un cambio brusco en el futuro cercano.

Los factores que explican la tendencia común también han cambiado con el tiempo. Un análisis de 18 componentes independientes de los gastos personales del consumidor, antes y después de 2014, muestra que los componentes que explican la mayoría de la tendencia común en la inflación se han desacelerado para servicios como la sanidad, el ocio, el transporte y las finanzas, y se han contraído para los productos de la energía y la ropa. De hecho, si se aplican las cargas factoriales de la estimación después de 2014 a los datos históricos, los resultados sugieren que la inflación actual está ligeramente por encima o en la tendencia; si la muestra completa se estima con cargas de factores anteriores a 2014, los resultados muestran que la inflación está por debajo de

la tendencia y que así ha sido desde los años noventa. Si se excluye la energía de las estimaciones, los resultados respaldan la conclusión de que la tendencia común de la inflación después de 2014 se acerca al promedio, mientras que la muestra completa sugiere una subestimación significativa del objetivo del 2% de la tendencia de la inflación común. Como resultado, resulta moderadamente probable que no se alcance el objetivo del 2% en 2018 y posiblemente 2019; una realidad a la que algunos miembros del FOMC han aludido en comunicaciones recientes.

Tabla 3.1 Componentes de inflación, % de variación interanual

Posición	2014-2017	Crecim. Promedio	1960-2017	Crecim. Promedio
1	Cuidado de la salud	1.1	Serv. de comida y alojamiento	4.3
2	Vivienda y serv. públicos	2.9	Mobiliario y equipo del hogar	1.3
3	Otros bienes duraderos	-0.7	Servicios recreativos	3.7
4	Gasolina y otras energías	-8.9	Servicios de transporte	4.0
5	Servicios de recreación	2.1	Otros servicios	4.1
6	Servicios de transporte	1.0	Cuidado de la salud	5.5
7	Ropa y calzado	-0.4	Otros no durables	3.5
8	Finanzas y Seguros	4.6	Vivienda y serv. públicos	3.9
9	Electricidad y Gas	0.8	Bienes y vehículos recreativos	-1.8
10	Bebidas alcohólicas	0.6	Otros bienes duraderos	2.5
11	Otros no durables	1.4	Electricidad y Gas	4.1
12	Export. de consumo final de org. sin fines de lucro	3.9	Bebidas alcohólicas	2.6
13	Otros servicios	1.3	Vehículos de motor y piezas	2.3
14	Mobiliario y equipo del hogar	-2.8	Comida y bebidas no alcohólicas	3.6
15	Serv. de comida y alojamiento	2.6	Ropa y calzado	1.3
16	Bienes y vehículos recreativos	-4.7	Finanzas y Seguros	3.9
17	Comida y bebidas no alcohólicas	0.4	Export. de consumo final de org. sin fines de lucro	1.3
18	Vehículos de motor y piezas	-0.5	Gasolina y otras energías	6.1

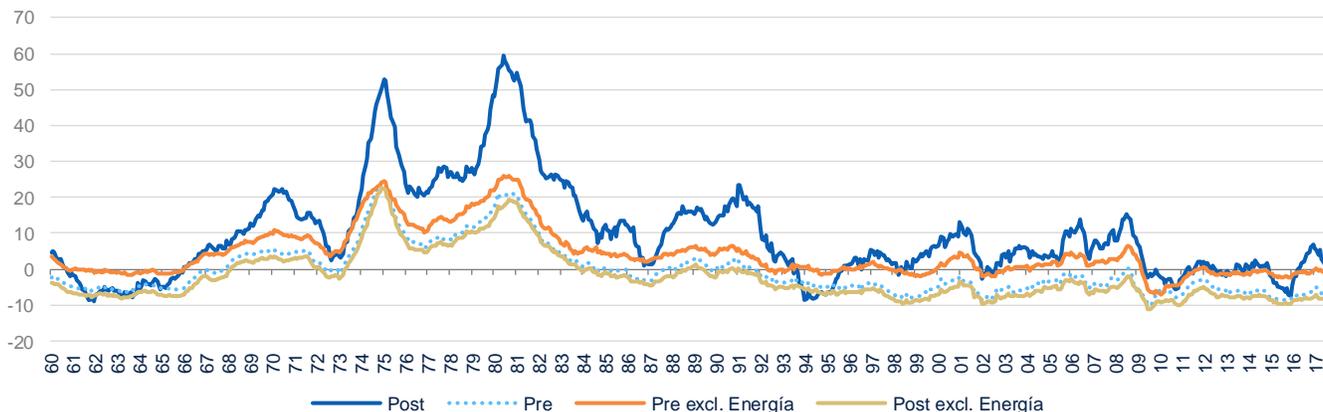
Fuente: BBVA Research

Aunque este resultado es coherente con otros estudios empíricos, no hay garantía de que el desarrollo de la inflación se mantenga baja a pesar de la evidencia reciente de una trampa desinflacionaria.² Entre 1960-1965— una duración similar al actual entorno desinflacionario — la inflación subyacente de los EE. UU. fue baja y estable en torno al 1,3% interanual. Los fondos para la Gran Sociedad y la Guerra de Vietnam, junto con las preocupaciones del lado de la demanda en esa época dieron lugar a subidas significativas en el gasto y el déficit y a un aumento sustancial de la inflación, que alcanzó un máximo del 6,25% en 1970 (*shock* fiscal). Después de disminuir en los años siguientes, las presiones de la Casa Blanca y el presidente Nixon para aliviar las condiciones monetarias en la década de 1970 llevaron a la cuadruplicación de la oferta monetaria con una brecha de producción bastante pequeña o positiva, lo que condujo a una inflación de dos dígitos en 1975 y a la estanflación de la década de 1980 (*shock* monetario).³

Si bien la incertidumbre en torno a nuestro escenario de inflación ha crecido con el potencial de resultados extremos de la política monetaria y fiscal, nuestra línea de base supone precios estables bajos con la inflación subyacente por debajo del objetivo de la Fed durante algún tiempo. Dicho esto, cualquier expansión fiscal o política monetaria insensible podría inclinar la balanza rápidamente al alza.

2: Véase por ejemplo *Deflating Inflation Expectations: The implications of Inflation's Simple Dynamics* from Cecchetti et al (2017) y *Core and Trend Inflation* de JH Stock (2015)
 3: Otros factores que contribuyeron al período de estanflación, como el aumento de los fondos para la Guerra de Vietnam, la expansión de la seguridad social en 1972, el embargo petrolero y la caída del patrón oro.

Gráfica 3.6 Tendencia del gasto de consumo personal común, normalizado



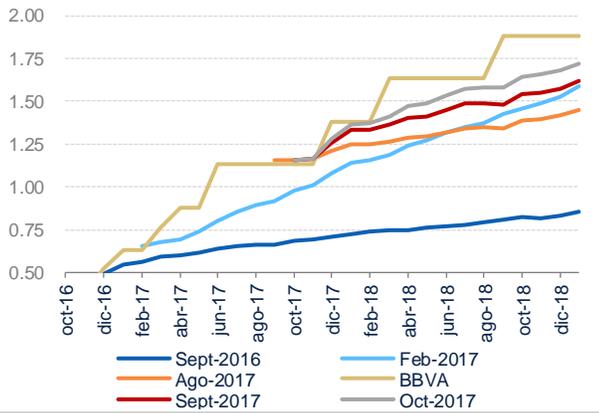
Fuente: BBVA Research

En términos de política monetaria, esperamos que la Fed continúe con su proceso de normalización en 2017. Esto incluirá el cese de la reinversión de los pagos del capital según los topes establecidos (normalización del balance general) y un aumento adicional del tipo de 25 puntos básicos en la última reunión del año en diciembre. Después de la reunión de septiembre, las expectativas del mercado se han realineado con nuestra visión de una subida en diciembre a pesar de las preocupaciones de que la Fed pueda detenerse para evaluar los impactos de la normalización del balance general. No obstante, una importante corrección a la baja en la inflación en noviembre o diciembre podría llevar a los miembros a dudar sobre una tercera subida de tipos en 2017.

Sin embargo, en el futuro hay un alto grado de incertidumbre sobre el camino de la política monetaria. La presidencia de Yellen en la Reserva Federal expirará el 3 de febrero de 2018, lo que abre la posibilidad de que pueda haber un nuevo presidente en el 1T18. Los principales candidatos para reemplazar a Yellen incluyen a John Taylor, Kevin Warsh, Jerome Powell, Gary Cohn; otros candidatos potenciales, pero menos probables son a Neel Kashkari y Glenn Hubbard. Kevin Warsh, John Taylor y Gary Cohn supondrían una desviación significativa del enfoque del régimen de política monetaria actual de discreción, flexibilidad y gestión de riesgos. Estos candidatos abogarían por un enfoque basado en reglas, con mayor transparencia y responsabilidad. Powell, por otro lado, probablemente represente una continuación del *statu quo*, aunque con una preferencia ligeramente mayor por una desregulación financiera modesta. Además, incluso después de la confirmación de Randy Quarles en la junta de gobernadores todavía quedan tres vacantes en dicha junta, dejando la posibilidad de que el FOMC pueda combinar en su composición estas preferencias y enfoques.

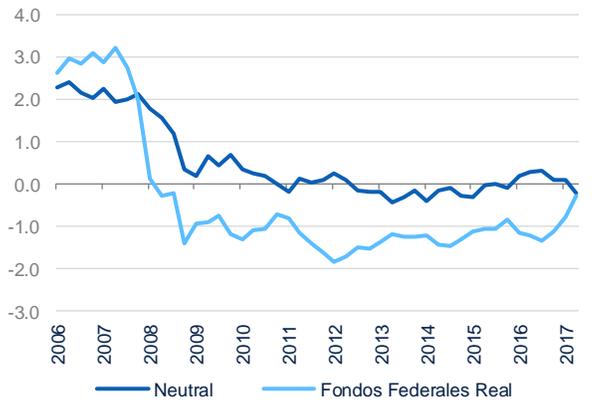
En cuanto a las implicaciones para la política de tipos de interés, un cambio a una regla como la Taylor probablemente implicaría un camino de ajuste mucho más pronunciado que el sugerido por el Resumen de Proyecciones Económicas del FOMC. Sin embargo, un enfoque basado en reglas junto con una postura más acomodaticia con respecto a la política fiscal y la economía política podría suponer un camino de ajuste menos agresivo, asumiendo que las presiones inflacionarias reales permanezcan algo contenidas. Dicho esto, mantenemos nuestro escenario de referencia, que supone que la Fed subirá los tipos dos veces en 2018 y otras dos en 2019 a pesar de la creciente incertidumbre en torno al futuro camino de la política monetaria.

Gráfica 3.7 Proyecciones de fondos de la Fed frente a expectativas de los mercados, %



Fuente: BBVA Research y Bloomberg

Gráfica 3.8 Tipos de interés reales y neutrales, %



Fuente: BBVA Research y FRBSF

Con respecto a la política fiscal, nuestro escenario en 2017 es que el *statu quo* persista: punto muerto. A partir de entonces, la urgencia de llevar a cabo una reforma tributaria antes de las elecciones de mitad de período aumentará la probabilidad de que el Partido Republicano apruebe una legislación fiscal modesta con bajadas de impuestos limitados, pero no triviales. De hecho, actualmente suponemos que la probabilidad de aprobar la reforma tributaria en 2018 es superior al 50%. En cuanto al impacto de la política fiscal, los detalles disponibles y el análisis preliminar de terceros sugieren que, en el mejor de los casos, solo se producirá un impacto económico levemente positivo en el corto plazo. Esos beneficios, sin embargo, se erosionan a medio plazo debido al aumento del déficit y costes de endeudamiento que tienden a distorsionar la forma en que las personas y las empresas trabajan, ahorran e invierten. Sin embargo, si los cambios tributarios incluyen medidas que impulsen la inversión y la eficiencia, los efectos económicos serían mayores e incluso podrían aumentar el producto potencial.

Los vientos en contra cíclicos de 2016 se desvanecen al unísono del crecimiento mundial y nuestra perspectiva más allá de 2017 y apunta a que los EE. UU. seguirán creciendo a un ritmo moderado de alrededor del 2%. Del mismo modo, preveemos que la inflación tenderá hacia el objetivo del 2%, aunque a un ritmo más lento de lo esperado. En términos de riesgo, el hecho es que Estados Unidos ha disfrutado de un período históricamente largo de prosperidad económica y la política monetaria acomodaticia se está normalizando, lo que implica riesgos a la baja levemente más altos debido al envejecimiento del ciclo comercial. Además, existen escollos potenciales en términos de riesgos relacionados con la política económica geopolítica que podrían hacer descarrilar la recuperación de los Estados Unidos. Acordar la agenda fiscal y proponer una elección de sentido común para la presidencia de la Fed mejorará las posibilidades de continuar en este camino de crecimiento estable.

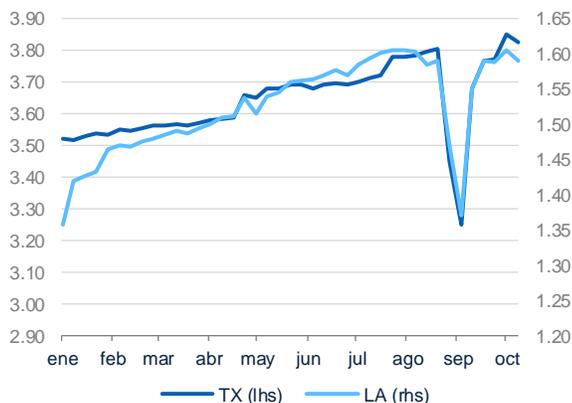
4. El huracán Harvey y el sector del petróleo y el gas

Han pasado más de dos meses desde que el huracán Harvey causó estragos en Texas y Luisiana, y el sector del petróleo y el gas parece haberse recuperado casi por completo. La información disponible brinda una visión general de la reacción del sector ante una de las tormentas más devastadoras registradas en Estados Unidos, así como sus consecuencias e implicaciones para el futuro de los mercados energéticos.

Comenzando con la producción, Harvey obligó a varias plataformas en la costa estadounidense del Golfo a evacuar a su personal y cerrar la producción. En el pico de la tormenta, cerca del 15% de las plataformas de producción fueron evacuadas y se cerró el 25% de la producción de petróleo y gas (equivalente a 428.568 b/d y 835 bcf/d), según datos de la Oficina de Seguridad y Medio Ambiente Aplicación de la ley (BSEE).

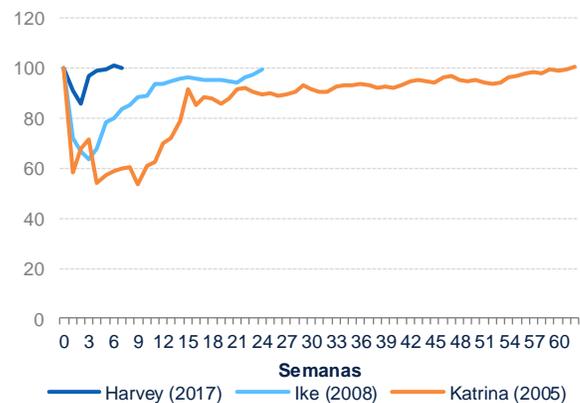
La producción en tierra también se vio afectada. Los operadores en la región de Eagle Ford redujeron las actividades de perforación, terminación y producción a medida que la tormenta azotaba el área. Sin embargo, la mayoría de los cierres se hicieron por precaución o en respuesta a fallos en la refinaria y el transporte en lugar de por daños reales en los pozos. No se sabe con certeza cuánta producción de esquisto se cerró porque ninguna agencia gubernamental registró las medidas adoptadas por los operadores (como fue el caso del BSEE y las plataformas marinas), y las empresas no siempre revelan esa información. Sin embargo, un día después de que Harvey tocara tierra, la Comisión de Ferrocarriles de Texas calculó que se habían cerrado entre 300 000 y 500 000 b/d de petróleo crudo y 3 bcf/d de producción de gas natural en Eagle Ford de una estimación de producción previa a la tormenta de 870 000 b/d y 6 bcf/d. A medida que hay más datos de producción de petróleo crudo disponibles, nuestras estimaciones apuntan a una cifra menor de aproximadamente 250.000 b/d.

Gráfica 4.1 Producción estimada de petróleo crudo en EE. UU. en 2017 (millones de b/d)



Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

Gráfica 4.2 Producción estimada de petróleo crudo después de los huracanes (índice, t₀ = 100)



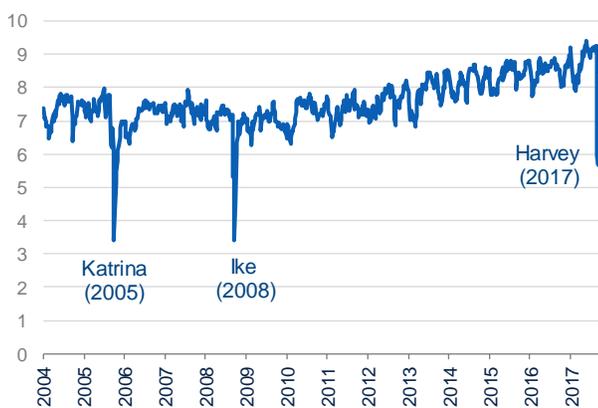
Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

Una vez que la supertormenta se disipó, la producción total de crudo en Luisiana y Texas tardó aproximadamente cuatro semanas en volver a los niveles combinados previos a la tormenta de 5,4 millones de b/d. En cambio, la producción tardó alrededor de 22 y 62 semanas en regresar a los niveles previos a la tormenta después del huracán Ike (2008) y del huracán Katrina (2005), respectivamente.

Una explicación para la rápida normalización de la producción es que, desde la revolución del esquisto, la mayor parte de la extracción de petróleo y gas se ha trasladado tierra adentro, donde los pozos y las plataformas son menos vulnerables a los huracanes y las tormentas tropicales. En la actualidad, solo el 19% del petróleo crudo se produce *offshore* frente a la cifra de 2005, cuando esta participación fue del 26%. Otra explicación es que el rápido debilitamiento del huracán evitó que sus vientos devastadores dañaran gravemente las instalaciones de producción. En cualquier caso, el sector *upstream* parece haber resistido la tormenta sin daños significativos.

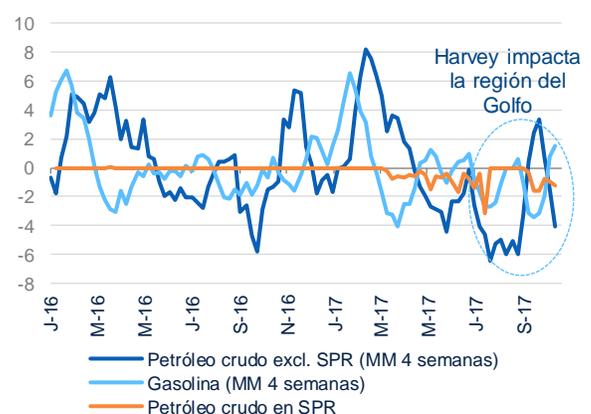
Este no fue el caso de las refinerías que experimentaron daños sustanciales por las inundaciones. Según el Departamento de Energía, cerca del 34% (3 268 449 b/d) de la capacidad de refinación en la Costa del Golfo (18% del total de EE. UU.) se cerró durante la peor parte de la tormenta. Esto incluyó seis refinerías en el área de Corpus Christi, siete refinerías en el área de Houston-Galveston y una refinería en el área de Beaumont-Port Arthur. Además, una refinería más en el área de Houston-Galveston, dos refinerías en el área de Beaumont-Port Arthur y dos refinerías en el área de Lake Charles tuvieron que operar a ritmos reducidos. Estas refinerías tenían una capacidad de 1 777 276 b/d, equivalente al 18,3% de la capacidad total en la Costa del Golfo y al 9,6% de la capacidad total en los EE. UU. Algunos de los complejos de refinería más grandes del país se cerraron temporalmente. La aportación del petróleo crudo a las refinerías, un factor de la demanda de refinación, disminuyó en 3,6 millones de barriles por día en las dos semanas posteriores a la tormenta o el 35% por debajo de los niveles previos a la tormenta. Al contrario de lo que sucedió con la producción, la aportación a las refinerías no se ha recuperado por completo. En la semana del 13 de octubre, todavía estaba un 14% por debajo de los niveles previos a la tormenta. Los datos de la Administración de Información Energética muestran que la utilización de la capacidad ha subido del 60,7% al 83,7%, pero todavía por debajo del 97% registrado a principios de agosto. No obstante, las pérdidas parecen haber sido menores que las posteriores al huracán Katrina, cuando la aportación a las refinerías disminuyó cerca de 4,3 millones de b/d (55% de los niveles previos a la tormenta). De hecho, siete semanas después de Katrina, las aportaciones a las refinerías aún estaban un 33% por debajo de los niveles observados antes de la tormenta. En la actualidad, la mayoría de las refinerías están operando a ritmos completos o reducidos, en contraste con algunas refinerías durante el huracán Katrina, que tardaron meses en reiniciarse.

Gráfica 4.3 Aportación del petróleo crudo a las refinerías en la región de la Costa del Golfo (millones de b/d)



Fuente: BBVA Research y Administración Federal de Información de Energía

Gráfica 4.4 Existencias de EEUU de crudo y gasolina (Cambio de 1 semana, eop, millones de barriles)

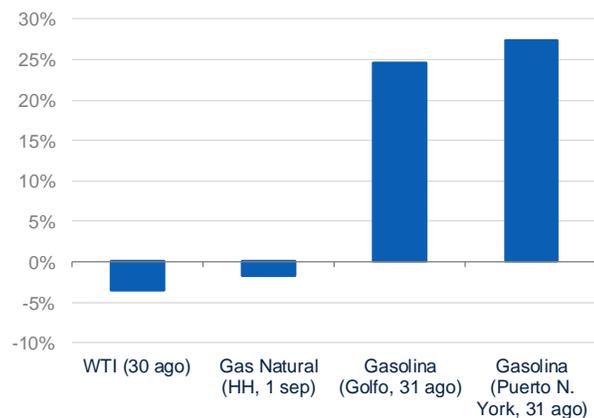


Fuente: BBVA Research y Administración Federal de Información de Energía

Las interrupciones en las refinerías obligaron a los productores a almacenar crudo por un tiempo, lo que impulsó los inventarios. Las existencias de crudo excluyendo las reservas estratégicas rompieron temporalmente una tendencia a la baja y aumentaron en 15 262 millones de barriles en las tres semanas posteriores a la tormenta, causando una disminución del 3,5% en el precio del crudo WTI y ampliando la brecha entre este y el barril de Brent. Aunque el crudo WTI tardó aproximadamente cuatro días en volver a los niveles previos a la tormenta, el diferencial WTI-Brent siguió expandiéndose, reflejando el impacto de la capacidad de refinación por debajo de lo normal y otros factores internos como la producción robusta y las existencias históricamente altas que compensaron parcialmente el efecto positivo de una demanda mundial sólida y los recortes de la OPEP. Por el contrario, los precios del gas natural fueron los menos afectados por Harvey ya que la producción está más diversificada a nivel regional y es menos vulnerable a los cortes de producción en las refinerías.

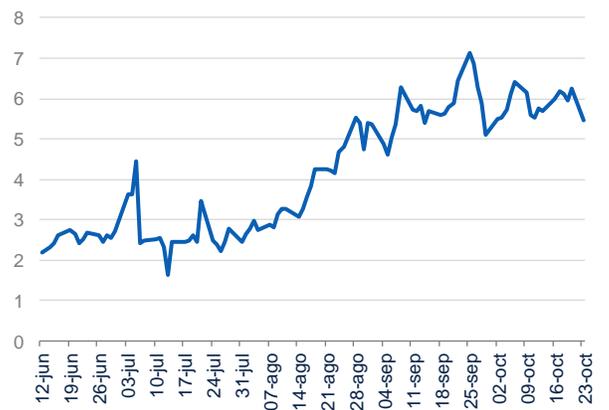
Los precios de los productos refinados experimentaron un impulso significativo después de Harvey. En particular, los precios de la gasolina en la Costa del Golfo subieron casi un 16%. La subida de los precios en las gasolinas también se sintió en otras partes de Estados Unidos, particularmente en el sur y el este. Esto se debe a que la parte de Texas del sistema Colonial Pipeline de 8850 km que conecta las refinerías y los consumidores entre la costa del Golfo y el área del puerto de Nueva York también se vio afectada. Hasta el 5 de septiembre, cuando finalmente se reparó y se reinició la línea que va de Houston a Lake Charles , diversos productos como la gasolina, el combustible para calefacción y el combustible para aviones no pudieron llegar a sus mercados con normalidad, lo que provocó un aumento generalizado de los precios. A fin de estabilizar el mercado, el gobierno federal autorizó la liberación de 1 millón de barriles de petróleo crudo (400 000 barriles de crudo dulce y 600 000 barriles de crudo agrio) de las reservas estratégicas y los envió a la refinería Phillips 66 en Lake Charles (Los Ángeles). Además, el hecho de que Harvey llegó al final de la temporada de vacaciones, que las existencias de gasolina se mantuvieron en niveles altos, y que algunas regulaciones sobre la calidad del combustible se suspendieron temporalmente podría haber ayudado a prevenir un aumento más pronunciado en los precios del combustible. A medida que las refinerías gradualmente vuelven a la normalidad, los precios de la gasolina se han ralentizado, pero se mantienen ligeramente por encima de los niveles anteriores a la tormenta.

Gráfica 4.5 Precios de la energía (% de cambio del 25 de agosto al más alto/más bajo)



Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

Gráfica 4.6 Diferencial de precios de Brent-WTI (USD)

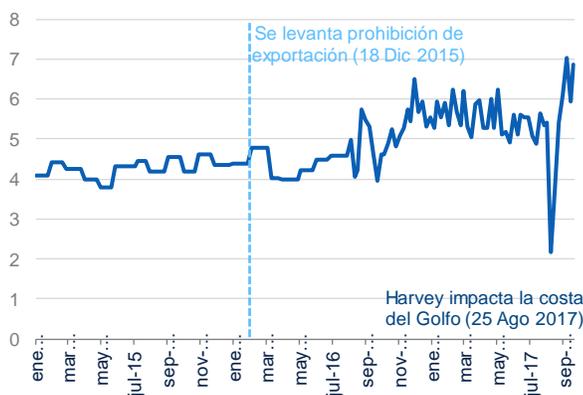


Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

Harvey también causó daños significativos a la infraestructura portuaria. Las inundaciones vertieron varias toneladas de limo y arena en el canal de navegación de Houston y en toda la bahía de Galveston, y el paso Sabine que da acceso al puerto de

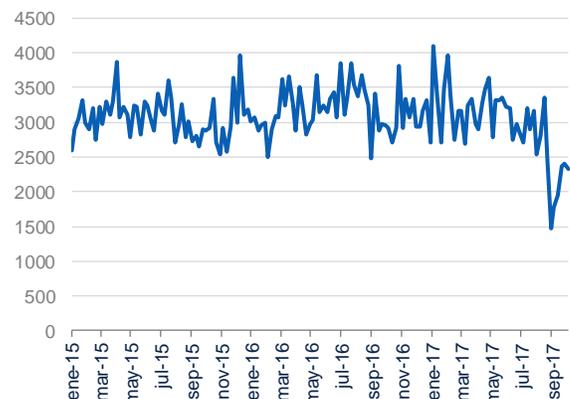
Beaumont y Port Arthur. Esto y los esfuerzos de dragado posteriores han impedido que la carga se mueva con normalidad incluso después de que se volvieran a abrir los puertos. Las deficiencias en la infraestructura portuaria junto con las interrupciones en las refinerías se tradujeron en un fuerte descenso en las importaciones de petróleo crudo, que cayeron un 56% en las dos semanas desde el 18 de agosto y hasta la fecha no se han recuperado a los niveles anteriores a la tormenta. Del mismo modo, las exportaciones cayeron en picado un 83% en la semana de la tormenta; sin embargo, se recuperaron rápidamente y con fuerza a medida que los cortes de refinación y las oportunidades de arbitraje de la creciente brecha Brent-WTI llevaron a los productores a vender más crudo en el exterior. En la semana del 29 de septiembre, los envíos de petróleo crudo subieron en 1,98 millones de b/d, el nivel más alto desde el inicio de los datos de exportaciones semanales del gobierno (1993). Esto no sería posible sin la derogación de la prohibición de exportación en 2015, que permitía que las exportaciones sirvieran como una válvula de escape efectiva en respuesta a las interrupciones en las refinerías. Las exportaciones de productos refinados también cayeron bruscamente, pero se recuperaron unas semanas después alcanzando los 4,8 millones de barriles por día en la semana del 13 de octubre, el nivel más alto desde mayo.

Gráfica 4.7 Exportaciones totales de petróleo crudo de los Estados Unidos (millones de b/d)



Fuente: BBVA Research y Administración Federal de Información de Energía

Gráfica 4.8 Importaciones de petróleo crudo de la Costa del Golfo excluyendo SPR (miles de b/d)



Fuente: BBVA Research y Administración Federal de Información de Energía

A pesar de la magnitud sin precedentes del huracán Harvey, los daños causados a la infraestructura de petróleo y gas demostraron ser manejables y de corta duración. Este fue el resultado de aprender de experiencias pasadas, específicamente los huracanes Katrina e Ike, y de un cambio fundamental en la estructura del mercado que se caracteriza por la creciente relevancia de la producción en tierra y la posibilidad de vender petróleo crudo fuera del país. La disminución relativamente modesta de los precios del petróleo, que contrasta con el fuerte aumento de los precios de la gasolina, confirma que la tormenta no fue tan perjudicial para la producción como lo fue para la refinación, que no estaba preparada para la excesiva cantidad de agua traída por Harvey.

En este sentido, Harvey ha revelado un nuevo tipo de riesgo procedente de inundaciones más frecuentes y severas, y las consiguientes interrupciones en la capacidad de refinación y transporte. La comunidad científica ha señalado que las próximas supertormentas podrían ser más frecuentes y tan fuertes o incluso más fuertes que Harvey debido al calentamiento del Golfo de México. Como resultado, es necesario realizar importantes inversiones para mejorar la capacidad de recuperación de toda la cadena de valor. Sin embargo, los recursos son limitados, y no está claro cuál sería la mejor opción. ¿Debería construirse más

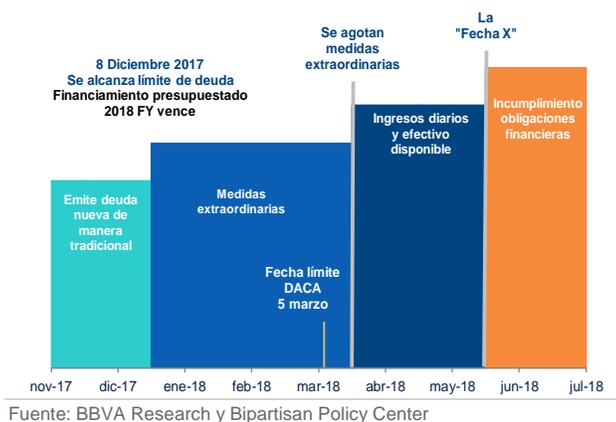
capacidad de refinación y oleoductos para evitar interrupciones en los mercados nacionales? Si es así, ¿deberían construirse fuera de la costa del Golfo? ¿Compensaría un sistema de refinación más fragmentado los riesgos del sistema más concentrado que tenemos hoy? A medida que la industria presenta una solución óptima, el huracán Harvey también ha puesto de manifiesto la necesidad de preservar y utilizar las reservas estratégicas, no necesariamente como un amortiguador de riesgos geopolíticos, que era su objetivo cuando se crearon, sino como una herramienta para manejar turbulencias en la oferta derivadas del cambio climático. Finalmente, a medida que la industria de petróleo y gas de Estados Unidos aumenta su participación en los mercados mundiales a través de las exportaciones de petróleo crudo y GNL, la vulnerabilidad de la infraestructura de la Costa del Golfo ante futuros desastres naturales probablemente tendrá un impacto en los mercados internacionales. Esto implicaría que, sin las preparaciones apropiadas, los efectos del próximo Harvey se sentirán a nivel mundial.

5. Política fiscal a través de la lente de la sincronización del ciclo económico

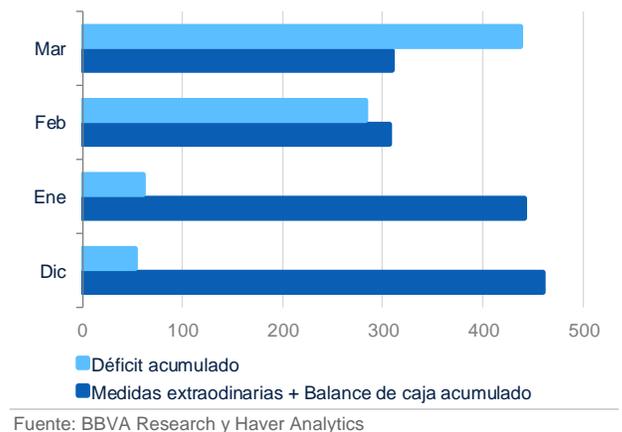
El estado de la conducta de la política fiscal desde el cambio en la administración en la Casa Blanca no se ha desviado de las políticas pasadas de partidismo. Como resultado del acuerdo alcanzado entre el Presidente y los Demócratas que incluía fondos temporales de emergencia en caso de huracanes para las víctimas de Harvey e Irma, el Congreso retrasó el plazo para aprobar una resolución presupuestaria y suspendió el techo de la deuda hasta el 8 de diciembre de 2017. Sin embargo, el optimismo empresarial se mantiene en máximos anteriores a la recesión y los mercados son alcistas a la espera de una reforma del código tributario. Esto deja al Congreso con una agenda repleta para cumplir las expectativas de las empresas, a saber, la estabilidad regulatoria, la desgravación fiscal permanente y el fin del drama del techo de la deuda.

La capacidad de aprobar la reforma tributaria depende del Congreso, que permite la aprobación de la reforma tributaria a través del proceso de reconciliación, que solo necesita 50 votos afirmativos en el Senado. Por lo tanto, la avidez general de promulgar un presupuesto para 2018 llevó a la rápida adopción de un plan de presupuesto el 19 de octubre. Es probable que el Congreso pase por alto el vencimiento de la suspensión del techo de deuda el 8 de diciembre sin consecuencias negativas. Nuestra investigación, en línea con la del Bipartisan Policy Center, concluye que el secretario del Tesoro puede recurrir a medidas extraordinarias por lo menos hasta marzo de 2018, cuando las negociaciones sobre el techo de la deuda deberían ser inminentes.

Gráfica 5.1 Defensa contra el impago



Gráfica 5.2 Período esperado para agotar los medios para pagar las facturas del país (miles de millones de dólares, promedio de 2014-2017)



El Comité de Presupuesto del Senado está avanzando en la resolución del presupuesto y la legislación en materia sanitaria se ha dejado de lado, por lo que el centro de atención del Congreso y la Casa Blanca ha cambiado a la reforma tributaria.

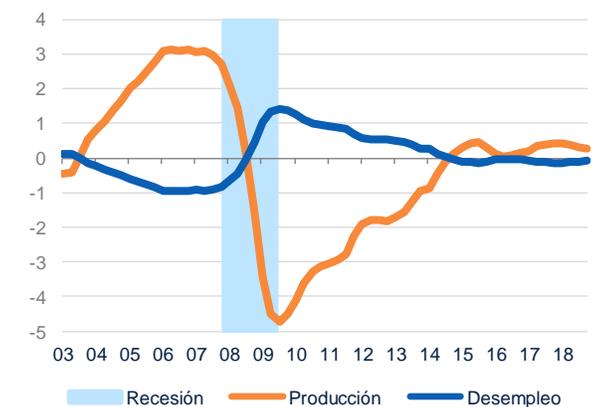
La propuesta de reforma fiscal de la Administración Trump y los "Seis Grandes", denominada el "Marco Unificado", se hizo pública el 27 de septiembre de 2017. Los cambios esenciales propuestos en el Marco Unificado son una simplificación de la estructura de la base impositiva individual de siete tramos a tres de 12%, 25% y 35%, una reducción del impuesto sobre la renta del 39,6% al 25%, y la reducción del tipo impositivo para empresas del 35% al 20%. Estos componentes clave de la reforma son similares al

plan fiscal formulado por los líderes republicanos de la Cámara en el verano de 2016. Se estima que las disposiciones fundamentales mencionadas aumentan permanentemente el déficit presupuestario. La estimación preliminar del efecto de la reforma fiscal es que sumará 2,8 billones de dólares a la deuda nacional en los próximos 10 años.⁴ Esta estimación continuará evolucionando y se ajustará cuando se conozcan más detalles de la reforma tributaria propuesta.

Dada la carga sustancial que el Marco Unificado tendrá sobre el presupuesto federal y la deuda pública, la pregunta es si esta reforma tributaria proporcionará el estímulo económico necesario para impulsar la tasa de crecimiento de Estados Unidos.

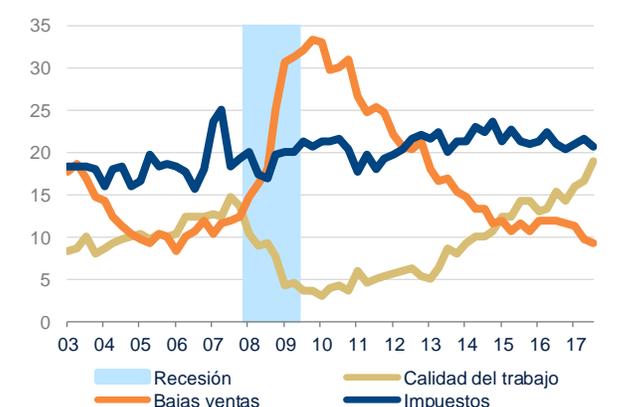
Teniendo en cuenta que la economía de EE. UU. se encuentra en su octavo año de recuperación y se está acercando a su tasa de crecimiento potencial total, la holgura cíclica de la Gran Recesión ha disminuido. Además de las estimaciones sobre el déficit cercano a cero y las brechas de la tasa de desempleo, la disminución de la holgura cíclica en los mercados laborales también se hace patente en la encuesta de pequeñas empresas que informa sobre las preocupaciones relativas al desajuste estructural entre las vacantes y las capacidades. Según la encuesta, la preocupación por la calidad del trabajo ha aumentado casi a un nivel no visto desde septiembre de 2007 y ha superado sistemáticamente la preocupación por las malas ventas en 2017. Del mismo modo, el nivel de preocupación sobre la calidad del empleo ahora se acerca al nivel de preocupación sobre los impuestos. Por lo tanto, para que la reforma aumente permanentemente la tasa de crecimiento económico, debe abordar los obstáculos estructurales a largo plazo para el crecimiento descritos por Gordon en *The Rise and Fall of American Growth*⁵: demografía, educación, deuda y desigualdad.

Gráfica 5.3 Brechas de producción y tasa de desempleo (%)



Fuente: BBVA Research

Gráfica 5.4 Problema individual más importante (% de notificación)



Fuente: BBVA Research, NFIB y Haver Analytics

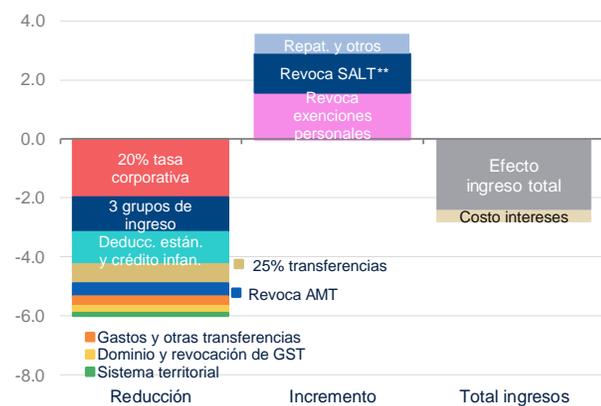
En términos económicos, para que la reforma tributaria afecte al crecimiento potencial del PIB debe ofrecer un cambio positivo en el lado de la oferta de los avances tecnológicos, la reducción del desempleo estructural y/o nuevas inversiones de capital. Desde la postura del Marco Unificado, los incentivos para impulsar el avance tecnológico y reducir el desempleo estructural a través de la educación y la capacitación no se abordan directamente. La provisión del marco para el "gasto" de nuevas inversiones "durante al menos cinco años" puede proporcionar incentivos fiscales temporales para que las empresas aumenten el gasto en investigación

4: Tax Policy Center (29 de septiembre de 2017)
5: Gordon (2017)

y desarrollo junto con el incentivo de un aumento en los gastos de capital. Sin embargo, la principal reforma del Marco Unificado se centra en conseguir cambios al impuesto sobre la renta personal y la política del impuesto sobre la renta de las sociedades.

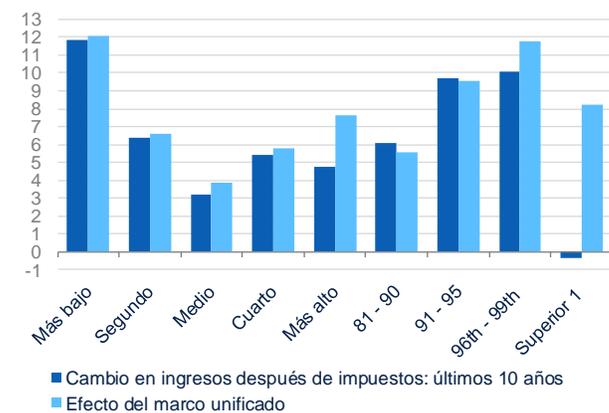
Disposiciones individuales: Aunque todavía se desconocen los detalles fundamentales sobre la reforma del impuesto de la renta, como las definiciones de los tres tramos de ingresos, el cambio propuesto a una estructura de tres tramos, junto con los cambios en deducciones y créditos, aumentará en promedio el salario neto de los hogares, lo que impulsará el gasto en consumo y una mayor actividad económica. Las estimaciones del multiplicador del impuesto sobre la renta para EE. UU. fluctúan entre 0,8 y 1,1, siendo el efecto mayor en el primer año. El rango de estimaciones del impacto sobre el crecimiento es amplio, con un impacto anual promedio a corto plazo entre el 0,8% y el 2,6%. Además, los gastos de consumo de los hogares de altos ingresos son menos sensibles, en relación con los de menores ingresos, al aumento de los ingresos. Mientras tanto, las evaluaciones sugieren que la mayoría de las reducciones de impuestos se concentrarán en los hogares de altos ingresos. Por lo tanto, el impacto económico de la reforma esbozada tiene una mayor probabilidad de antojarse un efecto a corto plazo y debe caer hacia el extremo inferior de las estimaciones del efecto multiplicador.

Gráfica 5.5 Impacto sobre los ingresos a 10 años de marco unificado * (billones de dólares estadounidenses)



Fuente: BBVA Research y Tax Policy Center
 * Las estimaciones son estáticas
 ** Deducción fiscal local y estatal

Gráfica 5.6 Efecto a 10 años del marco unificado en la distribución de la renta* (% de cambio)



Fuente: BBVA Research, CBO & Tax Policy Center
 * Las estimaciones son estáticas

No se espera que la reforma del impuesto sobre la renta personal descrita en el marco mitigue los desafíos estructurales de la desigualdad y la disminución de la tasa de participación en la fuerza de trabajo. Las estimaciones preliminares sugieren que el resultado no alterará la creciente brecha en la desigualdad de la renta y el "vaciamiento de la clase media." A largo plazo, se estima que los dos quintiles más bajos recibirán un aumento del 0,2% en los ingresos después de impuestos, en comparación con un aumento del 2,9% para el quintil superior y un aumento del 9,8% para el percentil superior 0,1.⁶ Además, los recortes en el impuesto de la renta personal no alterarán la trayectoria futura de la tasa de participación laboral. La elasticidad de la oferta de mano de obra compensada, que es la capacidad de respuesta de la fuerza de trabajo a los cambios en los salarios reales es, de media, bastante menor y cercana a cero para los varones de más edad. Del mismo modo, aunque la reforma del impuesto sobre la renta personal

6: Tax Policy Center (29 de septiembre de 2017)

disminuirá los ingresos fiscales personales totales, no encontramos evidencias de una relación a largo plazo entre el crecimiento potencial del PIB y una disminución en los ingresos fiscales personales reales.

Disposiciones para empresas: La principal tasa impositiva corporativa federal de Estados Unidos, del 35%, es la más alta entre las naciones desarrolladas, y los economistas coinciden en que la reforma fiscal corporativa puede generar amplios beneficios económicos. Algunos economistas incluso han propuesto la medida extrema de abolir por completo el impuesto de la renta para empresas. La reducción del tipo impositivo corporativo aumentará la competitividad de EE. UU. y atraerá capital y proyectos rentables que generen un mayor bienestar. Al mismo tiempo, el éxito general de la reforma tributaria corporativa dependerá de factores complementarios tales como la garantía de flujos de capital sin obstáculos y la estabilidad política.

A corto plazo, una disminución del tipo impositivo para empresas puede afectar no solo a las empresas en general, sino también a los hogares, alterando los incentivos para ahorrar e invertir. De media, el multiplicador anual de una disminución en el tipo del impuesto de sociedades es mucho más bajo, entre el 0,3 y 0,4, en comparación con el multiplicador de la reducción del impuesto sobre la renta individual. La relación entre el crecimiento salarial y el tipo impositivo para empresas es débil. Las estimaciones previas sobre la bajada de los tributos corporativos en los EE. UU. concluyen que una bajada de tipos del 35% al 25% tiene un modesto efecto positivo sobre los salarios y el PIB. Sin embargo, diversos estudios que afirman que los impuestos corporativos deprimen los salarios y que un tipo impositivo más bajo debería resultar en un crecimiento salarial más fuerte fueron puestos en tela de juicio por otros estudios comparativos que demuestran que la mayoría de las empresas móviles tienen habilidades para separar los ingresos gravables de sus elecciones de inversión y empleo.

Encontramos evidencias de una relación a largo plazo entre una disminución en los ingresos por impuestos corporativos y el crecimiento del PIB real. Si la situación no cambia, nuestras estimaciones indican que una disminución del 1% en los ingresos fiscales reales del gobierno derivados de los ingresos corporativos puede impulsar el crecimiento potencial del PIB en un 0,4%. Del mismo modo, diversos estudios también apuntan a la fuerte dependencia de la inversión del flujo de caja y, por lo tanto, de una respuesta contundente a los cambios en el tipo impositivo. Al mismo tiempo, aunque un cambio permanente en el tipo impositivo corporativo puede impulsar el crecimiento potencial del PIB al alterar los incentivos para invertir y al ampliar la base impositiva, la bajada al 20% podría no ser lo suficientemente importante como para generar estos incentivos. Los diferenciales del impuesto de sociedades entre países se reducen cuando se ponderan para reflejar el tamaño de las economías. Por ejemplo, se estima que un diferencial del tipo impositivo legal de 14 puntos porcentuales se reduce a 9 puntos porcentuales cuando se pondera por el tamaño de las economías.⁷ Además, los estudios indican que las empresas toman sus decisiones de ubicación de negocios en función de los tipos efectivos. El tipo efectivo de EE. UU. se estima en el 18,6%⁸ y es comparable con otras naciones desarrolladas.

En general, la reforma fiscal del Marco Unificado, en línea con cualquier bajada de impuestos, reducirá los ingresos totales del gobierno. Al mismo tiempo, los recortes fiscales pueden autofinanciarse parcialmente a través de un aumento de la base imponible. Los estudios realizados revelan que el efecto de pérdida de ingresos tributarios puede reducirse en un 25-50% si se produce dentro de un entorno de política monetaria estable. Si bien aún se desconocen muchos detalles sobre la reforma tributaria, esperamos un efecto positivo a corto plazo sobre el producto agregado si se aprueba la reforma tributaria. Sin embargo, de acuerdo con las

7: Gravelle (2014)

8: Congressional Budget Office (2017, marzo)

simulaciones sobre las reformas tributarias, los beneficios no serán generalizados y habrá grupos que deberán soportar la carga de las bajadas de impuestos.

Es probable que el plan en su forma actual aumente el déficit presupuestario, lo que podría desencadenar una política monetaria más restrictiva y subidas de tipos de interés que eventualmente desplazarían la inversión y reducirían el crecimiento del PIB a su nivel potencial. La reducción del tipo del impuesto de sociedades y otros incentivos que aumentarán los flujos de efectivo corporativos pueden impulsar la tasa de crecimiento económico a largo plazo. Es posible aumentar la eficiencia económica mediante recortes del impuesto de sociedades, mientras que las estimaciones sugieren que las ganancias para EE. UU. serán de menor calado. Se ha demostrado que para el primer recorte de 10 puntos porcentuales en el impuesto de sociedades de Estados Unidos se espera una ganancia de eficiencia del 1,5% y la porción estadounidense de esa ganancia del 1,5% será igual a su participación en el PIB mundial.⁹ Sin embargo, el impacto final sobre el crecimiento económico depende de más detalles que aún no se han negociado.

El efecto del estímulo fiscal a corto plazo derivado de las bajadas de impuestos debería ser positivo, pero la magnitud del impacto sobre el crecimiento aún no se ha determinado debido a la falta de detalles en el proyecto de ley. La reforma podría hacer subir los niveles de los agregados macroeconómicos y ejercer presión al alza sobre la inflación, acelerando el ritmo de ajuste de la política monetaria, subiendo los costes de endeudamiento y creando un mayor efecto de desplazamiento.

Las tasas de crecimiento a largo plazo se rigen por cambios exógenos en la población y la productividad de los factores, y no está claro si la reforma puede tener un efecto positivo permanente sobre las decisiones económicas. A largo plazo, el recorte del tipo impositivo para sociedades puede impulsar la tasa de crecimiento, mientras que la magnitud de ese impulso depende de la fuerza de contrapeso de la creciente brecha de desigualdad de ingresos, la baja participación de la fuerza de trabajo y el pago de la creciente deuda pública. El cambio sugerido a un sistema territorial conforme al Marco Unificado puede generar efectos positivos adicionales con respecto a la tributación corporativa. Las estimaciones sugieren que podría aumentar sustancialmente la repatriación de las ganancias de fuentes extranjeras activas de las corporaciones multinacionales estadounidenses y reducir el efecto de bloqueo del sistema impositivo actual. Sin embargo, gran parte del efecto final dependerá de cómo se estructure el sistema impositivo territorial en términos de simplificación del sistema y del equilibrio entre la protección del tipo impositivo corporativo nacional y la exención de la actividad comercial extranjera.

9: Gravelle y Smetters (2006)

Referencias

- Bujang, I., Hakim, T. A., & Ahmad, I. (2013). Tax structure and economic indicators in developing and high-income OECD countries: Panel cointegration analysis. *Procedia Economics and Finance*, 7, 164-173.
- Congressional Budget Office (2017, marzo). International Comparisons of Corporate Income Tax Rates. Fuente: <https://www.cbo.gov/publication/52419>
- Drabkin, E., Serwin, K., & Tyson, L. D. A. (2013). Implications of a switch to a territorial tax system in the United States: a critical comparison to the current system. Documento de trabajo, Berkeley Research Group.
- Gale, W. G., & Samwick, A. A. (2014, septiembre). Effects of income tax changes on economic growth. The Brookings Institution.
- Gordon, R. J. (2017). The rise and fall of American growth: The US standard of living since the civil war. Princeton University Press.
- Gravelle, J. G., & Smetters, K. A. (2006). Does the open economy assumption really mean that labor bears the burden of a capital income tax? *Advances in Economic Analysis & Policy*, 6(1).
- Gravelle, J. G. (2014). International corporate tax rate comparisons and policy implications.
- Pomerleau, K., & Jahnsen K. (2017 julio). Designing a territorial tax system: a review of OECD systems. Fiscal Fact No. 554. Tax Foundation.
- Romer, C., & Romer, D. (2007). The macroeconomics effects of tax change: estimates based on a new measure of fiscal shocks. Working Paper no. 13264, NBER, Cambridge, MA.
- Saez, E., Slemrod, J. B., & Giertz, S. H. (2009). The elasticity of taxable income with respect to marginal tax rates: a critical review (No. w15012). National Bureau of Economic Research.
- Tax Policy Center (2017, September 29). A preliminary analysis of the unified framework.
- The White House Office of the Press Secretary (2017, 27 de septiembre). Unified Framework for fixing our broken tax code. Fuente: <https://www.whitehouse.gov/the-press-office/2017/09/27/unified-framework-fixing-our-broken-tax-code>

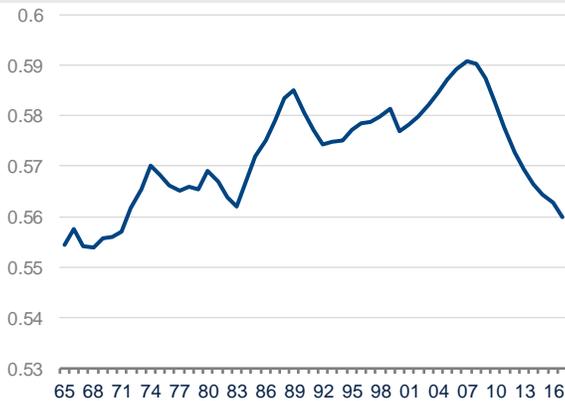
6. Mercado de la vivienda: ¿se repite la historia?

Aunque el mercado inmobiliario estadounidense ha estado en modo de recuperación desde 2011, no ha alcanzado la normalización total. Si bien hace una década el desafío era un colapso en los precios de las viviendas como resultado del exceso de construcción, la especulación y la facilidad de concesión de préstamos, el sector ahora exhibe un nivel subóptimo de nuevas construcciones y un inventario reducido de viviendas existentes para la venta, lo que se traduce en precios de vivienda elevados en áreas metropolitanas importantes. En este artículo analizamos las tendencias actuales y proporcionamos nuestras perspectivas para el sector residencial durante los próximos dos años.

Demanda y oferta de vivienda

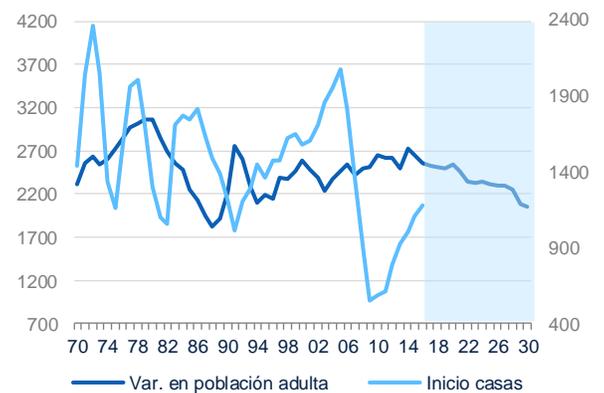
El motor más importante de la demanda de vivienda es el crecimiento de la población. El aumento de la población adulta durante la última década y el bajo nivel de nuevas construcciones han facilitado la absorción de la mayoría del exceso de inventario, particularmente en las áreas metropolitanas económicamente atractivas. La gráfica 6.1 muestra la proporción de unidades de vivienda por adulto, que ha disminuido desde 2007 y se encuentra en su nivel más bajo en 45 años. Si bien las nuevas construcciones se han incrementado significativamente desde que tocaron fondo en 2009, permanecen por debajo de la demanda y se mantendrán como tales durante los próximos uno o dos años (Gráfica 6.2).

Gráfica 6.1. Unidades de vivienda por residente, mayores de 20 años (Unidades)



Fuente: BBVA Research y Oficina del Censo

Gráfica 6.2. Crecimiento de la población y oferta de vivienda (Miles)

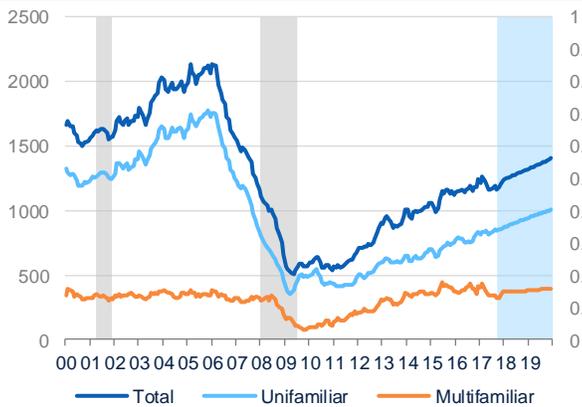


Fuente: BBVA Research y Oficina del Censo

Las nuevas construcciones se pueden dividir en unifamiliares y multifamiliares. Desde el marzo pasado, el total de unidades ha tenido dificultades para mantener una tendencia ascendente, principalmente debido al descenso en el segmento multifamiliar, que es el componente más pequeño. Mientras tanto, aunque las nuevas construcciones unifamiliares no han podido compensar por completo la caída en la construcción multifamiliar, han aumentado un 9% interanual durante los primeros nueve meses de 2017. El retroceso en el segmento de construcción multifamiliar ha sido particularmente fuerte en el tercer trimestre (Gráfica 6.3), pero esto es probablemente transitorio y se compensará en los próximos meses, como lo demuestra la tendencia más fuerte experimentada en los permisos de construcción multifamiliares, lo que se suele traducir en nuevas construcciones. No obstante,

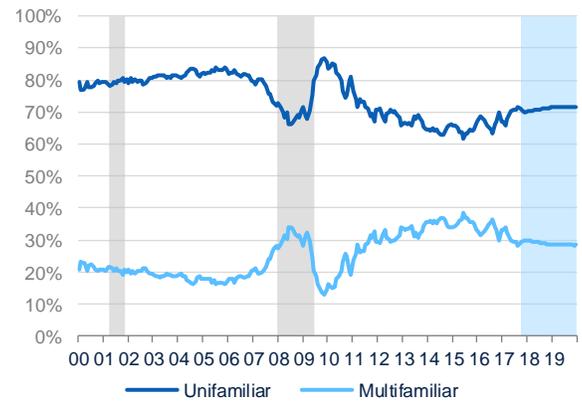
se espera que la participación en el inicio de las viviendas multifamiliares disminuya gradualmente debido a factores demográficos. Por ejemplo, los *millennials* demandarán más unidades de vivienda unifamiliares a medida que lleguen a la treintena (la edad media del comprador de vivienda por primera vez en 2016 fue 32)¹⁰, formen familias y necesiten más espacio (Gráfica 6.4). Como resultado, se proyecta que el total de nuevas construcciones alcance los 1,4 millones de unidades (tasa anualizada ajustada estacionalmente, SAAR) en el 4T19, un 17% más alto que su nivel actual.

Gráfica 6.3. Nuevas construcciones
(Miles de unidades, SAAR, 3mma)



Fuente: BBVA Research y Oficina del Censo

Gráfica 6.4. Porcentaje de viviendas unifamiliares y multifamiliares (%)



Fuente: BBVA Research y Oficina del Censo

Condiciones del mercado inmobiliario

La desaceleración de la construcción de viviendas multifamiliares en 2016, y especialmente en 2017 se traducirá en una ralentización de la finalización de viviendas, lo que ayudará a estabilizar el crecimiento de los alquileres y las tasas de vacantes (Gráfica 6.5). No obstante, en relación con 2012-2016, esperamos que los alquileres aumenten a un ritmo más lento y que las tasas de vacantes crezcan modestamente.

Dicho esto, el saldo de la demanda de apartamentos frente a la oferta varía significativamente en función de la zona metropolitana. Los mercados que tienen el entorno más favorable para los propietarios – tasas de vacantes bajas y en descenso – por lo general se encuentran en Florida, California, y en ciertos lugares del Atlántico Medio y Medio Oeste (Gráfica 6.6). En gran parte, esto refleja las limitaciones de la oferta, una gran población de jubilados y una gran proporción de inquilinos de edad más avanzada, que suelen ser residentes entre 20 y 29 años. Con la excepción de Florida, que es un popular destino para jubilados, las zonas metropolitanas que están experimentando una fuerte demanda de apartamentos tienen un porcentaje mayor que la media o creciente de inquilinos de edad avanzada debido a un mayor atractivo relativo (Gráfica 6.7 y 6.8).

10: NAR. 2016 Profile of Home Buyers and Sellers. <https://www.nar.realtor/sites/default/files/reports/2016/2016-profile-of-home-buyers-and-sellers-10-31-2016.pdf>

Gráfica 6.5. Vacantes y alquileres de apartamentos (% y % interanual)



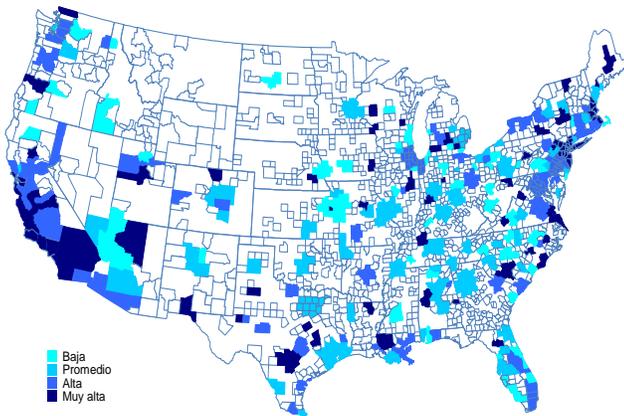
Fuente: BBVA Research y REIS

Gráfica 6.6. Mercado de viviendas de alquiler área metropolitana, 75 más grandes, 2T17 (saldo relativo de demanda frente a oferta)



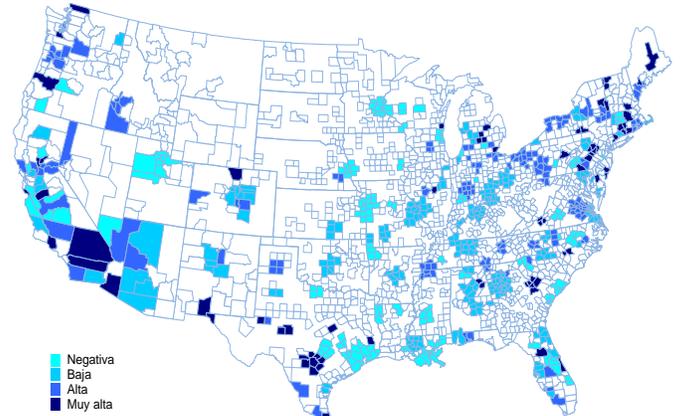
Fuente: BBVA Research

Gráfica 6.7. Porcentaje de la población de 20 a 29 años de edad, 2015



Fuente: BBVA Research y Oficina del Censo

Gráfica 6.8. Aumento del porcentaje de la población de 20 a 29 años en total, 2010-2015



Fuente: BBVA Research y Oficina del Censo

Condiciones del mercado de viviendas unifamiliares

También se espera que las áreas metropolitanas estadísticas con una gran proporción de población en la veintena brinden oportunidades al segmento de las viviendas unifamiliares. Particularmente si el crecimiento de la población sigue siendo fuerte, los precios de las viviendas siguen siendo asequibles para los compradores de una primera vivienda, y el atractivo económico no disminuye. Dado el envejecimiento de la población y la disminución de la movilidad geográfica a lo largo del tiempo, seguir siendo atractivo para los residentes más jóvenes se ha convertido en un factor aún más determinante para el éxito a largo plazo. En 2016, solo el 5% del total de residentes se mudó a otro condado, estado o al extranjero. Esta tasa fue del 9% y del 10% para los residentes

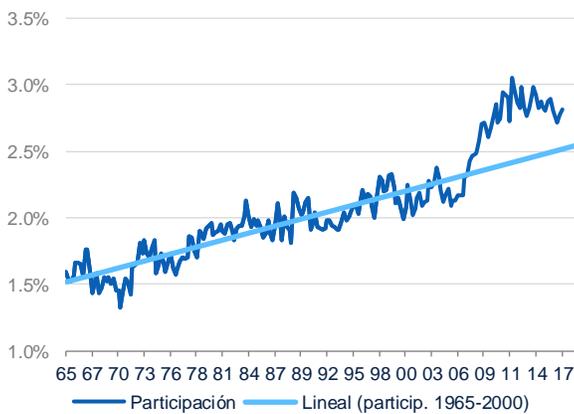
de 20 a 24 años y de 25 a 29 años, respectivamente.¹¹ Para las áreas metropolitanas estadísticas, garantizar el flujo de llegada positivo neto de residentes jóvenes aliviará los desafíos del envejecimiento de la población y apoyará la inversión residencial.

Las construcciones de viviendas están inversamente relacionadas con las vacantes, en particular con las unidades desocupadas que se mantienen fuera del mercado por razones que no son de uso ocasional. Estas unidades generalmente se asocian con ubicaciones con un crecimiento demográfico bajo o negativo debido a su bajo atractivo económico y son diferentes de las casas vacías en venta, alquiler, uso estacional o temporalmente ocupadas por personas con residencia en otro lugar. El porcentaje de unidades desocupadas fuera del mercado por razones distintas al uso ocasional ha aumentado significativamente a nivel nacional después del auge de las hipotecas *subprime*, principalmente debido a un exceso de construcción previo. Sigue siendo elevado desde la Gran Recesión (Gráfica 6.9), pero a nivel geográfico está relativamente concentrado.

Las áreas metropolitanas estadísticas que están lastradas por el exceso de inventario y la demanda deficitaria se agrupan predominantemente en la parte oriental del Medio Oeste, partes del Atlántico Medio, como el oeste de Pensilvania, y el Sur, sin contar con Texas y Florida. En el lado opuesto del espectro están las áreas metropolitanas estadísticas con un nivel muy bajo de vacantes debido a la gran demanda de viviendas, restricciones geográficas o restricciones regulatorias. Suelen ubicarse en la parte occidental del país, la parte occidental del Medio Oeste, así como partes de la Costa Este, Florida y Texas (Gráfica 6.10).

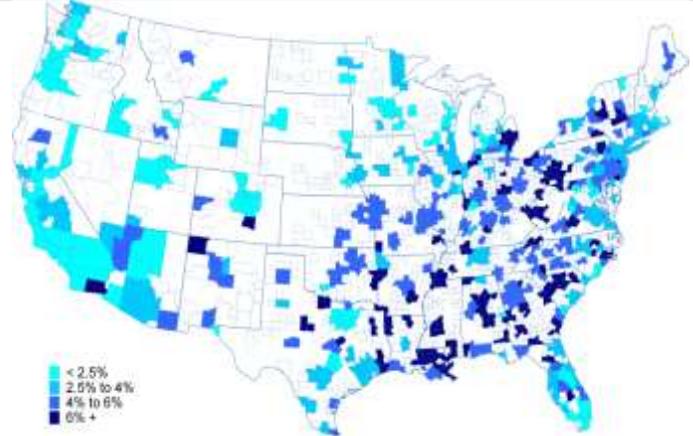
Las áreas metropolitanas estadísticas que se beneficiarán al máximo de las nuevas construcciones se caracterizan por un atractivo económico entre sólido y alto, una oferta de vivienda elástica y un bajo inventario de unidades desocupadas. Se espera que las nuevas construcciones de viviendas unifamiliares aumenten el 7,3% en 2018 y el 6,3% en 2019.

Gráfica 6.9. Porcentaje de unidades vacantes mantenidas fuera del mercado por razones distintas del uso ocasional (%)



Fuente: BBVA Research y Oficina del Censo

Gráfica 6.10. Porcentaje de unidades vacantes mantenidas fuera del mercado por razones distintas del uso ocasional, 2016



Fuente: BBVA Research y Oficina del Censo

11: Véanse los datos de la Oficina del Censo para 2016: <https://www.census.gov/newsroom/blogs/random-samplings/2017/01/mover-rate.html>

Ventas de viviendas existentes

Tras años de construcción subóptima y de una política monetaria favorable, que ha permitido a los propietarios asegurarse unos tipos de interés bajos, así como una menor movilidad de la población (Gráfica 6.11), la oferta de viviendas existentes en venta se encuentra en niveles históricamente mínimos (Gráfica 6.12). La oferta mensual de viviendas ajustada estacionalmente para la venta es actualmente de cuatro meses; dos meses por debajo del nivel generalmente considerado indicativo de un mercado equilibrado. El mercado de viviendas existentes se antoja particularmente ajustado en mercados atractivos de la costa oeste (Gráfica 6.13). Es probable que estas tendencias persistan hasta que aumente el número de viviendas nuevas que llegan al mercado secundario.

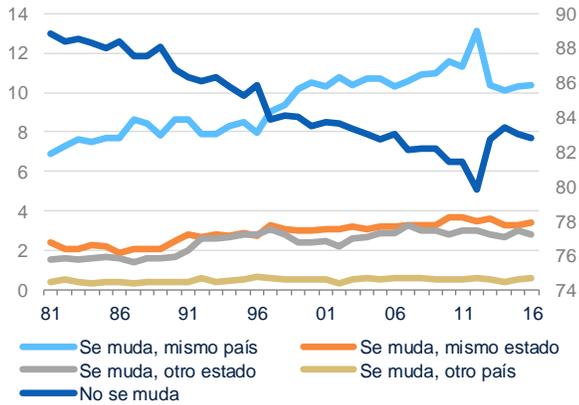
Este ha sido un proceso lento porque el segundo grupo generacional más grande – los *Baby Boomers* – todavía no tiene la edad suficiente para comenzar a vender sus casas y reducir su tamaño en grandes cantidades. Aunque los *Baby Boomers* de más edad van a cumplir 71 años, la mitad de este grupo tiene menos de 61. La edad a la que empieza a reducirse el número de personas mayores y que comienzan a mudarse a unidades multifamiliares a un ritmo más rápido se ha elevado a los 75, en línea con estilos de vida más saludables y una mayor longevidad.¹²

Mientras que los *Baby Boomers* se quedan en el mismo sitio y ante la falta de oferta, algunas áreas metropolitanas estadísticas se enfrentan al riesgo de que los *millennials* que van creciendo (especialmente los mayores) se trasladan a lugares que ofrecen viviendas más asequibles para criar familias, asumiendo que puedan encontrar oportunidades profesionales. Es probable que este impacto dañe a las áreas metropolitanas estadísticas más atractivas. Del mismo modo, podría beneficiar a algunas de estas áreas más afectadas en la última década, como Detroit, Cleveland y Baltimore, siempre que puedan convertirse en un imán para los *millennials*.

Las ventas de viviendas existentes se mantuvieron por debajo de los 5,4 millones SAAR por segundo mes consecutivo en septiembre de 2017. En parte, los huracanes Harvey en Texas e Irma en Florida retrasaron las ventas en el 3T17. En el futuro, esperamos un repunte en el 4T17 y un promedio anual de 5,54 millones en 2017; un 1,2% más que en 2016. Se espera que las ventas aumenten a 5,65 millones en 2018 (Gráfica 6.14). En el mediano plazo, las ventas de viviendas existentes expresadas como una parte del parque total de viviendas se mantendrán en torno al 4%, una cifra que está cerca de su promedio histórico, pero significativamente más bajo que a principios de la década de 2000. Esto es coherente con un ambiente caracterizado por baja migración, tipos de interés en aumento gradual y una gran mayoría de los *Baby Boomers* que continúan siendo dueños de sus viviendas.

12: Véase por ejemplo Rappaport, J. (2015). Millennials, Baby Boomers, and Rebounding Multifamily Home Construction, Federal Bank of Kansas City. <https://goo.gl/pejo2W>

Gráfica 6.11. Movilidad geográfica (%)



Fuente: BBVA Research y Oficina del Censo

Gráfica 6.12. Oferta de viviendas existentes para la venta (% y meses, ajustado estacionalmente)



Fuente: BBVA Research, NAR y Oficina del Censo

Gráfica 6.13. Oferta de viviendas existentes a la venta por área metropolitana estadística, septiembre de 2017 (meses al ritmo de ventas actual)



Fuente: BBVA Research y Redfin

Gráfica 6.14. Ventas de casas existentes (millones, SAAR)



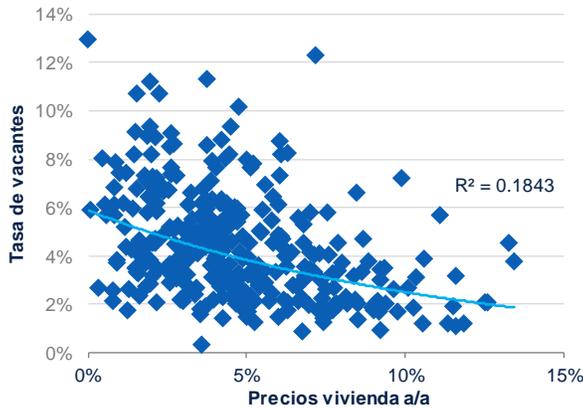
Fuente: BBVA Research y NAR

Desalineación del precio de la vivienda

Después de un período de crecimiento estable, generalmente entre el 5% y el 5,6% interanual entre mayo de 2015 y abril de 2017, el índice de precios de viviendas de CoreLogic comenzó a acelerarse a finales de la primavera, alcanzando un nivel del 7% interanual en agosto. La fuerte apreciación de los precios viene impulsada por una oferta baja de viviendas en lugares atractivos (Gráfica 6.15). Esperamos que los precios de las viviendas continúen aumentando a un ritmo sólido en todo el país (Gráfica 6.16). Anticipamos que la apreciación del precio de la vivienda disminuirá gradualmente hacia finales de 2018, respaldada por el aumento de nuevas construcciones.

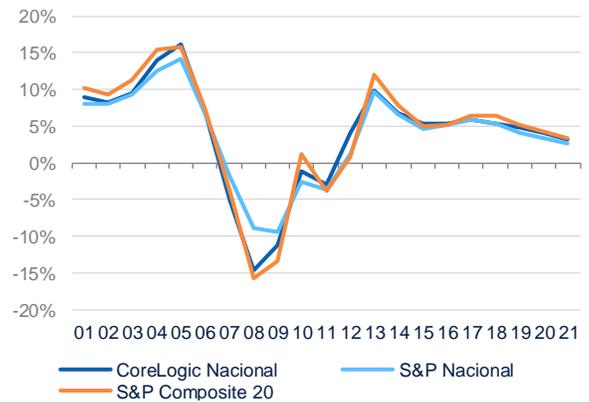
El fuerte aumento de los precios de las viviendas plantea la pregunta de si los precios de las casas están desalineándose de los fundamentales. Esta pregunta es particularmente importante desde una perspectiva bancaria, ya que los auges y caídas de la vivienda pueden resultar particularmente dañinos para la estabilidad financiera y la economía, y traducirse en problemas bancarios.

Gráfica 6.15. Porcentaje de unidades vacantes mantenidas fuera del mercado por razones distintas del uso ocasional frente a precio de la vivienda, 2016



Fuente: BBVA Research y Redfin

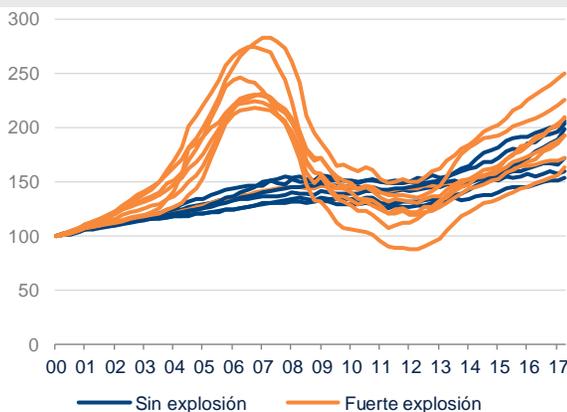
Gráfica 6.16. Índices de precios de viviendas (a/a)



Fuente: BBVA Research, CoreLogic y S&P

En general, hay algunas áreas metropolitanas estadísticas que son propensas a los ciclos de auge y caída. Estos lugares tienden a presentar restricciones regulatorias o restricciones geográficas que impulsan la apreciación del precio de la vivienda a un ritmo más rápido que el promedio nacional. El aumento de los precios a su vez genera especulación, lo que impulsa aún más los precios al alza y eventualmente produce una burbuja de activos (Gráfica 6.17). Esto es exactamente lo que sucedió en algunos lugares durante la década de 2000.

Gráfica 6.17. Precios de las viviendas en dos grupos de áreas metropolitanas estadísticas



Fuente: BBVA Research y FHFA

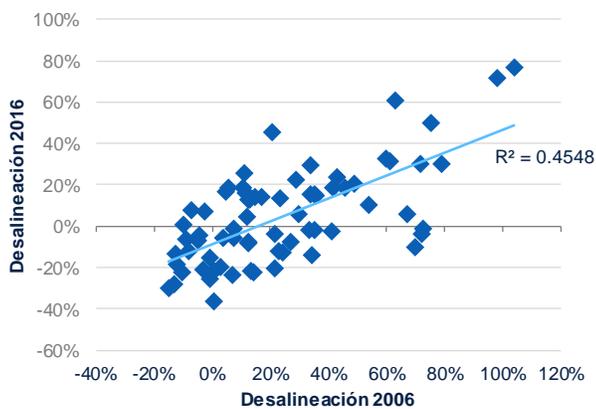
Gráfica 6.18. Precios de vivienda frente a fundamentales en principales áreas metropolitanas estadísticas (Índice de desalineación del precio de la vivienda de BBVA Research)



Fuente: BBVA Research

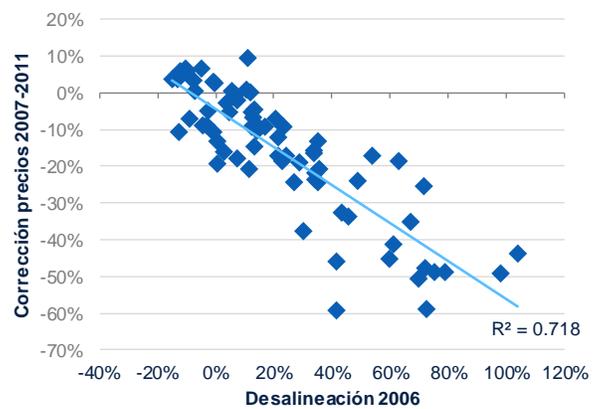
De acuerdo con nuestro análisis, a pesar de que el mercado de la vivienda está más saneado que hace una década, el riesgo se está acumulando. El índice de desalineación del precio de la vivienda de BBVA Research indica que hay potencial para niveles de riesgo más altos en ciertas ubicaciones (Gráfica 6.18), muchas de las cuales tuvieron precios de vivienda elevados antes de la Gran Recesión (Gráfica 6.19). Dado que los niveles de desalineación en 2006 están altamente correlacionados con el nivel de corrección de precios en 2007-2011 (Gráfica 6.20), el grado actual de esta elevada desalineación en algunos mercados genera inquietudes.

Gráfica 6.19. Desalineación en 2016 frente a 2006 (%)



Fuente: BBVA Research

Gráfica 6.20. Desalineación en 2006 frente a corrección 2007-2011 (%)



Fuente: BBVA Research

Sin embargo, una característica que diferencia la situación actual del ciclo anterior es que hay mucha menos especulación y el crédito es más ajustado, por lo que no alimenta posiciones de alto apalancamiento. Si bien el ciclo anterior de auge y caída se basó en el crédito fácil, esta vez la apreciación parece estar impulsada por una oferta significativamente reprimida. La combinación de altos precios de las viviendas en algunas partes del país podría ayudar a la competitividad relativa de las ubicaciones que tienen mercados más asequibles, pero estas ubicaciones necesitarían sólidos fundamentos económicos que atraigan a nueva población, especialmente de 20 a 40 años. Las políticas públicas pueden desempeñar un papel importante a la hora de catalizar un desarrollo más rápido de áreas metropolitanas estadísticas hasta ahora pasadas por alto, lo que no solo las beneficiaría, sino también a los lugares que actualmente son altamente atractivos, pero no pueden acomodar a los nuevos residentes gracias a un aumento del ritmo de la construcción.

7. Previsiones

Cuadro 7.1 Previsiones macro de Estados Unidos

	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	2.6	2.9	1.5	2.1	2.2	2.1	2.0
PIB real (contribución, pp)										
Consumo privado (PCE)	1.5	1.0	1.0	1.9	2.5	1.9	1.8	1.4	1.5	1.5
Inversión fija bruta	0.7	1.6	1.0	0.9	0.9	-0.3	0.4	0.6	0.5	0.6
No residencial	0.9	1.1	0.4	0.9	0.3	-0.1	0.6	0.5	0.5	0.6
Residencial	0.0	0.3	0.3	0.1	0.3	0.2	0.1	0.0	0.0	0.0
Exportaciones	0.8	0.4	0.4	0.6	0.1	0.0	0.4	0.6	0.5	0.6
Importaciones	-0.8	-0.4	-0.2	-0.7	-0.8	-0.2	-0.6	-0.5	-0.7	-0.7
Gobierno	-0.6	-0.4	-0.5	-0.1	0.2	0.1	0.0	0.1	0.2	0.1
Tasa de desempleo (% , promedio)	8.9	8.1	7.4	6.2	5.3	4.9	4.4	4.1	4.1	4.2
Nómina no agrícola promedio (miles)	132	186	184	213	240	208	173	135	138	145
Precios al consumidor (% a/a)	3.1	2.1	1.5	1.6	0.1	1.3	2.0	1.7	2.0	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	-6.8	-4.1	-2.8	-2.4	-3.2	-4.0	-2.8	-3.3	-3.6
Cuenta corriente (bdp, % PIB)	-2.9	-2.6	-2.1	-2.1	-2.4	-2.4	-2.4	-2.3	-2.4	-2.4
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	6.8	5.4	5.4	5.9	5.3	4.9	4.0
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	108.7	99.0	52.4	43.6	52.4	56.7	59.6	59.6

(p): previsión

Fuente: BBVA Research

Cuadro 7.2 Crecimiento del PIB real estatal en los EE. UU., %

	2013	2014	2015	2016	2017 (p)	2018 (p)	2019 (p)	2020 (p)
Alabama	0.9	-0.1	1.1	1.3	1.7	1.0	1.2	1.2
Alaska	-4.4	-3.3	0.6	-5.0	-0.1	0.4	0.2	0.2
Arizona	0.5	1.8	1.4	2.1	1.7	1.6	1.5	1.8
Arkansas	2.9	1.4	0.2	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7
California	2.5	3.7	4.4	2.9	3.3	3.1	3.0	2.8
Carolina del Norte	1.7	1.9	2.7	1.6	1.6	1.8	1.6	1.6
Carolina del Sur	2.0	3.0	2.8	2.1	1.6	1.9	2.1	2.0
Colorado	3.2	4.7	3.0	2.0	2.2	2.1	2.0	2.0
Connecticut	-1.4	-0.6	2.2	1.0	1.1	1.1	1.3	1.3
Dakota del Norte	2.4	7.3	-3.1	-6.5	3.6	4.1	4.1	4.7
Dakota del Sur	1.1	0.7	2.6	1.7	1.5	2.0	2.1	2.1
Delaware	-1.4	5.3	2.2	0.3	2.6	3.3	2.8	2.6
Florida	2.1	2.6	3.6	3.0	2.5	3.4	2.9	2.8
Georgia	1.4	3.0	2.5	3.0	1.8	1.7	1.9	2.0
Hawaii	1.1	0.6	2.3	2.1	0.6	1.0	1.1	1.1
Idaho	2.9	2.4	2.2	1.8	2.6	2.1	1.9	1.9
Illinois	-0.3	1.5	1.0	0.9	1.0	1.7	1.7	1.7
Indiana	2.4	2.0	0.8	1.5	1.8	2.3	1.9	1.9
Iowa	0.5	3.1	2.2	0.9	0.2	1.5	1.9	2.0
Kansas	0.2	1.4	2.2	0.2	0.6	1.2	1.0	1.1
Kentucky	0.9	0.4	1.1	1.3	1.9	0.9	0.9	1.1
Louisiana	-3.4	1.7	0.5	-0.6	1.2	1.7	1.1	0.9
Maine	-0.6	1.6	1.1	1.4	0.9	1.2	1.2	1.2
Maryland	0.2	1.1	2.1	1.3	1.8	1.2	1.3	1.3
Massachusetts	-0.2	1.7	3.7	2.0	1.5	1.5	2.4	2.5
Michigan	1.4	1.4	2.7	1.8	1.4	1.1	1.2	1.1
Minnesota	2.1	2.6	1.3	1.3	2.2	2.0	1.8	1.7
Mississippi	0.6	-1.2	0.3	0.8	0.4	0.3	0.2	0.2
Missouri	1.6	0.2	1.4	1.1	1.2	1.3	1.2	1.2
Montana	0.7	2.8	2.1	0.2	1.0	1.8	1.7	1.7
Nebraska	2.5	3.7	0.3	1.2	1.1	2.0	1.7	1.7
Nevada	0.5	1.3	3.5	2.4	3.3	3.4	3.1	2.7
Nueva Hampshire	0.6	1.7	2.1	3.0	1.9	1.5	1.2	1.2
Nueva Jersey	1.4	0.1	1.6	1.2	1.1	0.9	1.0	1.0
Nueva York	-0.3	1.8	1.2	0.8	0.3	1.5	1.7	1.7
Nuevo Mexico	-1.0	2.9	1.7	-0.5	1.4	1.0	0.9	0.8
Ohio	1.0	2.7	1.0	1.7	2.3	2.1	1.6	1.6
Oklahoma	4.4	4.6	2.7	-2.3	1.5	3.2	2.7	2.7
Oregon	-2.0	1.6	4.5	3.3	1.9	2.0	2.7	2.7
Pennsylvania	1.6	1.9	2.6	1.1	2.3	1.5	1.5	1.6
Rhode Island	0.4	0.8	1.1	1.2	1.7	0.6	0.6	0.6
Tennessee	1.6	1.6	3.1	2.0	2.0	2.5	2.4	2.3
Texas	5.1	3.7	4.5	0.4	2.7	4.3	4.2	3.9
Utah	2.5	3.3	4.3	3.0	2.9	2.7	2.5	1.9
Vermont	-0.2	0.3	0.9	0.8	1.3	1.0	0.9	0.9
Virginia	0.0	0.1	2.4	0.6	1.4	0.7	0.7	0.6
Washington	2.4	2.8	2.9	3.7	2.6	2.7	2.8	2.9
West Virginia	0.5	0.9	0.4	-0.9	1.5	0.8	0.8	0.8
Wisconsin	1.3	1.4	1.3	1.1	1.9	1.7	1.9	1.9
Wyoming	1.0	1.2	-0.3	-3.6	0.3	1.1	1.5	2.4

(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 / Corporate Governance".

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

Este informe ha sido elaborado por la unidad de Estados Unidos

Economista Jefe de Estados Unidos

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

Filip Blazheski
filip.blazheski@bbva.com

Shushanik Papanyan
shushanik.papanyan@bbva.com

Kan Chen
kan.chen@bbva.com

Boyd Nash-Stacey
boyd.stacey@bbva.com

Marcial Nava
marcial.nava@bbva.com

BBVA Research Economista Jefe Grupo BBVA

Jorge Sicilia Serrano

Estados Unidos

Nathaniel Karp
Nathaniel.Karp@bbva.com

España y Portugal

Miguel Cardoso
miguel.cardoso@bbva.com

México

Carlos Serrano
carlos.serrano@bbva.com

Oriente Medio, Asia y Geopolítica

Álvaro Ortiz
alvaro.ortiz@bbva.com

Turquía

Álvaro Ortiz
alvaro.ortiz@bbva.com

China

Le Xia
le.xia@bbva.com

América del Sur

Juan Manuel Ruiz
juan.ruiz@bbva.com

Argentina

Gloria Sorensen
gsorensen@bbva.com

Chile

Jorge Selaive
jselaive@bbva.com

Colombia

Juana Téllez
juana.tellez@bbva.com

Perú

Hugo Perea
hperea@bbva.com

Venezuela

Julio Pineda
juliocesar.pineda@bbva.com

Análisis Macroeconómico

Rafael Doménech
r.domenech@bbva.com

Escenarios Económicos Globales

Miguel Jiménez
mjimenezg@bbva.com

Mercados Financieros Globales

Sonsoles Castillo
s.castillo@bbva.com

Modelización y Análisis de Largo

Plazo Global
Julián Cubero
juan.cubero@bbva.com

Innovación y Procesos

Oscar de las Peñas
oscar.delaspenas@bbva.com

Sistemas Financieros y Regulación

Santiago Fernández de Lis
sfernandezdelis@bbva.com

Coordinación entre Países

Olga Cerqueira
olga.gouveia@bbva.com

Regulación Digital

Álvaro Martín
alvaro.martin@bbva.com

Regulación

María Abascal
maria.abascal@bbva.com

Sistemas Financieros

Ana Rubio
arubiog@bbva.com

Inclusión Financiera

David Tuesta
david.tuesta@bbva.com

DATOS DE CONTACTO:

BBVA Research USA

2200 Post Oak Blvd.

Houston, TX 77025

Estados Unidos

Correo electrónico: bbvaresearch_usa@bbva.com

www.bbvaresearch.com

www.bbvacompass.com/compass/research/

twitter.com/BBVAResearchUSA

bbvaresearchusa.podbean.com