

A tall, modern glass skyscraper with the 'BBVA COMPASS' logo at the top. The building is set against a cloudy sky. A large blue rectangular overlay covers the middle-left portion of the image, containing text. At the bottom of the image, there is a photograph of the building's base, showing its entrance, columns, and some landscaping with trees and a dirt area.

BBVA Research

Situación Estados Unidos

Segundo trimestre 2018

Unidad de Estados Unidos

Creando Oportunidades

Índice

1. Editorial	3
2. El crecimiento mundial sigue firme, aunque los riesgos se intensifican	6
3. Aunque se avecinan buenos tiempos para EE.UU., pueden apreciarse algunas nubes acechando en el horizonte	8
4. Los partidarios de un endurecimiento de la política obtendrán lo que buscan gracias al estímulo fiscal	15
5. El déficit comercial de EE.UU. ha llegado para quedarse	18
6. Participación en la fuerza laboral	23
7. Evolución de los activos inmobiliarios	28
8. El sector de la restauración en EE.UU.: digitalización y redefinición del concepto de comodidad	37
9. Previsiones	44

Fecha de cierre: **3 de mayo de 2018**

1. Editorial

Al llegar mayo, la expansión económica se convirtió en la segunda más larga de la historia moderna. Si las tendencias actuales continúan, en julio de 2019 pasará a ser la más prolongada jamás conocida; y, teniendo en cuenta las presentes condiciones económicas, este escenario tiene una elevada probabilidad de materializarse. De hecho, la probabilidad de entrar en recesión en los próximos 12 meses no difiere significativamente hoy en día del promedio histórico (15%).

Sin embargo, predecir puntos de inflexión en el ciclo económico resulta complejo, por lo que resulta fácil cometer errores. Por ejemplo, las actas de la reunión del Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal de 30 y 31 de octubre de 2007, publicadas un mes antes del inicio de la Gran Recesión, indicaban que este organismo apenas imaginaba lo que estaba a punto de suceder: “A más largo plazo, los participantes señalan que el crecimiento económico debería aumentar progresivamente hasta situarse en torno a su tasa de tendencia de aquí a 2009, a medida que se disipen las debilidades existentes en el sector inmobiliario y se alivien las tensiones en los mercados financieros. La demanda agregada mostró una fortaleza ligeramente superior a la prevista en el tercer trimestre y no parece que la situación del sector de la vivienda esté afectando de manera significativa a otros componentes del gasto, por lo que los participantes consideran que los riesgos para el crecimiento son, en cierta medida, menores que los existentes en el momento en que se celebró la reunión de septiembre”.

Existen tres razones fundamentales que explican por qué las recesiones son tan difíciles de predecir. En primer lugar, no hay dos recesiones iguales, y los factores que las desencadenan suelen fluctuar a lo largo del tiempo, sobre todo cuando la economía experimenta cambios estructurales que pueden enmascarar los puntos conflictivos o los desequilibrios. En segundo lugar, a pesar de que se pueden identificar desequilibrios económicos o burbujas de precios de los activos, sus consecuencias pueden ir mucho más allá de la fecha en la que finalicen, lo que a menudo da lugar a abruptos cambios en el sentimiento y a fuertes correcciones. En tercer lugar, las recesiones presentan escasa correlación con la duración de la expansión. Dicho de otro modo, es igual de probable que una recesión se produzca tras una expansión breve que después de una prolongada.

Sin embargo, antes del comienzo de una recesión suele producirse una serie de circunstancias comunes. La tasa de desempleo toca fondo entre dos y cuatro trimestres antes de la caída de la actividad económica. Los costes laborales y no laborales aumentan notablemente, ejerciendo presión sobre los beneficios y los tipos de interés, lo que a su vez debilita la inversión y los volúmenes de préstamos. Además, la economía suele experimentar un período de fuerte apalancamiento antes de iniciarse la recesión. A medida que se acumulan estas y otras presiones negativas, los mercados financieros reaccionan de un modo que, con frecuencia, provoca importantes correcciones de los precios de los activos y un aumento de los tipos de interés a corto plazo. Como resultado de ello, la diferencia entre los tipos de interés a corto y largo plazo tiende a estrecharse y se vuelve negativa. Por esta razón, los analistas suelen utilizar el diferencial de la curva de rendimientos para calibrar el riesgo de recesión. Y lo más importante: ninguna recesión de la historia moderna se ha producido sin que los tipos de interés reales a corto plazo se sitúen en torno al 2,5% en algún momento poco antes del comienzo de la recesión.

Un análisis más detallado de la dinámica económica actual pone de relieve un único elemento que podría ser compatible con el fin inminente del presente ciclo expansivo. Nos referimos a la reducida tasa de desempleo, que se redujo hasta el 3,9% en abril –la nivel más bajo desde el año 2000– después de haber permanecido estable en el 4,1% durante seis meses consecutivos. Sin embargo, el aumento de la participación de los trabajadores

pertenecientes al principal grupo de edad sugiere que todavía persiste cierta atonía en el mercado de trabajo. De igual modo, el número de personas de 65 años o más que se encuentran fuera del mercado laboral crece a un ritmo casi tres veces superior que el promedio histórico. En otras palabras, la tasa de desempleo no ha alcanzado aún su mínimo durante el ciclo actual.

Por su parte, si bien parece que los salarios y los costes no laborales van en aumento, siguen por debajo de sus promedios históricos. El índice de costes laborales, que mide los sueldos, salarios y prestaciones que perciben los trabajadores civiles, aumentó un 2,7% en términos interanuales durante el primer trimestre de 2018. Pese a que este fue el ritmo más rápido registrado en casi 10 años, el incremento en términos reales es similar a la media de los últimos cinco años. No obstante, incluso si los salarios nominales aumentaran con rapidez, este incremento podría absorberse más fácilmente que en otros períodos, dado que la proporción de la producción que corresponde al trabajo se ha reducido al 57%, un porcentaje en torno a 3 puntos porcentuales (p.p.) inferior al de antes de la Gran Recesión y 6 p.p. por debajo del promedio histórico.

Por supuesto, las presiones pueden provenir de los costes no laborales, como los precios de la energía o los costes financieros. De hecho, las recesiones económicas suelen ir precedidas de un rápido aumento de los precios de la energía y de los costes de los préstamos. Sin embargo, los cambios estructurales que ha experimentado la economía indican que el efecto podría ser más suave que en episodios anteriores, puesto que la economía ha reducido su dependencia negativa respecto a los combustibles fósiles por el lado del consumo, al tiempo que ha aumentado su dependencia positiva por el lado de la producción. Los abruptos descensos de los precios del petróleo durante el período 2014-2016 ayudaron a estimular el consumo privado, que creció un 3,6% en 2015 (el mayor aumento en más de una década). No obstante, esto también provocó una fuerte contracción del sector minero, más prolongada y profunda que la ocurrida en 2008-2009. Debido a ello, la producción industrial total se volvió negativa. Con todo, por primera vez en la historia moderna, la economía en su conjunto evitó la recesión aunque la producción industrial se mantuvo en niveles negativos durante casi dos años. Por el contrario, a pesar de que el repunte de los precios del petróleo acaecido desde el tercer trimestre de 2017 podría estar ejerciendo algunas presiones sobre el consumo privado, también ha estimulado poderosamente al sector petrolero. En fechas recientes, la producción de crudo estadounidense alcanzó un nivel récord, al tiempo que la inversión privada en exploración y yacimientos mineros se situó en su nivel máximo de los tres últimos años.

A pesar del constante aumento que han experimentado los tipos de interés, los costes de los préstamos continúan siendo bajos. Los tipos de interés de los préstamos hipotecarios se sitúan en torno a 50 puntos básicos (p.b.) por encima de la media registrada durante la expansión actual, pero 100 p.b. por debajo del nivel anterior a la crisis. La rentabilidad de la deuda corporativa se encuentra cerca de su nivel mínimo en 60 años, y los tipos de interés reales a corto plazo están comenzando a regresar al 0% después de permanecer en territorio negativo durante 10 años. Así pues, sería necesario un aumento de al menos 200-250 p.b. en los tipos de interés nominales para que los tipos reales alcanzaran un umbral que pudiera desencadenar una recesión; algo improbable si partimos de que la inflación oscila entre un 2% y un 3% y la Reserva Federal continúa normalizando su política monetaria a un ritmo gradual. Además, la reforma tributaria recientemente promulgada ayudará a aliviar las potenciales presiones sobre los costes que pueden provenir de los recursos laborales y no laborales. Los menores tipos impositivos que gravan a las empresas mejorarán los flujos de tesorería, mientras que los diversos incentivos introducidos para impulsar la inversión contribuirán a elevar la oferta agregada y, a su vez, contener posibles presiones sobre los precios.

Por último, las condiciones crediticias continúan respaldando la expansión: los índices de endeudamiento son bajos – sobre todo en el caso de los hogares– y el crédito no ha mostrado un crecimiento anormal durante un amplio período, salvo en lo referente a las pequeñas empresas en determinados sectores. La relación entre deuda y patrimonio neto

de los negocios no corporativos y no financieros ha permanecido relativamente estable en un 46% durante los últimos cinco años. Esta ratio es significativamente inferior a la del período inmediatamente posterior a la crisis, si bien es unos 8 p.p. mayor que la media de los 20 años previos a la Gran Recesión. En el caso de los negocios corporativos no financieros, esta relación se encuentra próxima a su nivel mínimo de los últimos 50 años. En el sector doméstico, la relación entre deuda y renta disponible ha comenzado a recuperarse tras casi 10 años seguidos de descenso. Sin embargo, su nivel no difiere significativamente de lo que se podría considerar coherente con una extrapolación de su tendencia histórica.

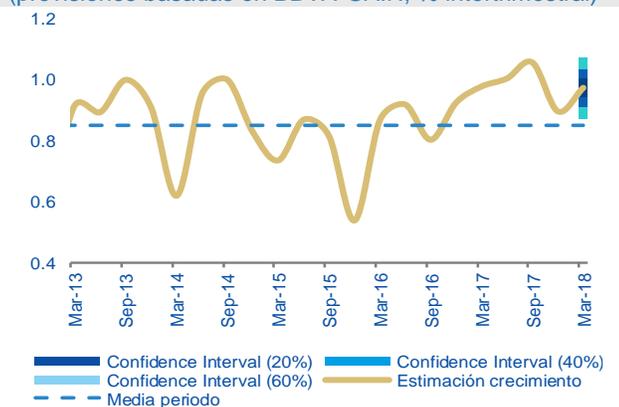
Las pruebas disponibles sugieren que la expansión actual probablemente continuará durante al menos varios trimestres más. Con todo, está claro que comienzan a observarse algunas presiones. Por lo tanto, deberíamos permanecer alerta ante los posibles riesgos. El estímulo fiscal —el mayor que se ha introducido durante un período expansivo— podría generar un acusado incremento de la inflación en el caso de que la economía no pueda absorber el aumento de la demanda. Esto provocaría probablemente una respuesta más agresiva de la Reserva Federal, que a su vez ejercería presiones negativas sobre la actividad empresarial y la demanda de crédito. Las políticas contraproducentes en el ámbito del comercio exterior o la inmigración, o el deterioro de nuestras instituciones políticas, también podrían minar la confianza de las empresas y la actividad económica. En consecuencia, los responsables políticos deberían centrarse en prepararse para los “malos tiempos”, fortaleciendo los fundamentos económicos que respaldarán un crecimiento económico sostenible a largo plazo en el futuro.

2. El crecimiento mundial sigue firme, aunque los riesgos se intensifican

En la actualidad, la economía mundial está siendo objeto de fuerzas divergentes; sin embargo, los datos disponibles para los dos primeros meses del año sugieren que **la tasa de crecimiento mundial del primer trimestre será similar al promedio registrado en 2017**. En concreto, nuestro modelo BBVA-GAIN predice que el crecimiento del PIB mundial en el primer trimestre (1T) se situará en el 0,97% en términos intertrimestrales, lo que significa que la actividad habría repuntado tras el tropiezo que sufrió a finales de 2017.

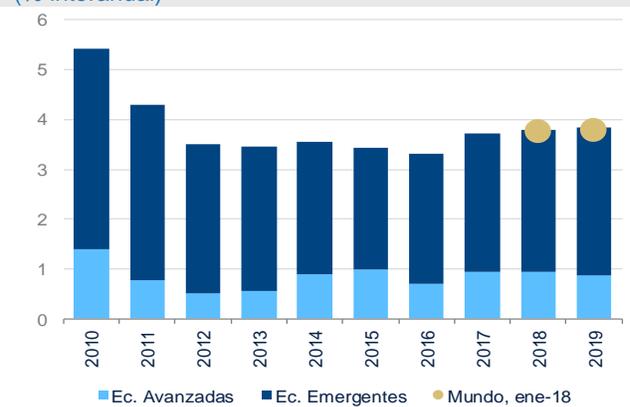
El crecimiento se vio respaldado por **una intensificación del comercio mundial**. Según el indicador BBVA-Trade en enero¹, y sobre todo en febrero, el comercio experimentó un crecimiento significativo en términos reales, recuperando el dinamismo observado en 2016. El principal factor que explica esta evolución fue el crecimiento de las exportaciones en las economías emergentes, especialmente en países asiáticos como China y la India. Otro de los factores que sustentaron este repunte del crecimiento mundial fue **la expansión sostenida de la producción industrial**. También en este aspecto destacan los países emergentes, liderados por China y la India, así como América Latina, a pesar de las dificultades por las que atraviesan las dos mayores economías de la región (México y Brasil). En el grupo de los países desarrollados, Estados Unidos ganó impulso, aunque este se vio parcialmente contrarrestado por la debilidad de la zona del euro.

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



Fuente: BBVA Research

Gráfica 2.2 Previsión de crecimiento del PIB mundial (% interanual)



Fuente: BBVA Research

Tras un año dominado por el optimismo y la asunción de riesgos en los mercados financieros, durante el 1T18 **el tono fue más prudente. Las condiciones financieras mundiales se están endureciendo a medida que los bancos centrales retiran sus programas de estímulo y los tipos de interés a largo plazo van en aumento**. Como se preveía, el Banco Central Europeo (BCE) está allanando el camino para poner fin a su programa de compra de activos y preparando su comunicación de cara a futuras alzas de los tipos de interés. **Por lo que respecta a la Reserva Federal estadounidense, esperamos que prosiga con su proceso gradual** y aplique tres incrementos más de tipos de 25 p.b. este año. Además, los tipos de interés a largo plazo se están instalando en niveles elevados, sobre todo en EE.UU.

1: Así se constata también en el informe *CPB World Trade Monitor* de enero de 2018, elaborado por CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis (<https://www.cpb.nl/en/figure/cpb-world-trade-monitor-january-2018>).

La racha de volatilidad registrada a principios de febrero², que provocó una fuerte corrección en los mercados de valores, podría constituir una señal temprana de que **la época de baja volatilidad tiene los días contados**, si bien dicho fenómeno se concentró en el mercado bursátil y, por el momento, apenas ha habido repercusiones en otros segmentos. No obstante, **la retirada de las medidas de estímulo de los bancos centrales dejará a los mercados más expuestos a esta clase de turbulencias**. Como resultado de ello, prevemos que el dólar seguirá depreciándose frente al euro, de modo que anticipamos que el tipo de cambio se situará en 1,26 a finales de 2018 y en 1,28 a finales de 2019.

A corto plazo, el estímulo fiscal en EE.UU. ejercerá un efecto positivo sobre la economía mundial, al prolongar la recuperación cíclica y generar un aumento de la demanda a escala mundial. Así, incluso teniendo en cuenta la debilidad del dólar y la moderación del crecimiento en China, nuestras estimaciones indican que el aumento del crecimiento en EE.UU. durante 2018-2019 **podría impulsar el crecimiento del PIB tanto en la zona del euro como en América Latina** en alrededor de una décima de punto porcentual por año.

El panorama global se ve favorecido, en general, por un elevado nivel de confianza y por la mejora del comercio mundial, a pesar de la amenaza que supone el proteccionismo comercial. **En conjunto, nuestra previsión en lo que respecta al crecimiento mundial sigue siendo de un 3,8% tanto en 2018 como en 2019, respaldado por un crecimiento del PIB real de casi un 5% en los mercados emergentes.**

En China también mantenemos nuestra previsión de crecimiento en el 6,3% para 2018 y el 6,0% para 2019. La mayoría de los indicadores económicos recientes muestran que el **impulso se mantiene tanto en la demanda interna como en las exportaciones**. Pese a que no hemos modificado nuestras previsiones para China, esperamos **una expansión levemente inferior del conjunto de los países emergentes. Las economías de América Latina continúan recuperándose en nuestro escenario base debido al fortalecimiento del comercio** y a la mejora de los precios de las materias primas. De hecho, prevemos una aceleración del PIB de Brasil, que, de acuerdo con nuestras estimaciones, pasará del 1% en 2017 al 2,1% en 2018 y al 3% en 2019. En México anticipamos que la expansión económica rondará el 2,1% en 2018-2019.

Para el conjunto de las economías desarrolladas prevemos un crecimiento del 2,3% en 2018 y del 2,2% en 2019. En Europa, la **solidez de las exportaciones y de la inversión fija registrada durante el último trimestre**, unida a un consumo privado igualmente robusto, nos llevaron a elevar nuestra previsión de crecimiento **para la zona del euro en 2018 hasta el 2,3%, frente al 2,2% anterior. De cara a 2019, mantenemos nuestras previsiones en el 1,8%**. En cualquier caso, la economía de la zona del euro debería continuar cerrando su brecha de producción, dado que su crecimiento potencial es inferior al 1,5%.

El mayor riesgo para el panorama global estriba en las medidas proteccionistas anunciadas por la Administración estadounidense, que se suman a la retirada de EE.UU. del Acuerdo de Asociación Transpacífico (TPP), la suspensión de las negociaciones sobre el Tratado Transatlántico de Comercio e Inversiones (TTIP) y la renegociación del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN) con México y Canadá. Estas decisiones podrían dar lugar a una guerra comercial global que cabe que desestabilice a la economía mundial. Otros riesgos importantes incluyen la normalización de la política monetaria, especialmente una retirada más rápida de lo previsto por parte de la Fed. Además, el riesgo asociado a un ajuste súbito y acusado de la economía China ha disminuido ligeramente tras las medidas aprobadas en el Congreso Nacional del Partido Comunista de China y las señales que apuntan a una contención progresiva del endeudamiento. Por último, en Europa persiste el riesgo político tras las elecciones italianas, que podrían afectar al proceso de integración en la zona del euro, un debate que se debería reactivar en los próximos meses.

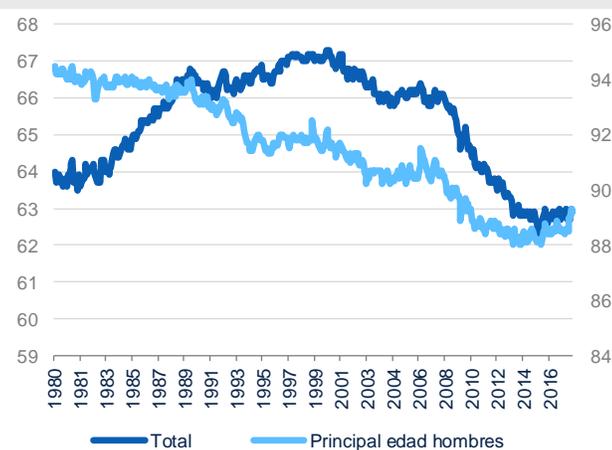
2: En este episodio, el índice VIX, que mide la volatilidad de los mercados de valores estadounidenses y se utiliza como indicador de la aversión al riesgo en los mercados, repuntó por encima de los 40 puntos. Parte de este aumento se debió a razones técnicas (posicionamiento de los inversores en productos derivados vinculados a la volatilidad). Véase BIS, *Quarterly Review*, marzo de 2018.

3. Aunque se avecinan buenos tiempos para EE.UU., pueden apreciarse algunas nubes acechando en el horizonte

Pese a que el trimestre arrojó indicadores económicos mixtos, nuestro escenario base contempla un crecimiento del 2,8% en 2018 y 2019. La revisión al alza refleja el fortalecimiento del crecimiento mundial y un sólido impulso nacional, así como el reciente acuerdo presupuestario y los recortes fiscales, de naturaleza inherentemente expansiva. Dada la importante expansión fiscal producida en un momento en el que la economía se encuentra próxima al pleno empleo, esperamos también un ligero aumento de la inflación, si bien preveemos que los precios subyacentes permanecerán dentro del objetivo simétrico de la Reserva Federal (del 1,5% al 2,5%). Con un crecimiento más robusto y una mayor inflación, pronosticamos que la Reserva Federal elevará los tipos tres veces más a lo largo de 2018 (25 p.b. cada vez).

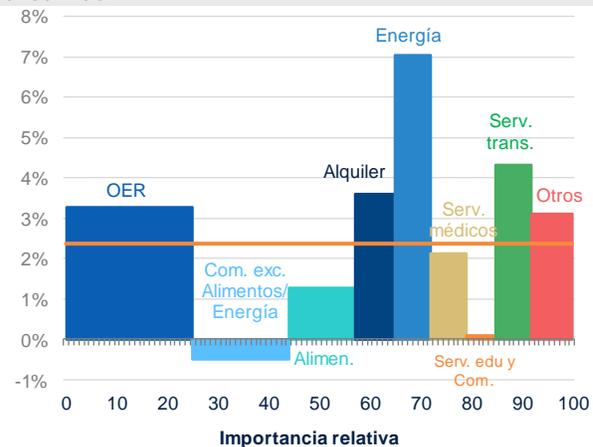
El mercado de trabajo mantuvo su impulso durante el primer trimestre de 2018, añadiendo 205.000 empleos por mes, más de lo que se necesita para absorber a las nuevas personas que se incorporan al mercado laboral y eliminar la atonía que pudiera quedar. Dicho esto, la tasa de desempleo se mantuvo en el 4,1% debido a la llegada de importantes flujos de trabajadores pertenecientes al principal grupo de edad; marzo fue el sexto mes consecutivo en el que la tasa de desempleo permaneció inalterada. La mayor solidez del crecimiento nacional y el aumento de los salarios deberían continuar fomentando la participación en la fuerza laboral de los trabajadores del principal grupo de edad y reducir la tasa de desempleo hasta el 3,9% en 2018 y el 3,6% en 2019.

Gráfica 3.1 Tasa de actividad, %



Fuente: BBVA Research y BLS

Gráfica 3.2 Contribuciones a la inflación de los precios al consumidor

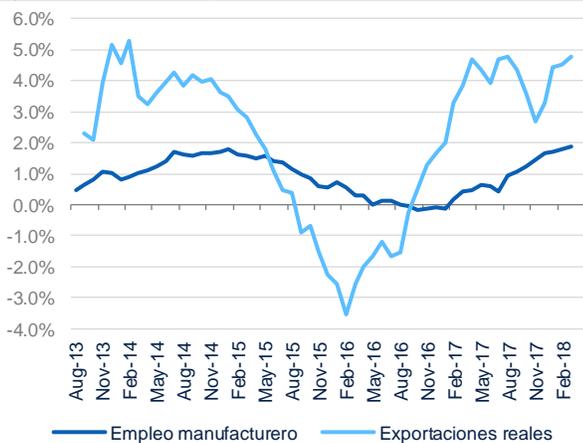


Fuente: BBVA Research y BLS

Dada la rigidez del mercado de trabajo y el impulso proporcionado por el paquete de medidas de estímulo fiscal y la reforma tributaria, tanto la inflación general como la subyacente están empezando a aumentar. De hecho, en marzo, el IPC general se aceleró hasta el 2,4% interanual, al tiempo que el IPC subyacente creció hasta el 2,1%, lo que supone un repunte de 25 p.b. respecto al mes anterior. Los componentes del índice que más contribuyeron al incremento

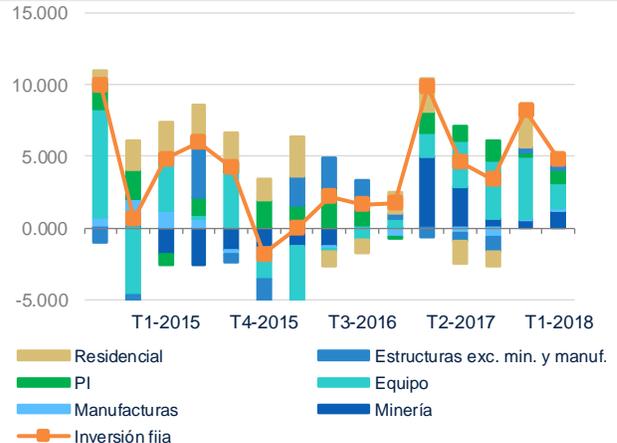
registrado en marzo fueron los servicios básicos, como las operaciones domésticas, los servicios de telefonía móvil, y los servicios personales y de otra índole, lo que refleja una modesta presión al alza sobre los salarios. De hecho, el ingreso medio por hora aumentó un 2,7% en términos interanuales, lo que representa la mayor mejora registrada desde 2009. Por el contrario, los precios de los productos básicos, salvo los alimentos y la energía, siguieron contribuyendo negativamente al crecimiento interanual de los precios al consumidor. Es probable que este cambio, que es reflejo de fuerzas estructurales que trascienden las condiciones cíclicas del mercado de trabajo, permita controlar cualquier exceso de inflación a medio plazo. No obstante, hemos revisado al alza nuestras previsiones de inflación tras los recientes cambios introducidos en la política fiscal. La escasa atonía aún existente en el mercado de trabajo también respalda unos precios más elevados, aunque no es probable que el vínculo entre ambos sea tan fuerte como en el pasado. Por lo tanto, y teniendo en cuenta el impulso adicional proporcionado por la política fiscal expansionista, esperamos que el IPC subyacente alcance el 2,5% en 2019 antes de retroceder al 2,3% en 2022.

Gráfica 3.3 Empleo en el sector manufacturero y exportaciones reales, % interanual



Fuente: BBVA Research, BLS y BEA

Gráfica 3.4 Inversión fija privada, % interanual



Fuente: BBVA Research y BEA

A pesar de la leve desaceleración observada desde el cuarto trimestre, el crecimiento continuó a buen ritmo durante el primer trimestre de 2018. Tal como se esperaba, la demanda de automóviles y otros bienes de consumo doméstico no duraderos se ralentizó, después de haber experimentado un crecimiento significativo durante los trabajos de reconstrucción realizados tras los huracanes Harvey e Irma. El gasto en servicios aumentó un 2,1% en términos reales a lo largo del trimestre, un dato que resulta coherente con el crecimiento registrado a lo largo de los tres últimos años y con el dinamismo del consumo. El sector minero continúa sustentando el crecimiento de la inversión fija no residencial, aportando 1,1 p.p. a su crecimiento intertrimestral anualizado.

La inversión en bienes de equipo ha experimentado una desaceleración a partir del cuarto trimestre de 2017 a pesar de los incentivos que brinda la reforma tributaria, lo que sugiere que las empresas podrían estar analizando los detalles y esperando a que concluya su proceso de promulgación antes de emprender cualquier proyecto de gran envergadura irreversible. De hecho, una encuesta realizada por el Banco de la Reserva Federal de Atlanta reveló que la Ley de Empleos y Reducción de Impuestos (TCJA, por sus siglas en inglés) no ha alterado los planes de inversión de la mayoría de las empresas en EE.UU.; así un 75% y un 73% de las compañías encuestadas manifestaron que no tenían planes para incrementar sus inversiones en 2018 o 2019. Dicho esto, el sector de la vivienda residencial unifamiliar mantuvo el tipo a pesar de tener en contra unos precios al alza de la vivienda residencial y unos tipos de

interés también crecientes. El menor crecimiento de las importaciones ayudó a mitigar los obstáculos al consumo y la inversión durante el trimestre; dicha caída dio lugar a una contribución positiva de las exportaciones netas en el período.

Esperamos que las condiciones financieras continúen siendo propicias a pesar de que podría producirse un cierto endurecimiento en respuesta al aumento de la incertidumbre de la política nacional. Las condiciones crediticias continúan siendo favorables tanto por el lado de la oferta como por el de la demanda, como lo demuestran los bajos diferenciales corporativos y la recuperación de los préstamos bancarios. Los precios de la renta variable, que aumentaron un 4,9% durante el 1T de 2018, se beneficiarán de la reforma del impuesto de sociedades, de la solidez de la demanda interna y de las favorables condiciones del crecimiento mundial. Esto estimulará las expectativas de los consumidores y tendrá efectos positivos sobre la riqueza. Entretanto, pese a que el aumento de las expectativas de inflación ha elevado la rentabilidad de los bonos del Tesoro a 10 años por encima del 3,0% por primera vez desde 2014, en realidad su nivel continúa por debajo del alcanzado antes de la crisis si se descuenta el efecto de la inflación. Este reciente incremento de los tipos nominales a largo plazo también ha reducido la probabilidad de que se invierta la curva de rentabilidades, una señal que suele utilizarse para calibrar la probabilidad de que se produzca una recesión cíclica en un futuro cercano.

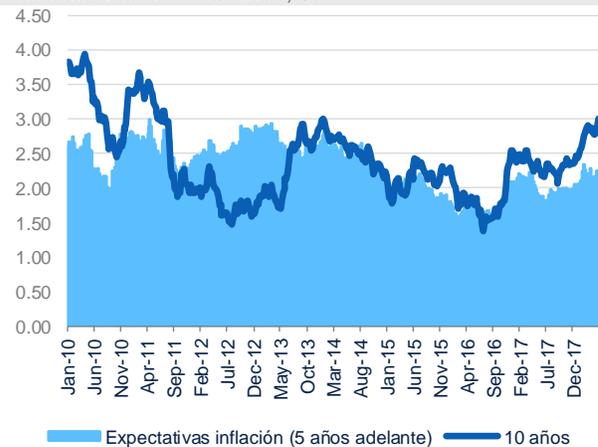
Sin embargo, de cara al futuro, la dinámica del crecimiento exterior y los cambios introducidos en la política nacional alterarán las tendencias subyacentes del crecimiento. Por lo que respecta al consumo, si bien la naturaleza de los recortes fiscales individuales y la posición en el ciclo sugieren un bajo multiplicador fiscal, seguimos pensando que los recientes cambios tributarios estimularán la demanda interna.

Gráfica 3.5 ¿Esperan las empresas una reducción en su factura tributaria? (%)



Fuente: BBVA Research y Banco de la Reserva Federal de Atlanta

Gráfica 3.6 Expectativas de inflación y rentabilidad de los bonos del Tesoro a 10 años, %



Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

En la vertiente corporativa, es probable que la permanencia de los recortes y las provisiones subyacentes, que reducen el coste del capital y alientan la inversión nacional, tengan efectos acumulativos sobre el crecimiento. En primer lugar, las provisiones que permiten la deducción inmediata de gastos de capital durante los primeros cinco años incentivarán la inversión en estructuras y bienes de equipo. En segundo lugar, la reducción del tipo del impuesto de sociedades debería mejorar la rentabilidad y las expectativas empresariales, así como fomentar la inversión en proyectos intensivos en capital a más largo plazo, que deberían impulsar la demanda de trabajo, la productividad y los

salarios reales. En tercer lugar, el cambio de una estructura del impuesto de sociedades pseudoglobal a un sistema pseudointernacional con medidas que erosionan la base imponible e impuestos sobre los beneficios derivados de servicios intangibles debería reforzar las dos provisiones anteriores y generar un modesto impulso de la inversión nacional, a partir de beneficios repatriados y una reducción de los flujos de salida de beneficios e inversión. Dicho esto, los mayores déficits y el potencial de recompra de acciones y pago de dividendos podrían moderar cualquier alza en el lado corporativo.

En última instancia, estimamos que los recortes del impuesto de sociedades y del impuesto sobre la renta de las personas físicas promoverán el crecimiento en 2018 y 2019 en 40 p.b., y que el acuerdo presupuestario incrementará el PIB en torno a 20 p.b. en esos años.

En cuanto al efecto que ejercerán sobre los déficits fiscales los recientes cambios normativos introducidos, esperamos que tanto la Ley tributaria como el reciente acuerdo presupuestario eleven la carga de la deuda estadounidense en 5,1 billones de dólares a lo largo de los próximos 5 años, incluso teniendo en cuenta el impacto positivo que las políticas podrían tener sobre el crecimiento. Pese a que es probable que los menores tipos marginales del impuesto sobre la renta de las personas físicas y la amplia reforma del impuesto de sociedades favorezcan las condiciones tanto del lado de la oferta como de la demanda, la magnitud de la caída de los ingresos y la generación de gastos adicionales podrían alterar de manera sustancial las perspectivas fiscales. En los próximos años el Congreso podría introducir cambios que se traduzcan en recortes del gasto o en un aumento de los ingresos. El mantenimiento de déficits presupuestarios procíclicos del 5% del PIB durante 10 años sería algo sin precedentes.

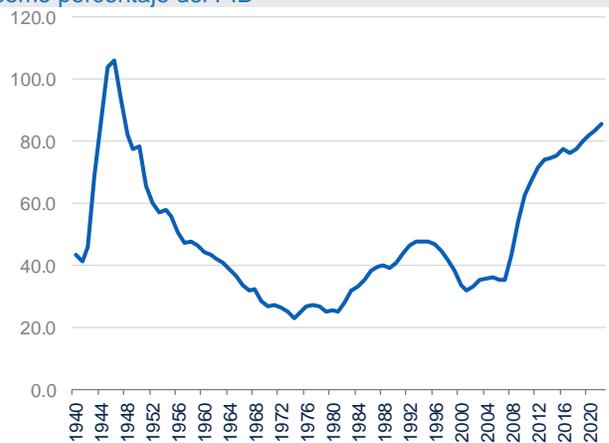
De hecho, las proyecciones revisadas de CBO estiman ahora que los déficits, expresados como porcentaje del PIB, superarán el 5% de aquí a 2022, lo que representaría el mayor déficit procíclico desde la Segunda Guerra Mundial. Nuestras previsiones, que parten de unas perspectivas de crecimiento ligeramente menos optimistas a corto plazo, implican una relación déficit-PIB del 5,3% en 2019. Debido a ello, es probable que, en el escenario base, los costes medios anuales en concepto de intereses se tripliquen en términos nominales y se dupliquen como proporción del PIB, presionando la ratio deuda pública pendiente-PIB hasta situarla en el 85% en 2022.

Gráfica 3.7 Déficit fiscal en EE.UU. como porcentaje del PIB



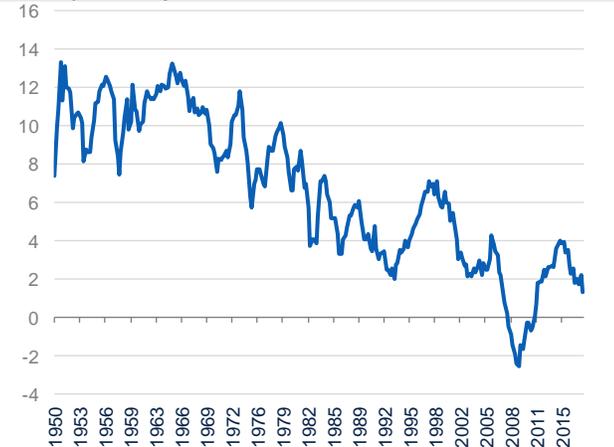
Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

Gráfica 3.8 Deuda en manos del público como porcentaje del PIB



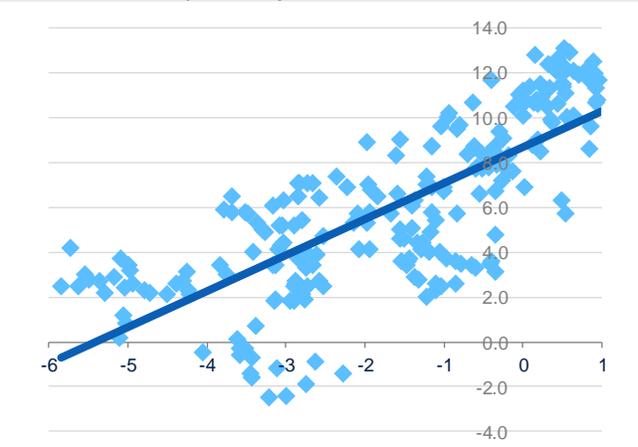
Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

Gráfica 3.9 Ahorro nacional neto como porcentaje del PIB



Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

Gráfica 3.10 Ahorro nacional neto y saldo de la balanza comercial como porcentaje del PIB



Fuente: BBVA Research

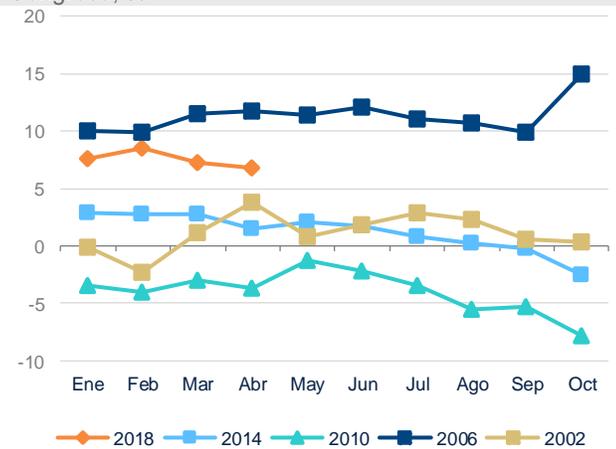
El escaso nivel de ahorro por parte de las empresas y de los hogares se suma a la falta de ahorro público, situando el ahorro nacional neto en el 1,3% del PIB en el 4T de 2017, el nivel más bajo de la historia moderna si se excluye la crisis financiera de 2008 y el período de recuperación posterior. La falta de ahorro nacional y la estabilidad de las perspectivas de consumo e inversión implican que EE.UU. tendrá que incrementar necesariamente sus préstamos desde el extranjero para financiar las importaciones y la inversión. En consecuencia, el déficit por cuenta corriente se ampliará. No obstante, algunos de los cambios introducidos en el código del impuesto de sociedades desincentivan la transferencia de beneficios corporativos y la inversión. Entre ellos cabe citar la tributación de los beneficios obtenidos sobre bienes intangibles en el extranjero, los impuestos que erosionan la base imponible, el reconocimiento inmediato de la inversión nacional como gasto y el menor (y más competitivo a nivel mundial) tipo impositivo; todos estos factores que podrían reducir el déficit comercial –un resultado más deseable desde el punto de vista político– y, al mismo tiempo, aumentar la oferta de financiación procedente de fuentes internas a medida que los beneficios obtenidos en el extranjero no repatriados se transfieran a EE.UU. De hecho, algunas estimaciones sugieren que esta clase de iniciativas han provocado una distorsión por valor de 200.000 millones de dólares en las cuentas sobre los ingresos y la producción nacionales (NIPA, por sus siglas en inglés).

Si estas medidas desalientan a las empresas a trasladar activos intangibles o componentes de alto valor añadido fuera de EE.UU. y, por tanto, se contabilizan como gastos por servicios nacionales asociados a la utilización de propiedad intelectual, el déficit comercial podría reducirse 1 p.p. del PIB, ceteris paribus. Además, esta clase de cambio podría ejercer un efecto importante sobre las cuentas nacionales, puesto que el menor déficit comercial impulsaría el PIB y, con gran seguridad, elevaría la productividad, dado que estos elementos tienden a ofrecer mayor valor añadido por naturaleza; esto podría servir para cerrar parte de la brecha relacionada con la paradoja de la pérdida de productividad en la era de la digitalización y la automatización. No obstante, si los incentivos para mantener los beneficios en jurisdicciones con bajos impuestos siguen siendo elevados, o si la política tributaria de EE.UU. fomenta una “carrera a la baja” por parte de otros países, el beneficio potencial de los cambios introducidos en el código internacional del impuesto de sociedades podría ser reducido.

Un fuerte cuestionamiento por parte del Partido Demócrata en las elecciones de mitad de legislatura podría alentar al Partido Republicano a intensificar su discurso de proteccionismo comercial en un esfuerzo por garantizar los escaños republicanos que puedan correr peligro en el Medio Oeste.

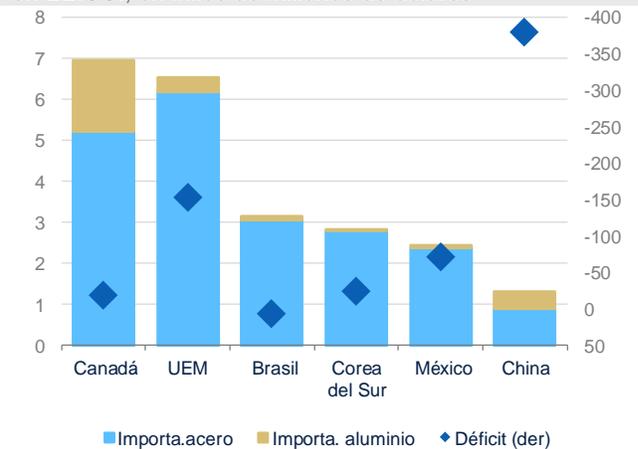
La reducción del déficit comercial podría asimismo proporcionar al Partido Republicano un capital político muy necesario para enfrentarse a las citadas elecciones. Los datos actuales de las encuestas genéricas al Congreso dan a los Demócratas una ventaja de en torno a 6,7 p.p., de acuerdo con los datos de abril. Esto representa la mayor diferencia en una encuesta genérica al Congreso desde 2006, año en que se inclinó la balanza en el Congreso en favor de los Demócratas tras ganar 31 escaños y obtener la mayoría en esta cámara y en el Senado.

Gráfica 3.11 Promedios de las encuestas genéricas al Congreso, %



Fuente: BBVA Research y Real Clear Politics

Gráfica 3.12 Déficits e importaciones de acero y aluminio y en EE.UU., en miles de millones de dólares



Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

Además, algunos análisis sugieren que los Demócratas obtuvieron un gran resultado en las recientes elecciones especiales. Por ejemplo, aunque el candidato republicano ganó las recientes elecciones especiales en Arizona, el margen de su victoria fue mucho menor del que cabría esperar de acuerdo con el historial de votación de este distrito, en el que Mitt Romney ganó por 25 puntos en 2012 y el Presidente Trump por 21 puntos en 2016. Además, en siete de las otras ocho elecciones especiales el margen de diferencia del partido ganador se redujo en comparación con los resultados del Partido Republicano en las dos elecciones anteriores.³

La amenaza de perder el gobierno unificado podría forzar al Presidente y al Partido Republicano a intensificar su agenda conservadora, lo que le podría llevar a adelantar a 2018 políticas que, de otro modo, habrían dejado para la segunda mitad del primer mandato del Presidente o para su segundo mandato.

Aunque persisten vientos cíclicos en contra y riesgos políticos en el plano nacional, en estos momentos consideramos que los riesgos, tanto alcistas como bajistas, son reducidos en comparación con nuestro informe anterior. Por lo que respecta al riesgo alcista, habida cuenta de la reforma tributaria y el acuerdo presupuestario en vigor y de la limitada capacidad para introducir cambios adicionales en la política fiscal, no prevemos que se vayan a aprobar estímulos fiscales adicionales en los dos próximos años. Además, teniendo en cuenta que las perspectivas de inflación comienzan a ascender, la Reserva Federal dispondrá de menos margen para retrasar sus planes de normalización sin

3: <https://fivethirtyeight.com/features/arizona-8-special-election-result/>

poner en peligro su credibilidad o la estabilidad de la perspectiva de inflación. Dicho esto, sigue existiendo la posibilidad de que el aumento de la confianza de las pequeñas empresas y una visión más favorable de la actual reforma tributaria reactiven un sector que ha atravesado dificultades durante el período posterior a la crisis. Además, las políticas que fomentan la participación de los trabajadores del principal grupo de edad en el mercado laboral, como las de apoyo a toxicómanos, formación profesional, movilidad y conciliación de la vida personal y laboral, también podrían estimular la oferta de trabajo y la productividad.

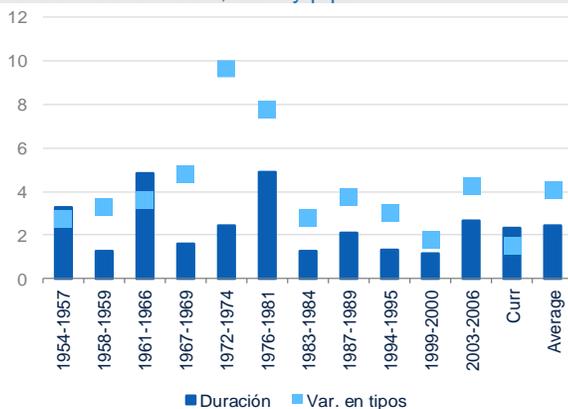
Con respecto al riesgo bajista, el proteccionismo comercial continúa siendo un riesgo muy importante. Tras una serie de anuncios de escalada de aranceles por parte de la Administración Trump, la tensión comercial se ha aliviado en cierta medida tras la retirada de un número considerable de países de la lista de naciones sujetas a los aranceles del aluminio y el acero, ya sea de manera permanente o temporal. De hecho, en la actualidad en torno al 30% y el 45% de las importaciones estadounidenses de acero y aluminio, respectivamente, estarían sujetas a estos aranceles. Esto sugiere que es probable que el efecto económico sea mucho menor que si no se modificaran los aranceles. Además, esto representa una proporción trivial de los flujos comerciales mundiales, lo que parece indicar que las repercusiones para la economía mundial serán limitadas. Como resultado de ello, el impacto sobre el déficit comercial, los precios al consumo y el crecimiento serán probablemente escasos. Dicho lo anterior, aunque la posibilidad de que se produzca una escalada en las represalias comerciales no es excesivamente elevada, sus efectos podrían resultar extremadamente onerosos para EE.UU.

En lo que concierne al riesgo bajista, la probabilidad de una recesión sigue siendo baja atendiendo tanto a los factores económicos como financieros. Dicho esto, la brecha de producción es positiva y la expansión actual se convertirá este año en la segunda más larga desde que existen registros, lo que sugiere que podrían estar gestándose “vientos en contra” cíclicos. La amplia expansión fiscal en una época de brecha de producción positiva y en que los niveles de deuda son peligrosamente elevados tiene asimismo el potencial de abrir un escenario gravemente adverso que podría conducir a la estanflación o la deflación de la deuda, dependiendo de la respuesta de la demanda al estímulo fiscal. Si la reforma tributaria consigue elevar el PIB potencial, al menos a corto plazo, las posibilidades de que se materialice cualquiera de los escenarios fuertemente adversos serán bajas. Por consiguiente, seguimos considerando que la perspectiva de crecimiento continuará siendo prometedora.

4. Los partidarios de un endurecimiento de la política obtendrán lo que buscan gracias al estímulo fiscal

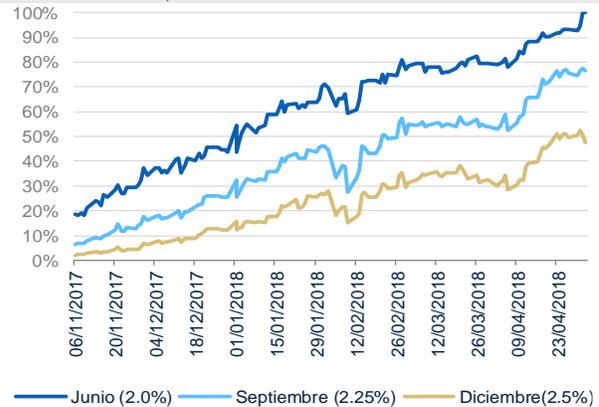
En comparación con los anteriores ciclos de endurecimiento de su política, la Reserva Federal está llevando a cabo la normalización de los tipos de interés de forma lenta y deliberada. La magnitud de la crisis y la perturbación de los precios de las materias primas producida en 2016 que ocasionó una caída del sector industrial requería herramientas poco convencionales y ajustes de los tiempos para evitar dar pasos erróneos. De hecho, el ciclo actual, que se encuentran tan solo en su punto medio, ha sido tan largo como el ciclo promedio de endurecimiento de la política a lo largo de los últimos 70 años; sin embargo, los tipos de interés solamente se han incrementado un tercio de lo que lo hicieron en ciclos anteriores. La tendencia a la baja del tipo de interés neutral y la falta de presiones sobre los salarios permitieron asimismo a la Reserva Federal retrasar y escalar los aumentos de tipos. No obstante, en el seno de este organismo el debate está pasando de la defensa frente al estancamiento y la deflación al cuestionamiento de los riesgos que plantea el actual ritmo de normalización para la utilización de los recursos, las presiones inflacionistas y la demanda, en un entorno de estímulo fiscal y brecha de producción positiva.

Gráfica 4.1 Normalización de tipos de interés por parte de la Reserva Federal, años y p.p.



Fuente: BBVA Research y Reserva Federal

Gráfica 4.2 Probabilidad implícita de los fondos de la Reserva Federal, %



Fuente: BBVA Research y Bloomberg

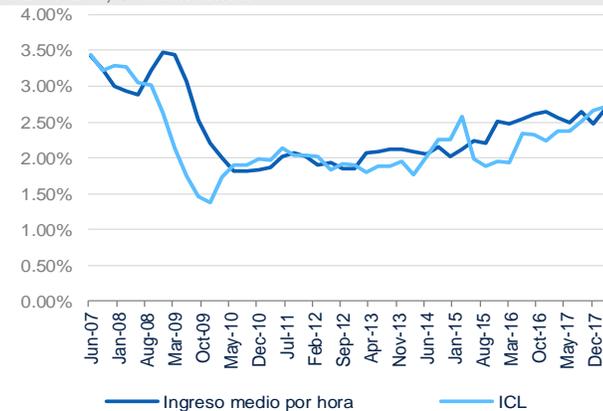
Como preveíamos, y en consonancia con el ritmo lento y deliberado descrito anteriormente, la Reserva Federal mantuvo en su reunión de mayo el nivel actual del tipo de los fondos de la Reserva Federal en el 1,5%-1,75%. Los mercados ya anticipaban en gran medida esta pausa, dado que el comité del organismo sigue digiriendo el reciente repunte de la inflación real y prevista. Sin embargo, con unas expectativas de inflación y una inflación en aumento y con los vientos favorables que propicia la reforma tributaria, esperamos que las comunicaciones futuras comiencen a reflejar esta dinámica y se empiece a apreciar un sesgo algo más agresivo. De hecho, en su declaración de mayo, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto manifestó lo siguiente: “Se espera que la inflación a 12 meses evolucione a medio plazo cerca del objetivo simétrico del Comité, situado en el 2%”. Además, deslizó la siguiente frase: “... el Comité vigila de cerca la evolución de la inflación”.

Los datos del 1T de 2018 parecen respaldar el abandono de la estrategia defensiva que prevaleció hasta el final del mandato de Yellen. Pese a que el desempleo permaneció inalterado a lo largo del trimestre, el mercado laboral continuó

ajustándose. Las horas semanales trabajadas en el sector privado aumentaron a su mayor ritmo desde septiembre de 2015. Asimismo, se incorporaron al mercado de trabajo más de 664.000 trabajadores pertenecientes al principal grupo de edad, elevando la tasa de actividad de este grupo de edad en 30 p.b., hasta alcanzar su nivel máximo desde el primer trimestre de 2016. Pese a ello, el crecimiento interanual del empleo se mantuvo estable en el 1,5%, aunque se produjo un repunte en febrero. No obstante, la tasa de creación de empleo permanece en un nivel muy superior al necesario para absorber la a-tonía adicional y a las personas que se incorporan por primera vez al mercado laboral.

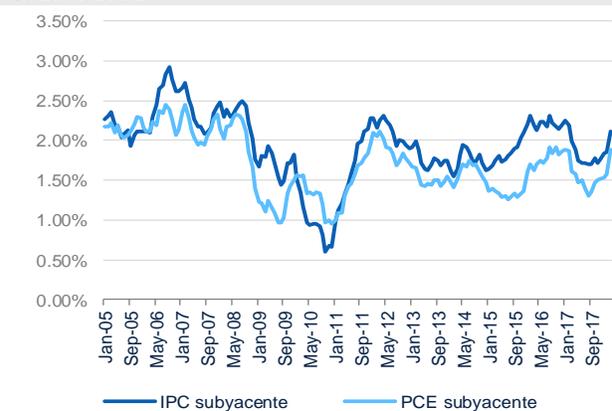
Las presiones sobre los salarios y los precios también comenzaron a mostrar signos de intensificación: los ingresos medios por hora y el índice de costes laborales aumentaron un 2,7% en términos interanuales, su mayor ritmo de crecimiento en casi 10 años. Esto podría dar armas a los partidarios de un endurecimiento de la política para argumentar que las condiciones se están normalizando y que en la actualidad convergen hacia un entorno más tradicional de curva de Phillips. De hecho, tanto el índice PCE como el IPC aumentaron en marzo, ganando 36 y 27 p.b., respectivamente, en términos interanuales. Como resultado de ello, el PCE subyacente (1,9%) y la inflación medida por el IPC (2,1%) distaban poco del objetivo de la Reserva Federal. Asimismo, el índice PCE global, que es la medida preferida de la Reserva Federal, ya superó la proyección publicada en marzo del Resumen de Proyecciones Económicas para finales de año, situada en el 1,9%, con la aceleración hasta el 2,0% acaecida en mayo.

Gráfica 4.3 Ingresos medios por hora e índice de costes laborales, % interanual



Fuente: BBVA Research y BLS

Gráfica 4.4 PCE e IPC subyacente, % interanual



Fuente: BBVA Research y BLS

La reunión de mayo dio al comité la oportunidad de reafirmar su suave ritmo de normalización; sin embargo, prevemos que el discurso futuro de la Reserva Federal se volverá más agresivo y que las proyecciones comenzarán a tender al alza a medida que los vientos favorables propiciados por la política fiscal expansionista comiencen a soplar por doquier. Como resultado de ello, también es probable que la gráfica de puntos refleje este hecho con cuatro incrementos de tipos (en lugar de tres) en 2018, y posiblemente se produzcan nuevas alzas en 2019. Esta tendencia alcista de cara a 2019 es coherente con una brecha de producción reducida y con el rebasamiento que implica de la mediana de la previsión del PIB (2,7%) y de la tasa de desempleo (3,7%) recogidas en el Resumen de Proyecciones Económicas.

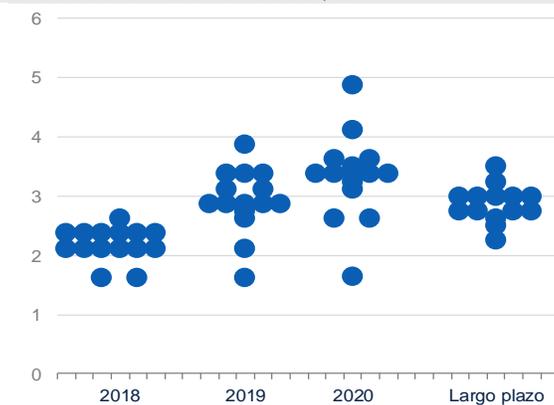
Además, los miembros deberán profundizar en el debate sobre la preparación y capacidad que el comité necesitará para afrontar el próximo ciclo habida cuenta de los desafíos que los bajos tipos de interés de equilibrio y la inflación persistentemente baja plantean. Por otra parte, los miembros deberán analizar la probabilidad de que se supere a medio plazo el tipo de interés nominal de equilibrio a corto plazo, que estimamos convergerá en torno al 3,0%, en

línea con las expectativas de la Reserva Federal. Cualquier señal proveniente del Resumen de Proyecciones Económicas que indique una voluntad de sobrepasar su tipo mediano implícito del 3,5% podría constituir un signo temprano de la existencia de temores sobre la existencia de presiones excesivas sobre el lado de la demanda.

Dicho esto, las condiciones financieras se mantienen en niveles confortables para la Reserva Federal. Unas intervenciones excesivamente agresivas o pasivas podrían desestabilizar este delicado equilibrio, sobre todo si se tienen en cuenta los recientes brotes de volatilidad.

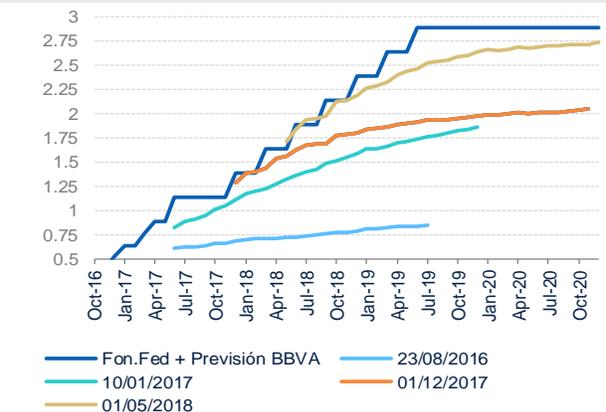
El mandato de Powell en la Reserva Federal ha coincidido con un ciclo económico atípico, que parece haberle dotado de un enfoque algo más alejado de la ortodoxia macroeconómica que el que mostraron los últimos presidentes. De hecho, Powell ha declarado que, en su opinión, “la relación entre atonía e inflación no es tan estrecha... refleja un aplanamiento de la curva de Phillips”, y que está “tratando de encontrar el punto medio”. En su primera conferencia de prensa manifestó asimismo lo siguiente: “en términos generales, el comité considera que el tipo de interés neutral continúa siendo bastante bajo, entiende que no ha aumentado y está abierto a la posibilidad de que lo haga en el futuro”. Desde una perspectiva más profunda, estos comentarios parecen sugerir que el presidente no está dispuesto a anticipar ninguna acción en materia de políticas ni a dejarse llevar por el pánico ante pequeñas desviaciones respecto a los índices de referencia de la Reserva Federal. En lugar de ello, adoptará un estilo de dirección más activo, respetando las aportaciones de los miembros influyentes del comité y los datos que reciban, pero conservando su propio margen de maniobra.

Gráfica 4.5 Proyección del Comité de Operaciones de Mercado Abierto respecto a los tipos de interés de los fondos de la Reserva Federal, %



Fuente: BBVA Research y FRB

Gráfica 4.6 Curva de futuros sobre los fondos de la Reserva Federal, %



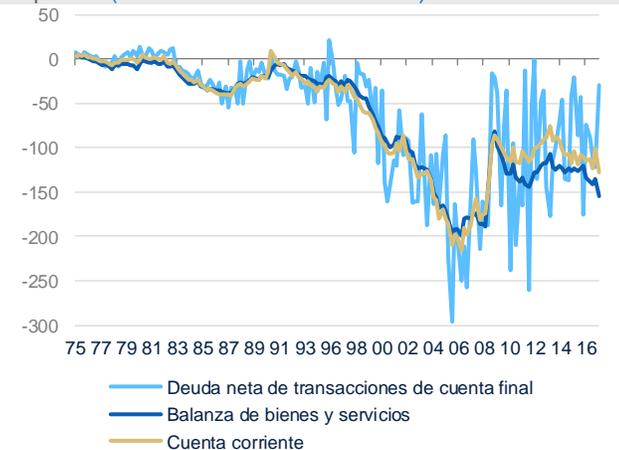
Fuente: BBVA Research y Bloomberg

Como resultado de ello, seguimos esperando que el Comité de Operaciones de Mercado Abierto eleve los tipos por segunda vez este año en su reunión del 12 y 13 de junio, tras lo que se producirán dos nuevas alzas de tipos durante el segundo semestre del año. De cara a 2019, continuamos pensando que el comité no tendrá prisa por suprimir el sesgo acomodaticio, por lo que volverá a aumentar los tipos en dos ocasiones, hasta alcanzar el 3,0% a largo plazo, antes de hacer una pausa en su política. Dicho lo anterior y dejando de lado los riesgos geopolíticos y de política, está claro que la balanza de los riesgos para la perspectiva económica se está inclinando al alza de cara a 2019, lo que podría obligar al comité a comenzar a preparar a los mercados bien para unas tasas de equilibrio a largo plazo más elevadas, o bien para un rebasamiento temporal del tipo terminal implícito.

5. El déficit comercial de EE.UU. ha llegado para quedarse

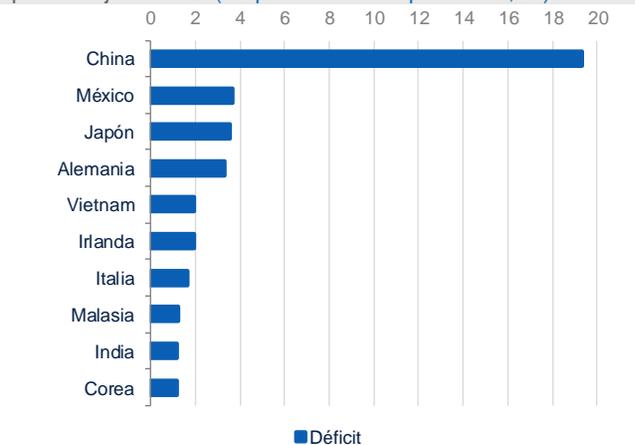
El déficit comercial refleja las limitaciones en materia de recursos de un país, sabiendo que la restricción de recursos es una función que depende de la estructura productiva nacional y de los patrones del comercio mundial. La posición de la balanza comercial de un país viene determinada por su dotación relativa de recursos, por las intensidades de estos y por su posición en las redes de producción internacionales. En el caso de EE.UU., el déficit comercial significa que el país se apoya en el comercio mundial para obtener esos recursos.

Gráfica 5.1 Balanza por cuenta corriente y flujos netos de capitales (miles de millones de dólares)



Fuente: BBVA Research

Gráfica 5.2 Déficit comerciales de EE.UU. en 2017 como porcentaje del PIB (10 países más importantes, %)



Fuente: BBVA Research

Ventaja comparativa y liberalización del comercio: Pese a que el saldo de la balanza comercial estadounidense ha sido negativo desde 1975, hasta mediados de la década de 1990 no comenzó a ampliarse. Esta tendencia se debió, principalmente, a dos factores económicos concomitantes.

En primer lugar, EE.UU. ha ido obteniendo con el tiempo una ventaja comparativa en el sector servicios. La estimación del índice de ventaja comparativa revelada, que mide el grado de ventaja o desventaja comparativa en una determinada clase de bienes o servicios, muestra que EE.UU. goza de una ventaja comparativa importante y creciente en el ámbito de los servicios. Por el contrario, Alemania, Japón y China, que son acreedores de EE.UU., presentan un índice de ventaja comparativa revelada estable y mucho menor en este sector, con la excepción de China, cuyo índice presenta pendiente decreciente.⁴

En segundo lugar, el proceso de liberalización del comercio, que ha sido asimétrico, ha beneficiado al comercio de mercancías frente al de servicios. La liberalización del comercio iniciada a mediados de la década de 1990 con la conclusión de la ronda de Uruguay y la creación de la Organización Mundial del Comercio espolearon la liberalización del comercio de mercancías y productos agrícolas. La elaboración de un índice que capta el proceso de liberalización

4: Barattieri, A. (2014). "Comparative advantage, service trade, and global imbalances". *Journal of International Economics*, 92(1), 1-13.

del comercio en el sector manufacturero frente a los servicios muestra que el índice en el sector manufacturero ha seguido una tendencia descendente desde 1995, mientras que el índice de los servicios ha permanecido en conjunto plano.⁵ De igual modo, desde 1995, los costes agregados del comercio de servicios a escala mundial se han mantenido planos la mayor parte del tiempo, con una ligera tendencia al alza, mientras que los costes del comercio de mercancías presentaban una pendiente fuertemente descendente.⁶

Como resultado de ello, el saldo de la balanza comercial estadounidense en la partida de servicios ha permanecido en niveles positivos, mientras que el déficit comercial en el apartado de las mercancías se ha ido adentrando cada vez más en territorio negativo. Con todo, el superávit comercial en los servicios representó únicamente el 1,5% del PIB cuando alcanzó su nivel máximo, en 2014, tras lo que se redujo al 1,3% en 2017. Por su parte, el déficit en el capítulo del comercio de mercancías aumentó de cerca del 1% del PIB a principios de la década de 1980 al 6% en 2005 y 2006. Desde 2010 ha permanecido relativamente estable en torno al 4,2%.

Los análisis empíricos muestran una correlación fuertemente negativa entre la especialización de las exportaciones estadounidenses de servicios y su saldo por cuenta corriente en el período posterior a 1995. Esta misma relación es aplicable también a Reino Unido, España e Italia, países que también están especializados en la exportación de servicios. De acuerdo con las pruebas documentadas disponibles, la correlación negativa es muy robusta y significativa desde el punto de vista estadístico, puesto que explica un 50% de la variación de los saldos por cuenta corriente.⁷

El test de ruptura estructural confirma que los cambios estructurales registrados en el déficit comercial estadounidense coinciden estrechamente con cambios estructurales tanto en las importaciones como en el saldo del comercio de mercancías. Al mismo tiempo, la dinámica histórica de las exportaciones de EE.UU. es coherente con la del saldo comercial del capítulo de servicios; en ninguno de ellos se aprecian cambios estructurales.

El comercio a lo largo de la cadena de suministro y la búsqueda de un menor coste de producción: Los cambios fundamentales que han acarreado para el comercio la globalización, las tecnologías de la información y la comunicación (TIC) y la digitalización han fortalecido aún más la ventaja comparativa de EE.UU. en el terreno de los servicios, sobre todo en las exportaciones intensivas en conocimiento. Los avances producidos en la gestión de redes de producción diversificadas a escala mundial, en la comunicación y en el transporte han dado lugar a un proceso de producción mundialmente diversificado. El aumento de la movilidad internacional de los principales factores de producción –capital, trabajo y tecnología– desencadenó la búsqueda de menores costes a través de la deslocalización de la producción a mercados emergentes. En términos globales, las TIC y la digitalización han acelerado el flujo de productos intermedios y han provocado una mayor fragmentación de los flujos comerciales.⁸

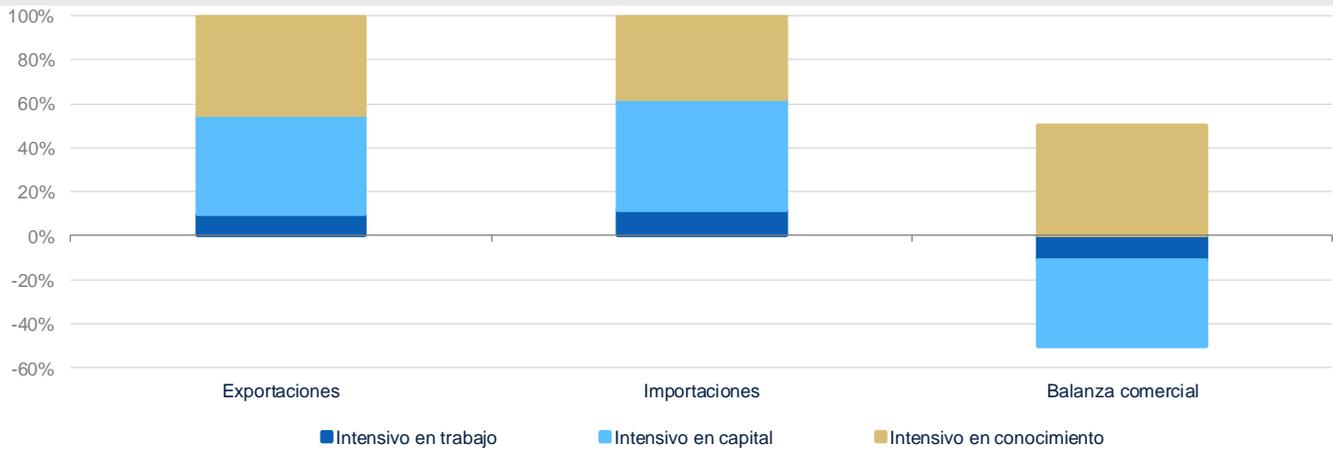
5: *ibid.*

6: Joy, M., Lisack, N., Lloyd, S., Reinhardt, D., Sajedi, R. y Whitaker, S. (2018). *Mind the (current account) gap.*

7: Barattieri, A. (2014). "Comparative advantage, service trade, and global imbalances". *Journal of International Economics*, 92(1), 1-13.

8: Baldwin, R., y J. López-González (2015). "Supply-chain trade: a portrait of global patterns and several testable hypotheses". *The World Economy*, 38(11), 1682-1721.

Gráfica 5.3 Importaciones y exportaciones como porcentaje del total



Fuente: BBVA Research

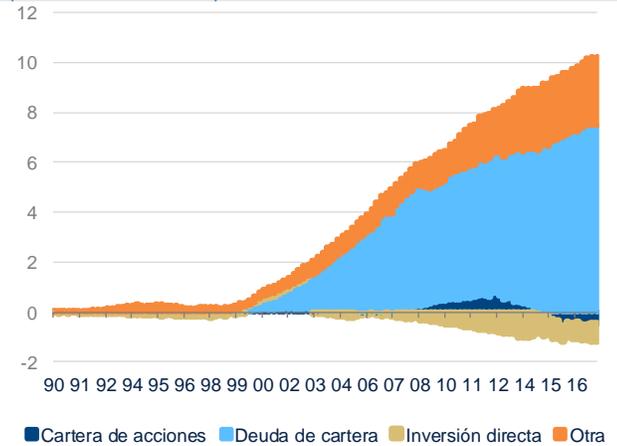
En el mundo de las nuevas tecnologías y la digitalización, la parte de los flujos comerciales de EE.UU. en la que el conocimiento tiene un papel más importante ha adquirido un peso cada vez mayor. EE.UU. ha experimentado un aumento de los flujos transfronterizos de bienes y servicios puramente digitales. Además, la creación y mejora de plataformas de comercio electrónico ha favorecido el acceso al mercado de comerciantes de menor tamaño y ha desafiado los modelos de negocio tradicionales. También ha facilitado la entrada en los mercados internacionales y creado nuevos sistemas de pago, lo que ha dado lugar a actividades y envíos a muy pequeña escala.

Flujos de capital: La cuenta de capital es la imagen invertida de la cuenta corriente (balanza comercial + balanza de ingresos), puesto que refleja los préstamos necesarios para financiar el déficit. Ambos términos se pueden utilizar de manera intercambiable; no obstante, reflejan diferentes medidas de la salud económica y deben examinarse desde distintas perspectivas. Los flujos de la cuenta de capital representan las restricciones de financiación de un país. Por tanto, la restricción de financiación debe examinarse como un concepto bruto en lugar de neto.⁹

El actual déficit por cuenta corriente de EE.UU. se financia principalmente a través de la venta de bonos públicos a los bancos de China, Japón, Suiza, Taiwán, Corea, Tailandia y los principales Estados exportadores de petróleo del planeta. Sin embargo, el patrón de los flujos de capital ha cambiado desde 2015. La venta de bonos corporativos y de agencias gubernamentales a grandes inversores institucionales de Europa y a fondos de pensiones gestionados por gobiernos en Asia Oriental se ha convertido en una importante fuente de financiación. Es probable que el cambio en la composición de los acreedores de EE.UU. tenga su origen en la búsqueda de rentabilidad por parte de los fondos de pensiones y compañías de seguros de vida europeos y asiáticos durante la época de flexibilización cuantitativa en Europa y de endurecimiento de la política fiscal en Asia. Además, las posiciones bilaterales brutas de EE.UU. en los flujos de capital también son elevadas con el Reino Unido y con los centros financieros en el extranjero.

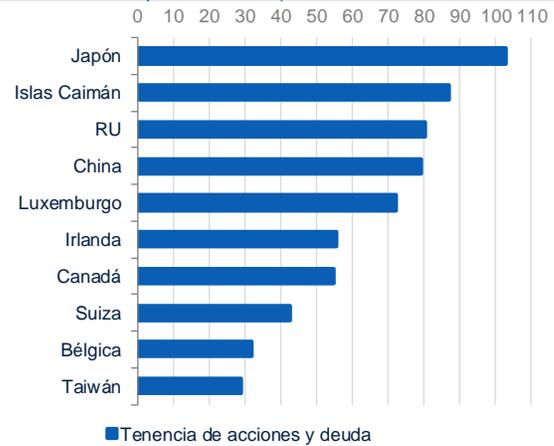
9: Borio, C. E. y P. Disyatat (2015). *Capital flows and the current account: Taking financing (more) seriously*.

Gráfica 5.4 Flujos netos acumulativos de entrada a EE.UU. (billones de dólares)



Fuente: BBVA Research

Gráfica 5.5 Tenencia de valores de renta fija y de renta variable en 2017 como porcentaje del PIB (10 países más importantes, %)



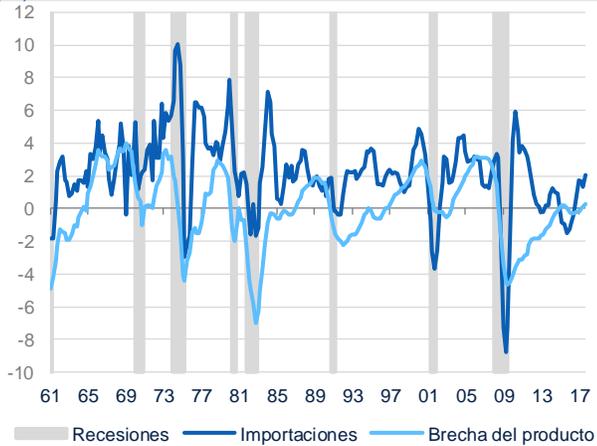
Fuente: BBVA Research

Expansión fiscal y vuelta al doble déficit: Se calcula que el gasto por valor de 1,3 billones de dólares aprobado en el Congreso en marzo de 2018, unido a la factura tributaria firmada en diciembre de 2017, elevará el déficit público al 4,6% del PIB en un plazo de dos años. La adopción de un estímulo fiscal en una fase tardía del ciclo económico puede ampliar aún más el déficit comercial. En un momento en que la economía estadounidense funciona a plena capacidad y la tasa de desempleo se encuentra en un nivel bajo, la demanda generada por el estímulo fiscal está llamada a filtrarse al resto del mundo. Cabe que existan ya pruebas de esta filtración en las importaciones debido al aumento de su peso en el PIB, pasando del 4,8% en el tercer trimestre de 2017 al 5,6% en el primer trimestre de 2018. De manera similar, el déficit comercial de EE.UU. se incrementó aún más hasta alcanzar los 57.600 millones de dólares en febrero de 2018, lo que contrasta con un promedio de 42.200 millones de dólares por mes en el período 2010-2016 y de 47.400 millones de dólares por mes en 2017. No obstante, el impacto estimado del estímulo fiscal sobre el déficit comercial es leve, puesto que añade entre un 0,5% y un 1% del PIB estadounidense.

El creciente déficit presupuestario federal está sujeto a restricciones de financiación y afectará al saldo exterior bruto de EE.UU. Entre 2009 y 2013, EE.UU. financió su déficit presupuestario vendiendo bonos y pagarés del Tesoro previamente adquiridos por la Reserva Federal y por inversores extranjeros. No obstante, desde entonces la composición de la demanda de títulos del Tesoro ha cambiado, y los inversores estadounidenses se han inclinado de forma abrumadora por la compra con el fin de satisfacer los requisitos reglamentarios de los bancos y cuadrar los pasivos a largo plazo de los fondos de pensiones, así como de lograr la paridad de riesgo para los fondos privados. Teniendo en cuenta un aumento del déficit presupuestario y una reducción del balance de situación de la Reserva Federal, la absorción de títulos del Tesoro de EE.UU. por parte del mercado deberá elevarse del 2% a más del 5% del PIB del país.

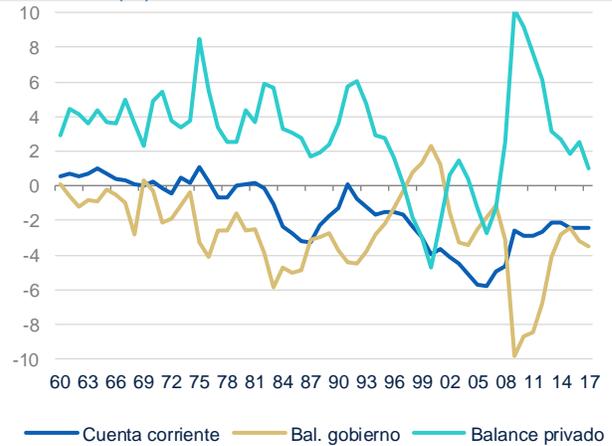
Es probable que las condiciones económicas observadas conduzcan a un episodio de doble déficit. Sin embargo, para que tanto el déficit presupuestario como el déficit comercial se muevan en la misma dirección, la tercera variable en discordia (el saldo del sector privado) debe permanecer en gran medida inalterada. En los casos históricos en que el saldo del sector privado (empresas y hogares) varió, ambos déficits se movieron en direcciones opuestas.

Gráfica 5.6 Crecimiento de las importaciones y brecha del producto en EE.UU. (%)



Fuente: BBVA Research

Gráfica 5.7 Balanza por cuenta corriente, saldo del sector público y saldo del sector privado como porcentaje del PIB de EE.UU. (%)



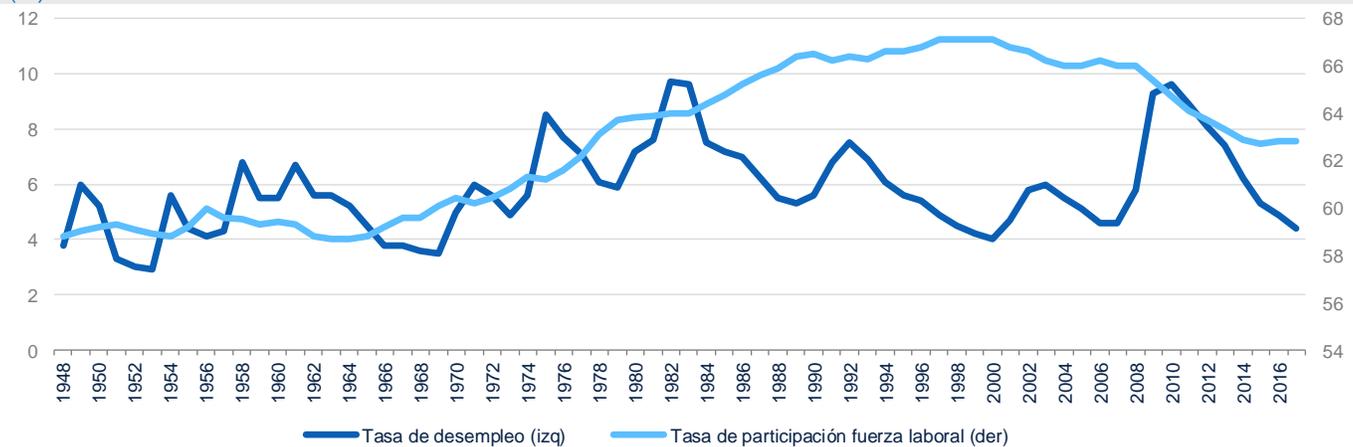
Fuente: BBVA Research

Perspectivas: A medio plazo, la balanza comercial de EE.UU. seguirá dependiendo de las restricciones de sus recursos estructurales y de los costes del comercio mundial. La ventaja comparativa de EE.UU. en el comercio de servicios y en la fragmentación del comercio de base tecnológica hará que el saldo de la balanza comercial continúe siendo elevado y negativo. Además, el estímulo fiscal aprobado en una fase tardía del ciclo y la creciente desigualdad en términos de renta que existe en EE.UU. podrían imponer una presión aún mayor sobre el déficit comercial (de por sí creciente), dado que los hogares con bajos ingresos se benefician de las importaciones de mercancías a precios competitivos. No obstante, el progreso mundial hacia la liberalización del comercio de servicios ayudará a reducir el déficit comercial estadounidense y disminuirá los riesgos globales asociados a los desequilibrios comerciales. La posición de la cuenta de capital vendrá determinada por la capacidad de EE.UU. para financiar el creciente déficit del presupuesto federal. No obstante, una mayor dependencia con respecto al mercado nacional podría elevar la presión alcista sobre las rentabilidades a largo plazo. En todo caso, los incentivos nacionales al ahorro pueden aliviar la restricción de financiación y mantener la demanda nacional de bonos.

6. Participación en la fuerza laboral

Tras alcanzar su nivel máximo hacia el año 2000, la tasa de actividad (el número de personas que se encuentran empleadas o buscan activamente un trabajo, expresado como porcentaje de la población total en edad de trabajar) cayó progresivamente del 67,1% en 2000 al 62,8% en 2017, situándose en su nivel mínimo de los últimos 40 años. Este descenso histórico sugiere que cada vez son más las personas reacias a “levantarse del sofá” y parece contradecir la sobresaliente lectura de la tasa de desempleo, que apunta a un mercado laboral favorable en los últimos años. Este rompecabezas ha provocado intensos debates sobre una amplia variedad de factores estructurales que afectan a las decisiones laborales. En esta sección tratamos de analizar los factores clave que han influido en gran medida en la tasa de actividad de las últimas décadas, y presentamos una proyección basada en las tendencias de dichos factores a largo plazo.

Gráfica 6.1 Tasa de actividad y tasa de desempleo (%)



Fuente: BLS, Haver y BBVA Research

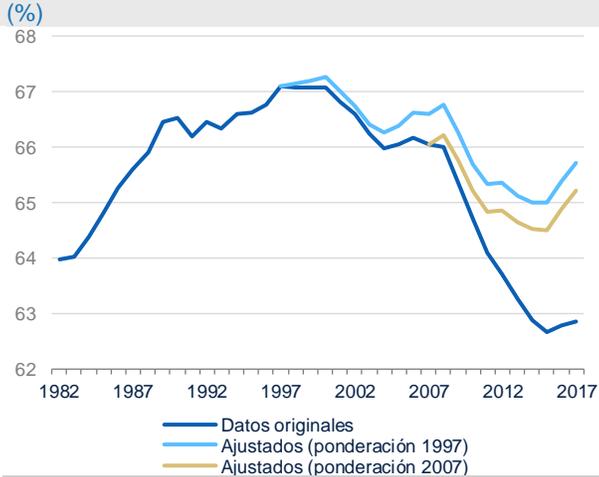
Envejecimiento de la población

Los comportamientos económicos de los individuos, como el trabajo, el ahorro y el consumo, varían notablemente durante los diferentes períodos de su ciclo vital. En consecuencia, los cambios en la estructura demográfica, como se ha observado en muchos países desarrollados, ejercen efectos considerables sobre las tendencias y ciclos de sus economías. Por ejemplo, Jaimovich y Siu (2009)¹⁰ mostraron que los cambios en la composición por edades de la mano de obra explican hasta una tercera parte de la volatilidad del ciclo económico en EE.UU. entre 1948 y 2004. En particular, la tasa de actividad, como indicador crucial de la oferta de trabajo, se ve profundamente afectada por el envejecimiento. Es más, el descenso de la tasa de actividad resultará aún más patente durante la próxima década,

10: Jaimovich, N. y H. E. Siu, 2009. "The Young, the Old, and the Restless: Demographics and Business Cycle Volatility". *American Economic Review*, 99(3), pp.804-26.

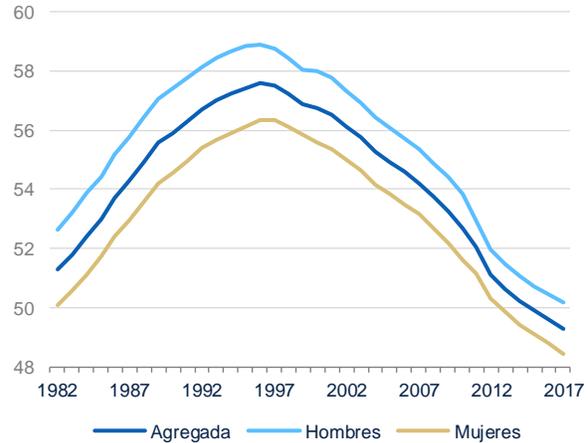
cuando la generación del *Baby Boom*, la mayor cohorte demográfica de la historia moderna de EE.UU., se vaya aproximando a la edad de jubilación.

Gráfica 6.2 Tasas de actividad ajustadas según el envejecimiento (%)



Fuente: BLS, Haver y BBVA Research

Gráfica 6.3 Proporción de población del principal grupo de edad (de 25 a 54 años) sobre la población total en edad de trabajar (mayores de 16 años) (%)



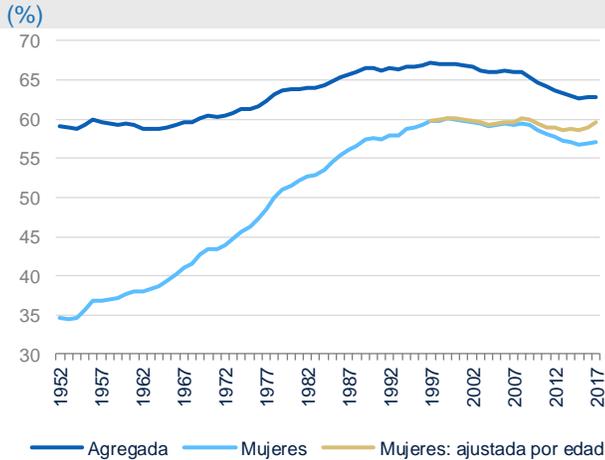
Fuente: BLS, Haver y BBVA Research

El abandono en masa de la generación del *Baby Boom* del principal grupo de edad de la población activa reducirá inevitablemente la tasa de actividad global. La gráfica 6.2 ilustra el efecto de la variación en la composición por edades sobre la tasa de actividad. En esta gráfica hemos creado las tasas de actividad ajustadas según el envejecimiento partiendo de la hipótesis de que el peso de cada grupo de edad permanece constante desde 1997. Dado que las series así construidas eliminan el descenso provocado por el cambio demográfico, su distancia respecto la serie real capta el efecto del cambio en la estructura por edades sobre la participación en la fuerza laboral. Como puede observarse en la gráfica 6.2, después de “congelar” la composición por edades desde 1997 y, por tanto, eliminar el efecto del envejecimiento en las dos últimas décadas, la tasa de actividad ajustada según el envejecimiento sería del 65,7% en 2017, tan solo un 1,4% menor que su nivel máximo de 1997. Dado que la tasa de actividad real se sitúa tan solo en el 62,9%, nuestro experimento muestra que el envejecimiento de la población puede explicar directamente dos terceras partes del descenso de la tasa de actividad producido desde 1997. Además, hemos elaborado la tasa de actividad ajustada según el envejecimiento utilizando la distribución por edades existente en 2007. En la misma gráfica podemos observar que la diferencia en el efecto provocado por el envejecimiento fue relativamente pequeña entre 1997 y 2007. Dicho efecto comenzó a aumentar de manera significativa a partir de este año, cuando los primeros integrantes de la generación del *Baby Boom* cumplieron 65 años y comenzaron a jubilarse.

Estabilización de la tasa de actividad femenina

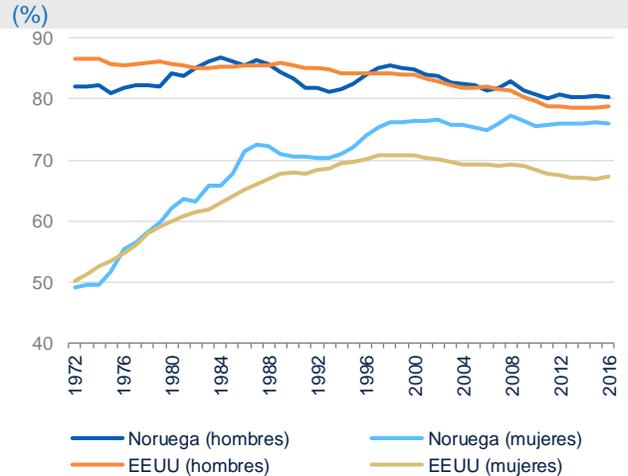
La reducción de la brecha de género observada en las últimas décadas ha animado a un mayor número de mujeres a incorporarse al mercado de trabajo, lo que explica el aumento de la tasa de actividad registrado entre las décadas de 1960 y 1990. Sin embargo, como puede observarse en la gráfica 6.4, tanto la tasa de actividad agregada como la femenina dejaron de crecer a partir del año 2000, y experimentaron descensos visibles a partir de 2007. Una vez ajustadas para tener en cuenta el efecto del envejecimiento, la serie indica que el histórico aumento de esta tasa tocó a su fin y se estabilizó a partir de comienzos de la década de 2000.

Gráfica 6.4 Tasas de actividad



Fuente: BLS, Haver y BBVA Research

Gráfica 6.5 Tasas de actividad femeninas



Fuente: BLS, Haver y BBVA Research

Merece la pena señalar que, en comparación con otros países industrializados, EE.UU. presenta todavía un importante margen para mejorar su normativa laboral e incentivar la incorporación de un mayor número de mujeres a la población activa. A modo de ejemplo, incluso después de la promulgación de la Ley de Permiso Médico y Familiar de 1993, EE.UU. sigue siendo la única economía avanzada que no ofrece todavía un permiso retribuido obligatorio para los progenitores. La gráfica 6.5 compara las tasas de actividad de EE.UU. y Noruega. Como se puede observar, ambos países partían de posiciones similares, aunque Noruega exhibe una eficacia mucho mayor a la hora de lograr que las mujeres se incorporen al mundo laboral, sobre todo a partir de finales de la década de 1990.

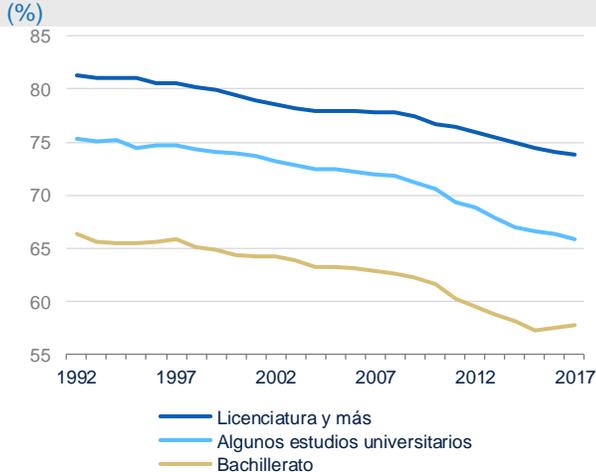
Nivel educativo

Unos mayores niveles educativos están asociados con cualificaciones y salarios más elevados. Por lo tanto, en la práctica las personas con distintos niveles académicos ocupan diferentes segmentos del mercado laboral. La gráfica 6.6 muestra las tasas de actividad de las personas de 25 años o más según su nivel educativo. Pese a que la gráfica muestra tendencias decrecientes en las tres series, el descenso del número de personas con titulación universitaria es el más suave de los tres grupos.

Aunque el progreso tecnológico ha provocado una continua transformación del mercado de trabajo, diversos estudios empíricos han sugerido que la informatización de diversos puestos de cualificación baja e intermedia ha generado un aumento del empleo en puestos de alta remuneración y ha reducido los puestos de remuneración intermedia y baja¹¹. Esto significa que en el futuro la educación superior desempeñará un papel crucial en la elevación de las tasas de actividad.

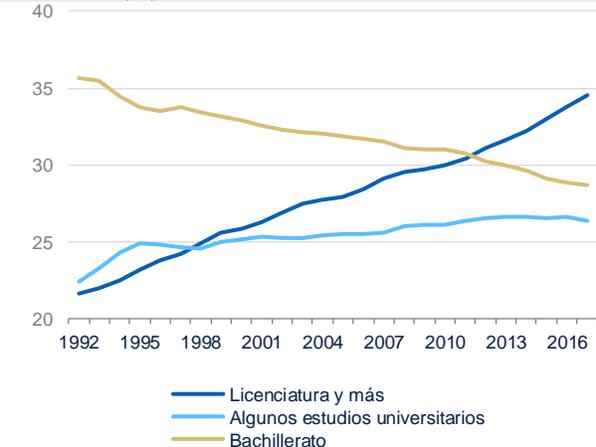
11: Acemoglu, D. y P. Restrepo (2017). *Robots and Jobs: Evidence from US Labor Markets* (No. w23285). National Bureau of Economic Research.

Gráfica 6.6 Tasas de actividad según nivel educativo (%)



Fuente: BLS, Haver y BBVA Research

Gráfica 6.7 Porcentajes de la población según nivel educativo (%)



Fuente: BLS, Haver y BBVA Research

La importante brecha observada en las tasas de actividad entre los individuos con mayor y menor nivel educativo ilustra el poder de la educación superior a la hora de estimular la participación en la fuerza laboral. Dado que las personas con titulaciones universitarias tienen una probabilidad mucho menor de verse expulsadas del mercado de trabajo que las que únicamente poseen estudios secundarios, la creciente proporción de población con estudios superiores (gráfica 6.7) contribuirá positivamente a la evolución de la actividad en las próximas décadas.

Proyecciones basadas en la edad, el sexo y la educación

En las secciones anteriores hemos demostrado la influencia del envejecimiento, las tendencias de las tasas de actividad femeninas y el nivel educativo sobre la participación agregada en la fuerza laboral. En consecuencia, partiendo de las estadísticas disponibles sobre los diferentes grupos demográficos, podemos obtener sus tendencias históricas y elaborar predicciones de las tasas de actividad de cara a la próxima década.

La tabla 6.1 muestra nuestra proyección de la tasa de actividad entre 2018 y 2028. Además, se exponen en la tabla las previsiones formuladas por CBO y BLS. Como puede apreciarse, suponiendo que no se produzcan cambios estructurales en las tendencias de los principales factores a largo plazo, las diferentes instituciones predicen un descenso progresivo de la tasa de actividad durante el próximo decenio. En resumen, los integrantes de la generación del *Baby Boom* continuarán abandonando el mercado de trabajo y esto provocará una reducción de la tasa de actividad agregada. Un aumento del porcentaje de población con estudios universitarios compensará en parte el efecto adverso del envejecimiento. Para 2028, la tasa de actividad total se situará en torno al 61%.

Tabla 6.1. Proyecciones de la tasa de actividad

Año	BBVA	CBO	BLS
2018	62.9	62.9	62.3
2019	62.7	62.9	62.1
2020	62.6	62.7	62.0
2021	62.4	62.5	61.8
2022	62.2	62.2	61.6
2023	62.1	61.9	61.4
2024	61.9	61.5	61.3
2025	61.7	61.1	61.1
2026	61.5	60.8	61.0
2027	61.3	60.4	
2028	61.1	60.1	

Fuente: CBO, BLS y BBVA Research

Las reformas de las políticas del mercado de trabajo podrían desempeñar un papel clave a la hora de aliviar la histórica caída de la actividad. Como se ha expuesto anteriormente, si se consiguiera cerrar la brecha de género se lograría impulsar la participación agregada en la fuerza laboral. Si la tasa de actividad femenina pudiera elevarse hasta el 76% (el nivel en Noruega), la tasa agregada aumentaría en torno a un 4%. Esto requeriría instrumentar medidas como permisos de maternidad y paternidad remunerados, permisos por cuidado de hijos enfermos y otras similares a las existentes en Europa Occidental. Asimismo, dado que la educación superior es la clave del empleo futuro, los actuales préstamos estudiantiles, que crecen sin cesar, podrían revelarse destructivos para los trabajadores jóvenes con cualificaciones bajas o intermedias. Los individuos endeudados que no se puedan permitir alcanzar niveles educativos más altos serán probablemente sustituidos por ordenadores y es posible que acaben resultando expulsados del mercado de trabajo. Por lo tanto, las políticas dirigidas a reducir los costes de la educación podrían ayudar a ampliar la población activa con cualificaciones adecuadas en la era de la inteligencia artificial y los robots.

7. Evolución de los activos inmobiliarios

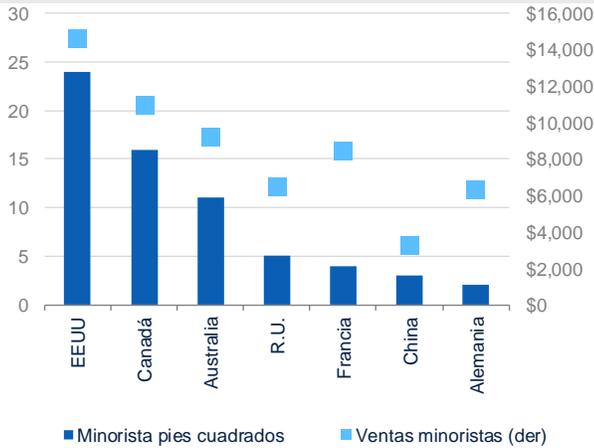
Los recientes cierres en masa de establecimientos de empresas emblemáticas como RadioShack, Payless o ToysRUs presentan un panorama sombrío sobre el futuro de los activos inmobiliarios comerciales. Históricamente, los cierres de establecimientos se veían compensados por la apertura de nuevos establecimientos. Sin embargo, esta tendencia podría estar cambiando, puesto que el número de cierres registrado en 2017 superó al de nuevas aperturas por primera vez desde 2009¹². Además, algunos establecimientos nuevos pueden requerir menos espacio. Como resultado de ello, la relación entre la superficie comercial bruta arrendable y la población ha aumentado ligeramente, pero el comercio físico al por menor no va a desaparecer con rapidez. El entorno presenta oportunidades tanto para los operadores como para los inversores que sean capaces de reconocerlas y adaptarse.

Los activos inmobiliarios en perspectiva

EE.UU. cuenta con 24 pies cuadrados (2,2 m²) de activos inmobiliarios comerciales per cápita, según los datos publicados por el Consejo Internacional de Centros Comerciales. Esta cifra es notablemente superior a la de otros grandes países (gráfica 7.1). Sobre la base de los datos disponibles, el comercio al por menor genera en EE.UU. unas ventas de 608 dólares por pie cuadrado, en comparación con los 3.100 dólares en Alemania. La combinación de activos inmobiliarios comerciales en EE.UU., además, presenta un peso muy importante de grandes superficies (véase la gráfica 7.2), que están particularmente expuestas a la oleada actual de cambio tecnológico. Así lo reconoce la industria, lo que ha provocado un proceso de reforma de centros comerciales para aumentar la oferta de eventos, entornos sociales, tecnología y opciones de restauración y entretenimiento. Las grandes superficies como Neiman Marcus y Nordstrom también están reacondicionando parte del espacio de sus establecimientos para incluir restaurantes y cafeterías. En sus esfuerzos por sobrevivir, los centros comerciales regionales de menor tamaño también se están transformando cada vez más en propiedades de uso mixto con un importante componente residencial, con la esperanza de convertirlos en “aldeas urbanas” prósperas en un proceso denominado “creación de espacios”.

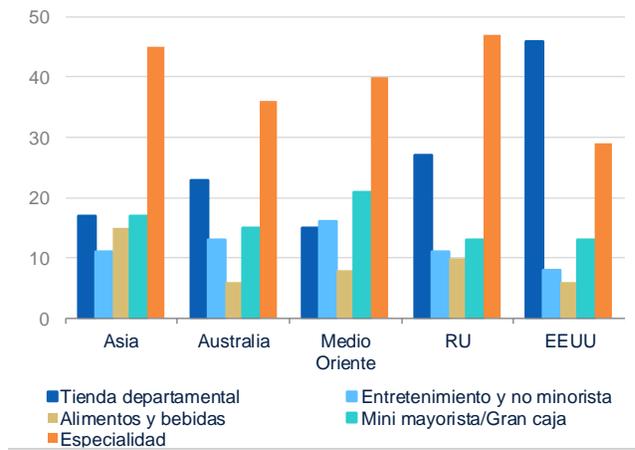
12: Véase Fung Global Research (2018). *What Retail Apocalypse? Reviewing Trends in US Brick-and-Mortar Retail*. <https://goo.gl/juiogY>

Gráfica 7.1 Superficie bruta de inmuebles comerciales arrendables y ventas per cápita



Fuente: GGP e ISCS

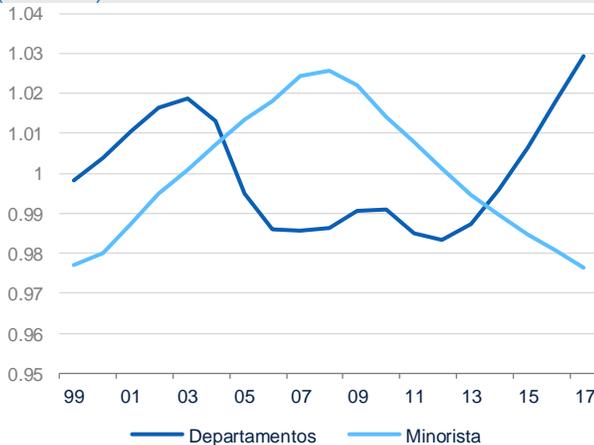
Gráfica 7.2 Proporción que cada categoría de comercio al por menor representa sobre la superficie bruta arrendable total



Fuente: GGP y Cistry/Urbis

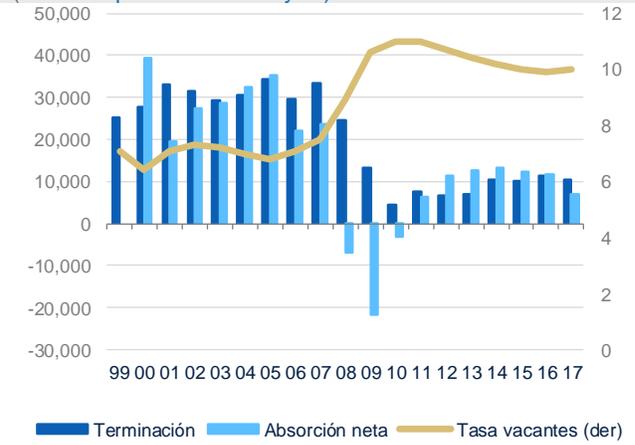
Según los datos proporcionados por REIS, EE.UU. viene presentando un promedio de 11,4 pies cuadrados (1 m²) de inmuebles comerciales comunitarios y de distrito en las zonas metropolitanas per cápita. Una inspección de la superficie comercial bruta arrendable per cápita muestra una ruptura estructural después de alcanzar su nivel máximo en 2008 (gráfica 7.3), reflejando los importantes efectos de la Gran Recesión, el comercio electrónico, el cambio en las preferencias de los consumidores y el cambio demográfico. Desde 2008, hemos asistido a una reducción constante de la construcción de inmuebles comerciales en comparación con el período anterior, y hemos sido testigos de un incremento del índice de vacantes (gráfica 7.4). A pesar de la reducción de la oferta de inmuebles comerciales en relación con la población, el aumento de este índice ha dado lugar a un crecimiento moderado de los alquileres en el sector del comercio minorista.

Gráfica 7.3 Inmuebles comerciales metropolitanos¹⁵ per cápita, escala reajustada (Media=1)



Fuente: BBVA Research, Reis y Oficina del Censo

Gráfica 7.4 Inmuebles comerciales metropolitanos: finalización, absorción e índice de vacantes (miles de pies cuadrados y %)



Fuente: BBVA Research y Reis

La tecnología impulsa la transformación del comercio minorista

La menor demanda relativa de espacio comercial es un reflejo de los cambios que está experimentando el sector del comercio minorista en su conjunto, puesto que los comerciantes buscan constantemente obtener ventajas competitivas en un entorno en el que la competencia es feroz. El sector del comercio minorista ha sufrido múltiples cambios en los últimos 80 años. Tras la Segunda Guerra Mundial se produjo una adopción masiva de establecimientos de autoservicio, impulsada por la amplia utilización de automóviles y equipos domésticos de refrigeración, así como por el aumento de la población y la renta real. En las décadas de 1980 y 1990, la industria experimentó la revolución de las “cajas grandes”, que dio lugar a un aumento de la productividad laboral y a un descenso del empleo en el sector del comercio minorista como proporción del empleo total (gráfica 7.5). Este cambio se debió a la introducción de sistemas informatizados de gestión de inventarios y puntos de venta, así como por las consiguientes economías de escala.

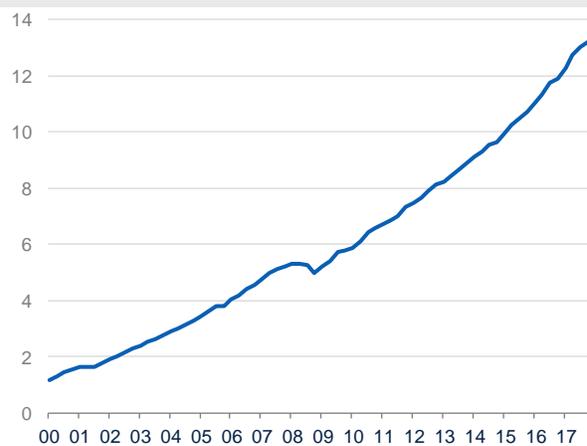
Actualmente, asistimos a una transformación del comercio minorista que lleva a que parte de esta actividad se desarrolle en línea. La proporción que representa el comercio electrónico sobre las ventas totales al por menor, excluida la venta de automóviles y de las estaciones de servicio, ha aumentado desde alrededor del 5% en 2007 a más del 13% a finales de 2017 (gráfica 7.6). Es probable que el sector del comercio minorista continúe su tendencia de requerir menos inmuebles a medida que crezca el número de transacciones comerciales en línea. No obstante, una parte importante de las ventas al por menor continúa beneficiándose o requiere una evaluación personalizada de los productos y contacto con el personal comercial, lo que sugiere que parte de esta actividad seguirá siendo presencial y, por tanto, precisará de establecimientos físicos. Asimismo, la demanda de inmuebles comerciales por parte de los sectores dedicados a la prestación de servicios personales (atención sanitaria, salones de belleza, restaurantes, etc.) aumentará. Estos sectores también suelen constituir segmentos con un menor riesgo de automatización e informatización. Asimismo, la expansión del comercio electrónico también se traduce en demanda de inmuebles no comerciales, como, por ejemplo, almacenes.

Gráfica 7.5 Proporción que representa el empleo en el sector del comercio minorista sobre el empleo total y ventas minoristas reales por empleado, (% y miles de dólares entre 1982-1984)



Fuente: BBVA Research, Banco de la Reserva Federal de San Luis y BLS

Gráfica 7.6 Peso de las ventas efectuadas a través del comercio electrónico sobre las ventas totales (%)



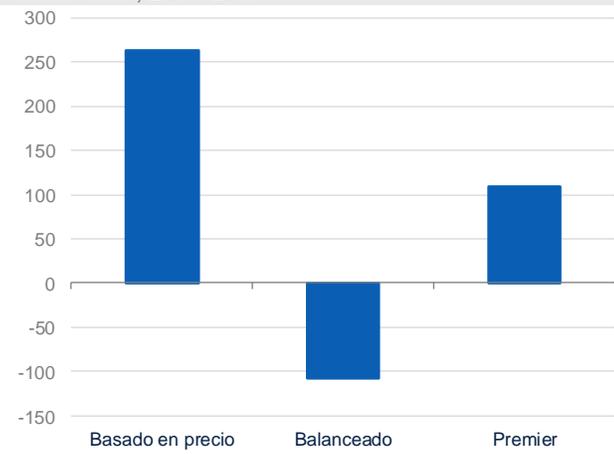
Fuente: BBVA Research y Oficina del Censo

La economía de consumo afecta a los inmuebles comerciales

La tecnología es solamente uno de los factores que influyen en las tendencias del comercio a largo plazo. Los cambios económicos también han tenido recientemente un impacto fundamental sobre las vicisitudes de los comercios minoristas. Un estudio elaborado por Deloitte en 2018¹³ llegó a la conclusión de que los comerciantes del segmento intermedio presentaban unos ingresos planos, mientras que los obtenidos por los comerciantes líderes y por los que se centraban en el precio habían aumentado con respecto a los cinco años anteriores¹⁴. Como resultado de ello, los comerciantes del segmento intermedio cerraron más establecimientos de los que abrieron, a diferencia de lo que ocurrió en los otros dos grupos (gráfica 7.7). Esta divergencia refleja la bifurcación del crecimiento de la renta de los consumidores, con familias situadas en el centro de la distribución de la renta intentando hacer frente a un crecimiento estancado o negativo de su renta real (gráfica 7.8). La divergencia del crecimiento de la renta se mantendrá, puesto que la globalización, la tributación nacional, la educación y la movilidad benefician a las personas con rentas altas y a las que poseen cualificaciones elevadas.¹⁵

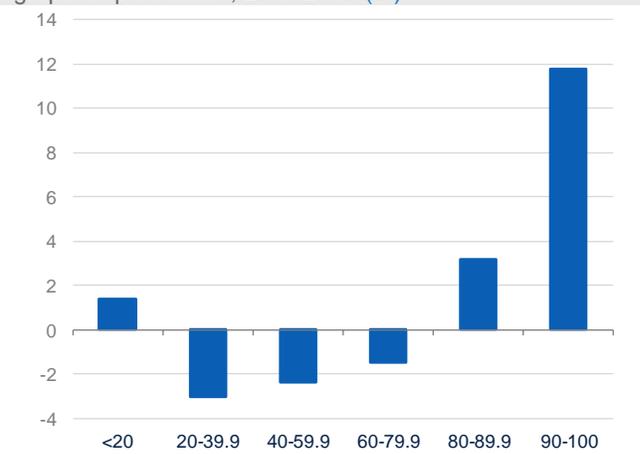
Una gran cantidad de los comercios minoristas del segmento intermedio se ubican en centros comerciales regionales que atienden a clientes de clase media; muchos de estos centros comerciales están sufriendo dificultades. De acuerdo con REIS, “existe una brecha entre los centros comerciales del extremo superior, que están prosperando, y los del extremo inferior, que cada vez están quedando más vacíos”¹⁶. Los centros comerciales regionales también tienen problemas, dado que muchos de los comercios que actualmente se encuentran en expansión optan por establecerse fuera de los centros comerciales. Según Fung Global Research, los comercios que anunciaron la apertura de un mayor número de establecimientos en 2017 “decidieron abrir parte de sus nuevas tiendas, o todas ellas, fuera de las grandes superficies”.^{17,18}

Gráfica 7.7 Aperturas netas de establecimientos comerciales, 2015-2017



Fuente: Deloitte

Gráfica 7.8 Incremento de la renta familiar real media por grupo de percentiles, 2007-2016 (%)



Fuente: BBVA Research y FRB

13: Deloitte (2018). *The Great Retail Bifurcation*. <https://goo.gl/sLkxxd>

14: Los comerciantes minoristas del segmento intermedio se definen como aquellos que ofrecen valor a través de una combinación de precio y promoción; muchos de ellos ofrecen productos o experiencias ampliamente disponibles.

15: Véase Augustine, A. y S. Papanayan (2016). Disparidad de ingresos, tecnología y globalización. BBVA Research. <https://goo.gl/A2XWh9>

16: REIS (2018). *Retail First Glance. First Quarter 2018*.

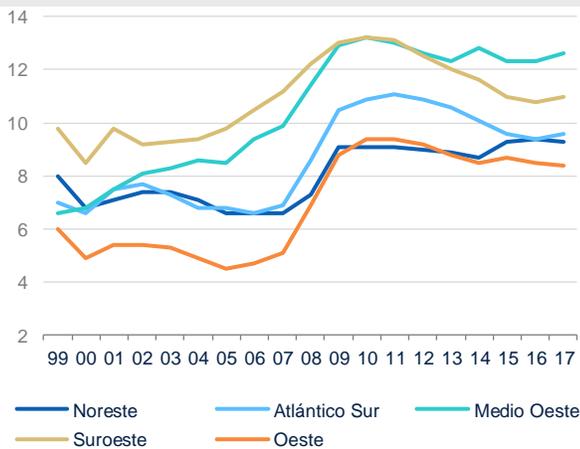
17: Fung Global Research. (2018). *What Retail Apocalypse? Reviewing Trends in US Brick-and-Mortar Retail*. <https://goo.gl/juioqY>

18: Los comercios que anunciaron el mayor número de aperturas de establecimientos en 2017 fueron Dollar General, Dollar Tree, Aldi, TJX Companies, Five Below, Ulta, Lidl y Ross Stores.

La ubicación como factor de éxito

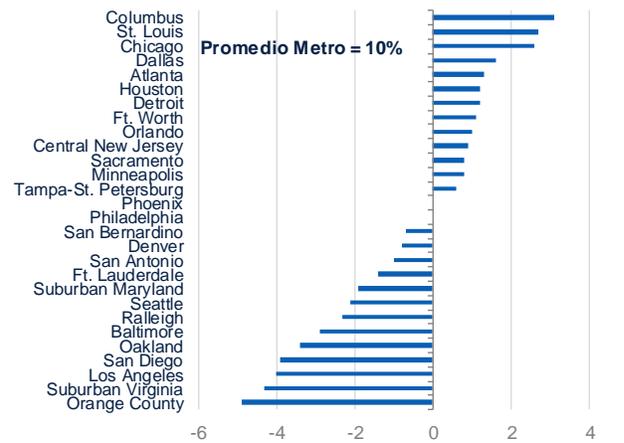
Por regla general, los inmuebles comerciales obtendrán mejores resultados en ubicaciones en las que los índices de vacantes sean más bajos, la renta mediana sea más alta (y creciente) y el crecimiento de la población sea importante. Los índices de vacantes indican que los problemas relacionados con un potencial exceso de construcción de inmuebles comerciales en el pasado fueron especialmente acusados en el Medio Oeste (gráfica 7.9), en ciudades como Columbus, San Luis y Chicago. Las zonas con menores índices de vacantes tienden a estar situadas en el Oeste o en la región metropolitana de Washington D.C. (gráfica 7.10). De hecho, cuatro de los cinco lugares con menores índices de vacantes se encuentran en California.

Gráfica 7.9 Índices de vacantes por región, zonas metropolitanas (%)



Fuente: BBVA Research y Reis

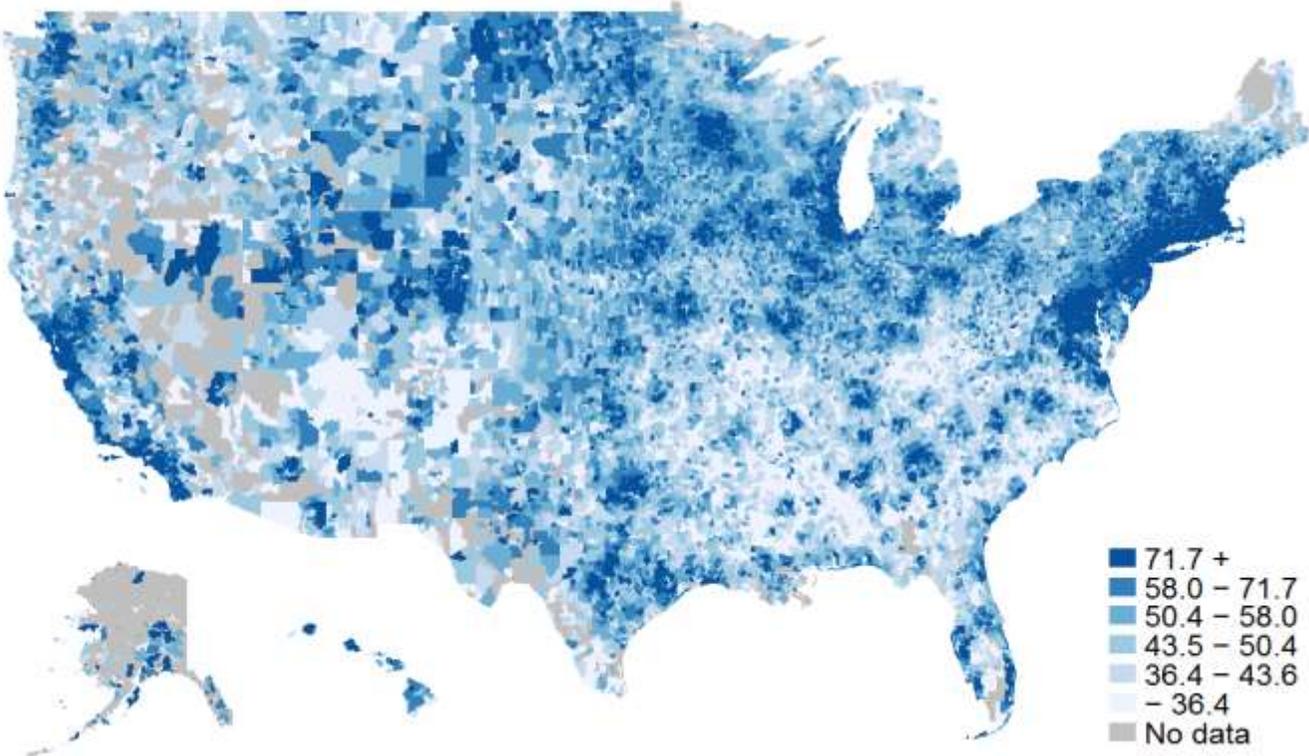
Gráfica 7.10 Índices de vacantes situados por encima o por debajo de la media en zonas metropolitanas de EE.UU. (p.p.)



Fuente: BBVA Research, Bloomberg y Reis

Las zonas con rentas medianas elevadas agrupadas en el Noreste, California y en torno a los grandes centros urbanos del resto del país son las más adecuadas para los comercios minoristas del extremo superior (gráfica 7.11). No obstante, el cambio producido en las rentas medianas en el período 2011-2016 se distribuye de un modo más amplio (gráfica 7.12), lo que apunta a la necesidad de llevar a cabo un análisis más detallado de dónde se encuentran realmente las oportunidades para los inmuebles comerciales.

Gráfica 7.11 Renta mediana de los hogares según código postal (miles de dólares)



Fuente: BBVA Research y Oficina del Censo

Gráfica 7.12 Variación de la renta mediana según código postal, 2011-2016 (%)



Fuente: BBVA Research y Oficina del Censo

Los inmuebles comerciales ubicados en zonas en las que el crecimiento de la población es elevado tienen un riesgo menor de cesar la actividad a corto y medio plazo. El crecimiento de la población registrado en el período 2011-2016 fue superior a la media en Dakota del Norte, Montana, en las grandes ciudades de Texas, Utah y Colorado, en la región del Atlántico Medio y en algunas grandes ciudades del Sur (véase la gráfica 7.13). Todas ellas se beneficiaron del boom de los precios de las materias primas, del crecimiento mundial y del aumento de la asequibilidad. Entre 2015 y 2017, el 61% de los 100 condados que experimentaron un crecimiento demográfico más rápido se concentró en seis estados. Veinticinco de estos condados se encontraban en Texas, 12 en Florida, 9 en Colorado, 8 en Utah y 7 en Georgia.

Gráfica 7.13 Variación de la población según código postal, 2011-2016 (%)



Fuente: BBVA Research y Oficina del Censo

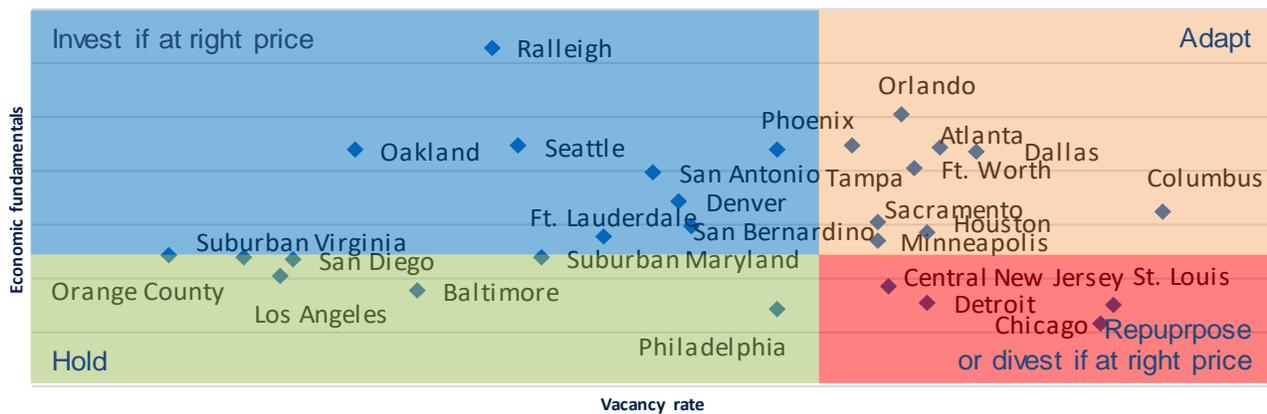
¿Luchar, huir o adaptarse?

La tecnología está generando una transformación de primer orden en el comercio al por menor, reduciendo la necesidad de disponer de inmuebles de este sector. Al mismo tiempo, las preferencias de los consumidores también están cambiando: ya no compran tanto productos físicos sino que se inclinan más por experiencias y entretenimiento, lo que requiere soluciones diferentes desde el punto de vista inmobiliario. Para colmo, la economía de consumo también está cambiando, al igual que la población en su conjunto. La pregunta que todo inversor y prestamista se hace es: ¿cómo podemos adaptarnos a este nuevo entorno? Una herramienta sencilla que se utiliza en el ámbito del análisis de estrategias de negocio, y que puede brindar un buen punto de partida en este caso, es la matriz BCG. Esta herramienta se aplicaba originalmente a la selección y optimización de carteras de productos, y puede adaptarse para proporcionar indicadores del atractivo relativo de diferentes ubicaciones y para diferenciar estrategias utilizando los factores anteriormente expuestos. La gráfica 7.14 presenta un ejemplo ilustrativo utilizando los datos correspondientes a una selección de grandes ciudades.

Las implicaciones de la herramienta son las siguientes: aquellos lugares que presentan fundamentos económicos sólidos (crecimiento de la población y de la renta) y un bajo índice de vacantes necesitarán probablemente una mayor inversión en inmuebles comerciales y podrían ofrecer una inversión atractiva y con un riesgo relativamente bajo si su

precio es adecuado. Por otro lado, las ubicaciones que exhiban unas bases económicas débiles y altas tasas de vacantes deberían dedicarse a otras actividades o, si es posible, ser enajenadas para evitar la exposición al riesgo. Las ubicaciones con fundamentos económicos débiles pero en las que los índices de vacantes sean bajos pueden ofrecer rentabilidad, aunque en esos casos las inversiones podrían tener un perfil de riesgo más elevado. Por último, pero no menos importante, las ubicaciones con altos índices de vacantes pero sólidas bases económicas garantizan una inversión que les permitirá adaptarse a las nuevas preferencias y necesidades de los consumidores, lo que podría abarcar desde un rediseño básico hasta la reconversión en un centro de uso mixto. Estas estrategias genéricas deberán afinarse a la hora de llevarlas a la práctica, puesto que cada ubicación presenta particularidades propias y cada propiedad es única y se ve influida por diversos factores que la herramienta no tiene en consideración.

Gráfica 7.14 Herramienta de identificación del atractivo relativo y estrategias genéricas (con fines ilustrativos)



Fuente: BBVA Research

Conclusiones

El comercio minorista está experimentando una profunda transformación cuyo origen se encuentra en la evolución demográfica, los cambios de las preferencias de los consumidores y las nuevas tecnologías. Este sector terminará requiriendo menos inmuebles, aunque muchas ubicaciones continuarán experimentando una fuerte demanda, puesto que incluso los comercios en línea, como Amazon, abren establecimientos en lugares estratégicos. Los explotadores de inmuebles comerciales y los inversores en este tipo de activos deben tener en cuenta una gran cantidad de factores específicos sobre ubicación a la hora de diseñar su estrategia. Los puntos de partida son la oferta y la demanda relativas, la renta y el crecimiento de la población. Las ubicaciones en las que la oferta sea relativamente elevada y el crecimiento de la población y la renta sea bajo están expuestas a un mayor riesgo conforme evoluciona el comercio minorista. La adaptación dependerá del tipo de propiedad, y puede entrañar desde la atracción de una combinación de comercios diferente hasta el cambio de actividad de los inmuebles. Con unos clientes cada vez más interesados en las experiencias y menos en los productos físicos, la demanda de servicios convenientemente ubicados seguirá siendo importante, pero los inmuebles comerciales tendrán que cambiar para poder hacer frente al desafío.

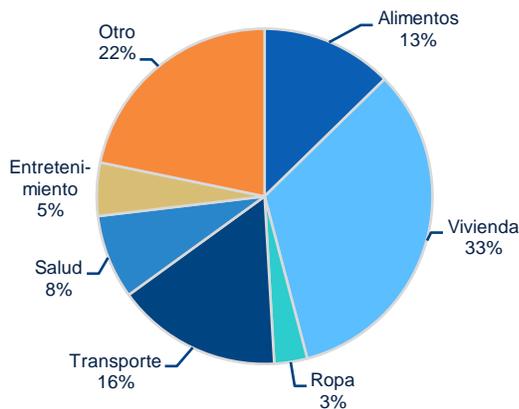
8. El sector de la restauración en EE.UU.: digitalización y redefinición del concepto de comodidad

Las preferencias, la demografía y la tecnología influyen constantemente en la forma en que los restaurantes interactúan con sus clientes. Hoy en día, los estadounidenses comen más en casa pero cocinan menos. Este artículo se centra en las consecuencias que tiene esta tendencia para los restaurantes que operan en los segmentos de la comida rápida, informal y de la alta cocina.

Comer fuera de casa: un amor cambiante, pero duradero

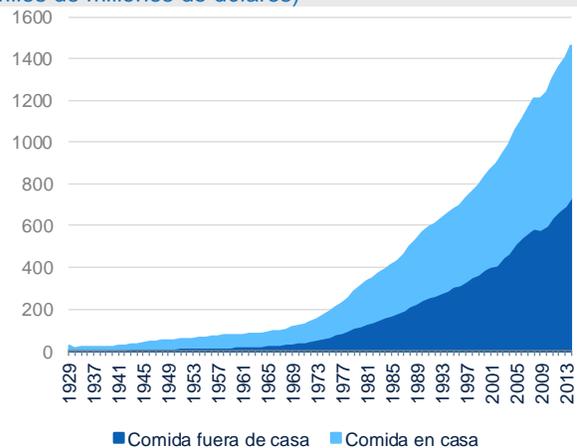
Comer fuera de casa tiene una importancia enorme en la dieta de los estadounidenses. En 2016, los hogares de EE.UU. dedicaron en promedio 3.154 dólares, cerca del 44% de su gasto en alimentación, en restaurantes y servicios de restauración especiales.¹⁹ Se trata de la mayor proporción desde que existen registros al respecto. La mayoría de los estadounidenses estaría de acuerdo en que comer fuera de casa resulta, ante todo, cómodo. Sin embargo, los cambios estructurales han modificado el concepto de “comodidad” a lo largo de los años.

Gráfica 8.1 Gasto medio anual por categoría (todas las unidades de consumo, proporción sobre el total)



Fuente: BBVA Research y encuesta de gastos de los consumidores de BLS

Gráfica 8.2 Gasto total en alimentación (miles de millones de dólares)



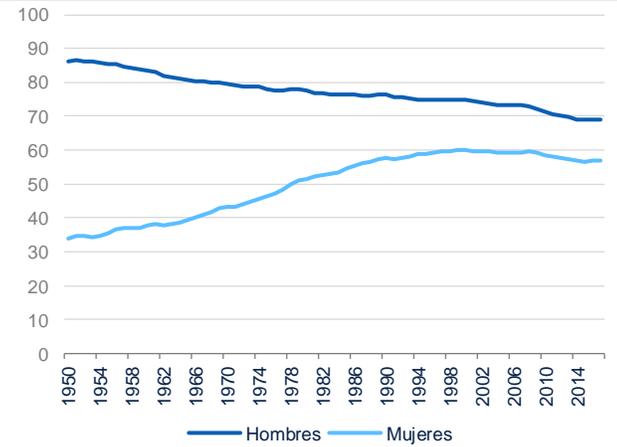
Fuente: BBVA Research y Departamento de Agricultura de EE.UU.

Entre 1970 y 2000, la rápida incorporación de las mujeres a la población activa dio lugar a un aumento del número de hogares con dos personas que obtenían ingresos. El tamaño medio de los hogares se redujo. La expansión de la vida suburbana implicaba una mayor duración de los traslados de ida y vuelta al trabajo. Las familias se encontraron con más renta disponible, pero con menos tiempo para preparar y consumir comidas en casa. Debido a ello, el número de personas que demandaban comer fuera de casa aumentó de manera considerable, al igual que el número de cadenas

19: Fuente: encuesta de gastos de los consumidores de BLS.

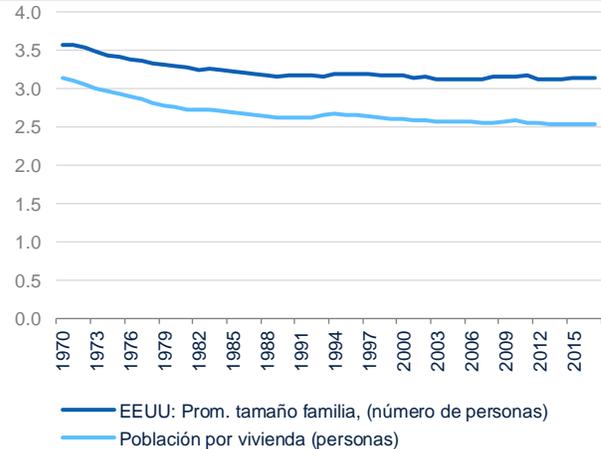
que ofrecían servicios de restauración. En esta fase, la comodidad se asociaba fundamentalmente con la rapidez. Fueron las décadas doradas de los grandes nombres de la comida rápida, como McDonalds o Burger King.

Gráfica 8.3 Tasa de actividad (%)



Fuente: BBVA Research y BLS

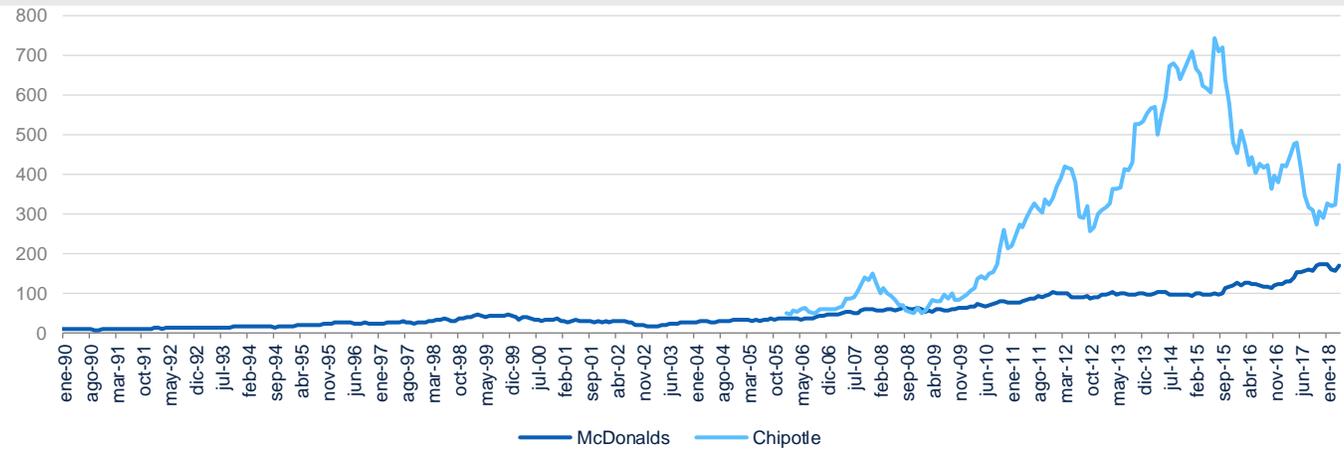
Gráfica 8.4 Tamaño medio de los hogares de EE.UU.



Fuente: BBVA Research y Oficina del Censo

En la década de 2000, la creciente concienciación con respecto a la salud creó una importante demanda de características como “ecológico”, “fresco”, “no modificado genéticamente” o “sin gluten”. El consumo de carne se redujo. Los restaurantes se adaptaron a estos cambios ajustando sus menús para incluir opciones más saludables. Las alternativas vegetarianas y veganas se volvieron más frecuentes. Surgió el concepto de restaurantes de comida informal. En particular los restaurantes de comida informal rápida comenzaron a ofrecer menús de mayor calidad a precios moderadamente más elevados que los de la típica cadena de comida rápida. Su propuesta de valor consistía en menús sencillos elaborados *in situ*, delante del cliente, que podían consumirse en el propio establecimiento o prepararse para llevar. Al igual que en las cadenas de comida rápida, el personal se mantenía al nivel mínimo, aunque estaba mejor formado y más comprometido. Muchos de estos restaurantes de comida informal rápida se comprometían a adquirir sus ingredientes a productores locales o ecológicos siempre que fuera posible. Dos ejemplos destacados de este segmento son Panera y Chipotle. Este último experimentó un crecimiento potencial entre 2006 y 2015 hasta que una serie de brotes de salmonella y la creciente competencia minaron su impulso. En esta fase, el concepto de comodidad evolucionó para incorporar no solamente la idea de rapidez sino también la de bienestar.

Gráfica 8.5 Precio histórico de las acciones de McDonalds y Chipotle (\$)



Fuente: BBVA Research y Bloomberg

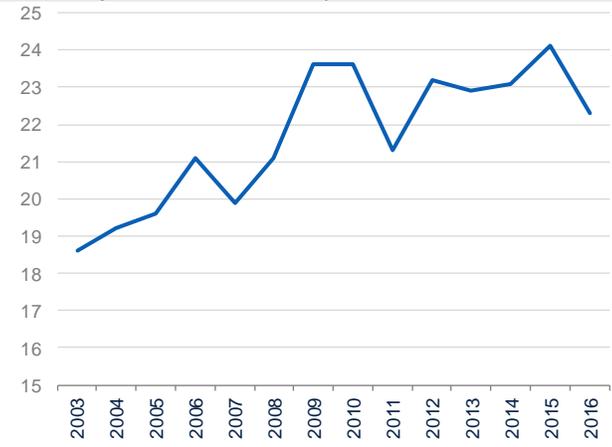
Comida de fuera... para quedarse en casa

En la actualidad asistimos a una tercera oleada de cambio: los estadounidenses parecen pasar más tiempo en casa. Las razones son múltiples: en primer lugar, el teletrabajo se ha vuelto más frecuente. En 2016, la encuesta sobre el uso del tiempo en EE.UU. (ATUS, por sus siglas en inglés) mostró que, en un día promedio, un 22,3% de los participantes que tenían un empleo trabajaban desde casa. Esto representa un 20% más que en 2003.

En segundo lugar, ahora también hay más opciones de entretenimiento en el hogar. De acuerdo con la empresa Nielsen, dedicada al sector de la información y las mediciones, de los 118,4 millones de hogares del país que disponen de un televisor, un 34% están conectados a algún tipo de dispositivo de transmisión en vivo como Apple TV, Amazon Fire, Google Chromecast o Roku. De media, los hogares utilizan estos dispositivos 15 días por mes, tres horas y media cada día.²⁰ Se prevé que el uso de dispositivos conectados al televisor crecerá con rapidez a medida que los medios de comunicación y las compañías dedicadas a la transmisión en directo (*streaming*) compitan por las pantallas de los hogares (*smartphones* y tabletas incluidos). Además, 37 millones de hogares poseen una consola de videojuegos que utilizan para jugar o reproducir vídeos (en promedio, 15 días al mes y durante más de cuatro horas diarias). Esto concuerda con las pruebas obtenidas por ATUS, que muestran que entre 2003 y 2016 el tiempo dedicado a los videojuegos y al uso de ordenadores para actividades de ocio aumentó un 50% y un 31%, respectivamente.

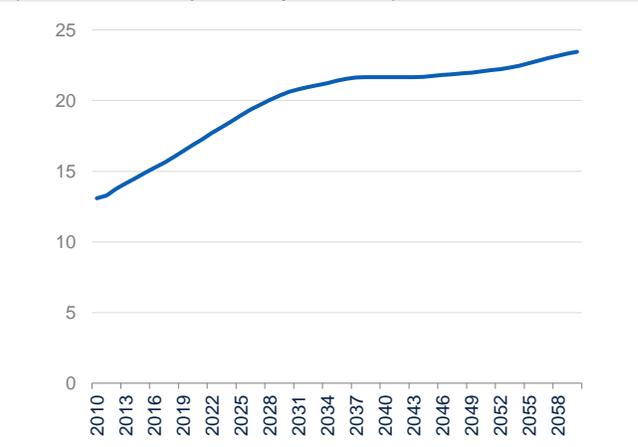
20: Nielsen, "TV Connected Devices Pave the Way For New Ways to Watch Content". <http://www.nielsen.com/us/en/insights/news/2017/tv-connected-devices-pave-the-way-for-new-ways-to-watch-content.html>

Gráfica 8.6 ATUS: porcentaje de participantes que teletrabajan en un día laboral promedio



Fuente: BBVA Research y BLS

Gráfica 8.7 Proyecciones de la población residente (65 años o más, porcentaje del total)



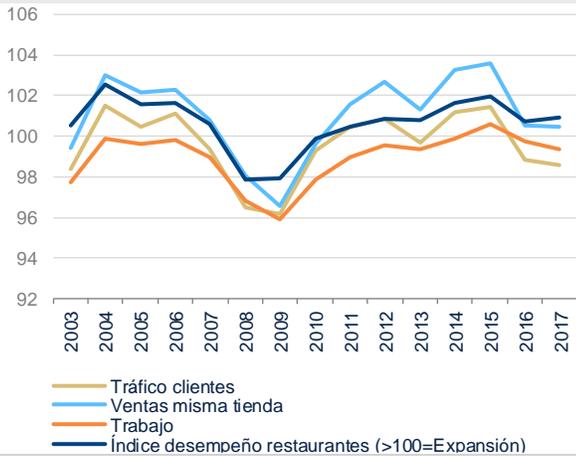
Fuente: BBVA Research y Oficina del Censo

En tercer lugar, la población está envejeciendo. En 2028, los residentes en EE.UU. de 65 años o más representarán un 20% de la población (frente al 13% en 2010). En términos generales, una población de mayor edad dedica menos tiempo a actividades fuera del hogar. El envejecimiento de la población implica asimismo que una proporción mayor del presupuesto del hogar se destinará a atención sanitaria y servicios de restauración especiales (por ejemplo, cafeterías en residencias de ancianos) en detrimento del gasto en restaurantes y otras categorías. En términos per cápita, el gasto sanitario de las personas mayores es casi tres veces mayor que en el caso de la población trabajadora.²¹

Sin embargo, aunque pasan más tiempo en casa, los estadounidenses no parecen estar cocinando más. El índice de resultados del sector de la restauración registró su séptimo año consecutivo de expansión en 2017, una tendencia que se ve confirmada por el gasto de consumo personal dedicado a servicios de restauración (ajustado para tener en cuenta la inflación). No obstante, de acuerdo con el mencionado índice, el tráfico de los restaurantes ha descendido en los últimos años. Por su parte, los precios de la comida fuera de casa se encuentran en los niveles más altos conocidos en comparación con la preparación de comidas en casa, lo que también indica la existencia de una fuerte demanda de servicios de restauración.

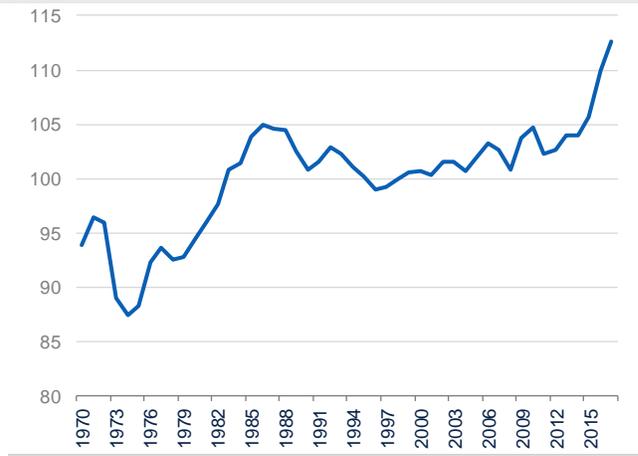
21: Fuente: Centros encargados de la prestación de servicios Medicare y Medicaid.

Gráfica 8.8 Índice de resultados del sector de la restauración



Fuente: BBVA Research y Asociación Nacional de Restaurantes

Gráfica 8.9 Evolución comparativa de los precios de la comida de fuera frente al coste de la opción de comer en casa

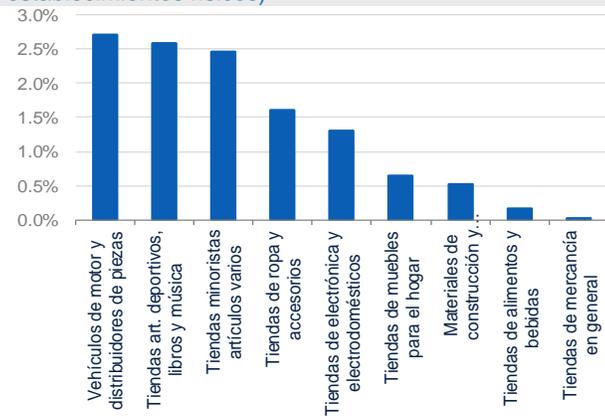


Fuente: BBVA Research y BLS

Las tendencias anteriormente descritas confirman que los estadounidenses pasan más tiempo en casa, cocinan menos y compran más comida de fuera. Esta conducta aparentemente contradictoria cobra sentido si se tiene en cuenta el creciente uso de las tecnologías digitales. La digitalización ha llegado al sector de la restauración, posibilitando la realización de pedidos en línea y una entrega más eficiente. Esto explica la aparición de servicios de entrega complementarios como Seamless, Doordash, UberEATS y GrubHub. Las tecnologías informáticas digitales han introducido el sector de la restauración en el mundo del comercio electrónico, aunque su penetración todavía es relativamente baja si se compara con otros sectores como el de los electrodomésticos o los aparatos electrónicos, lo que sugiere que todavía existe un importante margen para obtener beneficios.

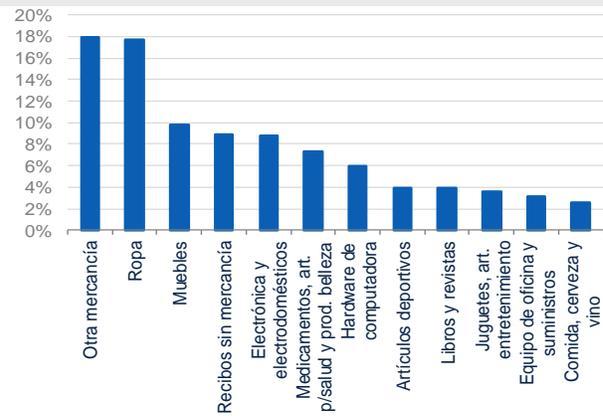
Sin embargo, la economía digital también ha permitido que los supermercados compitan directamente con los restaurantes, y ha facilitado la aparición de nuevos modelos de negocio. En el primer caso, algunos supermercados han logrado incorporar las compras en línea y servicios de recogida que incluyen comida preparada. Entretanto, han surgido servicios independientes de entrega de artículos de alimentación en el mismo día, como Instacart, Shipt o Peapod; estos servicios ahorran a los clientes el tiempo que deberían destinar a ir al supermercado. La reciente compra de Whole Foods por Amazon resulta indicativa de las posibilidades que las plataformas de comercio electrónico pueden ofrecer a los supermercados. Mientras, se van introduciendo en este nuevo panorama nuevas empresas que ofrecen alimentos frescos, cocinados o precocinados. Plated, Blue Apron o Hello Fresh proporcionan alimentos frescos y recetas con planes personalizados y horarios flexibles.

Gráfico 8.10 Comercio electrónico (proporción sobre las ventas totales del comercio al por menor, excluyendo los comercios que no disponen de establecimientos físicos)



Fuente: BBVA Research y Oficina del Censo

Gráfico 8.11 Comercio electrónico (proporción sobre el total de empresas dedicadas a la venta electrónica y por correo)



Fuente: BBVA Research y Oficina del Censo

Rapidez, calidad y portabilidad extrema

¿Qué futuro les aguarda a los servicios de restauración?

En el caso de las **cadenas de comida rápida**, la creciente concienciación con respecto a la salud, la expansión de los restaurantes de comida informal y el aumento del número de estadounidenses que comen fuera de sus locales son algunos de los desafíos más importantes. Se espera que, en adelante, el sector de la comida rápida continúe incorporando opciones saludables y *gourmet* en sus menús. También se prevé que sigan mejorando la variedad, la portabilidad y la disponibilidad de ofertas de desayuno. El desayuno que ofrece McDonalds durante todo el día es el ejemplo que mejor ilustra esta estrategia. Su introducción, que data de 2015, ayudó a revertir tres años de contracción de las ventas en el mismo establecimiento. Las cadenas de comida rápida se inclinarán cada vez más por la posibilidad de realizar los pedidos y organizar las entregas en línea. Un ejemplo de esta tendencia es Domino's Pizza, que se ha redefinido como servicio de entrega y ha invertido en una tecnología que permite a los clientes realizar sus pedidos por Internet (a veces sin indicar siquiera una dirección física) y llevar a cabo el seguimiento de sus pizzas a través de las diferentes fases de producción y distribución. Las cadenas de comida rápida tratarán de suprimir la línea que las separa de los restaurantes de comida informal, para lo cual deberán aumentar la personalización. También ganarán en velocidad mediante la adopción de sistemas automatizados (quioscos de autoservicio) y de pago por adelantado. Dada la saturación del mercado nacional y la intensa competencia que ofrecen los actores nuevos y existentes, estas cadenas seguirán vigilando los mercados emergentes en busca de nuevas oportunidades para potenciar su crecimiento.

Restaurantes de comida informal, tanto rápidos como de buena comida. Durante muchos años, el segmento de la comida informal exhibió el crecimiento más rápido del sector de la restauración. Sin embargo, el mercado ya ha madurado. Las barreras de entrada son reducidas, lo que ha permitido que las cadenas de comida rápida y los supermercados compitan con éxito con este segmento, en especial con el dedicado a la comida informal rápida. Sin embargo, el concepto de "informal" (que incorpora atributos como una decoración elegante, rapidez, sencillez,

creatividad y asequibilidad) seguirá siendo popular entre los consumidores, sobre todo entre los *Millenials*, que son los que presentan el mayor volumen de adquisición de menús per cápita en restaurantes. El reto, por tanto, es diferenciarse en una industria que ya se encuentra fuertemente congestionada.

En este punto es donde la comida informal se encuentra con la buena comida. De cara al futuro, se espera que un creciente número de restaurantes de comida informal rápida comiencen a ofrecer menús de mayor calidad y sofisticación, que a menudo estarán diseñados por prestigiosos *chefs* que incluso pueden compartir la propiedad del restaurante. Mientras tanto, los restaurantes informales de buena comida tratarán de atraer a los clientes que busquen opciones para realizar sus pedidos con anticipación y llevarse la comida. Esta fusión sirve para dos fines: por un lado, satisface las expectativas de los clientes que esperan una mayor calidad pero no pierden de vista el precio y, por otro, protege la rentabilidad al cobrar una prima por los menús de más calidad y la prestación de servicios adicionales. La mejora de la entrega y de las prestaciones digitales será un elemento fundamental para el éxito de estas estrategias, no solo al objeto de hacer frente a la tendencia a comer fuera de los locales de restauración sino también para entender mejor el comportamiento de los clientes mediante el análisis de datos masivos (*big data*).

Aunque los *Millenials* continuarán siendo los clientes más importantes para los restaurantes de comida informal, el envejecimiento de la población abre la puerta a nichos de mercado como, por ejemplo, la elaboración de menús específicamente diseñados para personas mayores. Es el caso de los alimentos blandos, que resultan fáciles de tragar para evitar que las personas mayores fallezcan accidentalmente por atragantamiento. Este tipo de alimentos se desarrollaron originalmente en Japón, el país con mayor proporción de personas de 65 o más años, y en el que las muertes por atragantamiento superan las producidas por accidentes de tráfico.

Alta cocina. Este segmento se ve influenciado, fundamentalmente, por las tendencias de la renta y la riqueza personales. Los clientes acaudalados gastan en torno al 50% de su presupuesto alimentario en comer fuera de casa. Quienes pertenecen a este segmento están menos interesados en la comodidad y la sencillez y más en la experiencia de probar un menú sofisticado con un servicio personalizado y en una atmósfera agradable. El éxito de este segmento también está relacionado con la ubicación geográfica, ya que las personas con rentas altas tienden a concentrarse en las grandes áreas metropolitanas. De cara al futuro, se espera que la riqueza y los beneficios empresariales aumenten, potenciando la demanda de alta cocina. Al igual que sus equivalentes de los segmentos de la comida rápida e informal, también se espera que los restaurantes de alta cocina inviertan en tecnología, aunque con una finalidad comercial, frente a la realización de pedidos y la organización de entregas en línea. Esto se debe a que los clientes más jóvenes tienden a buscar este tipo de restaurantes por Internet.

En resumen, los restaurantes se han enfrentado a una redefinición del concepto de comodidad, que no solo implica comida asequible y saludable, sino también que resulte fácil de pedir y consumir fuera de sus locales. La respuesta a este desafío es la digitalización. Con todo, esta también ha mejorado la capacidad de los supermercados para competir directamente con los restaurantes, posibilitando al mismo tiempo la introducción de modelos de negocio complementarios y disruptivos que operan íntegramente en línea. En este entorno, los restaurantes de mayor éxito serán los que no solamente demuestren creatividad y pongan un mayor énfasis en la calidad y el bienestar, sino también aquellos que inviertan en tecnologías avanzadas, como el análisis de datos, para optimizar la experiencia del cliente, centrándose al mismo tiempo en nichos de mercado (comida saludable, comida ética, personas mayores, etc.). En un futuro no muy lejano, el sector de la restauración podría utilizar de forma intensiva tecnologías revolucionarias como la inteligencia artificial (por ejemplo, para automatizar determinados procesos o anticipar la conducta de sus clientes) o de cadena de bloques (para supervisar la seguridad, la calidad y la sostenibilidad de sus insumos alimentarios en cada etapa de la cadena de suministro). La competencia promete ser feroz, pero los consumidores serán los ganadores en última instancia.

9. Previsiones

Cuadro 9.1 Previsiones macro de Estados Unidos

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018 (f)	2019 (f)	2020 (f)	2021 (f)	2022 (f)
PIB real (% anualiz. y desestac.)	2.2	1.7	2.6	2.9	1.5	2.3	2.8	2.8	2.5	2.3	2.1
PIB real (contribución, pp)											
Consumo privado (PCE)	1.0	1.0	1.9	2.5	1.9	1.9	2.1	1.8	1.6	1.5	1.4
Inversión fija bruta	1.6	1.0	0.9	0.9	-0.3	0.6	0.8	1.1	0.9	0.8	0.7
No residencial	1.1	0.4	0.9	0.3	-0.1	0.6	0.8	0.9	0.7	0.6	0.6
Residencial	0.3	0.3	0.1	0.3	0.2	0.1	0.1	0.2	0.2	0.1	0.1
Exportaciones	0.4	0.4	0.6	0.1	0.0	0.4	0.7	0.8	0.7	0.7	0.6
Importaciones	-0.4	-0.2	-0.7	-0.8	-0.2	-0.6	-1.2	-1.1	-0.9	-0.8	-0.7
Gobierno	-0.4	-0.5	-0.1	0.2	0.1	0.0	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1
Tasa de desempleo (% , promedio)	8.1	7.4	6.2	5.3	4.9	4.4	3.9	3.6	3.7	4.0	4.3
Nómina no agrícola promedio (miles)	186	183	214	240	211	190	201	192	160	122	94
Precios al consumidor (% a/a)	2.1	1.5	1.6	0.1	1.3	2.1	2.7	2.7	2.5	2.4	2.3
Subyacente al consumidor (% a/a)	2.1	1.8	1.7	1.8	2.2	1.8	2.3	2.5	2.4	2.4	2.3
Balance fiscal (% PIB)	-6.8	-4.1	-2.8	-2.4	-3.2	-3.6	-3.9	-5.3	-4.9	-4.8	-5.1
Cuenta corriente (bdp, % PIB)	-2.6	-2.1	-2.1	-2.4	-2.4	-2.4	-2.6	-2.8	-2.9	-3.0	-3.0
Tasa objetivo Fed (% , fdp)	0.25	0.25	0.25	0.50	0.75	1.50	2.50	3.00	3.00	3.00	3.00
Índice precios viv. Core Logic (% a/a)	4.0	9.7	6.8	5.3	5.4	5.9	6.3	6.2	6.1	6.3	6.3
Valores tesoro 10 años (rend. % , fdp)	1.72	2.90	2.21	2.24	2.49	2.40	3.14	3.61	3.78	4.12	4.12
Precio del Brent (dpc, promedio)	111.7	108.7	99.0	52.4	43.6	54.3	65.9	64.1	62.1	61.5	60.0

(f): previsión

Fuente: BBVA Research

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

	2013	2014	2015	2016	2017	2018 (f)	2019 (f)	2020 (f)	2021 (f)
Alabama	0.9	-0.3	1.5	1.5	3.0	2.1	2.2	1.9	1.7
Alaska	-4.4	-3.6	0.3	-5.4	-0.8	1.0	1.1	0.2	0.2
Arizona	0.5	1.8	2.0	2.6	2.5	1.8	1.8	2.1	2.0
Arkansas	2.9	1.4	0.5	0.9	2.8	2.5	2.7	2.4	2.2
California	2.5	4.2	4.4	3.3	2.5	3.9	3.8	3.3	3.0
Carolina del Norte	1.7	2.1	2.7	1.9	2.4	2.3	2.2	1.9	1.9
Carolina del Sur	2.0	3.0	3.1	1.8	2.5	2.2	2.4	2.3	1.9
Colorado	3.2	4.8	3.4	1.1	3.4	3.2	3.1	3.0	2.8
Connecticut	-1.4	-0.7	1.9	0.0	-1.0	1.3	1.5	1.0	0.7
Dakota del Norte	2.4	7.2	-2.5	-5.0	0.5	4.1	4.1	4.4	4.3
Dakota del Sur	1.1	0.9	2.8	0.7	-0.7	3.1	3.1	2.7	2.4
Delaware	-1.4	5.4	2.8	0.1	2.8	2.7	3.0	2.8	2.5
Florida	2.1	2.8	3.9	2.4	2.7	3.6	3.5	3.2	2.9
Georgia	1.4	3.3	3.1	3.0	2.6	2.9	3.1	2.7	2.6
Hawaii	1.1	1.1	3.2	1.9	2.0	2.6	2.6	2.3	2.0
Idaho	2.9	2.4	3.0	2.7	3.3	4.8	2.7	3.9	3.9
Illinois	-0.3	1.8	1.2	1.0	0.8	2.1	2.3	2.0	1.8
Indiana	2.4	2.5	0.8	2.5	2.2	2.4	2.6	2.4	1.9
Iowa	0.5	3.8	4.0	1.6	0.1	1.7	2.6	2.4	2.2
Kansas	0.2	2.0	1.1	-0.9	0.1	2.4	1.8	1.6	1.3
Kentucky	0.9	0.5	1.0	1.2	2.0	1.4	2.0	1.8	1.5
Louisiana	-3.4	2.1	0.6	0.2	1.2	2.6	1.7	1.2	1.0
Maine	-0.6	1.7	0.8	1.6	1.2	0.7	0.9	0.6	0.5
Maryland	0.2	1.3	1.9	2.5	1.4	1.6	1.7	1.3	1.1
Massachusetts	-0.2	1.8	3.8	1.5	2.4	2.7	3.0	2.7	2.4
Michigan	1.4	1.6	2.9	2.2	3.0	1.6	1.8	1.4	1.5
Minnesota	2.1	2.8	1.5	2.1	2.8	2.5	2.6	2.4	2.2
Mississippi	0.6	-0.9	0.2	1.2	1.5	1.3	1.0	0.7	0.5
Missouri	1.6	0.3	1.5	0.3	0.6	1.2	1.3	1.0	0.7
Montana	0.7	2.7	2.3	1.1	1.1	2.6	2.9	2.6	2.4
Nebraska	2.5	3.7	2.1	0.9	0.2	2.6	2.7	2.4	2.2
Nevada	0.5	1.7	3.5	1.4	2.6	3.9	3.9	3.4	3.3
Nueva Hampshire	0.6	1.8	2.6	1.6	1.0	1.4	1.9	1.2	1.1
Nueva Jersey	1.4	0.2	1.1	0.7	0.5	1.5	1.3	0.9	0.5
Nueva York	-0.3	1.7	2.0	0.4	1.5	2.0	2.1	1.9	1.7
Nuevo México	-1.0	2.8	1.6	0.2	1.9	1.5	1.8	1.4	0.7
Ohio	1.0	3.3	1.1	1.1	2.0	1.9	1.9	1.7	1.6
Oklahoma	4.4	5.6	3.1	-4.1	1.7	3.0	3.2	2.9	2.7
Oregon	-2.0	1.9	4.8	3.8	2.1	2.4	2.8	2.5	2.1
Pennsylvania	1.6	2.0	2.3	0.6	1.6	1.8	2.1	1.8	1.6
Rhode Island	0.4	0.9	1.9	0.5	1.0	1.0	0.9	0.6	0.4
Tennessee	1.6	1.7	3.0	2.9	2.2	2.4	2.2	2.1	1.9
Texas	5.1	3.5	4.2	-0.3	4.9	4.6	4.5	4.1	3.7
Utah	2.5	3.5	4.1	3.7	3.5	3.2	3.5	3.3	3.1
Vermont	-0.2	0.5	0.9	0.7	1.1	2.4	2.3	1.8	1.5
Virginia	0.0	0.2	2.2	0.5	1.7	1.1	1.0	0.7	0.5
Washington	2.4	3.2	3.7	4.2	4.0	3.4	3.5	3.2	3.0
West Virginia	0.5	0.6	0.7	-1.1	2.5	1.7	1.4	1.2	1.0
Wisconsin	1.3	1.5	2.1	1.3	1.7	1.8	2.1	1.8	1.6
Wyoming	1.0	0.4	0.6	-1.8	1.9	1.1	1.2	1.3	2.0

(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 / 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

Kan Chen
kan.chen@bbva.com

Boyd Nash-Stacey
boyd.stacey@bbva.com

Marcial Nava
marcial.nava@bbva.com

Shushanik Papanyan
shushanik.papanyan@bbva.com

BBVA Research

Economista Jefe Grupo BBVA
Jorge Sicilia Serrano

Análisis Macroeconómico
Rafael Doménech
r.domenech@bbva.com

Economía Digital
Alejandro Neut
robertoalejandro.neut@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

Regulación Digital y
Tendencias
Álvaro Martín
alvaro.martin@bbva.com

Regulación
Ana Rubio
arubiog@bbva.com

Sistemas Financieros
Olga Cerqueira
olga.gouveia@bbva.com

España y Portugal
Miguel Cardoso
miguel.cardoso@bbva.com

Estados Unidos
Nathaniel Karp
nathaniel.Karp@bbva.com

México
Carlos Serrano
carlos.serranoh@bbva.com

Turquía, China y Big Data
Álvaro Ortiz
alvaro.ortiz@bbva.com

Turquía
Álvaro Ortiz
alvaro.ortiz@bbva.com

Asia
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

DATOS DE CONTACTO:

BBVA Research USA: 2200 Post Oak Blvd. Houston, TX 77025 Estados Unidos.
Correo electrónico: bbvaresearch_usa@bbva.com - www.bbvaresearch.com