

BBVA COMPASS

BBVA | Research

# Situación Estados Unidos

1º TRIMESTRE 2018 | UNIDAD ESTADOS UNIDOS

## Índice

<b>1. Editorial</b>	<b>3</b>
<b>2. Fortalecimiento del crecimiento mundial</b>	<b>6</b>
<b>3. Mayor optimismo en EE. UU. tras la reforma tributaria</b>	<b>8</b>
<b>4. La política monetaria entra con paso firme en 2018</b>	<b>14</b>
<b>5. La inflación y la curva de Phillips</b>	<b>17</b>
<b>6. Exportaciones de petróleo crudo: el próximo capítulo en el boom energético de Estados Unidos</b>	<b>22</b>
<b>7. Nueva dinámica o viejo predictor: implicaciones del aplanamiento de la curva de rendimientos</b>	<b>26</b>
<b>8. Perspectivas bancarias</b>	<b>31</b>
<b>9. Previsiones</b>	<b>36</b>

Fecha de cierre: **26 de enero de 2018**

# 1. Editorial

En un entorno de inflación y tipos de interés de equilibrio reales persistentemente reducidos, la Fed no podrá elevar los tipos mucho más, lo que limita el margen para recortar los tipos de interés durante la próxima desaceleración. En promedio, la Fed ha reducido los tipos de interés en 500 puntos básicos durante las recesiones. No resulta sorprendente que los responsables de la Fed vuelvan a plantearse marcos alternativos para su política monetaria. Algunas opciones son un mayor uso de la orientación de perspectivas sobre política económica (*forward guidance*) y la flexibilización cuantitativa, elevar el objetivo de inflación, y establecer un objetivo de nivel de precios y un objetivo de PIB nominal.

Cuando los tipos de interés se sitúan en un nivel cercano al cero por ciento, la Fed podría usar algunas de las herramientas que se desarrollaron tras la Gran Recesión. Un ejemplo sería el *forward guidance* o comunicar a los mercados que los tipos de interés se mantendrán bajos durante un período de tiempo prolongado o hasta que se cumplan ciertas condiciones económicas. Si existe un fuerte consenso dentro del comité sobre cuánto tiempo deberían permanecer bajos los tipos de interés o cuáles deberían ser los objetivos cuantitativos, resultaría más fácil aplicar y comunicar las orientaciones sobre política económica. Sin embargo, de existir divisiones marcadas en el seno de la Reserva Federal, los agentes del mercado tendrían dificultades para interpretar estas orientaciones, lo que a su vez reduciría el poder de dicha herramienta. De hecho, algunos responsables creen que una vez que los tipos de interés nominales se fijen en el límite inferior igual a cero, la *forward guidance* podría no resultar lo suficientemente acomodaticia si la recesión es grave.

Es posible que se necesiten otras herramientas como complemento a los tipos de interés bajos y a la *forward guidance*. Una opción implica la flexibilización cuantitativa o la compra de valores financiados con reservas. En general, esta herramienta se considera una forma efectiva de mantener los tipos a corto plazo más bajos durante más tiempo y de reducir la prima de riesgo. Esta visión se basa en la experiencia de los últimos años, cuando la Fed decidió ampliar su balance a través de compras de bonos del Tesoro y MBS (valores de titulación hipotecaria). Sin embargo, existe un gran debate sobre los efectos secundarios potenciales, incluido el impacto de la flexibilización cuantitativa sobre el valor de la moneda, la formación de burbujas de precios de los activos o las consecuencias involuntarias derivadas de promover el endeudamiento de empresas y hogares sobreendeudados. Además, la flexibilización cuantitativa acervó las tensiones entre el Congreso y la Fed, limitando así posibles acciones futuras.

Una opción alternativa podría ser incrementar el objetivo de inflación al 3% o al 4%. De resultar creíble, ello conferiría a la Fed más margen para subir los tipos de interés nominales. Desde el punto de vista de la comunicación, esto no resultaría complejo, dado que mantiene en vigor el marco actual. Con todo, después de un largo período de baja inflación, ajustarse a un nuevo objetivo de inflación más elevada podría llevar algún tiempo. Además, el cambio a un objetivo más alto de inflación podría resultar impopular y costoso para los grupos más vulnerables de la sociedad. Asimismo, para garantizar un cambio de régimen creíble, a la Reserva Federal le resultaría difícil revisar el objetivo en el futuro, incluso si los fundamentales económicos se revirtieran significativamente. Es decir, si la inflación se mantiene por encima del objetivo durante un período

de tiempo considerable, la Fed no podría reducir el objetivo como parte de su estrategia de estabilización tan fácilmente como cuando decidió aumentar el objetivo.

Otra idea sería cambiar a un objetivo de nivel de precios. En otras palabras, abandonar el objetivo de inflación y adoptar un objetivo de nivel de precios coherente con la inflación del 2%, de modo que las desviaciones se compensen en años futuros. Por ejemplo, si la inflación es baja y el nivel de precios permanece por debajo del objetivo durante algún tiempo, la Fed se comprometería a permitir que la inflación futura se acelere para que el nivel de precios vuelva a ser el que habría sido si la inflación se hubiera mantenido dentro del objetivo. Los beneficios incluyen expectativas creíbles de tipos de interés bajos durante más tiempo, lo que podría contribuir a evitar una recesión más profunda y un período prolongado de inflación baja. Alcanzar el objetivo de inflación del 2% en promedio a lo largo del tiempo también significaría una menor volatilidad de la inflación. Sin embargo, esta estrategia también implica que, si el nivel de precios aumenta por encima del objetivo, la Fed debería comprometerse a contener la inflación en el futuro para reducir el nivel de precios. Si la economía crece lentamente y la inflación es alta, de modo que el nivel de precios rebasa el objetivo, la Fed debería comprometerse a bajar el nivel de precios con el riesgo de causar una recesión. Además, llevar a cabo este cambio podría generar algunos problemas si el público no cree que un repunte de la inflación en el presente se traducirá en una inflación más baja en el futuro. Para evitar este conflicto, la Fed podría mantener el marco actual y aplicar solo un objetivo de nivel de precios temporal cuando los tipos de interés estén cerca del límite igual a cero.

Una opción alternativa sería centrarse en el PIB nominal (la suma de la inflación y el crecimiento real del PIB). En esta estrategia se daría el mismo peso a la inflación y al crecimiento real, de modo que cuando la economía experimente una perturbación de la oferta y un componente suba mientras el otro baja, la Fed se comprometería a centrarse en la suma. Los beneficios incluyen una mejor respuesta a las crisis económicas, unos mercados financieros más estables y una mayor responsabilidad. De hecho, los defensores de esta estrategia argumentan que la política monetaria habría sido más restrictiva durante el auge de la alta tecnología y la burbuja de la vivienda. Sin embargo, dado que el objetivo de inflación estaría implícito, las expectativas de inflación estarían débilmente ancladas. Además, si el crecimiento real es bajo y la inflación es alta, como ocurre en las etapas iniciales de una recuperación, la política monetaria podría tener que mostrar un sesgo restrictivo en el momento equivocado. Además, dado que el PIB real se conoce con retraso y está sujeto a revisiones, la política monetaria podría perder su efectividad.

En vista de los pros y los contras de los marcos de política alternativos antes mencionados, parece que la Fed tiene dos opciones. En primer lugar, mantener el marco actual de políticas y esperar que el crecimiento y la inflación continúen subiendo, de modo que se puedan subir los tipos de interés nominales lo más lejos posible del límite inferior igual a cero sin hacer descarrilar la expansión. Entonces, cuando llegue (si llega) la próxima desaceleración, la Reserva Federal bajará los tipos de interés a cero y complementará la acomodación de la política monetaria con las herramientas que ya probó en el período posterior a la crisis. Si esto resultara insuficiente, la Fed consideraría la posibilidad de realizar leves cambios en el marco. La segunda opción implicaría comenzar a aplicar un marco alternativo más adecuado para lidiar con episodios recurrentes de inflación y tipos de interés reales bajos. Con la premisa de que alcanzar el límite inferior igual a cero será

algo muy frecuente, la Fed adoptaría un enfoque preventivo efectuando un cambio más pronto que tarde gracias a las condiciones económicas favorables actuales. Los cambios en el marco actual, de ser creíbles, ayudarían a evitar que se alcance el límite inferior igual a cero en el futuro.

La Fed seguirá analizando todas las opciones disponibles para actualizar el marco de política monetaria y decidir la mejor alternativa para administrar los riesgos desde el límite inferior igual a cero. No obstante, atendiendo a los cambios en su dirección y la dificultad para alcanzar consensos, parece improbable que la Fed vaya a modificar su configuración actual a corto plazo. Después de todo, los bancos centrales tienden a moverse con cautela; después de que Bernanke asumiera la presidencia en 2006, el Comité tardó seis años en adoptar explícitamente un objetivo de inflación del 2% como un elemento coherente con el mandato legal de la Reserva Federal.

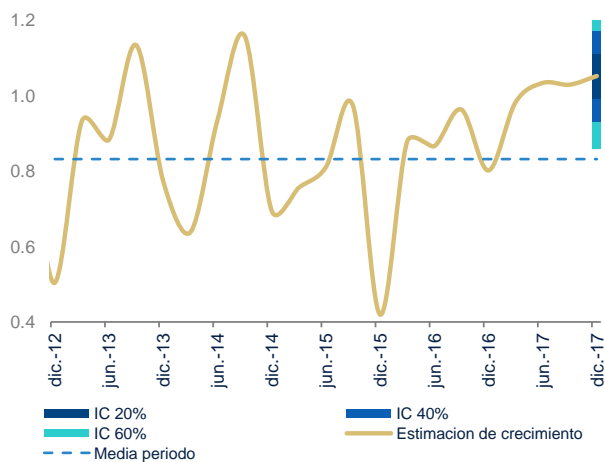
## 2. Fortalecimiento del crecimiento mundial

El crecimiento económico mundial se consolidó a finales de 2017 a un ritmo sólido del 1% intertrimestral, lo que refleja mejores resultados en todas las principales regiones y ofrece señales de un crecimiento continuado en los próximos trimestres. Nuestras previsiones apuntan a que el crecimiento mundial se acelerará ligeramente en los próximos dos años en alrededor de un punto básico, hasta situarse en el 3,8% anual. Esto representa una revisión al alza del 0,3% respecto a nuestras expectativas de hace tres meses, y obedece al mayor crecimiento en EE. UU., China y la zona del euro en 2018. Esto se debe principalmente a una mayor actividad económica y al apoyo continuo de las políticas monetarias y fiscales.

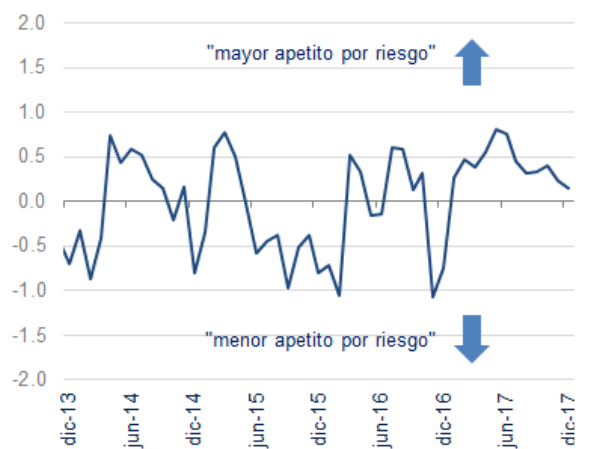
En América Latina, esperamos una recuperación algo más fuerte este año, debido a la revisión al alza de la demanda mundial y al encarecimiento de las materias primas. Existen riesgos políticos que podrían pesar sobre la confianza económica y los mercados financieros. Sin embargo, estas incertidumbres son menos importantes que hace tres meses. El gasto en inversión se ha afianzado gracias al aumento de la demanda mundial y a un repunte en el comercio internacional, lo que permite una recuperación del sector industrial. El consumo privado ha ganado impulso y continúa siendo fuerte.

En China, esperamos un crecimiento moderado en el futuro, aunque a un ritmo menor que en nuestra perspectiva anterior. Los factores que sustentan este escenario se mantienen sin cambios: menor apoyo de las políticas económicas, una política monetaria más prudente, ajustes regulatorios, el final del exceso de capacidad industrial y una política fiscal menos expansiva. Con todo, la eliminación de un objetivo de crecimiento estricto sugiere un mayor enfoque hacia la reducción de los desequilibrios estructurales, lo que impulsará el crecimiento potencial. Actualmente anticipamos que el PIB se ralentizará hasta el 6,3% en 2018 (un 0,3% más que hace tres meses) y hasta alrededor del 6% en 2019.

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



**Gráfica 2.2** Indicador de propensión al riesgo (factor general basado en flujos EPFR)





Respecto a Europa, el sentimiento económico favorable podría prolongarse, aunque será difícil mantener el ritmo de crecimiento actual, claramente superior a su potencial. Los últimos datos, unidos al aumento de la demanda mundial y una menor incertidumbre, nos han llevado a revisar al alza nuestra previsión de crecimiento del PIB para 2018 en 0,4 puntos básicos hasta el 2,2%, mientras que estimamos un crecimiento del 1,8% para 2019. Asimismo, hemos elevado nuestra previsión de inflación general en 3 puntos porcentuales hasta el 1,5% para 2018 y hasta el 1,6% para 2019. En cuanto a la inflación, seguimos anticipando un aumento gradual en 2018 y 2019, impulsado por una fuerte demanda interna, un mercado laboral más saludable y una reducción de la capacidad excedente.

El aumento del crecimiento y la mayor demanda han estado acompañados hasta ahora por una inflación moderada, a pesar de las medidas expansivas articuladas por los principales bancos centrales y la reducción gradual de la capacidad no utilizada en las economías desarrolladas. Quedan dudas sobre si los factores que sustentan la debilidad de la inflación son transitorios o permanentes. El crecimiento económico continuo y el aumento de los precios del petróleo deberían impulsar la inflación en el corto plazo, facilitando los avances en la normalización de las políticas de los bancos centrales en las economías desarrolladas.

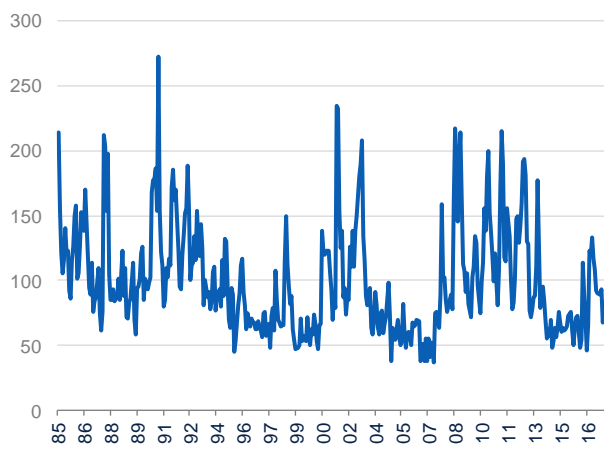
Ante la ausencia de turbulencias económicas adversas a nivel mundial, los fundamentales del mercado han seguido respaldando la asunción de riesgos por parte de los inversores. En concreto, el entorno económico optimista ha propiciado condiciones monetarias todavía acomodaticias, lo que ha contribuido a mantener una volatilidad históricamente baja en los mercados financieros. Sin embargo, esto lleva a los inversores a preguntarse si ciertos activos están sobrevalorados, incluidas las acciones en los países desarrollados, que han mantenido una tendencia alcista.

Con respecto a la política monetaria, no ha habido sorpresas. El fuerte ritmo de crecimiento está validando la normalización de la política monetaria en las economías desarrolladas. Esta perspectiva positiva también ha desencadenado una revisión al alza de las previsiones económicas de la Reserva Federal de EE. UU. y del Banco Central Europeo (BCE). El BCE reducirá la flexibilización cuantitativa en 2018, si bien su enfoque difiere de la Estrategia de Normalización del Balance de la Fed, que ya está en marcha. Aunque las compras de activos se han reducido notablemente, el programa se ha prorrogado hasta al menos septiembre de 2018. En este contexto, el BCE mantiene su compromiso de no subir los tipos de interés hasta algún momento posterior al final de la flexibilización cuantitativa, lo que sugiere que los tipos no subirán hasta 2019. Otros bancos centrales, como el Banco de Inglaterra y el Banco de Canadá, están tomando medidas en la misma dirección (con subidas de tipos de interés puntuales). El Banco de Japón ha mantenido su política monetaria, si bien ha ralentizado sus compras de activos en línea con los principales bancos centrales. Los mercados financieros deberán adaptarse a un entorno monetario más "normal".

### 3. Mayor optimismo en EE. UU. tras la reforma tributaria

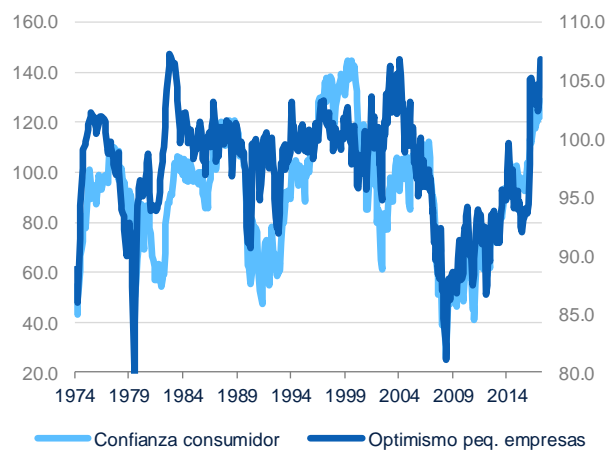
Ni los casi 2.500 tuits de Trump en sus primeros 12 meses de mandato, ni el posible auge del populismo en Europa, ni los desastres climatológicos en EE. UU. (Harvey, Irma y Maria), ni un cambio en las ambiciones económicas de China ni la paralización de los servicios gubernamentales a principios 2018 han logrado enfriar el optimismo tanto a nivel nacional como internacional, lo que generó un repunte en el crecimiento y las expectativas. De hecho, el crecimiento anualizado en los últimos tres trimestres en los EE. UU. se situó de media en el 2,9%, lo que supone la tasa más elevada en tres trimestres desde el primer trimestre de 2015 (3,5%). A pesar de las contribuciones negativas de las exportaciones netas y de una disminución en la acumulación de inventarios, las cifras del PIB fueron muy positivas. De hecho, sobre una base interanual, el consumo personal, la inversión fija privada y el gasto público (federal, estatal y local) aumentaron en un 2,8%, un 5,4% y un 0,7%, respectivamente. Tras los sólidos datos del cuarto trimestre (2,6% en tasa anual desestacionalizada), el crecimiento promedio anual fue del 2,3% en 2017.

**Gráfica 3.1** Incertidumbre en materia de política económica, 1985 = 100



Fuente: BBVA Research & Baker et al

**Gráfica 3.2** Confianza del consumidor y optimismo de las pequeñas empresas, 1985 = 100



Fuente: BBVA Research

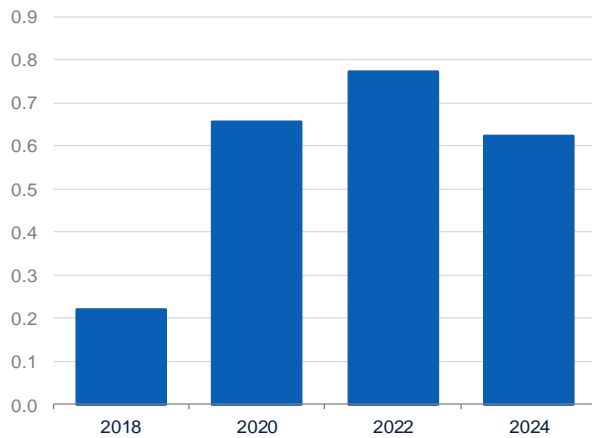
Dada la combinación de una mayor confianza del consumidor y la mejora del optimismo de las empresas y los inversores a raíz de la reforma fiscal, las condiciones financieras probablemente continuarán siendo favorables. Los diferenciales crediticios corporativos continuarán disminuyendo, ya que la propensión por el riesgo sigue siendo elevada. Los bonos del Tesoro, después de mantenerse estables durante todo 2017, han comenzado a subir debido en parte a las crecientes expectativas de inflación y a la incertidumbre, así como al mayor crecimiento y las fricciones entre la oferta y la demanda; sin embargo, no esperamos que los tipos de interés a largo plazo aumenten rápidamente, arriesgándose a un mayor endurecimiento de las condiciones crediticias en 2018. Además, si la Fed sube los tipos otras tres veces este año, esto llevaría la política monetaria más cerca de una posición neutral, lo que sugiere que los tipos a corto plazo se mantendrán ligeramente acomodaticios durante la mayor parte del año. Respecto a la renta variable, la Ley estadounidense de Reducción de Impuestos y Empleos (TCJA, por



sus siglas en inglés) implica una disminución de aproximadamente un 20-30% en los tipos efectivos promedio del impuesto de sociedades aplicable a las empresas estadounidenses, lo que probablemente aumente los beneficios después de impuestos en un porcentaje similar. Por ello, existen pocas evidencias de que las valoraciones actuales sean irracionales o excesivas, lo que sugiere que la probabilidad de una corrección en el corto plazo de la Bolsa continúa siendo baja.

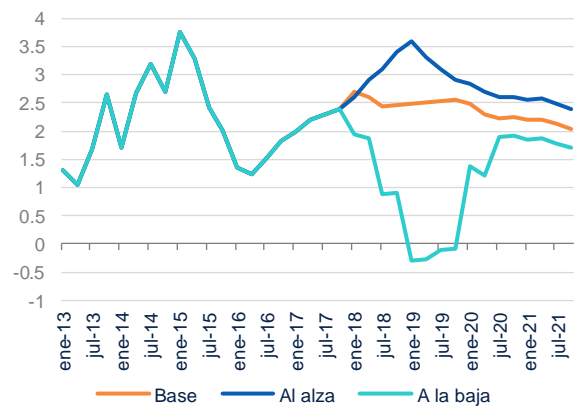
Este optimismo y dinamismo fueron suficientes para justificar la revisión al alza de nuestra perspectiva de crecimiento en 10-20 puntos básicos de cara a 2018. Sin embargo, con la aprobación de la TCJA, nuestro escenario base es ahora de un crecimiento todavía superior. Estimamos que la TCJA aportará un 0,2% al crecimiento del PBI en 2018. El efecto acumulado para 2024 será del 0,6%, lo que implica un crecimiento del PIB real del 2,6% y del 2,5% en 2018 y 2019, respectivamente.

**Gráfica 3.3** Impacto de la Ley de Reducción de Impuestos y Empleos - PIB, p.p.



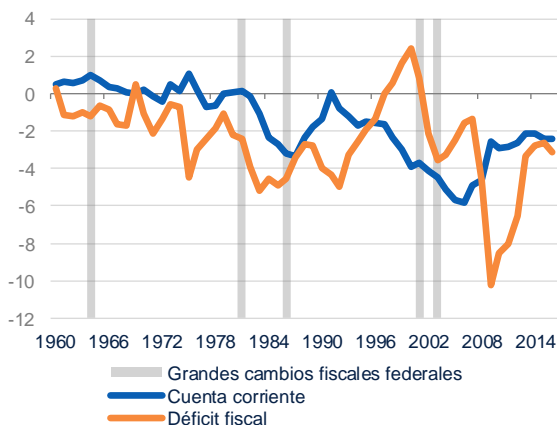
Fuente: BBVA Research

**Gráfica 3.4** Producto Interior Bruto, % interanual



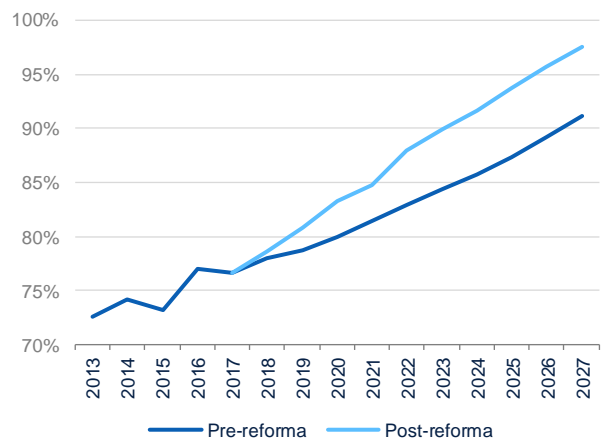
Fuente: BBVA Research

**Gráfica 3.5** Déficits presupuestarios y balanza por cuenta corriente, % del PIB



Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

**Gráfica 3.6** Deuda/PIB, %

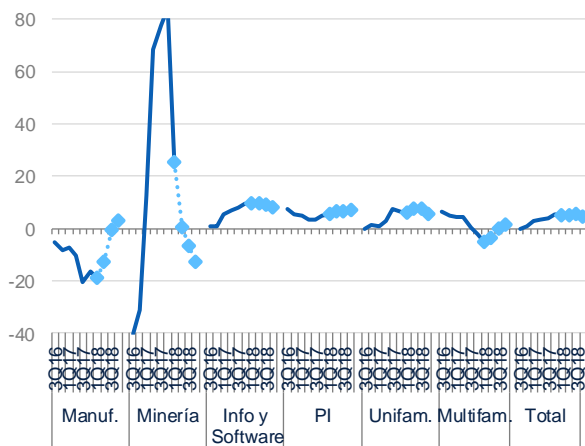


Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

Si bien el impacto de los cambios tributarios podría ser menor de lo esperado, especialmente si consideramos que la economía está operando a pleno empleo, o cerca del mismo, y que unos tipos de interés más altos podrían contrarrestar algunos de los efectos positivos, esperamos que el impulso en el lado de la oferta derivado de los cambios en el impuesto de sociedades compense cualquier aspecto negativo. Entre las disposiciones clave de esta ley se incluye la reducción de los tipos impositivos marginales hasta un nivel más competitivo a escala mundial, una mayor capacidad para deducir nuevas inversiones, menores tipos marginales en los ingresos transferidos de las pequeñas empresas y el cambio a un sistema territorial con reglas destinadas a prevenir los abusos y un impuesto destinado a evitar la erosión de la base impositiva (BEAT, por sus siglas en inglés).

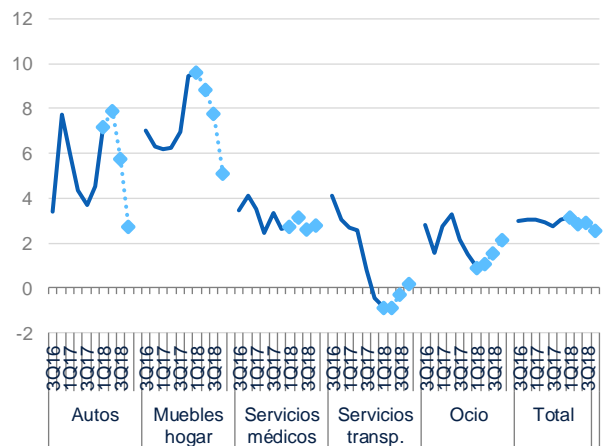
Aunque las rebajas fiscales individuales impulsarán ligeramente los ingresos medios después de impuestos, la expiración de algunos recortes impositivos y la reducción en los tipos marginales orientada hacia las personas con mayores ingresos podrían reducir la propensión agregada marginal al consumo, lo que sugiere que el impacto por el lado de la demanda se verá atenuado. En otras palabras, una gran parte de las rebajas fiscales podría traducirse en un mayor ahorro más que en inversiones o consumo. Esto podría provocar que los déficits federales excedan la previsión actual a 10 años de 1,45 billones de dólares. Tal aumento en los déficits federales implicaría una relación deuda/PIB de alrededor del 96% para 2027; un porcentaje que es aproximadamente un 5% más alto que las previsiones de referencia previas.

**Gráfica 3.7** Inversión fija privada real de la industria, % interanual



Fuente: BBVA Research

**Gráfica 3.8** Consumo privado real, % interanual



Fuente: BBVA Research

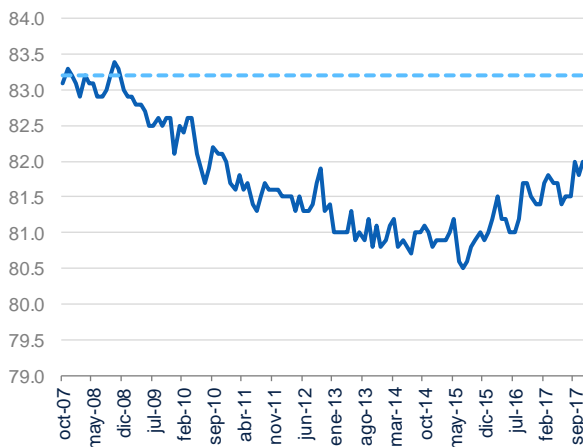
El sentimiento popular tampoco está del lado del consumo, ya que solo un 14 por ciento de los votantes espera que bajen sus impuestos,<sup>1</sup> algo que resulta sorprendente, dado que es probable que a casi el 80 por ciento de los contribuyentes se le reduzcan sus cargas tributarias.<sup>2</sup> Hasta ahora, la respuesta de las empresas al aumento del rendimiento del capital ha consistido en pagos únicos a sus trabajadores, más que en subidas de sueldo. Sin embargo, las variaciones en los ingresos

1: Five thirty eight: <https://fivethirtyeight.com/features/voters-are-skeptical-of-the-gop-tax-bill-overall-not-just-whether-theyll-get-a-cut/>  
 2: <http://www.taxpolicycenter.org/publications/distributional-analysis-conference-agreement-tax-cuts-and-jobs-act/full>

globales suelen ser menos elásticas, ya que las personas tienden a suavizar los patrones de consumo (ahorrar). Asimismo, las estimaciones optimistas en torno al número de trabajadores que reciben bonificaciones son de alrededor de 2 millones, lo que representaría aproximadamente el 1% de la masa laboral total. Por ello, esperamos que la TCJA proporcione solo un impulso moderado para el consumo en 2018 y 2019, lo que implica un crecimiento de alrededor del 2,7% y el 2,4%, respectivamente.

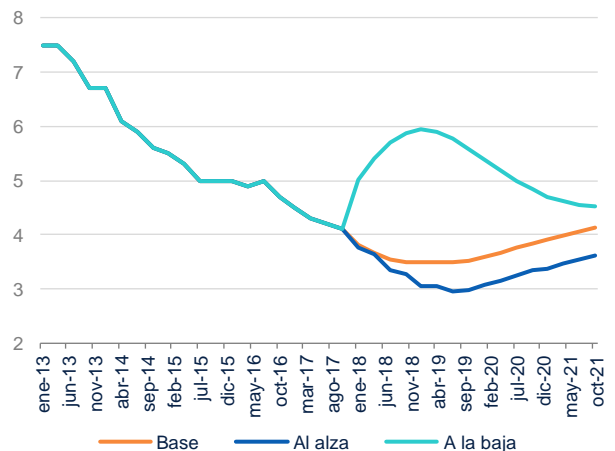
El ámbito en el que la TCJA presenta mayor potencial para impulsar el crecimiento interno es en el lado de la oferta con un impacto en la inversión fija privada, ya que las empresas quedarán sujetas ahora a unos tipos impositivos legales menores y se podrán deducir la totalidad de los gastos de capital por un período de cinco años. Esto se sumará a los vientos de cola en el sector minero, como el aumento de la productividad en tareas de exploración de esquisto, la subida de los precios y un mayor potencial de las exportaciones. Además, el debilitamiento del dólar estadounidense, los incentivos a la inversión y un mayor crecimiento mundial e interno ofrecen el potencial de reactivar el sector manufacturero, que se contrajo en 2017. En cuanto a la inversión residencial, se espera que los cambios en el impuesto sobre la renta estándar, estatal y local y las deducciones de los intereses hipotecarios únicamente tengan unos efectos moderadamente negativos sobre los precios de las viviendas; lo que sugiere que la inversión residencial podría crecer con fuerza dada la persistente escasez de oferta en las principales áreas metropolitanas. Como resultado, esperamos que el crecimiento real de la inversión fija privada se acelere al 4,4% en 2018 y al 4,9% en 2019, desde el 3,2% en 2017.

**Gráfica 3.9** Participación de las personas en edad de máximo rendimiento en la fuerza laboral, %



Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

**Gráfica 3.10** Tasa de desempleo, %



Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

En relación con los fundamentales, el mercado laboral se mantiene en una posición históricamente sólida. La creación mensual de empleo alcanzó de media los 174.000 puestos de trabajo en el cuarto trimestre de 2017; esta cifra es coherente con el promedio anual, los cambios demográficos y la desaceleración del crecimiento de la fuerza laboral. Por lo que respecta a los puntos fuertes de la industria, los sectores financiero, manufacturero, de la construcción, y de servicios profesionales y técnicos contribuyeron en buena medida al crecimiento del empleo al sumar 105.000, 84.000, 190.000 y 265.000 empleos,

respectivamente. Sin embargo, el sector minorista solo aportó 13.600 empleados en 2017, lo que representa la tasa más baja de creación de empleo no recesiva en la historia moderna. En parte, esto refleja un cambio en las preferencias del consumidor hacia las compras en línea en lugar de en establecimientos físicos.

Sin embargo, los trabajadores en edad de máximo rendimiento — 24-55 años — que habían abandonado la fuerza laboral a ritmos alarmantes — están volviendo ahora al mercado laboral. De hecho, la tasa de participación de los trabajadores en edad de máximo rendimiento aumentó en 1,3 puntos porcentuales desde 2015, de los cuales un 60% obedece a un aumento de la participación femenina. En otras palabras, de los 1,5 millones de trabajadores en edad de máximo rendimiento que ingresaron/volvieron a la fuerza laboral desde 2015, casi un millón eran mujeres. La mejora en los trabajadores en edad de máximo rendimiento parece estar respaldada por una mayor creación de empleo en los sectores de reparación y mantenimiento de artículos para el hogar, servicios funerarios y asociaciones de miembros.

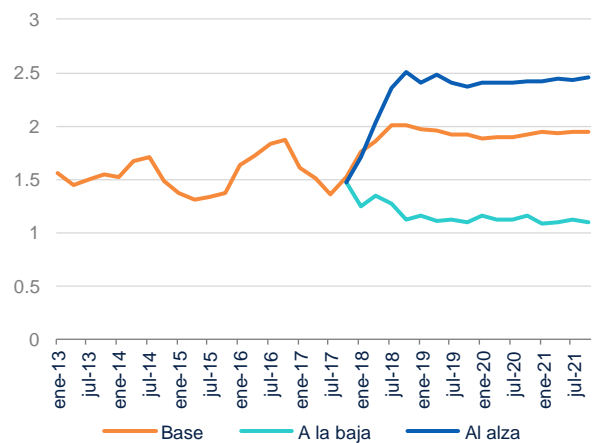
Parte de la brecha de género también podría asociarse con oportunidades y habilidades. Por ejemplo, dos sectores tradicionalmente dominados por hombres como la construcción y las manufacturas, actualmente tienen 500.000 puestos de trabajo vacantes en comparación con profesiones con mayor participación de mujeres como la atención médica y la asistencia social y los servicios comerciales profesionales, que cuentan con más de 2 millones de vacantes. No sorprende que, dada la creciente demanda de trabajadores hospitalarios y de enfermería, los salarios en estos sectores aumenten a un ritmo coherente con un mercado laboral ajustado, como es el caso de la construcción y el transporte, que han continuado padeciendo un problema de escasez de personal en el período posterior a la crisis.

**Gráfica 3.11** Expectativas de inflación, %



Fuente: BBVA Research

**Figure 3.12** PCE general, % interanual



Fuente: BBVA Research

Asimismo, aunque gran parte de los aumentos salariales previos en el período posterior a la crisis tenían un carácter sectorial, en 2017 la mayoría de los sectores experimentaron un aumento significativo en los salarios tanto nominales como reales. Dicho esto, dada la rigidez del mercado laboral y el hecho de que prevemos que la tasa de desempleo caerá muy

por debajo de su promedio a largo plazo hasta el 3,7% al cierre de 2018, cabría esperar que los salarios y los precios suban con aún más fuerza. La falta de respuesta ha llevado a algunos a cuestionar los vínculos entre las expectativas de inflación y el desempleo.

No obstante, ahora esperamos que la inflación subyacente comience a subir debido a una política fiscal expansiva, un crecimiento más fuerte y un dólar más débil. A pesar del crecimiento más alto de lo previsto y de las perspectivas de una política presupuestaria financiada mediante el déficit, la inflación subyacente mantendrá su tendencia por debajo del 2%. Es probable que categorías como la salud y la educación, que contribuyeron en gran medida a elevar la inflación en el período anterior a la crisis, continúen creciendo a tasas inferiores a su tendencia anterior a la crisis. Como resultado, nuestro escenario base asume una convergencia del gasto en consumo personal general (PCE, por sus siglas en inglés) con su tendencia a largo plazo de en torno al 1,9% para el 4T18.

El balance de riesgos también parece inclinado al alza dado, atendiendo a la probabilidad moderada de que la inversión privada y/o el consumo interno respondan a los cambios tributarios con más fuerza de lo esperado. Además, la confianza global sigue siendo alta, se espera que las condiciones en Europa y China sigan siendo halagüeñas, mientras que los riesgos en América Latina parecen ser de naturaleza más política que económica.

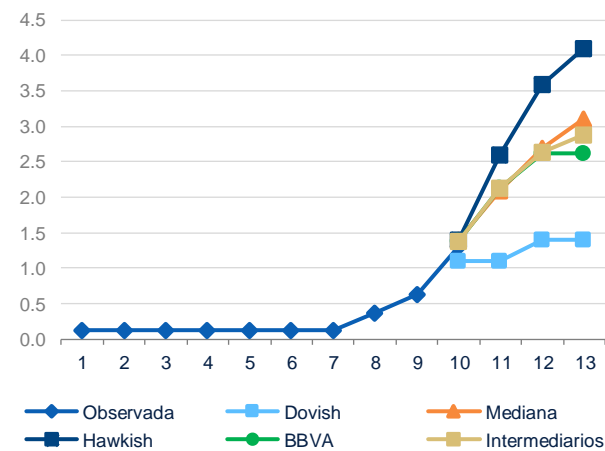
Con respecto a los riesgos a la baja, la incertidumbre en torno a la política interna continúa siendo la mayor preocupación. Aunque se ha puesto fin al primer cierre de la Administración en cuatro años, el acuerdo solo ofrece al Congreso y al Presidente tres semanas para negociar créditos anuales antes de que el Gobierno se quede sin fondos el 8 de febrero. Llegar a un acuerdo antes de la fecha límite resultará difícil dada la polarización política existente en Washington y la falta de buena voluntad de ambas partes. Lo que complica las cosas es el techo de la deuda, que superó los 20 billones de dólares el 9 de diciembre. Las medidas extraordinarias adoptadas para mantenerse dentro del límite legal se agotarán en marzo. Exceptuando cualquier cambio imprevisto en las posturas partidistas, el Congreso y el Presidente probablemente optarán por seguir postergando el problema con medidas provisionales, lo que exacerbará la incertidumbre política y pondrá en riesgo la solvencia crediticia de EE.UU. Especialmente si los demócratas perciben que estos acuerdos recurrentes a corto plazo benefician sus posibilidades para las elecciones de media legislatura.

Dicho esto, con una política monetaria predecible, unas condiciones financieras estables, un efecto riqueza derivado del aumento de los precios de las acciones, el estímulo presupuestario y el repunte de la confianza, esperamos que 2018 sea un año de crecimiento superior a la media. De hecho, es probable que este impulso continúe en 2019 con los incentivos adicionales derivados de la desregulación y la posibilidad de acometer aumentos moderados en el apalancamiento de los hogares y las empresas. Teniendo esto en cuenta, dentro de unos pocos meses, este ciclo económico se convertirá en la expansión más larga de la historia.

## 4. La política monetaria entra con paso firme en 2018

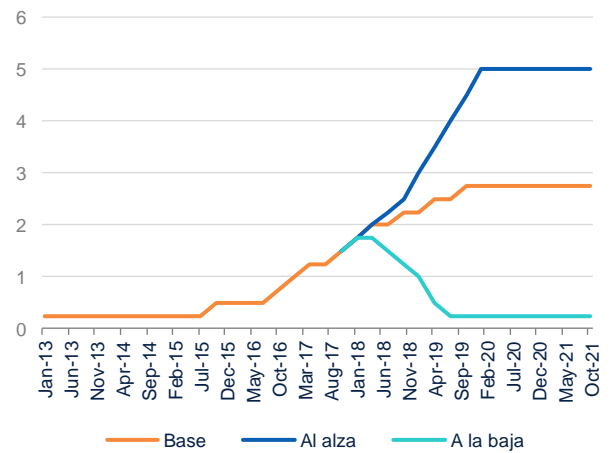
Después de agotar la paciencia del mercado en 2016 con una pausa inesperada y prolongada en su estrategia de normalización, la Reserva Federal recuperó el paso en 2017. Los tipos de interés se elevaron en 25 p.b. en tres ocasiones (en línea con las expectativas del comité a principios del año), se comunicó y ejecutó el proceso de reducción del balance, al tiempo que se consolidó la transición entre Yellen y su sucesor (Powell). Como resultado, las expectativas del mercado y del consenso están ahora más estrechamente alineadas con un aumento gradual pero constante de los tipos de interés en 2018 y más allá. De hecho, la brecha que queda tiene más que ver con el nivel final de este ciclo de ajuste que con el momento y el ritmo de la normalización de los tipos de interés, ya que los mercados están ahora alineados con nuestro escenario de base que anticipa tres subidas más de 25 p.b. de los tipos en 2018.

**Gráfica 4.1** Tipos de la Fed, %



Fuente: BBVA Research, Haver Analytics y FRB

**Gráfica 4.2** Escenarios sobre los tipos de la Fed %



Fuente: BBVA Research

Dado que la política de normalización se va afianzando, la principal fuente de incertidumbre proviene de la composición cambiante del consejo del FOMC y de la rotación interna de los nuevos presidentes regionales. Este año es probable que el consejo tenga un nuevo presidente, al menos dos nuevos gobernadores (posiblemente tres más), un nuevo vicepresidente y presidente en la Reserva Federal de Nueva York, y un nuevo responsable de asuntos regulatorios. Suponiendo que todos los puestos de gobernador se ocupen con candidatos de actitudes similares respecto a la política monetaria — expertos defensores de las políticas tradicionales —, como Quarles y Goodfriend, se produciría un cambio importante en el sesgo de votación del consejo, que pasaría de un tono ligeramente moderado a otro más agresivo. Este sesgo más agresivo también se verá reforzado por la rotación de los presidentes regionales: El presidente de la Fed de Cleveland, Mester, votará en 2018, Kashkari (Minneapolis) y Evans (Chicago) no votarán, y el nuevo presidente de la Fed de Richmond, Thomas Barkin, votará por primera vez este año. Así las cosas, la tolerancia del comité con respecto a una mayor inflación podría ser limitada.



**Gráfica 4.3** Rotaciones en el consejo del FOMC

		Dovish		Centro	Hawkish	
Permanente		Brainard	Dudley**	Powell	Quarles, Goodfriend	
Rotación	2017	Kashkari	Evans	Kaplan	Harker	
	2018		Williams, Bostic*		Barkin*	Mester
	2019		Evans, Rosengren	Bullard		George
	2020	Kashkari		Kaplan	Harker	Mester

\* Nuevo nombramiento/Interino, sesgo de votación no observado

\*\*Se jubila en 2018

A la espera de confirmación

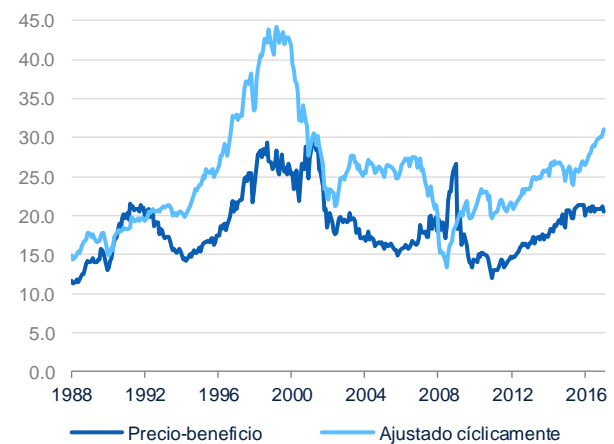
Fuente: BBVA Research

En cuanto a la nueva presidencia, la prueba más importante será el estilo de liderazgo de Powell, que será sometido a escrutinio en las primeras fases de su mandato. Powell rompe con la tradición de los dos presidentes anteriores, que tenían unos antecedentes económicos de pedigrí. Él sí tiene experiencia política y financiera, ya que ocupó el cargo de subsecretario del Tesoro durante el mandato de George H.W. Bush y fue socio en la empresa de capital riesgo The Carlyle Group. Sin embargo, la principal labor de Powell como gobernador fue entre bambalinas. Se ocupó de la respuesta al colapso repentino de la deuda del Tesoro en 2014, al tiempo que ha lideró los trabajos de reforma del tipo interbancario de oferta de Londres (LIBOR). Como resultado, aunque es probable que se comprometa a defender el objetivo de inflación simétrica del 2% de la Fed y que considere que la mejor manera de luchar contra la próxima recesión es volver a bajar la inflación al 2%, también aboga por un enfoque sólido de gestión de riesgos y una clara diferenciación entre la política monetaria y las herramientas macroprudenciales. Con respecto a la economía política y la política presupuestaria, cabe que se muestre más tolerante que la presidencia actual, aunque no sacrificaría la estabilidad de precios por conseguir los objetivos de crecimiento a corto plazo.

Sin embargo, con la inflación acercándose al objetivo de la Reserva Federal y el mercado laboral superando claramente los niveles que el comité consideraría coherentes con la tendencia a largo plazo, existe la posibilidad de que un consejo más conservador preste más atención a las condiciones financieras. En primer lugar, las preocupaciones sobre la inversión de la curva de rendimientos podrían crecer: hay temores desde la perspectiva de la señalización del mercado — los mercados reaccionan a las señales de inversión en lugar de anticiparse a ellas — y desde la perspectiva de los indicadores adelantados, ante la preocupación de que la inversión pueda ser un reflejo del debilitamiento del crecimiento económico. Lo anterior sugeriría desacelerar el ritmo de la normalización para permitir que la prima a plazo aumente, lo que implicaría un ritmo más rápido de normalización en un esfuerzo por preparar la política monetaria para la próxima turbulencia. En segundo lugar, los mercados de renta variable de EE.UU., si bien no han crecido de manera irracional según algunos indicadores, sí han experimentado su segunda racha alcista más larga y están en situación de superar a la subida de los años 90, que fue la más larga de la historia. En tercer lugar, siguen desarrollándose presiones sobre los precios de las viviendas, a pesar de

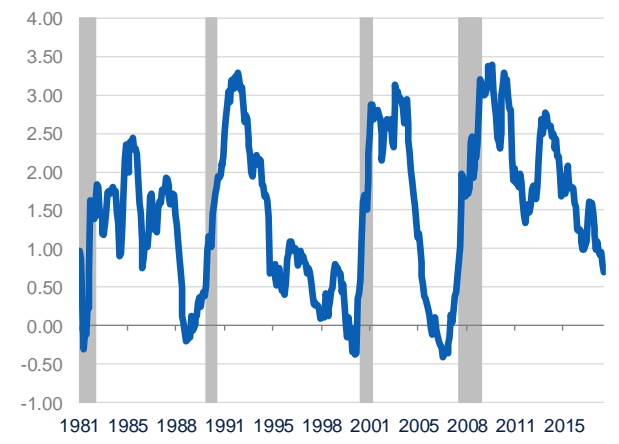
las condiciones financieras más estrictas y de que cada vez resultan menos asequibles. En cuarto lugar, el dólar se ha debilitado a pesar de que la Fed lideró el impulso de normalización en las economías desarrolladas, una tendencia que podría complicar la perspectiva de inflación. Por último, aunque el *modus operandi* de la Fed con respecto a la reforma tributaria ha sido que dicha reforma afectará principalmente por el lado de la oferta y, por lo tanto, no tendrá un gran impacto sobre sus perspectivas inflacionarias, existe la posibilidad de que algunos de los nombramientos de línea dura empiecen a ejercer sus mandatos siguiendo los postulados de John Taylor y aboguen por una política menos flexible. Aunque es posible que estos factores estén cada vez más bajo el foco, es poco probable que haya grandes divergencias en lo que respecta a la normalización, aunque la confianza de los mercados o de los inversores se pudiera ver afectada.

**Gráfica 4.4** S&P 500, ratio precio-beneficio y ajustado cíclicamente



Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

**Gráfica 4.5** Pendiente de la curva de rendimientos (10 años-1 año) y recesiones



Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

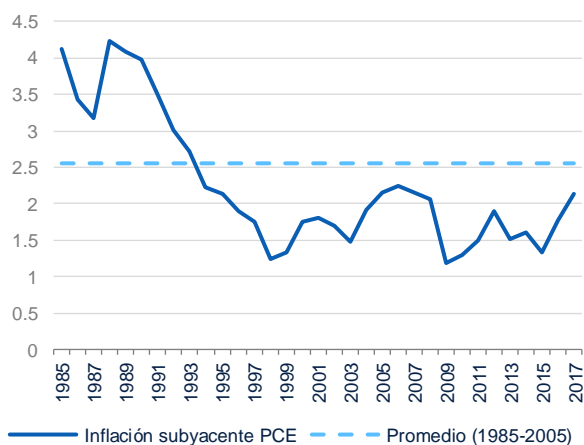
Tanto el cambio en el espíritu del comité como el hecho de que este está cerca de conseguir su doble mandato sugieren que la Fed también comenzará a prestar más atención a opciones de política en los años venideros. Si bien no esperamos un cambio en la estrategia a corto plazo, podría haber serios debates sobre posibles ajustes en los objetivos y herramientas. Las posibles alternativas al marco actual de objetivos de inflación incluyen políticas como la focalización en el ámbito de la inflación y el PIB nominal. Del mismo modo, vista la situación desde la perspectiva actual, seguramente se avivará el debate sobre las herramientas de política monetaria no convencionales utilizadas durante la crisis, como la flexibilización cuantitativa, las orientaciones acerca de la política monetaria y la regulación financiera y su eficacia. Con todo, si la historia sirve de precedente, el comité y el Congreso se mostrarán reacios a ampliar el alcance o el enfoque de la política monetaria en el corto plazo.

Nuestro escenario base asume otras tres subidas de tipos en 2018 y dos más en 2019. Sin embargo, en vista de que las lecturas de inflación subyacente y general están subiendo, de que las expectativas de inflación basadas en el mercado están alcanzando sus máximas cotas de los últimos 3 años, y a la luz de los posibles efectos derivados del debilitamiento del dólar débil, del repunte en los precios de las materias primas, de la política fiscal expansiva y del endurecimiento de los mercados laborales, cada vez es más probable que en 2018 se produzcan cuatro subidas de tipos.

## 5. La inflación y la curva de Phillips

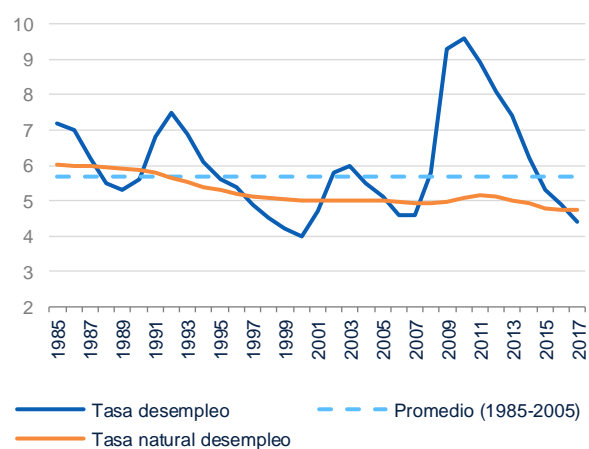
Estados Unidos ha experimentado una baja inflación en la última década (Gráfica 5.1). Si bien el doble mandato de la Reserva Federal incluye la estabilización de los precios, una tasa de inflación baja durante un periodo prolongado también conlleva sus riesgos. Tal y como nos muestra Japón — el ejemplo modélico de una economía con baja inflación —, una tasa de inflación reducida se traduce en unos tipos de interés nominales también bajos, lo que deja al banco central un margen de maniobra insuficiente para actuar en situaciones económicas adversas. Esto se conoce como el problema de límite inferior igual a cero (ZLBP, por sus siglas en inglés).<sup>3</sup> La sabiduría convencional recomienda un período prolongado de política monetaria expansiva para impulsar la demanda y, en consecuencia, elevar el nivel de precios por encima del objetivo de inflación.

**Gráfica 5.1** Inflación subyacente índice PCE (1985-2017)  
%



Fuente: BEA, Haver y BBVA Research

**Gráfica 5.2** Tasa de desempleo (1985-2017)  
%



Fuente: BLS, CBO y BBVA Research

### La curva de Phillips

La baja tasa de desempleo complicó el problema del límite inferior igual a cero durante los últimos años (Gráfica 5.2). La tasa de desempleo en 2016-2017 fue notablemente inferior a su promedio histórico. Además, la tasa de desempleo ha sido consistentemente más baja que su tasa natural desde noviembre de 2016, lo que indica un probable sobrecalentamiento de la economía, y esto implicaría una política monetaria más restrictiva con tipos de interés más altos. No obstante, la inflación se ha mantenido baja, lo que resulta incoherente con las relaciones establecidas entre la rigidez del mercado laboral y la inflación. Este enigma llevó a los políticos y economistas a volver a investigar esta relación con un enfoque más teórico.

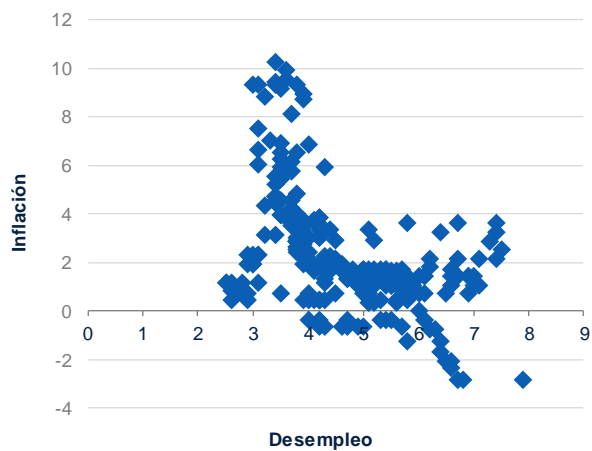
Aunque hemos visto una situación similar de baja inflación y bajo desempleo en Japón durante más de dos décadas, conviene señalar que no hemos observado tal combinación en la historia económica de EE.UU. De hecho,

3: Reifschneider, D., & Williams, J. C. (2000). Three Lessons for Monetary Policy in a Low Inflation Era. *Journal of Money, Credit and Banking*, 936-966.

convencionalmente se piensa respecto a las fluctuaciones del ciclo económico que la inflación (tasa de desempleo) aumentará (disminuirá) durante las expansiones económicas, y ocurrirá lo contrario durante las recesiones económicas. Irving Fisher descubrió inicialmente la disyuntiva existente entre la inflación y el desempleo en 1926,<sup>4</sup> lo que más tarde se llamó la "Curva de Phillips" debido al trabajo de William Phillips, ampliamente difundido, que analiza la relación inversa entre las subidas salariales y la tasa de desempleo en los datos británicos.<sup>5</sup>

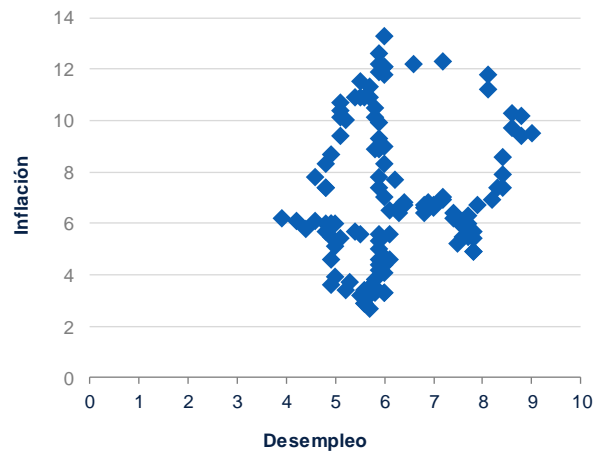
La relación estadística entre la inflación y el desempleo apunta a un recurso conveniente para el banco central: se pueden crear puestos de trabajo siempre que los responsables de política monetaria estén dispuestos a tolerar un aumento de la inflación. De hecho, tal relación es válida para la década de 1960, y la economía de los EE. UU. disfrutó de una década de prosperidad económica (Gráfica 5.3).

**Gráfica 5.3** Inflación y desempleo (1948-1969)  
%



Fuente: BEA, BLS, Haver y BBVA Research

**Gráfica 5.4** Inflación y desempleo (1970-1979)  
%



Fuente: BEA, BLS, Haver y BBVA Research

Sin embargo, esta disyuntiva desapareció repentinamente en la década de 1970. A medida que el banco central trataba una y otra vez de crear puestos de trabajo mediante el aumento de la inflación, la economía de los EE. UU. se vio aquejada tanto de alta inflación como de desempleo masivo (Gráfica 5.4). Edmund Phelps predijo el colapso de la relación en 1967,<sup>6</sup> cuando los datos económicos no mostraban signos que llevaran a rechazar la curva de Phillips. Phelps argumentó que, a la larga, el desempleo oscila alrededor de su nivel natural, que está determinado por fricciones reales en el mercado laboral, como los cambios en la estructura económica y el desajuste en las habilidades laborales. Por lo tanto, a largo plazo, los esfuerzos de los responsables de política monetaria por hacer bajar la tasa de desempleo por debajo de su nivel natural caerán en saco roto.

4: Fisher, I. (1973). I Discovered the Phillips Curve: "A Statistical Relation between Unemployment and Price Changes". *Journal of Political Economy*, 81(2, Part 1), 496-502.  
 5: Phillips, A. W. (1958). The Relation between Unemployment and the Rate of Change of Money Wage Rates in the United Kingdom, 1861-1957. *Economica*, 25(100), 283-299.  
 6: Phelps, E. S. (1967). Phillips Curves, Expectations of Inflation and Optimal Unemployment over Time. *Economica*, 254-281.

Sin embargo, a corto plazo, un aumento inesperado en la tasa de inflación podría reducir el desempleo. Dado que el salario nominal negociado entre los trabajadores y las empresas se basa en su inflación esperada, una sorpresa en la inflación reducirá el salario real, alentando con ello a las empresas a contratar más trabajadores. Sin embargo, después de un período de tiempo, las empresas y los trabajadores ajustarán sus expectativas para absorber las turbulencias inflacionarias, y el impulso temporal en el número de puestos de trabajo desaparecerá y la tasa de desempleo convergerá a su nivel natural. En otras palabras, dado que el banco central no puede seguir sorprendiendo al público con una inflación cada vez más acelerada, el efecto solo puede durar un breve período de tiempo.

## La nueva Curva de Phillips keynesiana

La opinión de que la inflación puede afectar al desempleo, pero solo a corto plazo, cuenta con una amplia aceptación entre los economistas. En el modelo nekeynesiano estándar utilizado por los bancos centrales en la actualidad, la relación entre la inflación y el desempleo se puede describir del siguiente modo:

$$\pi = \beta\pi^e - \kappa(u - \bar{u})$$

siendo  $\pi$  la tasa de inflación,  $\pi^e$  la tasa de inflación esperada, y  $(u - \bar{u})$  la diferencia entre la tasa de desempleo real y la tasa natural de desempleo. Los coeficientes positivos  $\beta$  y  $\kappa$  denotan el impacto de la inflación esperada y del desempleo en la inflación, respectivamente. Dado que esta ecuación constituye un componente clave para los modelos nekeynesianos, a menudo se la denomina nueva Curva de Phillips keynesiana (NKPC, por sus siglas en inglés).<sup>7</sup>

Según la ecuación, la tasa de desempleo y la tasa de inflación están negativamente correlacionadas. El parámetro de la pendiente,  $\kappa$ , determinará la sensibilidad de los cambios de las dos. Además, dado que la relación entre la inflación y el desempleo es solo a corto plazo, el parámetro de la pendiente varía a lo largo del tiempo. De acuerdo con Blanchard et al. (2015)<sup>8</sup> y Blanchard (2016),<sup>9</sup> el parámetro de la pendiente ha disminuido de manera constante desde el 0,7 de la década de 1960 hasta el 0,1 actual. Aunque diferentes economistas pueden mantener varias estimaciones del parámetro de la pendiente, la mayoría coincide en que la pendiente ha ido disminuyendo, lo que comúnmente se conoce como el "aplanamiento" de la Curva de Phillips.

Con la disminución de la sensibilidad a la tasa de desempleo, la inflación prevista desempeña un papel cada vez más importante en la configuración de la evolución de las tasas de inflación. Partiendo de las mismas estimaciones de Blanchard et al., el anclaje de las expectativas ha ido aumentando gradualmente desde mediados de los años ochenta. El valor de  $\beta$  estaba alrededor de 0,3 en 1985 y desde 2008 se sitúa cerca de 1. La primacía de la inflación prevista sobre la inflación real se produce después de tres décadas de baja inflación y de credibilidad de las autoridades monetarias.

7: Gordon, R. J. (2011). The history of the Phillips Curve: Consensus and Bifurcation. *Economica*, 78(309), 10-50.

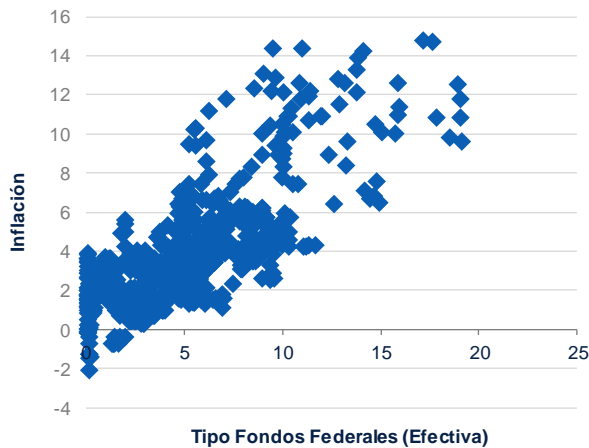
8: Blanchard, O., Cerutti, E., & Summers, L. (2015). Inflation and Activity—Two Explorations and Their Monetary Policy Implications (No. w21726). National Bureau of Economic Research.

9: Blanchard, O. (2016). The United States Economy: Where to from Here? The Phillips Curve: Back to the '60s?. *The American Economic Review*, 106(5), 31-34.

## ¿Cómo evolucionarán las expectativas de inflación?

Los responsables de política monetaria y los economistas dieron varias explicaciones sobre la baja inflación. Algunos economistas creen que este fenómeno es solo temporal. Por ejemplo, la presidenta de la Reserva Federal, Janet Yellen, argumenta que "las recientes lecturas bajas sobre la inflación probablemente reflejan factores transitorios". Es decir, la tasa de inflación acabará por subir y "se estabilizará en torno al 2 por ciento a medio plazo", una vez que "desaparezcan los factores transitorios".<sup>10</sup> Por lo tanto, Yellen y otros miembros del FOMC decidieron subir los tipos de interés en diciembre pasado, a pesar de que la inflación subyacente del PCE seguía por debajo del objetivo del 2%.

**Gráfica 5.5** Inflación del IPC y tipos de los fondos federales. % a/a, %



Fuente: BLS, Haver y BBVA Research

**Gráfica 5.6** Expectativas de inflación %



Fuente: Haver y BBVA Research

Sin embargo, algunos economistas, especialmente Cochrane (2015),<sup>11</sup> Williamson (2016),<sup>12</sup> y Uribe (2017),<sup>13</sup> afirman que los tipos de interés nominales pueden utilizarse como una herramienta para guiar la inflación prevista. Su idea se basa en la paridad a largo plazo entre el tipo de interés nominal y la suma del tipo de interés real y la tasa de inflación prevista, que a menudo se escribe en forma matemática como  $i = R + \pi$ , donde  $i$  denota el tipo de interés nominal,  $R$  el tipo de interés real, y  $\pi$  la tasa de inflación. Dado que el tipo de interés real viene determinado por factores "reales", las variaciones en los tipos de interés nominales y en las tasas de inflación deberían guardar una relación directa (Gráfica 5.5). Por lo tanto, si el banco central puede convencer al público de que están decididos a subir los tipos de interés, la tasa de inflación prevista seguirá el mismo ritmo, al igual que la tasa de inflación real. Esta solución se denomina "neo Fisherismo", ya que Irving Fisher fue el primer economista que calculó la relación entre los tipos de interés nominales y reales atendiendo a la inflación. Como en 2017 la Reserva Federal se mostró fuertemente decidida a "normalizar" la política monetaria, el aumento en la tasa de inflación constituye un resultado natural.

10: The Current Economic Outlook and Monetary Policy: Hearings before the Joint Economic Committee, U.S. Congress, November 29, 2017 (Testimony of Janet L. Yellen).

11: Cochrane, John H., "Doctrines Overturned." The Grumpy Economist Blog, February 2015

12: Williamson, S. D. (2016). Neo-Fisherism: A Radical Idea, or the Most Obvious Solution to the Low-Inflation Problem?. *The Regional Economist*, 24(3).

13: Uribe, M. (2017). The Neo-Fisher Effect in the United States and Japan (No. w23977). National Bureau of Economic Research.



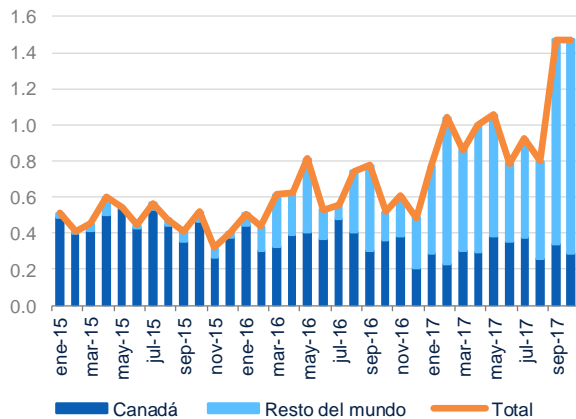
El indicador de mercado de las expectativas de inflación parece respaldar la opinión de los neofisheristas. Por ejemplo, la tasa de equilibrio de 10 años constituye una medida de mercado clave de las expectativas de inflación. Es la diferencia entre el rendimiento nominal de los bonos del Tesoro a 10 años y el rendimiento real de los valores del Tesoro protegidos frente a la inflación (TIPS, por sus siglas en inglés). En la gráfica 5.6, podemos ver que la expectativa de inflación muestra una tendencia alcista general desde 2016. El brusco aumento registrado este mes de enero ilustra la dinámica a favor de una subida de la tasa de inflación.

Aunque los responsables de política monetaria y los economistas pueden estar en desacuerdo sobre el mecanismo que subyace a la reciente subida de las tasas de inflación, a corto plazo, ambas teorías sugerirían un aumento de la tasa de inflación, y la Fed debería seguir aumentando los tipos de interés nominales. No obstante, a medio plazo, la Fed podría optar por adoptar medidas más agresivas para enfriar la economía, ya que la economía mundial parece acelerarse. Los partidarios del neofisherismo estarán más atentos a la estimación de los tipos de interés naturales, las lecturas de inflación prevista y las estrategias de comunicación del banco central.

## 6. Exportaciones de petróleo crudo: el próximo capítulo en el boom energético de Estados Unidos

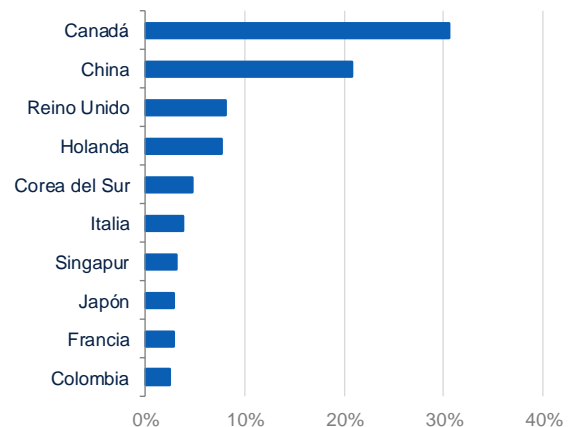
En los próximos años, Estados Unidos desempeñará un papel cada vez más importante en los mercados del petróleo crudo, no solo como un importante productor, sino también como destacado exportador. Las exportaciones de petróleo crudo han crecido de manera notable desde que en diciembre de 2015 el Congreso levantara la prohibición en vigor desde hace 40 años. Entre 2016 y 2017, aumentaron en un 69%, pasando de un promedio de 590.000 b/d a 1 millón de b/d. Entre enero de 2016 y octubre de 2017, un 42% de las exportaciones de petróleo crudo de los Estados Unidos tuvieron como destino Canadá, que originalmente estaba excluido de la prohibición. Otro 22% se dirigió a Europa, concretamente a los Países Bajos, Reino Unido, Italia, Francia y España; un 26% fue a Asia (China absorbió la mitad) y otro 8% a América Latina.

**Gráfica 6.1** Exportaciones de petróleo crudo de Estados Unidos por destino (millones de barriles por día)



Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

**Gráfica 6.2** Diez principales destinos de las exportaciones de petróleo crudo de Estados Unidos (% del total)



Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

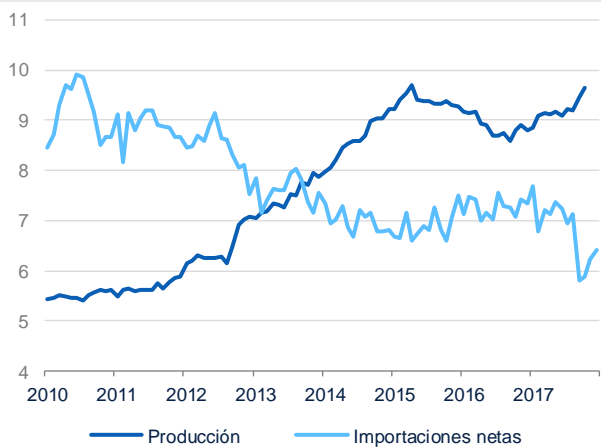
Además del levantamiento de la prohibición de exportar, existen otros factores que han contribuido al aumento de las exportaciones de petróleo crudo. El más importante es la rápida expansión de la producción del país generada por el uso de la fracturación hidráulica y la perforación horizontal para extraer petróleo crudo de las enormes reservas acumuladas en formaciones estrechas. Las exportaciones son, de hecho, la consecuencia natural del aumento de la producción. El denominado "boom del esquisto" aumentó considerablemente la cantidad de petróleo doméstico disponible para las refinerías, aumentando su capacidad y reduciendo las importaciones. De hecho, aunque EE.UU. continúa siendo un importador neto de petróleo crudo, la brecha comercial se redujo de 9,2 millones de b/d en 2010 a 6,8 millones de b/d en 2017.

Las exportaciones de petróleo crudo también fueron posibles porque las refinerías no pudieron absorber todo el crudo producido a nivel nacional. Muchas de las refinerías estaban configuradas para procesar petróleo crudo con mayor densidad

(pesado) y mayor contenido de azufre (ácido) que las variantes dulces y livianas procedentes de Bakken o Eagle Ford. Para estas refinerías, cambiar a esta variante resulta costoso; por lo tanto, la importación del crudo agrio y pesado de países como Canadá o Venezuela tiene más lógica económica. Esta situación creó un excedente de crudo liviano dulce que podría venderse en el extranjero.

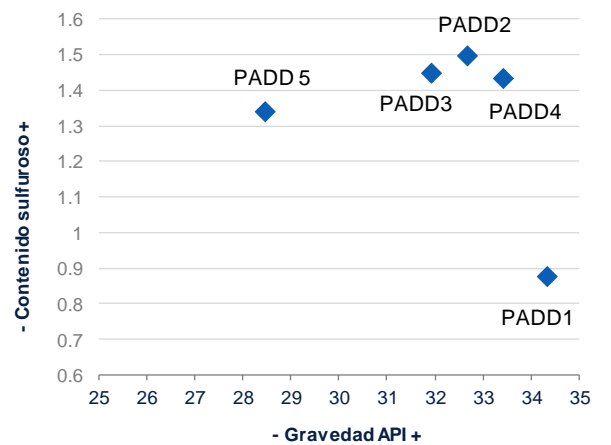
Las inversiones para procesar el crudo agrio se hicieron hace muchos años, cuando se esperaba que la producción de los EE.UU. bajara y las importaciones aumentaran. Sin embargo, dado que estas tendencias se han revertido, se espera que las refinerías estadounidenses inviertan en tecnología para procesar el crudo liviano y dulce. Estas mejoras vendrán acompañadas de inversiones en infraestructuras de transporte para facilitar el traslado de los sitios de producción a las refinerías.

**Gráfica 6.3** Producción e importaciones netas de petróleo crudo de EE.UU.



Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

**Gráfica 6.4** Calidades de entrada del petróleo crudo de EE.UU. (datos de la Administración de Petróleo de los Distritos de Defensa)

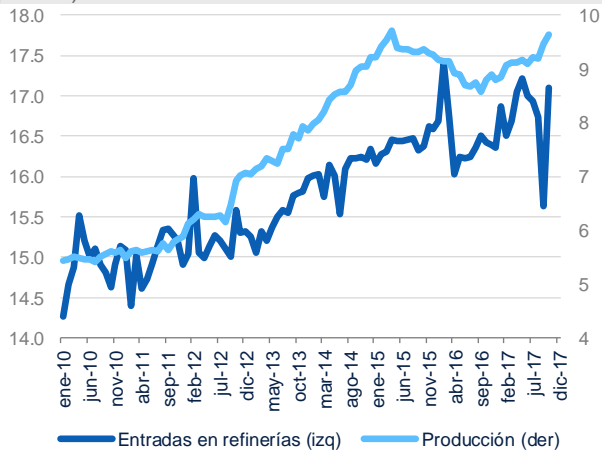


Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

Otro factor importante detrás del crecimiento de las exportaciones de petróleo crudo de Estados Unidos es el diferencial de precios entre el WTI y el Brent, que desde el segundo semestre de 2017 ha alcanzado en promedio los 5,1 dólares por barril, su nivel más elevado en cuatro años. El 26 diciembre, el Brent alcanzó los 7,39 dólares por barril por encima del WTI. Los recortes de producción liderados por la OPEP y Rusia impulsaron al Brent frente al WTI, ya que los precios de los crudos de la OPEP presentan una mayor correlación con el Brent. En 2017, el diferencial también se amplió debido al impacto que tuvo el huracán Harvey sobre la capacidad de refinado de EE.UU. Las interrupciones ocasionadas por Harvey en las refinerías provocaron la acumulación de inventarios, lo que a su vez llevó al WTI a negociarse con un descuento frente al Brent. Esta ampliación de la brecha generó oportunidades de arbitraje para el crudo estadounidense, lo que se reflejó en un aumento de las exportaciones. Otro elemento propicio fue la curva a plazo que pasó a una situación de *backwardation* (mercado invertido) en la segunda mitad del año, desalentando con ello la acumulación de inventarios.

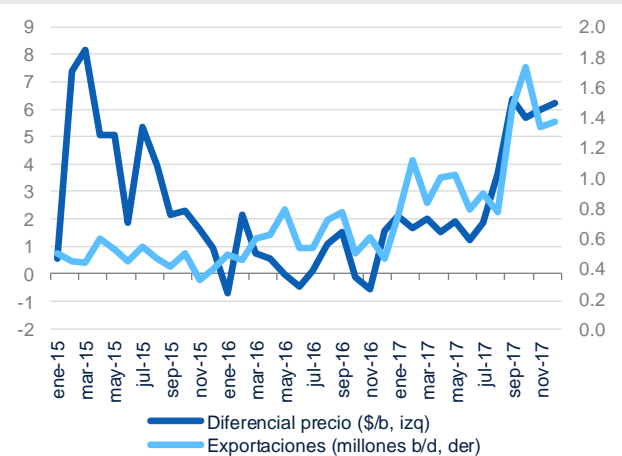
Esperamos que las exportaciones de petróleo crudo sigan creciendo aún más en 2018 y buena parte de 2019. Se espera que la economía mundial crezca a un ritmo sólido y respalde la demanda de petróleo crudo y productos derivados del petróleo. Además, se espera que la producción de EE.UU. siga creciendo y que aumente así la cantidad de crudo que se comercializará en el exterior. El aumento de las exportaciones seguirá viéndose favorecido por una curva a plazo en situación de *backwardation* y por un diferencial Brent-WTI relativamente alto. La prolongación del acuerdo de producción durante 2018 y la expectativa de una demanda robusta mantendrán una prima sobre el Brent, que suele verse más afectado por los acontecimientos mundiales. Suponiendo que la producción de EE.UU. supere el umbral de 10 millones de b/d en 2018 y llegue a 11 millones de b/d en 2019, y que la capacidad de refinado crezca al ritmo actual, podrían exportarse entre 300.000 y 700.000 b/d adicionales entre 2018 y 2019.

**Gráfica 6.5** Producción de petróleo crudo de EE.UU. y entradas de crudo en las refinadoras (millones de barriles por día)



Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

**Gráfica 6.6** Diferencial del precio del crudo al contado (*spot*) y exportaciones de petróleo crudo de EE.UU.



Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

A medio plazo, las infraestructuras serán fundamentales para el futuro de las exportaciones. Los expertos suelen coincidir en que la infraestructura existente es suficiente para respaldar la exportación de 3,5 millones de b/d. Aunque las exportaciones aún están lejos de estos niveles, las cifras muestran que pueden crecer bastante rápido; de ahí la necesidad de aumentar las inversiones en las capacidades de envío, almacenamiento y atraque. Entre 2018 y 2019, se agregarán alrededor de 2 millones de b/d de capacidad de oleoducto para conectar la Cuenca del Pérmico y el puerto de Corpus Christi, el centro de exportación más importante en la actualidad. Se prevé que los proyectos de dragado del puerto, en parte financiados por el gobierno federal, aumenten la capacidad de exportación en 3 millones de b/d. A medida que la producción de EE.UU. continúe creciendo y se intensifique el apetito por el crudo estadounidense, cabe esperar que se desarrollen más oleoductos para conectar los centros de producción con las terminales de exportación en los próximos años.

El aumento de las exportaciones de petróleo crudo tendrá implicaciones geopolíticas. La competencia por la cuota de mercado entre Estados Unidos y los principales exportadores de petróleo crudo se intensificará, lo que en la práctica limitará

el poder de negociación de la OPEP y otros actores clave. En un futuro no muy lejano, EE.UU. podría usar su ingente cantidad de recursos petrolíferos y gasísticos para mejorar la seguridad energética de sus aliados, haciéndolos así menos vulnerables a las tensiones políticas en países como Nigeria, Libia o Venezuela. El país también podría usar las exportaciones para mantener la estabilidad de los mercados del petróleo cuando se impongan sanciones a otros exportadores importantes, como Irán o Rusia, o cuando surjan hostilidades entre los principales productores.

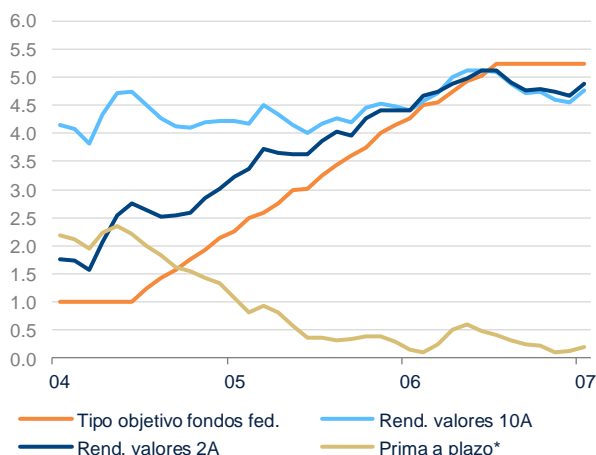
Con todo, la bonanza no está exenta de riesgos. A medio y largo plazo, las exportaciones de petróleo crudo se enfrentarán al desafío que supone la tendencia hacia la electrificación del transporte, las mejoras en la eficiencia energética y las normativas para frenar el cambio climático. Se espera que estas tendencias se aceleren en mercados críticos como Europa y Asia, y muy especialmente en China. Sin embargo, en la etapa actual de la tecnología, ninguno de estos riesgos estructurales implicaría la sustitución completa del petróleo crudo por otras fuentes de energía. En los próximos años, el crecimiento poblacional y económico continuará siendo el motor fundamental de las exportaciones de petróleo crudo.

## 7. Nueva dinámica o viejo predictor: implicaciones del aplanamiento de la curva de rendimientos

La curva de rendimientos del Tesoro, famosa por predecir las recesiones en Estados Unidos, se encuentra en el centro de todas las miradas. El cierre de 2017 estuvo marcado por un rápido aplanamiento de la curva de rendimientos, en la que el diferencial entre los rendimientos de los bonos del Tesoro a 10 y 2 años disminuyó en 30 puntos básicos en el plazo de dos meses. El aplanamiento de la curva de rendimientos ha despertado la especulación de que se acerca una inversión en la curva de rendimientos, en la que los tipos a corto plazo suben por encima de los tipos a largo plazo. Desde la Segunda Guerra Mundial, las inversiones de la curva de rendimientos han precedido recesiones económicas pasadas. Sin embargo, la presidenta de la Reserva Federal, Janet Yellen, ha abogado por una relación más sutil entre la curva de rendimientos y su poder predictivo del crecimiento económico y, para ello, ha citado el hecho de que los factores estructurales (como el aumento de la demanda de bonos del Tesoro, el menor riesgo de inflación y la bajada de las primas a más corto plazo) se han traducido en una dinámica de la curva de rendimientos más aplanada en general.

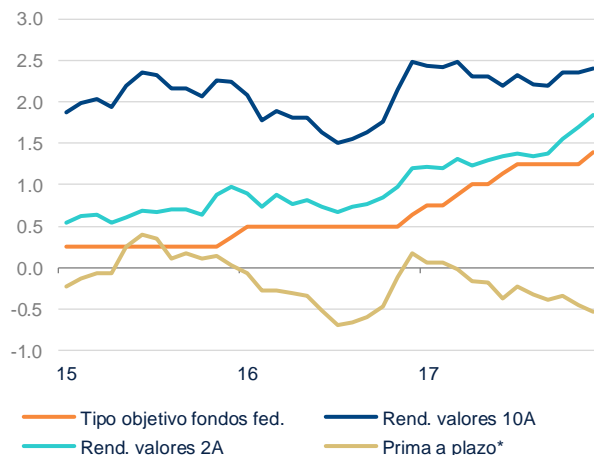
*"Históricamente existe una fuerte correlación entre las inversiones de la curva de rendimientos y las recesiones, pero permítanme enfatizar que la correlación no es causalidad, y creo que hay buenas razones para pensar que la relación entre la pendiente de la curva de rendimientos y el ciclo empresarial podría haber cambiado".*  
 Conferencia de prensa de la presidenta Yellen, 13 de diciembre de 2017

**Gráfica 7.1** Ciclo de ajuste 2004-2006 y enigma de Greenspan (%)



Fuente: BBVA Research y FRB  
 \*Modelo ACM (Adrian, Crump, y Moench) de estructura de plazos de cinco factores sin arbitraje que incorpora los factores de precios

**Gráfica 7.2** 2015 – Ciclo de ajuste actual (%)



Fuente: BBVA Research y FRB  
 \*Modelo ACM (Adrian, Crump, y Moench) de estructura de plazos de cinco factores sin arbitraje que incorpora los factores de precios



## Lecciones aprendidas del anterior ciclo monetario

El ciclo de ajuste 2004-2006 se hizo conocido por lo que el presidente de la Fed Allan Greenspan llamó un "enigma", cuando los tipos de los bonos a largo plazo disminuyeron al mismo tiempo que la Reserva Federal ajustaba los tipos de los fondos de la Fed en 150 puntos básicos.

Durante el ciclo comprendido entre junio de 2004 y junio de 2006, el FOMC acometió subidas de tipos de 25 puntos básicos en cada reunión, subiendo el tipo objetivo en un total de 425 puntos básicos. Los tipos a corto plazo cambiaron a la vez que los tipos de los fondos de la Fed, mientras que el tipo de los bonos del Tesoro a 10 años solo subió en 38 puntos básicos. La falta de presiones al alza en los tipos a largo plazo se atribuyó a una fuerte caída en la prima a plazo. La prima a corto plazo se explicó de manera abrumadora por las presiones a la baja sobre el riesgo de inflación y por el exceso de ahorro asiático que se tradujo en un aumento de la demanda de bonos del Tesoro de EE.UU. por parte de los bancos centrales. El ciclo de ajuste de 2004-2006 también vino acompañado de una subida en el mercado bursátil y un debilitamiento del dólar, que los analistas financieros consideraban iba en contra del sentido común.

Sin embargo, el poder predictivo del aplanamiento de una curva de rendimientos había sido descartado antes de la crisis financiera y la Gran Recesión. En febrero de 2006, 24 meses antes del comienzo de la recesión, el tipo a dos años superó al tipo a 10 años y el diferencial continuó fluctuando cerca de cero y en territorio negativo durante otros 17 meses. No obstante, muchos economistas, entre ellos el presidente de la Fed Bernanke concluyeron en ese momento que el estrecho diferencial no era una advertencia de una desaceleración económica, ya que los tipos de interés nominales y reales a corto y largo plazo eran relativamente bajos según los estándares históricos y que las implicaciones de una prima de plazo más baja sobre la actividad económica futura serían "positivas en lugar de negativas".<sup>14</sup>

## La dinámica actual de la curva de rendimientos

Al igual que en el ciclo de ajuste anterior, la subida de los tipos de los fondos federales acometida por la Fed en diciembre de 2015, que marcó el inicio de su actual ciclo, vino acompañada por una bajada de la prima a plazo. Desde que empezaron a elevarse los tipos de los fondos de la Reserva Federal, los 125 puntos básicos del aumento total del tipo de referencia han resultado en un estrechamiento de 70 puntos básicos del diferencial de rendimientos de los bonos del Tesoro, ya que los tipos a largo plazo han seguido fluctuando lateralmente, recordando así al "enigma de Greenspan".

La presión a la baja sobre la prima a plazo de los rendimientos a largo plazo se debe a la reducción del riesgo inflacionario, la menor incertidumbre acerca de la política monetaria, las menores expectativas de crecimiento a largo plazo, así como al desequilibrio entre oferta y demanda y al papel amplificado del riesgo basado en la duración como amortiguador global de turbulencias. Respaldada por las normativas financieras posteriores a la Gran Recesión en materia de liquidez, la demanda de valores del Tesoro por parte de fondos de pensiones, entidades de crédito y los *baby-boomers* jubilados se ha mantenido

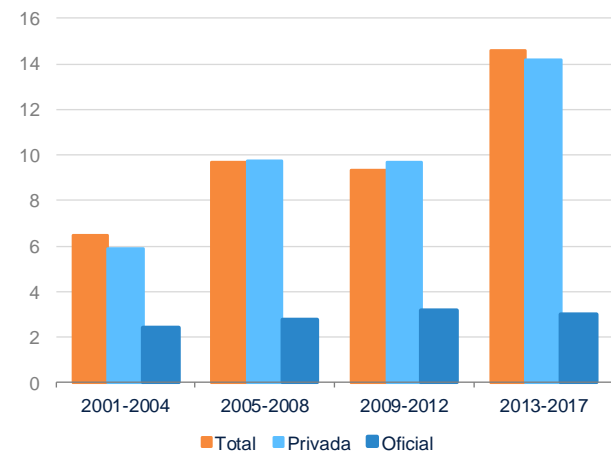
---

14: Presidente Bernank, B. S. (20 de marzo de 2006). Reflections on the Yield Curve and Monetary Policy; discurso ofrecido en el Club Económico de Nueva York, Nueva York, Nueva York

elevada y estable. Los bancos centrales, los organismos autorizados estadounidenses y los fondos de pensiones poseen cerca del 70% del total de títulos del Tesoro en circulación; el resto está en manos de sociedades privadas de cartera nacionales y extranjeras.

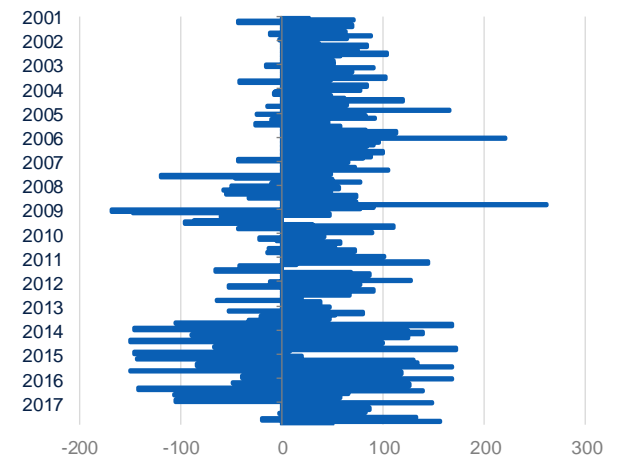
El papel amplificado del riesgo basado en la duración como amortiguador global de turbulencias ha generado presiones adicionales a la baja sobre la prima a plazo, así como un aplanamiento de la curva de rendimientos. Desde 2013, la dinámica de las entradas y salidas netas de capitales privados a los bonos del Tesoro ha cambiado significativamente, lo que marca un aumento tanto en el volumen como en la volatilidad de los flujos mensuales netos, que es atribuible a los mayores volúmenes de transacciones en búsqueda de un refugio seguro.

**Gráfica 7.3** Volatilidad de las entradas mensuales netas de capitales internacionales a los bonos del Tesoro (desviación estándar media)



Fuente: BBVA Research

**Gráfica 7.4** Volatilidad de las entradas mensuales netas de capitales internacionales a los bonos del Tesoro (miles de millones de dólares mensuales)



Fuente: BBVA Research y Bloomberg.

## Perspectivas de futuro de la curva de rendimientos y su atractivo

Quitar importancia al papel predictor de la curva de rendimientos sobre los declives en la actividad económica y la recesión resulta prematuro. Sin embargo, el aplanamiento de la curva de rendimientos no indica una recesión; las inversiones del diferencial a plazo sí y con un plazo de probabilidad de dos años.

Contrariamente a lo que Greenspan denominó un "enigma", la relación entre los tipos a largo plazo y a corto plazo se desacopló antes de lo observado en el ciclo monetario 2004-2006. Las pruebas de cambios estructurales muestran que la relación entre el tipo de los fondos federales y el rendimiento del bono del Tesoro a 10 años cambió a finales de la década de 1980, cuando el FOMC sustituyó la cantidad de reservas bancarias depositadas en la Fed por el tipo de los fondos federales como herramienta de política monetaria.<sup>15</sup> Por lo tanto, los rendimientos a largo plazo están llamados a reflejar cambios

15: Thornton, D. L. (2012). Greenspan's conundrum and the Fed's ability to affect long-term yields.

estructurales en el crecimiento a largo plazo<sup>16</sup> y en las expectativas de inflación, y su tendencia ha sido a la baja. Por su parte, los tipos a corto plazo reflejan las expectativas de movimientos de los tipos de los fondos federales. Como resultado, desde la doble recesión de los años ochenta, la inversión de la curva de rendimientos en cada ciclo monetario se ha producido con unos tipos de interés nominales y reales más bajos que en el anterior. Además, el tipo de los fondos federales al cierre de cada ciclo de ajuste reflejó la caída del tipo natural y en cada caso este ha sido más bajo que en el ciclo anterior.

La inversión de la curva de rendimientos ha seguido precediendo a las recesiones a pesar de la globalización de los mercados financieros, los cambios estructurales y las regulaciones que causaron un aumento de la demanda de bonos. Varios estudios empíricos recientes demuestran que la curva de rendimientos de EE.UU. sigue teniendo poder de predicción de la actividad económica real, con una mayor evidencia de su poder predictivo cuando se utiliza un período de muestra completo.<sup>17</sup> La capacidad del diferencial de la curva de rendimientos para predecir las recesiones probablemente se vea reforzada por el papel de los intermediarios financieros en los mercados de crédito. Diversos estudios empíricos ilustran que el ajuste monetario que se asocia con un aplanamiento del diferencial del plazo causa una reducción tanto en el margen de interés neto como en la rentabilidad crediticia, lo que provoca una contracción en la oferta de crédito.<sup>18</sup> Con todo, la diferencia temporal entre el momento de la inversión hasta la recesión aumentó a 24 meses en 2007.

**Cuadro 7.1** Ciclos de ajuste de la Reserva Federal

Ciclo de ajuste monetario	Junio 2004 - Julio 2006	Junio 1999 - Mayo 2000	Marzo 1988 - Mayo 1989	Febrero 1977 - Abril 1980
<b>Inversión 10A a 2A en fecha de venta de valores</b>	Febrero 2006	Abril 2001	Agosto 1990	Febrero 1980
<b>Recesión fecha NBER</b>	Enero 2008	Junio 2000	Marzo 1989	Abril 1980
<b>Pico tipo fondos federales</b>	5.25%	6.50%	9.75%	17.60%
<b>Diferencial a plazo Inversión a Recesión</b>	<b>24 meses</b>	<b>15 meses</b>	<b>20 meses</b>	<b>18 meses</b>

Fuente: BBVA Research y FRB

Las proyecciones del escenario de referencia de los rendimientos a largo plazo reflejan la noción de crecimiento económico moderado y estable, inflación suave y comunicación clara de las subidas de tipos de los fondos por parte de la Reserva Federal. Limitados por los factores estructurales de la "nueva normalidad" – bajo potencial de PIB, productividad reducida,

16: Una investigación anterior llevada a cabo por Diebold et al. (2006) y Ang et al. (2007) estimó que, dentro de las estimaciones de la curva de rendimientos que admiten vínculos bidireccionales entre los factores macro y de la curva de rendimientos, el modelo atribuye más de la mitad de la variación de los rendimientos a largo plazo a factores macroeconómicos.

17: Chinn, M., & Kucko, K. (2015). The predictive power of the yield curve across countries and time. *International Finance*, 18(2), 129-156.

18: Adrian, T., & Shin, H. S. (2008). Financial intermediaries, financial stability, and monetary policy.

Adrian, T., Estrella, A., & Shin, H. S. (2010). Monetary cycles, financial cycles and the business cycle.

baja inflación y cambios demográficos —, se prevé que los rendimientos de los bonos del Tesoro a largo plazo oscilen moderadamente al alza y que se normalicen en torno a los niveles posteriores a la Gran Recesión de 2010. Por lo tanto, de acuerdo con las proyecciones de referencia de un ajuste monetario gradual, el pronóstico de rendimientos a largo plazo implica una reducción adicional de 19 puntos básicos en el diferencial de rendimientos del bono a 10 años y a 2 años para finales de 2019. Se prevé que el diferencial de rendimientos permanecerá plano, aunque en terreno positivo durante el resto del período de ajuste monetario.

No obstante, dada la duración de la expansión actual, la trayectoria de los tipos de los fondos del FOMC de la Fed y el dinamismo de la prima a plazo negativa con respecto a los tipos a largo plazo, el riesgo de inversión de la curva de rendimientos no debe tomarse a la ligera. Para tener en cuenta estos factores, se estima un escenario alternativo en el que los rendimientos de los bonos del Tesoro a largo plazo excluyen tanto el impacto positivo del crecimiento del PIB como la presión alcista derivada de las subidas de tipos de fondos de la Reserva Federal y de la inflación. Sin embargo, en el actual entorno de inflación moderada y bajos tipos de interés neutros, la inversión potencial del diferencial de rendimientos en el escenario alternativo es de siete a ocho trimestres en el futuro. La pendiente proyectada entre los rendimientos de 10 años y de 2 años se reduce a casi cero en el último trimestre de 2019 y se invierte en el primer trimestre de 2020.

**Gráfica 7.5** Pendiente de la curva de rendimientos de los bonos del Tesoro (% , 10A-2A)



Fuente: BBVA Research y FRB

La previsión de base para la curva de rendimientos de los bonos del Tesoro se estima con un modelo sin arbitraje de tres factores vinculado a factores macroeconómicos que miden el crecimiento, la inflación y la política monetaria. Las estimaciones se basan en la previsión base de BBVA Research para el crecimiento del PIB, la inflación y el tipo de los fondos de la Reserva Federal

El entorno económico a medio plazo implica que la curva de rendimientos se aplanará aún más, pero evitará la inversión. El actual ciclo de ajuste monetario se diferencia de los ciclos anteriores por su precaución y la gradualidad en los aumentos de los tipos de los fondos federales por parte del FOMC. Se espera que la presión a la baja sobre la prima a plazo de los rendimientos a largo plazo originada por el desequilibrio entre la oferta y la demanda y las turbulencias geopolíticas se contrarreste con la presión alcista ejercida por la normalización del balance de la Fed y las mayores expectativas de inflación y crecimiento a corto plazo resultado de la reforma fiscal.

## 8. Perspectivas bancarias

La aceleración del crecimiento económico y la bajada del impuesto de sociedades serán muy favorables para los bancos comerciales a corto y medio plazo. El crecimiento de los préstamos y depósitos aumentará, el riesgo de crédito continuará siendo favorable y la rentabilidad mejorará. El aumento en los beneficios será especialmente pronunciado en 2018 debido al efecto excepcional derivado de la bajada del impuesto de sociedades.

### Préstamos y depósitos

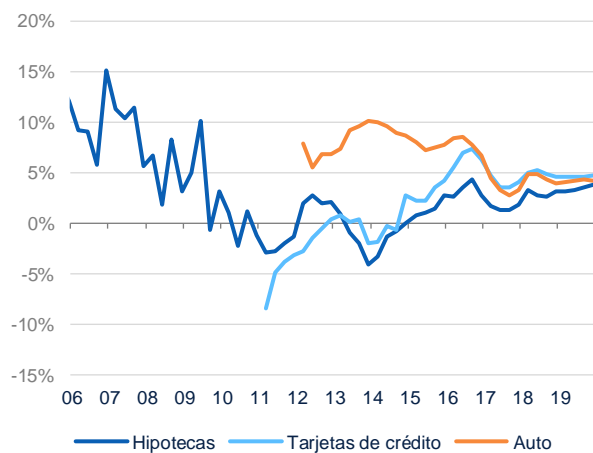
Desde que el crecimiento promedio de la cartera de préstamos alcanzara un máximo del 6,7% interanual en 2016, se desaceleró considerablemente en 2017. El crecimiento de la cartera de crédito de los bancos comerciales fue de solo un 3,7% interanual en los primeros tres trimestres de 2017 debido a una combinación de factores. En primer lugar, el crecimiento de la cartera hipotecaria de la industria se desaceleró debido a una menor tasa de concesión de refinanciación y a un descenso en las nuevas compras a finales de 2016 y comienzos de 2017, a medida que los tipos de interés hipotecarios fueron aumentando. En segundo lugar, la concesión de préstamos comerciales e industriales se desaceleró en función de dos factores: el efecto rezagado de la desaceleración de la inversión privada en 2016 y la probable demora en algunas inversiones corporativas en 2017 en anticipación de un entorno de tipos impositivos y desgravaciones corporativas más favorables gracias a la Ley de rebajas fiscales y empleos (TCJA, por sus siglas en inglés). En tercer lugar, el crecimiento de los préstamos de bienes raíces comerciales (incluidos multifamiliares) se desaceleró debido a que los inversores pospusieron algunas construcciones nuevas como consecuencia del aumento del número de viviendas desocupadas y la desaceleración del crecimiento del alquiler. Asimismo, el endurecimiento de las condiciones para la concesión de créditos también supuso un factor desfavorable. Estos criterios más estrictos también ralentizaron el crecimiento de los préstamos al consumo, principalmente en lo referente a los préstamos para automóviles. El crecimiento de los depósitos también se desaceleró notablemente a lo largo de 2017 después de crecer un 6,7% interanual en el 3T16, su tasa de crecimiento más elevada desde 2014.

De cara al futuro, esperamos que el crecimiento crediticio aumente a un ritmo más acelerado, dado que el crecimiento del PIB se acelerará a su tasa más alta desde 2015 conforme los efectos adversos de la desaceleración de la inversión privada en 2016 reviertan y se empiecen a aplicar los incentivos fiscales. Como resultado, se espera que el crecimiento total promedio de los préstamos alcance el 5,5% interanual en 2018 y aumente al 6,4% en 2019. En cuanto a la banca minorista (Gráfica 1), se espera que los créditos hipotecarios aumenten a una tasa promedio del 2,9% en 2018, en comparación con el 1,5% de 2017, debido principalmente al aumento de las compras derivado del incremento en las nuevas construcciones, la subida de los precios, unos ingresos más sólidos y al número creciente de "millennials" que empieza a independizarse. Esperamos que los créditos al consumo crezcan a una tasa promedio del 4,8% en 2018, en comparación con el 3,7% registrado en 2017. Esto es un reflejo del fuerte crecimiento del empleo y unos mayores ingresos reales, pero también de factores negativos en forma de criterios más estrictos para la concesión de préstamos para automóviles. Además, la morosidad de las tarjetas de crédito está en nivel muy bajo pero va en aumento, por lo que también anticipamos emisiones de tarjetas de crédito prudentes y una gestión de riesgos vigilante.

Por lo que respecta al comercio, esperamos que los créditos comerciales e industriales crezcan a una tasa promedio del 8,0% interanual en 2018, en comparación con el 3,0% registrado en 2017. Un repunte en el sector de la energía, un mayor apetito por el riesgo en términos generales y un tratamiento impositivo más favorable para las nuevas inversiones impulsarán el crecimiento de la cartera comercial e industrial. Los criterios crediticios para los préstamos comerciales e industriales también se han flexibilizado durante los primeros nueve meses de 2017, y el crecimiento de esta cartera en la industria presenta un retardo histórico bajo condiciones similares de entre cuatro y cinco trimestres, lo que confirma las predicciones de nuestro modelo que apuntan a una próxima recuperación del crecimiento (Gráfica 3). En el caso de los préstamos de bienes raíces comerciales (incluidos los multifamiliares), los factores adversos en forma de unos criterios más estrictos, el número de bienes no ocupados y el crecimiento más lento de los alquileres reducirán el ritmo de crecimiento a una tasa promedio del 5,1%, frente al 6,3% registrado en 2017.

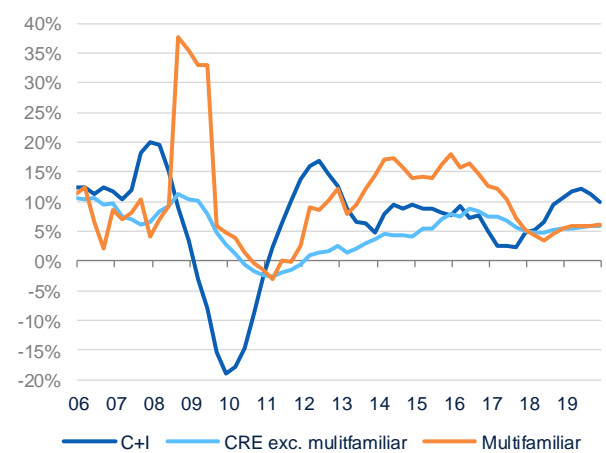
Se espera que el crecimiento de los depósitos (Gráfica 4) se mantenga alrededor del 4% interanual en 2018, similar a la tasa registrada el año pasado. El crecimiento de los depósitos irá a la zaga del crecimiento de los préstamos, pero se espera que repunte a medida que avance 2018; en 2019 alcanzará el 5,7%.

**Gráfica 8.1** Préstamos minoristas (% a/a)



Fuente: BBVA Research y FDIC

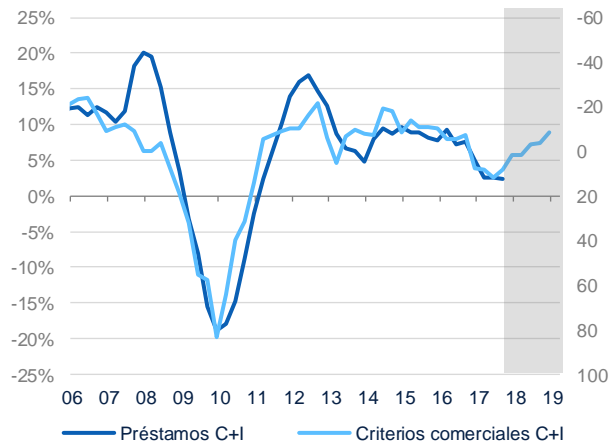
**Gráfica 8.2** Préstamos comerciales (% a/a)



Fuente: BBVA Research y FDIC

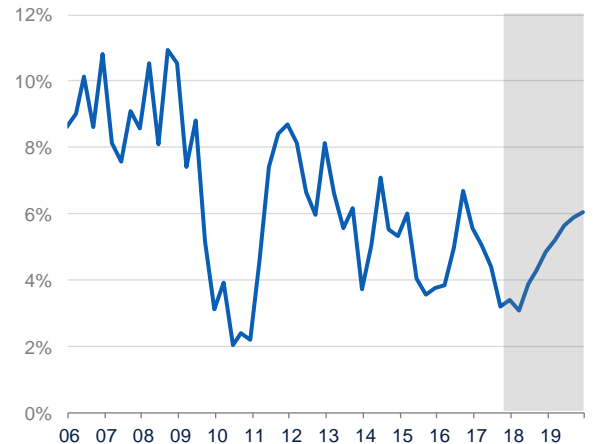


**Gráfica 8.3** Préstamos comerciales e industriales y criterios crediticios (% a/a y encuestados p.p. netos – ajustado menos atenuado, adelantado en cinco trimestres)



Fuente: BBVA Research y FDIC

**Gráfica 8.4** Depósitos (% a/a)



Fuente: BBVA Research y FDIC

## Morosidad

Los sólidos estándares de suscripción y la prolongada expansión económica de los últimos 8,5 años han dado lugar a una cartera de préstamos de gran calidad. De hecho, la tasa de morosidad global se situó en el 1,8% en el tercer trimestre de 2017, frente a una mediana del 2,8% y el promedio del 3,6% desde 1985. Esta cifra resulta aún más positiva si se tiene en cuenta que la morosidad en los préstamos hipotecarios todavía se está recuperando de los efectos de la Gran Recesión y aún no ha vuelto a los niveles anteriores a la crisis.

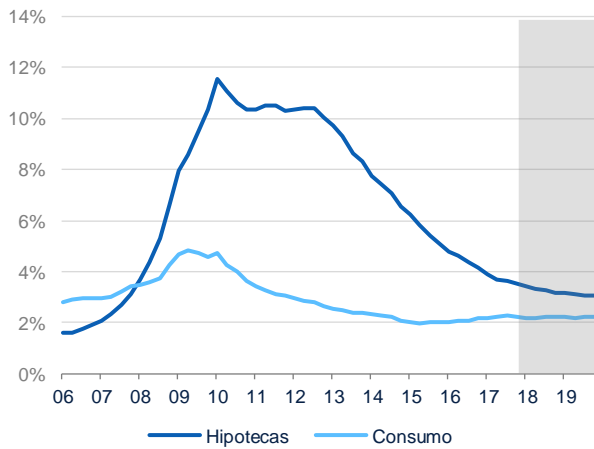
En el lado minorista del negocio (Gráfica 5), se espera que la morosidad hipotecaria continúe mejorando, ya que la cantidad de hipotecas "submarinas" disminuye debido a la apreciación constante del precio de la vivienda, y la proporción de nuevos préstamos suscritos aumenta. Sin embargo, los niveles de morosidad de los créditos al consumo comenzaron a aumentar lentamente en el segundo trimestre de 2016 debido al agresivo aumento de la concesión de créditos en el período anterior, particularmente de los préstamos para automóviles. Sin embargo, el nivel de morosidad de los créditos al consumo aún se encuentra por debajo de cualquier punto anterior a la Gran Recesión; esto se debe al endurecimiento de los criterios de concesión de créditos durante todo el ciclo crediticio actual. Aun así, esperamos que la morosidad de los créditos al consumo se estabilice a medida que los estándares para la concesión de préstamos para la compra de vehículos continúen endureciéndose y la emisión de tarjetas de crédito siga continuando siendo prudente, pero también como resultado de un crecimiento económico más fuerte.

Por el lado de las empresas (Gráfica 6), la morosidad de los créditos comerciales e industriales disminuyó en 2017 después de estabilizarse en 2016, ya que el impacto del abaratamiento del petróleo disminuyó y la industria del petróleo y el gas se recuperó. Esperamos que la morosidad en este segmento continúe disminuyendo en el futuro, si bien a un ritmo más lento.

El positivo contexto económico reducirá el potencial de sorpresas negativas en el futuro inmediato. Aunque es probable que la morosidad de los créditos para bienes raíces comerciales esté tocando fondo, no se espera que aumente notablemente.

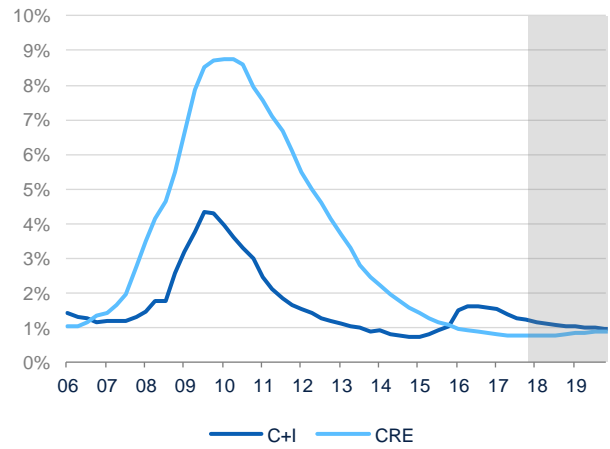
En resumen, anticipamos una disminución general de las tasas de morosidad. La elevada calidad de la cartera de préstamos se traducirá en unos bajos niveles de provisiones por pérdidas en préstamos, lo que contribuirá a la rentabilidad del sector.

**Gráfica 8.5** Morosidad de préstamos minoristas (%)



Fuente: BBVA Research y FRB

**Gráfica 8.6** Morosidad de préstamos comerciales (%)

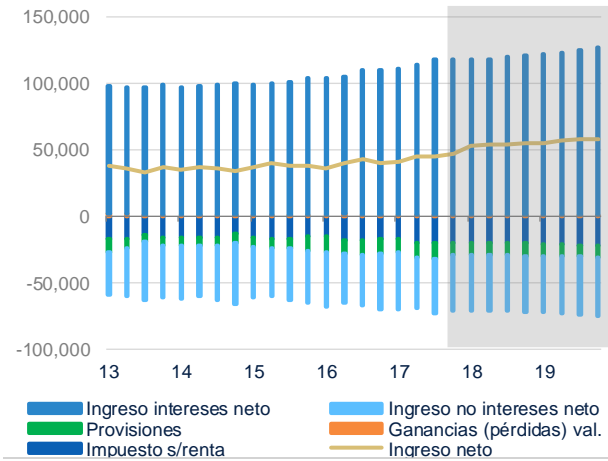


Fuente: BBVA Research y FRB

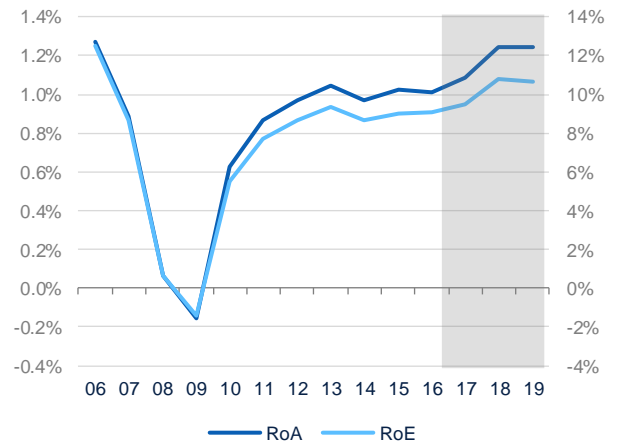
## Rentabilidad

La sólida calidad de la cartera crediticia, el mayor crecimiento de los préstamos, la subida de los tipos de interés y la bajada del impuesto de sociedades tendrán un impacto positivo sobre los beneficios bancarios a corto y medio plazo (Gráfico 7). Se espera que el cambio a un tipo efectivo del 21% en el impuesto de sociedades impulse los ingresos netos de los bancos en alrededor de 24.500 millones de dólares en 2018, lo que representa un aumento de casi un 13% con respecto al escenario sin cambios en los impuestos a las sociedades. Esto dará lugar a una mejora significativa en los rendimientos sobre los activos y recursos propios de la industria (Gráfica 8). Los cambios normativos que reducen el coste de cumplimiento normativo y abren nuevas fuentes de beneficios para los bancos podrían suponer alzas adicionales para estas previsiones.

**Gráfica 8.7** Ingresos y gastos de la industria (millones \$)



**Gráfica 8.8** Rendimientos sobre los activos y recursos propios (%)



## Conclusiones

A corto y medio plazo, las perspectivas sobre el sector bancario resultan muy positivas. Esperamos que la solidez del crecimiento de los préstamos y de la calidad de la cartera, así como la subida de los tipos de interés, impulsen la rentabilidad de la industria. Asimismo, es probable que el sector se beneficie de un entorno normativo más favorable, lo que también podría mejorar los resultados en el sector financiero.

## 9. Previsiones

**Cuadro 9.1** Previsiones macro de Estados Unidos

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018 (f)	2019 (f)	2020 (f)	2021 (f)
PIB real (% anualiz. y desestac.)	1.6	2.2	1.7	2.6	2.9	1.5	2.3	2.6	2.5	2.3	2.2
PIB real (contribución, pp)											
Consumo privado (PCE)	1.5	1.0	1.0	1.9	2.5	1.9	1.9	1.9	1.7	1.6	1.6
Inversión fija bruta	0.7	1.6	1.0	0.9	0.9	-0.3	0.6	0.8	0.9	0.7	0.6
No residencial	0.9	1.1	0.4	0.9	0.3	-0.1	0.6	0.8	0.8	0.7	0.6
Residencial	0.0	0.3	0.3	0.1	0.3	0.2	0.1	0.1	0.1	0.05	0.04
Exportaciones	0.8	0.4	0.4	0.6	0.1	0.0	0.4	0.6	0.5	0.6	0.6
Importaciones	-0.8	-0.4	-0.2	-0.7	-0.8	-0.2	-0.6	-0.9	-0.7	-0.7	-0.7
Gobierno	-0.6	-0.4	-0.5	-0.1	0.2	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
Tasa de desempleo (% , promedio)	8.9	8.1	7.4	6.2	5.3	4.9	4.4	3.7	3.5	3.7	4.0
Nómina no agrícola promedio (miles)	132	186	184	213	240	208	178	196	165	129	126
Precios al consumidor (% a/a)	3.1	2.1	1.5	1.6	0.1	1.3	2.1	2.4	2.1	2.1	2.2
Subyacente al consumidor (% a/a)	1.7	2.1	1.8	1.7	1.8	2.2	1.8	2.0	2.1	2.1	2.1
Balance fiscal (% PIB)	-8.4	-6.8	-4.1	-2.8	-2.4	-3.2	-3.6	-3.4	-4.5	-4.7	-4.8
Cuenta corriente (bdp, % PIB)	-2.9	-2.6	-2.1	-2.1	-2.4	-2.4	-2.4	-2.5	-2.6	-2.7	-2.8
Tasa objetivo Fed (% , fdp)	0.25	0.25	0.25	0.25	0.50	0.75	1.50	2.25	2.75	2.75	2.75
Índice precios viv. Core Logic (% a/a)	-2.9	4.0	9.8	6.8	5.4	5.4	6.0	6.0	4.4	4.0	3.1
Valores tesoro 10 años (rend. % , fdp)	1.98	1.72	2.90	2.21	2.24	2.49	2.40	2.73	3.26	3.37	3.45
Precio del Brent (dpb, promedio)	111.3	111.7	108.7	99.0	52.4	43.6	54.3	65.9	64.1	62.1	61.5

(f): previsión

Fuente: BBVA Research

**Cuadro 9.2** Crecimiento del PIB real por estados en EE.UU., %

	2013	2014	2015	2016	2017 (e)	2018 (f)	2019 (f)	2020 (f)	2020 (f)
Alabama	0.9	-0.3	1.5	1.5	2.3	1.6	1.6	1.6	1.6
Alaska	-4.4	-3.6	0.3	-5.4	-1.0	0.5	0.5	-0.1	0.1
Arizona	0.5	1.8	2.0	2.6	2.4	1.6	1.5	1.8	1.7
Arkansas	2.9	1.4	0.5	0.9	2.6	2.0	2.1	2.1	2.1
California	2.5	4.2	4.4	3.3	3.3	3.4	3.2	3.0	2.9
Carolina del Norte	1.7	2.1	2.7	1.9	2.2	1.8	1.6	1.6	1.8
Carolina del Sur	2.0	3.0	3.1	1.8	2.3	1.7	1.8	2.0	1.8
Colorado	3.2	4.8	3.4	1.1	3.2	3.0	2.8	2.7	2.7
Connecticut	-1.4	-0.7	1.9	0.0	-1.2	0.8	0.9	0.7	0.6
Dakota del Norte	2.4	7.2	-2.5	-5.0	0.3	4.1	4.1	4.1	4.2
Dakota del Sur	1.1	0.9	2.8	0.7	-0.9	2.6	2.5	2.4	2.3
Delaware	-1.4	5.4	2.8	0.1	2.6	2.2	2.4	2.5	2.4
Florida	2.1	2.8	3.9	2.4	2.5	3.8	3.5	3.2	2.9
Georgia	1.4	3.3	3.1	3.0	2.4	2.4	2.5	2.4	2.5
Hawaii	1.1	1.1	3.2	1.9	1.8	2.1	2.0	2.0	1.9
Idaho	2.9	2.4	3.0	2.7	3.1	4.3	2.1	3.6	3.8
Illinois	-0.3	1.8	1.2	1.0	0.6	1.6	1.7	1.7	1.7
Indiana	2.4	2.5	0.8	2.5	2.0	1.9	1.9	2.1	1.8
Iowa	0.5	3.8	4.0	1.6	-0.1	1.2	2.0	2.1	2.1
Kansas	0.2	2.0	1.1	-0.9	-0.1	1.9	1.2	1.3	1.2
Kentucky	0.9	0.5	1.0	1.2	1.8	0.9	1.4	1.5	1.4
Louisiana	-3.4	2.1	0.6	0.2	1.0	2.1	1.1	0.9	0.6
Maine	-0.6	1.7	0.8	1.6	1.0	0.2	0.3	0.3	0.4
Maryland	0.2	1.3	1.9	2.5	1.2	1.1	1.1	1.0	1.0
Massachusetts	-0.2	1.8	3.8	1.5	2.2	2.2	2.4	2.4	2.3
Michigan	1.4	1.6	2.9	2.2	2.8	1.1	1.2	1.1	1.4
Minnesota	2.1	2.8	1.5	2.1	2.6	2.0	2.0	2.1	2.1
Mississippi	0.6	-0.9	0.2	1.2	1.3	0.8	0.4	0.4	0.4
Missouri	1.6	0.3	1.5	0.3	0.4	0.7	0.7	0.7	0.6
Montana	0.7	2.7	2.3	1.1	0.9	2.1	2.3	2.3	2.3
Nebraska	2.5	3.7	2.1	0.9	0.0	2.1	2.1	2.1	2.1
Nevada	0.5	1.7	3.5	1.4	2.4	3.4	3.3	3.1	3.2
Nueva Hampshire	0.6	1.8	2.6	1.6	0.8	0.9	1.3	0.9	1.0
Nueva Jersey	1.4	0.2	1.1	0.7	0.3	1.0	0.7	0.6	0.4
Nueva York	-0.3	1.7	2.0	0.4	1.3	1.5	1.5	1.6	1.6
Nuevo Mexico	-1.0	2.8	1.6	0.2	1.7	1.0	1.2	1.1	0.6
Ohio	1.0	3.3	1.1	1.1	1.8	1.4	1.3	1.4	1.5
Oklahoma	4.4	5.6	3.1	-4.1	1.5	2.5	2.6	2.6	2.6
Oregon	-2.0	1.9	4.8	3.8	1.9	1.9	2.2	2.1	2.0
Pennsylvania	1.6	2.0	2.3	0.6	1.4	1.3	1.5	1.5	1.5
Rhode Island	0.4	0.9	1.9	0.5	0.8	0.5	0.3	0.3	0.3
Tennessee	1.6	1.7	3.0	2.9	2.0	1.9	1.6	1.8	1.8
Texas	5.1	3.5	4.2	-0.3	2.7	4.8	4.5	4.1	3.7
Utah	2.5	3.5	4.1	3.7	3.3	2.7	2.9	2.9	3.0
Vermont	-0.2	0.5	0.9	0.7	0.9	1.9	1.7	1.5	1.4
Virginia	0.0	0.2	2.2	0.5	1.5	0.6	0.4	0.4	0.4
Washington	2.4	3.2	3.7	4.2	3.8	2.9	2.9	2.9	2.9
West Virginia	0.5	0.6	0.7	-1.1	2.3	1.2	0.8	0.9	0.9
Wisconsin	1.3	1.5	2.1	1.3	1.5	1.3	1.5	1.5	1.5
Wyoming	1.0	0.4	0.6	-1.8	1.7	-0.8	0.4	1.7	2.4

(f): previsión  
Fuente: BBVA Research

## AVISO LEGAL

Este documento, así como los datos, opiniones, previsiones y recomendaciones contenidas en el mismo han sido elaborados por Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (en adelante "BBVA") con la finalidad de proporcionar a sus clientes información general a la fecha de publicación del informe y están sujetas a cambio sin previo aviso. BBVA no asume compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

**El inversor que tenga acceso al presente documento debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a que el mismo se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo ya que no han sido tomados en consideración para la elaboración del presente informe.** Por lo tanto, debe tomar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias y procurándose el asesoramiento específico y especializado que pueda ser necesario. El contenido del presente documento se basa en informaciones que se estiman disponibles para el público, obtenidas de fuentes que se consideran fiables, pero dichas informaciones no han sido objeto de verificación independiente por BBVA, por lo que no se ofrece ninguna garantía, expresa ni implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección. BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor debe tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o los resultados históricos de las inversiones no garantizan la evolución o resultados futuros.

**El precio de los valores o instrumentos o los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor e incluso suponerle la pérdida de la inversión inicial. Las transacciones en futuros, opciones y valores o instrumentos de alta rentabilidad (high-yield securities) pueden implicar grandes riesgos y no son adecuados para todos los inversores. De hecho, en ciertas inversiones, las pérdidas pueden ser superiores a la inversión inicial, siendo necesario en estos casos hacer aportaciones adicionales para cubrir la totalidad de dichas pérdidas. Por ello, con carácter previo a realizar transacciones en estos instrumentos, los inversores deben ser conscientes de su funcionamiento, de los derechos, obligaciones y riesgos que incorporan, así como los propios de los valores subyacentes a los mismos. Deben ser igualmente conscientes de que podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos o ser, en cualquier caso, limitado.**

BBVA o cualquier otra entidad filial, así como sus respectivos directores o empleados, pueden tener una posición en cualquiera de los valores o instrumentos a los que se refiere el presente documento, directa o indirectamente, o en cualesquiera otros relacionados con los mismos; pueden negociar con dichos valores o instrumentos, por cuenta propia o ajena, proporcionar servicios de asesoramiento u otros servicios al emisor de dichos valores o instrumentos, a empresas relacionadas con los mismos o a sus accionistas, directivos o empleados y pueden tener intereses o llevar a cabo cualesquiera transacciones en dichos valores o instrumentos o inversiones relacionadas con los mismos, con carácter previo o posterior a la publicación del presente informe, en la medida permitida por la ley aplicable.

Los empleados de los departamentos de ventas u otros departamentos de BBVA o de sus filiales pueden proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito, o estrategias de inversión a los clientes que reflejen opiniones contrarias a las expresadas en el presente documento; Asimismo, BBVA o cualquier otra entidad filial puede adoptar decisiones de inversión por cuenta propia que sean contradictorias con las recomendaciones contenidas en el presente documento. Se prohíbe (i) copiar, fotocopiar o duplicar de cualquier otra manera o medio, (ii) redistribuir o (iii) citar total o parcialmente el presente documento sin la previa autorización por escrito de BBVA. Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, distribuirse o transmitirse a aquellos países (o personas o entidades de los mismos) en los que su distribución pudiera estar prohibida por la normativa aplicable. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de la jurisdicción pertinente.

En el Reino Unido, este documento se dirige únicamente a personas que (i) tienen experiencia profesional en asuntos relacionados con las inversiones contempladas en el artículo 19(5) de la ley de servicios y mercados financieros de 2000 (promoción financiera), orden 2005 (en su versión enmendada, la "orden de promoción financiera"), (ii) están sujetas a lo dispuesto en el artículo 49(2) (a) a (d) ("empresas de alto patrimonio, asociaciones de hecho, etc.") de la orden de promoción financiera, o (iii) son personas a quienes se les puede comunicar legalmente una invitación o propuesta para participar en actividades de inversión (según el significado del artículo 21 de la Ley de Servicios y Mercados Financieros de 2000). Todas esas personas en conjunto se denominarán "personas relevantes". Este documento se dirige únicamente a las personas relevantes, y no deben basarse en él ni obrar según el mismo las personas que no lo sean. Todas las inversiones o actividades de inversión a las que hace referencia este documento solo están disponibles para las personas relevantes y se realizarán únicamente con personas relevantes. El sistema retributivo del/los analista/s autor/es del presente informe se basa en una multiplicidad de criterios entre los cuales figuran los ingresos obtenidos en el ejercicio económico por BBVA e, indirectamente, los resultados del Grupo BBVA, incluyendo los generados por la actividad de banca de inversiones, aunque éstos no reciben compensación basada en los ingresos de ninguna transacción específica de banca de inversiones.

BBVA no es miembro de FINRA y no está sujeto a las normas de revelación previstas para sus miembros.

**"BBVA está sujeto al Código de conducta de BBVA para operaciones del mercado de valores que, entre otras normativas, incluye reglas para impedir y evitar el conflicto de intereses con las calificaciones ofrecidas, incluyendo el uso de barreras de información. El Código de conducta del Grupo BBVA para las operaciones del mercado de valores se encuentra disponible en la siguiente dirección Web: [www.bbva.com](http://www.bbva.com) / Corporate Governance".**

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

Este informe ha sido elaborado por la unidad de Estados Unidos

**Economista Jefe de Estados Unidos**

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

Filip Blazheski  
filip.blazheski@bbva.com

Shushanik Papanyan  
shushanik.papanyan@bbva.com

Kan Chen  
kan.chen@bbva.com

Boyd Nash-Stacey  
boyd.stacey@bbva.com

Marcial Nava  
marcial.nava@bbva.com

**BBVA Research****Economista Jefe Grupo BBVA**

Jorge Sicilia Serrano

**Estados Unidos**

Nathaniel Karp  
Nathaniel.Karp@bbva.com

**España y Portugal**

Miguel Cardoso  
miguel.cardoso@bbva.com

**México**

Carlos Serrano  
carlos.serrano@bbva.com

**Turquía, China y Big Data**

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

**DATOS DE CONTACTO:**

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

Correo electrónico: [bbvaresearch\\_usa@bbva.com](mailto:bbvaresearch_usa@bbva.com)  
[www.bbvaresearch.com](http://www.bbvaresearch.com)  
[www.bbvacompass.com/compass/research/](http://www.bbvacompass.com/compass/research/)  
[twitter.com/BBVAResearchUSA](https://twitter.com/BBVAResearchUSA)  
[bbvaresearchusa.podbean.com](http://bbvaresearchusa.podbean.com)