

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 a landscaped area with trees and a dirt path.

BBVA Research

Situación Estados Unidos

Tercer trimestre 2018

Unidad Estados Unidos

Creando Oportunidades

Índice

1. Editorial	3
2. Perspectiva mundial: crecimiento estable en el primer semestre de 2018	5
3. Perspectiva para Estados Unidos: taquillazo veraniego, pero no suficiente para el Óscar	7
4. Guerra comercial entre Estados Unidos y China: sin final a la vista	14
5. Señales de recalentamiento económico	21
6. Calidad y crecimiento de los créditos al consumo	24
7. Previsiones	30

Fecha de cierre: **27 julio 2018**

1. Editorial

En los últimos meses han ido creciendo las inquietudes sobre la salud financiera del sector comercial. En particular, los operadores del mercado están preocupados porque la presión de los precios elevados, la aceleración de la normalización de la política monetaria y la guerra comercial, todo ello en el marco de unas valoraciones exigentes, pudieran desatar una reducción considerable de la propensión al riesgo. Esto supondría mayores costes de endeudamiento y condiciones financieras más restrictivas. En este contexto, la presión financiera aumentaría notablemente, especialmente para las empresas con calificaciones crediticias bajas, apalancamientos elevados, y pertenecientes a sectores con dificultades para alcanzar la rentabilidad. A nivel macroeconómico, una oleada de impagos empresariales y tensiones financieras sistémicas tendría un importante impacto negativo sobre la inversión y el empleo, y darían lugar a una nueva recesión económica.

En cierta medida, estas preocupaciones parecen justificadas, especialmente atendiendo al aumento masivo del apalancamiento de las empresas desde la Gran Recesión y a la mayor cuota de deuda de menor calidad crediticia. En el 1T18, la deuda empresarial no financiera (valores y préstamos) alcanzó un nuevo máximo de 9,1 billones USD, lo que supone un crecimiento de 2,9 billones USD, equivalente a un 48%, desde el 1T10. Por ello, en los últimos ocho años, la ratio deuda/PIB ha aumentado desde el 40% hasta su máxima histórica del 46%. En prácticamente todas las recesiones desde los años 50 del siglo pasado, esta ratio se ha incrementado considerablemente antes de producirse una desaceleración económica. Por este motivo, el fuerte incremento del apalancamiento de las empresas podría revelarse en breve insostenible si los tipos de interés suben con demasiada rapidez, empeora la valoración de los activos, se reduce la demanda de activos de alta rentabilidad y se limita el crédito procedente de inversores institucionales, como obligaciones garantizadas con préstamos, fondos especulativos, empresas de capital riesgo, etc.

También preocupa la evidencia de excesos en el mercado crediticio. En 2017, la concesión de préstamos apalancados alcanzó un nuevo máximo histórico; en torno a un 65% de los nuevos préstamos concedidos tenía una calificación B- o inferior, y un 75% de los nuevos préstamos institucionales fue covenant-lite (préstamos con menores obligaciones, carentes de la protección habitual para las entidades crediticias). Aproximadamente la mitad de los préstamos totales se empleó para financiar operaciones de fusión y adquisiciones de empresas, compras apalancadas, dividendos y recompras de acciones propias. Además, el porcentaje de sociedades emisoras con calificación de grado especulativo B- o inferior ha alcanzado su nivel más alto (25%) desde la crisis financiera.

El fuerte incremento en la emisión de préstamos apalancados y bonos especulativos podría convertirse en una fuente de riesgo si las condiciones del mercado revertieran. Aunque los parámetros de medición tradicionales, como el ratio precio/beneficio o el ratio precio/valor contable se encuentran por debajo de máximas previas, continúan siendo elevados y están claramente por encima de sus medias históricas. Por tanto, los cambios moderados en la evolución estimada de los tipos de interés, de las primas de riesgo bursátil o de los beneficios esperados podría dar lugar a una corrección importante del precio de los activos. Actualmente las tasas de impago de los préstamos y bonos de alta rentabilidad están aumentando, mientras que las rentabilidades de los bonos corporativos con calificación BBB- y BB- han crecido en torno a 70 y 100 puntos básicos, respectivamente, desde finales de 2017. Esta evolución se asemeja a la disminución de la propensión al riesgo de los deudores con calificaciones crediticias más bajas que suele ocurrir durante las últimas fases del ciclo crediticio. Si este fuera el caso, el ajuste podría ser más intenso en esta ocasión, habida cuenta del gran recurso a los préstamos apalancados y de la mayor influencia de los inversores institucionales no bancarios.

A pesar de estas tendencias, existen varios factores que indican que los riesgos son aún moderados. En conjunto, la política monetaria sigue siendo expansiva y tanto los costes de los empréstitos como los diferenciales de rentabilidad de los bonos se sitúan por debajo de la media histórica. De hecho, ya se ha refinanciado una parte considerable de la deuda de grado especulativo con vencimiento previsto en 2018 y 2019. Los pagos de intereses netos totales correspondientes a negocios corporativos no financieros están creciendo por debajo de su media histórica y el ratio deuda/fondos propios se sitúa ligeramente por debajo de su evolución histórica. Además, el ratio de deuda en dificultades (distress ratio) se mantiene reducido en todos los sectores, salvo el sector minorista, de restauración y telecomunicaciones, que están sufriendo alteraciones estructurales. Por otra parte, se espera que los beneficios continúan creciendo con fuerza, impulsados en el crecimiento constante del PIB, mientras que la reciente rebaja del impuesto de sociedades aligerará las presiones sobre los flujos de efectivo y estimulará los beneficios durante algunos trimestres más. En resumen, aunque aún es pronto para hacer sonar las alarmas, los riesgos a la baja procedentes del elevado apalancamiento empresarial probablemente continuarán creciendo.

2. Perspectiva mundial: crecimiento estable en el primer semestre de 2018

La aceleración de la tasa de crecimiento de la economía estadounidense, fundamentalmente impulsada por las medidas fiscales, y la recuperación del comercio mundial a principios de año, sigue respaldando la recuperación mundial. Los datos recientes dejan entrever una ligera ralentización del crecimiento mundial en el segundo trimestre del año (BBVA-GAIN: 1% trimestral tras el 1,1% del 1T18). Aunque el ritmo de expansión se mantiene pujante, se está produciendo de una forma menos sincronizada, con una aceleración del crecimiento en Estados Unidos, una moderación en China y en algunas economías emergentes, y una marcada ralentización en Europa. Con todo, la previsión de crecimiento mundial se mantiene sólida en un 3,8% para 2018 y 2019.

La tendencia mundial en el sector industrial sigue preocupando, ya que la actividad no se ha recuperado del deslucido desempeño registrado a principios de año, especialmente en los mercados emergentes. Además, los datos no reflejan todavía los posibles efectos negativos del proteccionismo y de la escalada en las tensiones comerciales. Esto sugiere una recuperación constante en el sector industrial si bien a un ritmo más moderado al previamente esperado. El sector servicios se ha mostrado más consistente en las economías en desarrollo, especialmente en la región de Asia-Pacífico, en comparación con las tendencias desalentadoras en los países desarrollados.

En Europa, el aumento de la incertidumbre y el encarecimiento del petróleo están lastrando la actividad. Por ejemplo, el riesgo político en Italia ha generado un aumento de 250 p.b. en su prima de riesgo. No obstante, la demanda interna en la mayor parte de los países europeos continúa siendo fuerte y las exportaciones se seguirán beneficiando de la depreciación del euro y de la demanda mundial. Además, las políticas algo más expansivas (tipos de interés más bajos durante más tiempo y relajación presupuestaria en algunos países) favorecerán la actividad económica. A pesar del repunte de la inflación a corto plazo, la inflación subyacente solo aumentará gradualmente, especialmente en 2019.

En Asia, la incertidumbre sobre las medidas proteccionistas ha influido en los mercados de renta variable, sobre todo en China, Corea, Malasia y Singapur. En China, a pesar de que la actividad económica sigue siendo algo más positiva de lo previsto, continuamos estimando una moderación del crecimiento en el segundo semestre de 2018. Aunque se mantienen las políticas para abordar las debilidades financieras, están mitigadas por estímulos fiscales y monetarios dirigidos a incentivar el crecimiento. Por su parte, el proteccionismo amenaza la sostenibilidad de las exportaciones, así como la reestructuración de la economía.

Por lo que se refiere a la política monetaria, el aumento de la inflación y la fortaleza del mercado laboral han llevado a la Fed a incrementar los tipos en 50 puntos básicos en lo que llevamos de 2018. En su reunión de junio, el BCE anunció que el programa de compra de activos (APP, por sus siglas en inglés) concluirá en diciembre de este año, dado el avance hacia un ajuste sostenido de la senda inflacionista. El BCE ha reiterado que el programa de compra de bonos seguirá activo, a un ritmo de 30.000 millones de euros mensuales hasta septiembre y de 15.000 millones de euros entre octubre y diciembre, momento en el que pondrá fin a las compras netas de activos. Respecto a los tipos de interés, la autoridad monetaria ha mantenido el tipo de referencia al 0% y el tipo de depósito al -0,40%, pero ha anunciado que los tipos de referencia se mantendrán sin cambios al menos hasta el verano de 2019. En este contexto, nuestra estimación sobre el primer aumento de los tipos de interés se aplaza hasta septiembre de 2019, y del tipo de referencia oficial hasta diciembre de 2019.

El aumento del diferencial de los tipos de interés entre Estados Unidos y otras economías desarrolladas, y las expectativas de crecimiento favorables de Estados Unidos, en comparación con el resto del mundo, ha generado una fuerte apreciación del dólar estadounidense. Con todo, algunos fundamentales se han debilitado en los últimos meses ante el aumento de la incertidumbre política y la volatilidad de los mercados financieros. Tras la retirada de Estados Unidos del acuerdo nuclear con Irán, las estimaciones del mercado petrolífero tuvieron que ajustarse a la nueva situación y, en consecuencia, se produjo un incremento de los precios. A pesar de que los precios se estabilizaron a raíz de la decisión de la OPEP de incrementar la producción, seguimos esperando que los precios se mantengan en niveles cercanos a los 70 USD por barril.

Otro factor adicional de incertidumbre ha sido el aumento de las tensiones comerciales. El tira y afloja entre países y la falta de transparencia en las negociaciones hace difícil estimar con precisión cuál será el impacto neto sobre el comercio y la actividad. En principio, el efecto directo del aumento de los aranceles sobre las importaciones en todo el canal comercial será reducido. De todos modos, la escalada de las medidas proteccionistas, unida a las posibles represalias por parte de los principales socios comerciales, tendrá un notable efecto negativo sobre la economía mundial. En un escenario de conflicto comercial a gran escala, los efectos directos podrían implicar una reducción de en torno al 0,2 por ciento del crecimiento mundial.

Por ello, no sorprende que ya se haya producido un reajuste en la percepción del riesgo mundial, especialmente en los mercados emergentes. Las tensiones financieras en las economías emergentes han sido generalizadas (véase la gráfica 2.3) debido a la depreciación de sus monedas y al aumento de las primas de riesgo; los países más afectados han sido los que dependen de financiación externa. Por este motivo, muchos bancos centrales en estas economías han reforzado la orientación de sus políticas monetarias a fin de combatir la fuerte depreciación de sus monedas.

En resumen, el escenario mundial sigue estando sujeto a riesgos negativos que se han acentuado en los últimos meses. De una parte, el riesgo a que se desate una guerra comercial se ha acentuado a raíz de las últimas medidas adoptadas por Estados Unidos y China, si bien la reducción de las tensiones entre Estados Unidos y la Unión Europea es una señal de un posible apaciguamiento de la guerra comercial. Además, en un entorno financiero más volátil, el riesgo sistémico se incrementaría en las economías emergentes. El aumento del proteccionismo y las barreras al comercio mundial podrían amplificar los riesgos para las economías con fundamentales más débiles y que ya se encontraban bajo presión a causa de la normalización de la política de la Fed y de la posible ralentización de la economía mundial. Por último, los riesgos políticos en Europa también se han intensificado. Como consecuencia de ello, y a pesar de una perspectiva optimista respecto al crecimiento mundial, los riesgos continúan mostrando un sesgo a la baja.

3. Perspectiva para Estados Unidos: taquillazo veraniego, pero no suficiente para el Óscar

La economía estadounidense, que lleva en expansión desde hace 110 meses, mantiene el vigor a pesar de verse afectada por una guerra comercial a gran escala. Por ello, seguimos esperando un crecimiento del 2,8% en 2018 y 2019. Aunque los riesgos de sobreestimación para nuestra perspectiva han aumentado, hemos mantenido nuestro escenario de referencia dado que el crecimiento mundial es sólido y las condiciones de inversión, tanto pública como privada, son alentadoras tras la aprobación de los recortes fiscales y el acuerdo presupuestario. Sin embargo, los cambios en la política fiscal han conllevado una fuerte caída de los ingresos procedentes del impuesto sobre la renta de las personas físicas y de sociedades, y las proyecciones sugieren que el déficit anual será cercano al billón USD en 2018, llegando a superarse esta cifra al año siguiente. Dado que la economía se encuentra próxima al pleno empleo, esperamos también que la inflación siga subiendo, si bien prevemos que los precios subyacentes permanecerán dentro del objetivo simétrico de la Reserva Federal (del 1,5% al 2,5%). Habida cuenta del crecimiento más robusto y de la mayor inflación, mantenemos nuestra estimación de que la Reserva Federal elevará los tipos dos veces más (25 p.b. cada una de ellas) a lo largo de 2018 y tres veces más en 2019.

Con un crecimiento anualizado del 4,1% en el segundo trimestre, el informe sobre el PIB supuso al menos una validación a corto plazo para la agenda económica de la Administración, aunque no contenía indicios de que se trate de un año decisivo para el crecimiento de cara al futuro. La mayor sorpresa del trimestre fue la acusada recuperación del consumo privado, que el trimestre anterior había crecido a su ritmo más lento desde 2013. Con un mercado laboral fuerte, y avances en los ingresos discrecionales y la confianza de los consumidores, no sorprende que el consumo haya contribuido con 2,7 p.p. a la tasa de crecimiento trimestral, la más alta desde el cuarto trimestre de 2014. De todos modos, parece que la reforma fiscal no ha incentivado a las empresas a incrementar sus inversiones de forma sustancial respecto a los niveles anteriores ya que la inversión privada en capital fijo se ha reducido hasta una tasa de crecimiento trimestral anualizada del 5,4%, incluso después de incluir la notable aportación del sector minero.

Las exportaciones netas también han sido robustas, lo que resulta inesperado en el contexto general de apreciación del dólar, incremento del consumo interno y estabilidad de la demanda mundial. El riesgo a que se desatara una guerra comercial a gran escala llevó a empresas y consumidores a suavizar preventivamente el impacto del aumento de los aranceles a las importaciones. De hecho, las exportaciones nominales de alimentos, piensos y bebidas creció un 22%, mientras que las compras extranjeras de aeronaves civiles y motores también crecieron considerablemente. En cambio, la fuerte caída de los automóviles importados y de los equipos de telecomunicaciones redujo el crecimiento total de las importaciones. Como consecuencia de ello, las exportaciones netas contribuyeron en 1,00 p.p. al crecimiento del PIB en el segundo trimestre.

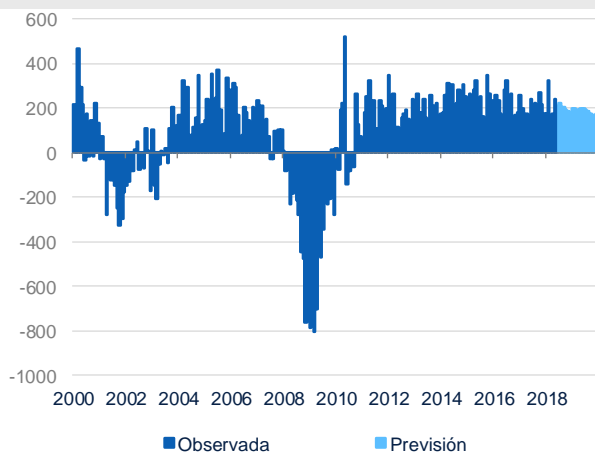
Otros componentes también mostraron niveles anormales de volatilidad. Por lo que se refiere al gasto fiscal, el acuerdo presupuestario alcanzado en el 1T18 incrementa las aportaciones de los gobiernos federal, estatal y local hasta duplicar la aportación media desde 2010. En el lado negativo, la reducción de las existencias supuso una pérdida de 1 p.p., la mayor aportación negativa desde el primer trimestre de 2014. Esto obedece en parte al aumento de los precios de la energía, que permitió a las empresas gastar las existencias de petróleo y sus derivados.

Además, la inversión privada en capital fijo residencial se redujo por segundo trimestre consecutivo, ya que el crecimiento de las inversiones nominales se mantuvo por debajo del aumento de los precios. Desde hace tiempo, el mercado de la vivienda se caracteriza por la baja oferta de viviendas nuevas y de segunda mano. Esto, unido al largo período de tipos de interés relativamente bajos, de ingresos sólidos y de aumento del empleo, ha propiciado una fuerte apreciación del precio de la vivienda de aproximadamente un 7% interanual en mayo.

Sin embargo, estas tendencias podrían estar cambiando. Las ventas de viviendas de segunda mano se han estabilizado en un nivel inferior a los 5,5 millones (tasa anual desestacionalizada), lo que indica que algunos compradores potenciales se han visto afectados por los altos precios y los tipos de interés más elevados y están dispuestos a esperar, al menos de momento. La estabilización de las ventas de viviendas de segunda mano ha elevado las existencias disponibles, lo que contribuirá a controlar la tasa de aumento del precio de la vivienda. Por su parte, la construcción de viviendas registró un crecimiento interanual del 7,8% en el 2T18. Esperamos que las ventas de viviendas de segunda mano se mantengan por debajo o en línea con los niveles actuales y que la construcción de viviendas siga creciendo, lo que proporcionará alivio a algunos compradores en relación con el aumento del precio de la vivienda; nuestra previsión base asume un aumento medio del 6,6% en 2018 y del 5,5% en 2019.

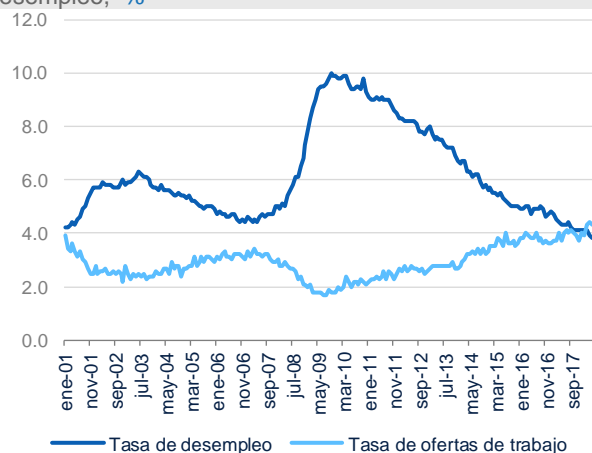
En el 2T18, en Estados Unidos se crearon 206.000 nuevos empleos al mes, mientras que la tasa de desempleo se situó en el 4,0%. Además, la tasa de creación de empleo sigue su tendencia hacia máximos históricos del 4,6%, mientras que la llamada tasa de pérdida de empleo se situó en el 2,7%, lo que indica que la capacidad de creación de empleo y la demanda de las empresas sigue siendo sólida a pesar del aumento de las tensiones comerciales y de los costes no laborales por el lado de la oferta. Asimismo, referencias más amplias sobre la fortaleza del mercado laboral como el ratio empleo/población y el ratio de subutilización de la fuerza de trabajo (U-6) mejoraron respecto al trimestre anterior. Habida cuenta de la ausencia de factores adversos en el tercer trimestre que pudieran limitar el impulso del mercado laboral, el aumento medio mensual del empleo será cercano a 215.000 empleos al mes y la tendencia de la tasa de desempleo se aproximará al 3,8%. A largo plazo, esperamos que la atonía del mercado laboral continúe reduciéndose y que la tasa de desempleo se sitúe en el 3,7% en 2019.

Figura 3.1 Empleos no agrícolas En miles



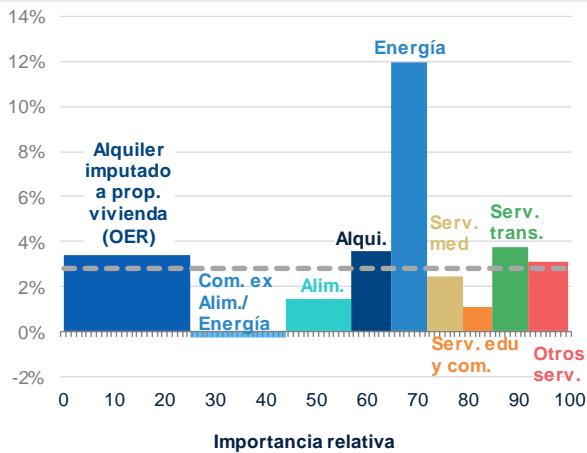
Fuente: BBVA Research y BLS

Figura 3.2 Tasa de creación de empleo y tasa de desempleo, %



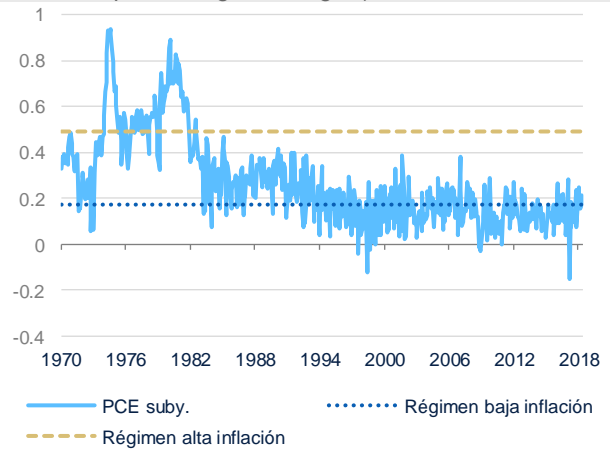
Fuente: BBVA Research y BLS

Figura 3.3 Inflación de los precios al consumo, % interanual



Fuente: BBVA Research y BLS

Figura 3.4 Gasto en consumo personal subyacente (core PCE, por sus siglas en inglés), % intermensual

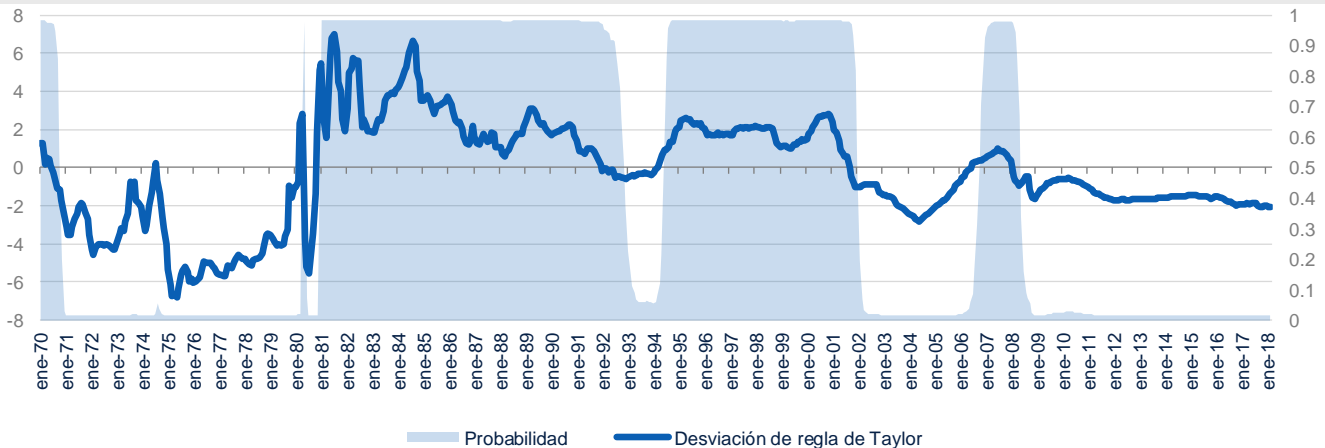


Fuente: BBVA Research y BEA

En junio, el IPC general aumentó un 2,9%, su mayor subida desde 2011, con una fuerte aportación de los servicios financieros, los hogares, la sanidad y la educación, y una recuperación de los servicios de Internet y telefónicos. El gasto en consumo personal general y subyacente registraron un crecimiento interanual del 2,2% y un 1,9%, respectivamente. Por lo que respecta a la inflación general, las subidas previas del precio del crudo siguen reflejándose en el precio de los carburantes, con un aumento del precio de la gasolina del 0,5% intermensual y del 24,3% interanual. Sin embargo, conforme se estabilicen los precios de la energía, estas presiones desaparecerán. Por el contrario, los precios de los servicios educativos y sanitarios, que habían contenido considerablemente la presión inflacionista, están aumentando. Con todo, las nuevas fuentes de competencia e innovación que están tratando de hacerse con una cuota de mercado de 3,2 billones USD deberían mantener el aumento de los precios por debajo de las tasas observadas antes de 2008. De acuerdo con todo ello, nuestra previsión sigue siendo de un ligero aumento de la inflación por encima del objetivo previsto para 2018 y 2019: IPC: 2,6% y 2,7%); con los datos tanto del IPC general como subyacente volviendo a un nivel más coherente con el objetivo del 2% de la Fed. Si se mantienen estas condiciones, no anticipamos ningún riesgo importante de paso a un régimen de inflación elevada, un resultado respaldado por nuestro análisis basado en el modelo Markov-switching que establece que la probabilidad de entrar en un régimen de inflación elevada como en los años 80 del siglo pasado es inexistente.

En resumen, esperamos que las condiciones financieras continúen respaldando el crecimiento sin amenazar la solidez del sistema. De acuerdo con la encuesta Senior Loan Officer Survey, a pesar de la demanda moderada de préstamos, la mayoría de los encuestados manifestó una flexibilización de los requisitos en el 2T18 para la concesión de préstamos comerciales e industriales, residenciales y al consumo, a excepción de las tarjetas de crédito y los préstamos para la compra de automóviles. Igualmente, a pesar de que los precios de las acciones bajaron durante el trimestre, dado que la incertidumbre sobre el aumento de las tensiones comerciales dejó sin efecto el fuerte impulso de los beneficios asociado a la reforma del impuesto de sociedades, los diferenciales de la deuda corporativa apenas variaron, lo que sugiere una propensión al riesgo favorable y la ausencia de problemas de liquidez importantes, especialmente para los bonos con grado de inversión. Dicho esto, la valoración de los activos parece generosa y los riesgos de que se produzca una corrección importante están aumentando, sobre todo en sectores fuertemente apalancados en un entorno de tipos en aumento. En todo caso, una cierta reducción de las tensiones comerciales a comienzos del tercer trimestre podría reducir la incertidumbre del mercado y favorecer la inversión.

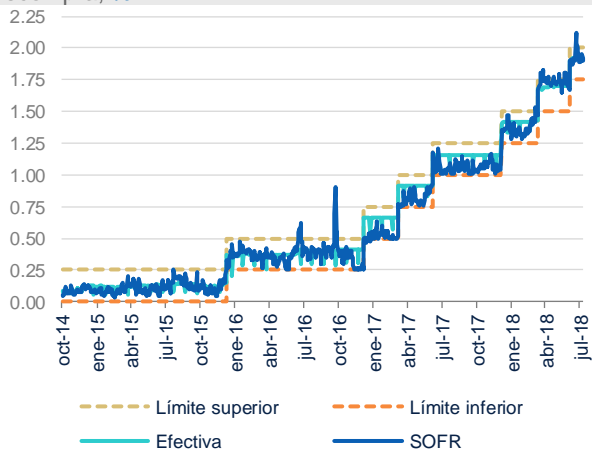
Gráfica 3.5 Regla de Taylor implícita y Probabilidad de Cambio del Régimen de Política Monetaria%



Fuente: BBVA Research

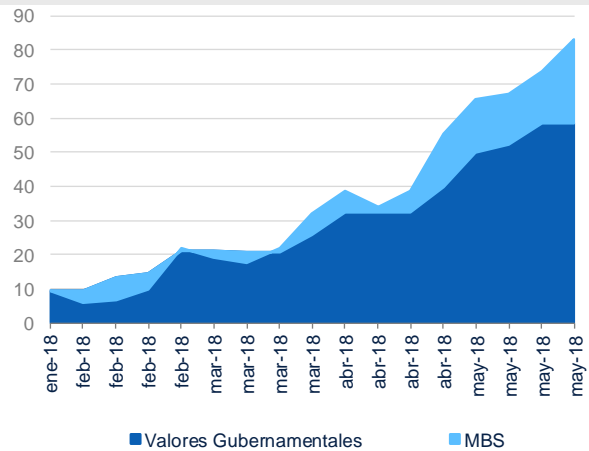
Respecto a los tipos a corto plazo y la Fed, a pesar de que el presidente ha augurado una política más expansiva y manifestado su preferencia por una alineación con los bancos centrales extranjeros, esperamos que la Fed mantenga su actual curso en materia política. La inflación se encuentra en el objetivo marcado por la Fed del 2%, tras no haber sido capaz de alcanzar este nivel en los años anteriores, el desempleo ha alcanzado mínimos históricos y, a pesar de algunas señales de atonía existentes en ciertos sectores demográficos, los mercados laborales se mantienen fuertes. Esto implica aumentos adicionales de los tipos en septiembre y diciembre de este año, así como tres alzas más durante 2019. Esta senda podría suponer una ligera superación del tipo de interés de equilibrio a fin de minimizar el riesgo de pérdida de control de la estabilidad de los precios, en caso de que la inflación fuera elevada durante demasiado tiempo o mantuviera una trayectoria alcista. Como consecuencia de ello, nuestra previsión base asume una vuelta a los niveles de equilibrio en 2020, tras un breve período de contracción explícita en 2019 y en el 1T20.

Gráfica 3.6 Fondos de la Fed y tipos de pacto de recompra, %



Fuente: BBVA Research y FRB

Gráfica 3.7 Reducción del balance, Miles de millones USD



Fuente: BBVA Research y FRB

Mientras que la anterior Presidenta de la Fed, Jane Yellen, había sugerido una vez que el proceso de normalización del balance sería como "ver secar la pintura en una pared", la volatilidad reciente y el aumento de la tasa de fondos efectivos de la Fed ha llevado a algunos operadores del mercado a temer que la estrategia pudiera estar en peligro. También hay una sensación cada vez mayor de que el nivel de equilibrio de las reservas podrá ser superior al estimado inicialmente como consecuencia de los cambios regulatorios y estructurales en el sector, lo que sugiere bien una normalización más gradual o bien una conclusión anticipada del plan de normalización.

Teniendo en cuenta la insistencia en que el proceso será "gradual y predecible", no prevemos ningún cambio en los límites de reinversión que se han fijado para alcanzar 30.000 millones USD en bonos del Tesoro y 20.000 millones USD en títulos con garantía hipotecaria (MBS, por sus siglas en inglés) en octubre. Lo contrario provocaría algo parecido a lo sucedido durante el "taper tantrum", lo que preocupa en gran medida a los responsables de política monetaria de la Fed. Como consecuencia de ello, el resultado más probable en un entorno con una fuerte demanda de reservas excedentes podría ser un balance amplio, por encima de nuestra estimación de referencia de alrededor de 2,5 billones USD. A corto plazo, a fin de limitar el riesgo de que el tipo de interés efectivo supere el tope superior, la Fed continuará ajustando el interés que se paga por las reservas excedentes (IOER). El movimiento ha tenido un cierto éxito, y es probable que se pueda regular cualquier movimiento adicional al alza del tipo de interés efectivo mediante otro ajuste técnico. A largo plazo, la Fed podría realizar algunos ajustes en su estrategia de normalización del balance, pero solo después de un análisis detallado y con evidencias claras de que resulta necesario. Como muy pronto, esto podría ocurrir a finales de 2018 o en el primer trimestre de 2019.

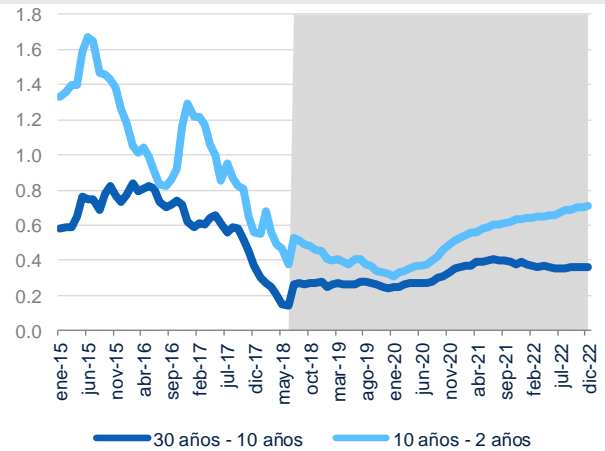
Por lo que se refiere a los bonos del Tesoro estadounidenses a largo plazo y la curva de rentabilidades, nuestro escenario base sigue estimando una descompresión gradual de la prima a largo plazo, lo que provocará un aumento constante de las rentabilidades a largo plazo y una pendiente positiva. A pesar de que la rentabilidad de los bonos del Tesoro a 10 años se ha reducido desde sus máximos de mayo, aumentó hasta el 3% a finales de julio. Esta tendencia alcista debería proseguir en el segundo semestre de 2018 conforme la inflación aumente y las expectativas del mercado sobre la política monetaria continúen convergiendo con las proyecciones de la Fed. Aunque no esperamos un aumento importante del diferencial entre los bonos del Tesoro a 10 y a 2 años en los próximos 12 meses, debido a que el aumento constante de los tipos a corto plazo es más rápido que en el tramo largo de la curva, seguimos esperando una pendiente positiva en la curva de rentabilidades. De hecho, en 2022 esperamos que la pendiente sea próxima a 80 p.b. Este aumento presupone que los efectos por el lado de la demanda derivados de la expansión cuantitativa (EC) se reducirán y que el "desenroscado operativo" generará una normalización de la prima a plazo. Sin embargo, los inesperados flujos hacia refugios seguros debidos a la creciente incertidumbre mundial o al agravamiento de la guerra comercial podrían lastrar a las rentabilidades a corto plazo. Además, el aumento de los operadores del mercado no convencionales podría implicar fluctuaciones amplias e inesperadas en la pendiente de la curva de rentabilidades.

Gráfica 3.8 Desglose de la rentabilidad de los bonos del Tesoro a 10 años, %



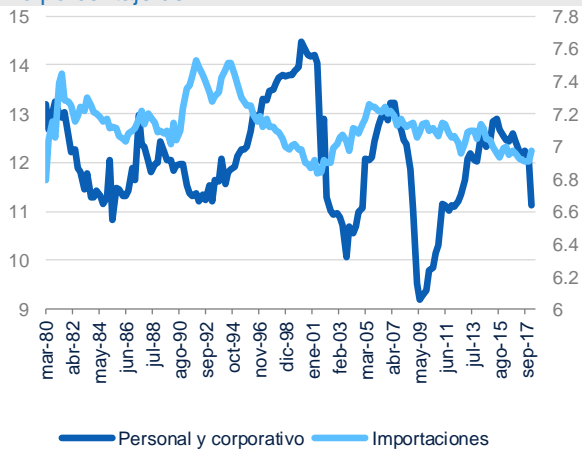
Fuente: BBVA Research y ACM

Gráfica 3.9 Pendiente de la curva de rentabilidades, p.p.



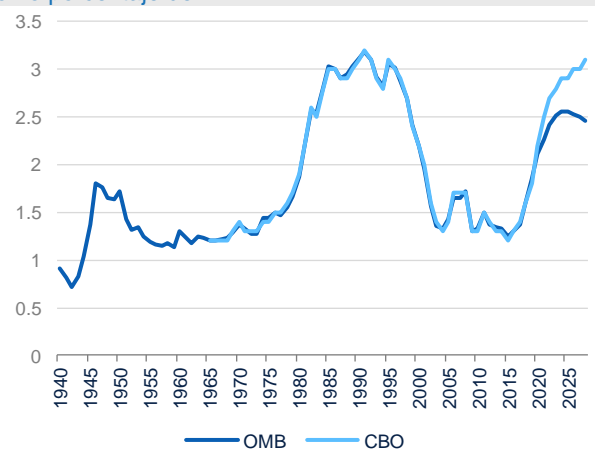
Fuente: BBVA Research

Gráfica 3.10 Ingresos federales, como porcentaje del PIB



Fuente: BBVA Research y BEA

Gráfica 3.11 Pagos de intereses netos, como porcentaje del PIB



Fuente: BBVA Research, OMB y CBO

Aunque desde la perspectiva del riesgo el comercio ha recibido una atención desproporcionada, las cuentas públicas estadounidenses parecen estar empeorando incluso según las proyecciones altamente optimistas de OMB. En su revisión anual de mitad de mandato, OMB añadió 926.000 millones USD a su perspectiva presupuestaria a 10 años. Aproximadamente 744.000 millones USD están relacionados con el acuerdo presupuestario alcanzado a principios de año y otros 182.000 millones USD proceden del creciente servicio de la deuda. El empeoramiento de las proyecciones presupuestarias de OMB en tan solo cuatro meses tuvo lugar a pesar de contar con hipótesis de crecimiento que superan en casi 1 p.p. anual a los pronósticos de consenso de CBO y Blue Chip. Las nuevas hipótesis de OMB también implican un aumento de los niveles de deuda superiores a los 20 billones USD en 2022, lo que representa un 83% del PIB, la cuota más alta desde 1947.

Además, los ingresos han sido planos durante el 1T18 aunque el crecimiento del PIB ha registrado una aceleración del 5% en términos nominales, poniendo así en entredicho la capacidad de incrementar los ingresos bajando los tipos impositivos. De hecho, los ingresos empresariales como porcentaje del PIB descendieron al 0,9% en el 1T18, lo que representa un mínimo histórico, ya que las empresas se están beneficiando probablemente de las principales disposiciones de la reforma, como la amnistía fiscal para la repatriación de capitales, la posibilidad de deducirse las inversiones de capital inmediatamente y la reducción de los tipos impositivos para las sociedades de transparencia fiscal. Dicho esto, los impuestos sobre la renta de las personas físicas se mantienen cercanos a su media reciente del 10%, pero con una tendencia a la baja en cuanto a porcentaje del PIB. Sin embargo, los aranceles aplicados están teniendo un efecto positivo neto sobre los ingresos, ya que los ingresos procedentes de la producción y de los derechos de importación han aumentado en 74.100 millones USD (tasa anual desestacionalizada) desde el primer trimestre de 2017. Dado que las empresas, los particulares y las multinacionales se están adaptando a la nueva política fiscal, existe una probabilidad no desdeñable de que la perspectiva de los ingresos siga tendiendo a la baja, lo que unido a un incremento del gasto, podría añadir presión a la sostenibilidad presupuestaria.

Acerca de los riesgos adicionales a la baja para la perspectiva, los aranceles comerciales amenazan con reducir la demanda agregada y contrarrestar el impulso que la reforma fiscal ha supuesto para la oferta al incrementar los costes de los factores de producción y la incertidumbre. En cambio, el aumento de las presiones por el lado de la oferta y la subida de los costes ha incrementado los riesgos potenciales de entrar en un régimen de inflación más elevada. Esto obligaría a la Fed a aumentar los tipos de interés a un ritmo más rápido, añadiendo así presión sobre la rentabilidad empresarial y forzando una corrección en el precio de los activos. La economía también podría empeorar si se intensifican las presiones sobre los mercados emergentes o si se debilita el crecimiento en las economías desarrolladas. Cualquiera que sea el desencadenante de la próxima desaceleración, la política fiscal se ha vuelto insostenible y probablemente contará con poco margen para responder adecuadamente mientras que la Fed no ha normalizado totalmente su política monetaria, lo que sugiere que su capacidad para reducir los tipos a fin de estimular la demanda es limitada. Además, la independencia de la Fed también se ha visto cuestionada después de que el Presidente, en contra de los precedentes recientes, criticara abiertamente la política actual de la Fed; cualquier impresión de lapso en la independencia de la Fed podría ser punitiva.

A pesar de estos riesgos, queda una pequeña probabilidad de que las condiciones continúen apuntando al alza. Las empresas, en particular las de pequeño y mediano tamaño, en su intento por comprender y desarrollar las estrategias fiscales en el marco de la legislación fiscal recientemente promulgada, podrían haber aplazado importantes decisiones de inversión. Ahora, tras haber tenido tiempo para modificar su estructura empresarial a fin de aprovechar los beneficios de convertirse en una empresa de transparencia fiscal, o como respuesta al aumento de la certidumbre, las empresas podrían embarcarse en una oleada de grandes proyectos de inversión de capital que impulsen aún más el crecimiento al alza. El aumento de la inversión de capital también podría coincidir con un aumento de las contrataciones, habida cuenta del carácter complementario de la mayor parte de los gastos en bienes de capital actuales. Si aumentara la capacidad productiva, los riesgos de recalentamiento asociados con los altos niveles actuales de utilización de recursos disminuirían. Por otro lado, los aranceles comerciales que incitan a sustituir las importaciones podrían beneficiar a sectores que operan muy por debajo de su capacidad y que tienen potencial para incrementar la producción rápidamente, impulsando con ello el crecimiento a corto plazo. Además, la recuperación largamente esperada del crecimiento de la productividad podría estar a la vuelta de la esquina, lo que también impulsaría los ingresos reales y el crecimiento del PIB.

4. Guerra comercial entre Estados Unidos y China: sin final a la vista

La guerra comercial es un síntoma de las frustraciones económicas crecientes

Durante su campaña y hasta su elección en 2016, el candidato Trump demostró su mentalidad de poner a América en primer lugar, criticando abiertamente las políticas comerciales que consideraba injustas para las empresas y los trabajadores estadounidenses. Desde su nombramiento, el presidente Trump ha retirado a Estados Unidos del Acuerdo Transpacífico de Cooperación Económica (TPP) y del Acuerdo de París sobre el Cambio Climático, ha creado la Oficina de Comercio y de Política Manufacturera, ha iniciado conversaciones para renegociar el TLCAN, ha iniciado diferentes procesos ante la OMC contra grandes socios comerciales y ha introducido aranceles sobre importaciones por un valor aproximado de 100.000 millones USD, de las cuales aproximadamente un 50% proceden de China. Sin embargo, teniendo en cuenta la tendencia del presidente Trump al aislacionismo estadounidense, su posición frente a China y los exportadores chinos siempre ha estado especialmente en el punto de mira. Por ello, parece que después de los últimos intercambios en una larga secuencia de vaivenes políticos entre Estados Unidos y China, ahora es mucho más probable que se desate una guerra comercial prolongada.

El cambio en la política comercial de Estados Unidos forma parte de una tendencia reciente de aislacionismo estadounidense, motivada por la creencia de que las debilidades del mercado laboral y las crecientes brechas socioeconómicas son en parte el resultado del aumento de la competencia extranjera, la globalización y los acuerdos de libre comercio que aportan menos de lo previsto. De todos modos, el conflicto es un síntoma de un cambio estructural más amplio y va mucho más allá de la simple retórica del presidente actual. De hecho, la reacción contra los acuerdos de libre comercio también se ha producido en otras grandes economías con un escepticismo creciente sobre el orden comercial liberal.

Antes de la crisis financiera, la posición de China como la economía con el crecimiento más rápido del mundo se atribuía principalmente a su dominio en el sector manufacturero y a su modelo comercial orientado a la exportación. Sin embargo, la crisis financiera mundial de 2008 llevó a China a acelerar el impulso del consumo interno, a convertirse en un hub tecnológico y a incrementar su presencia en las cadenas de valor y los flujos de capital mundiales. Esto obligó a las empresas estadounidenses a afianzar en gran medida sus posiciones en China, creando dos fuentes de conflicto. O bien las empresas estadounidenses no se beneficiaban tanto como se esperaba de las ventas en China o bien se les criticaba por no invertir lo suficiente en Estados Unidos.

Estas políticas eran percibidas por la Administración Trump como una amenaza para el dominio y el éxito de la economía estadounidense:

...el Gobierno chino aplica restricciones a la propiedad extranjera... para exigir o presionar a que se produzca una transferencia tecnológica de las empresas estadounidenses a las entidades chinas... el Gobierno chino utiliza sus licencias y procesos de autorización administrativa para forzar la transferencia tecnológica a cambio de las numerosas autorizaciones administrativas que se requieren para constituir y operar una empresa en China.¹

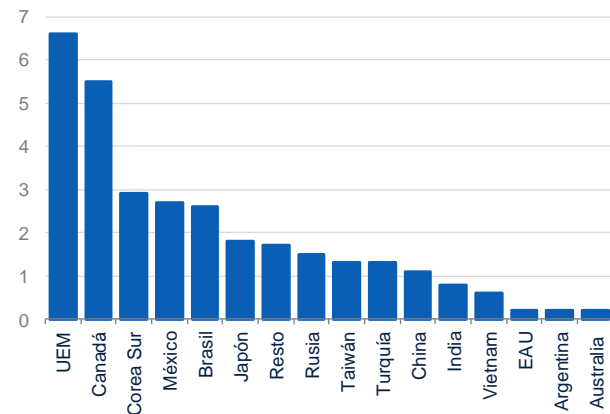
1: Estados Unidos. Oficina del Representante Comercial de Estados Unidos. Resultados de la investigación sobre las leyes, políticas y prácticas de China relacionadas con la transferencia de tecnología, la propiedad intelectual y la innovación al amparo del art. 301 de la Ley Comercial de 1974. 22 de marzo de 2018.

Cronología del conflicto

El 20 de julio de 2018 la guerra comercial entre Estados Unidos y China alcanzó su apogeo cuando el presidente Trump anunció que su Administración estaba preparada para imponer aranceles de represalia sobre las importaciones chinas por valor de 500.000 millones USD. Con ello probablemente se estaba refiriendo a la totalidad de las importaciones procedentes de China según las cifras de 2017. Sin embargo, la preocupación del presidente Trump frente a los exportadores chinos comenzó a manifestarse en abril de 2017 cuando la Administración inició una investigación contra los productos del acero y del aluminio chinos al amparo del art. 232 de la Ley de Expansión Comercial de 1962. Estas investigaciones tienen por objeto determinar los efectos de las importaciones sobre la seguridad nacional. Cuatro meses después, el presidente Trump ordenó al Representante de Comercio de Estados Unidos que iniciara una investigación sobre las prácticas de comercio desleal del Gobierno chino contra las empresas de alta tecnología estadounidenses en China. Esta investigación se inició al amparo del art. 301 de la Ley de Comercio de 1974, que permite al presidente tomar medidas contra las políticas comerciales que imponen una carga injusta sobre el comercio estadounidense.^{2,3}

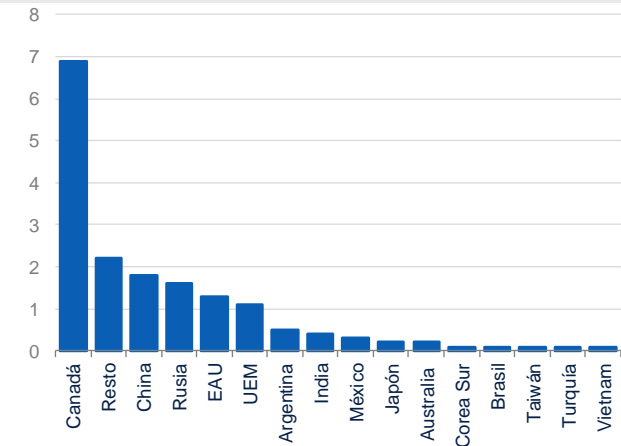
Las noticias relacionadas con la política comercial fueron bastante escasas hasta el 22 de enero de 2018 cuando la Administración Trump anunció aranceles de salvaguardia del 50 y del 30 por ciento sobre las lavadoras y los paneles solares, respectivamente. Estos aranceles se basaban en las recomendaciones que la Comisión de Comercio Internacional de Estados Unidos (USITC) había efectuado al presidente Trump a finales de octubre de 2017.

Gráfica 4.1 Importaciones de acero, Miles de millones USD



Fuente: BBVA Research y Peterson Institute

Gráfica 4.2 Importaciones de aluminio, Miles de millones USD



Fuente: BBVA Research y Peterson Institute

Posteriormente, el Departamento de Comercio concluyó su investigación al amparo del art. 232 a mediados de febrero y, sobre la base de sus conclusiones, el presidente Trump anunció aranceles del 25 y del 10 por ciento sobre las importaciones de acero y de aluminio, respectivamente. Dada la amenaza de aranceles de represalia, el presidente Trump posteriormente excluyó temporalmente a Canadá y México de los aranceles, así como a la Unión Europea, Australia, Argentina, Corea del Sur y Brasil hasta el 1 de mayo de 2018. El 22 de marzo, un día antes de la entrada en

2: Desde 1980, de las 14 investigaciones llevadas a cabo al amparo del art. 232, solo tres constataron alguna amenaza para la seguridad nacional. Todos estos casos se referían a productos derivados del petróleo.

3: La Administración anterior empleó el art. 301 ampliamente en casos relacionados principalmente con la propiedad intelectual, productos farmacéuticos y software. El uso del art. 301 se redujo tras el Acuerdo de la OMC sobre los Aspectos de los Derechos de la Propiedad Intelectual relacionados con el Comercio o ADPIC.

vigor de los aranceles aprobados conforme al art. 232, el Representante de Comercio de Estados Unidos publicó su informe formulando denuncias contra las prácticas de comercio desleal del Gobierno de China y solicitando al presidente Trump que anunciara aranceles sobre las importaciones chinas por un valor de 60.000 millones USD.

Este anuncio, sumado a las tensiones existentes, marcó el inicio de la guerra comercial entre Estados Unidos y China. De hecho, el 3 de abril, el anuncio por parte de China de aranceles de represalia (por un total de 2.400 millones USD para contrarrestar los aranceles estadounidenses sobre el acero y el aluminio) fue recibido por la Administración Trump publicando una lista de 1.333 productos a los que se aplicaría un arancel del 25 por ciento, por un total de aproximadamente 46.200 millones USD de importaciones. El Gobierno chino publicó su propia lista como respuesta a estas amenazas.

El estado de las negociaciones se mantuvo bastante incierto durante abril y mayo. Por su parte, las relaciones comerciales entre Estados Unidos y sus aliados empezaron a deteriorarse. El 1 de junio, la Administración Trump continuó con sus medidas previas y retiró todas las exenciones arancelarias previas. A comienzos de junio, la tensión con China parecía que empezaba a relajarse. Sin embargo, el conflicto volvió a agravarse cuando la Administración Trump publicó su lista definitiva de importaciones chinas sujetas a aranceles y valoradas en 46.300 millones USD, en respuesta a la cual China publicó su lista definitiva de aranceles, que entró en vigor el 6 de julio.

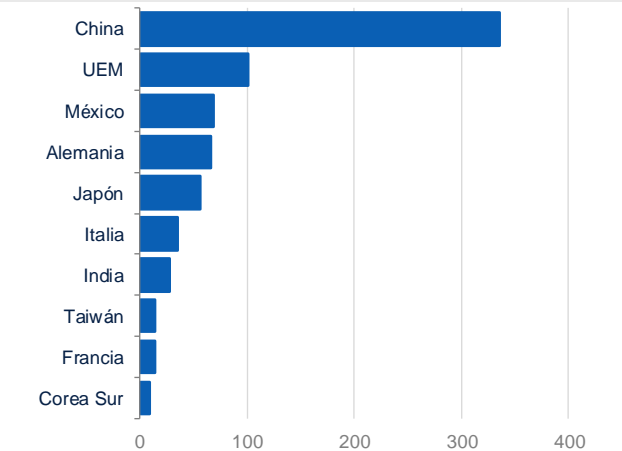
Costes económicos dispares de la guerra comercial

Por lo que se refiere a las perspectivas de alcanzar un acuerdo, la falta de una base común entre ambas partes lleva a pensar que las tensiones podrían durar indefinidamente. El Gobierno chino ha demostrado que no está totalmente dispuesto a eliminar las ventajas de que disfrutaban sus empresas nacionales. De igual modo, el Gobierno estadounidense ha mostrado poca predisposición a buscar soluciones menos extremas. A menos que se llegue a una solución rápidamente, las condiciones actuales sugieren que el impacto será considerable y generalizado. Sin embargo, algunos analistas políticos han manifestado que la Administración Trump no se comprometerá en un proceso de negociación serio hasta después de las elecciones de mitad de mandato, como una forma de demostrar a sus bases que puede ser duro con China, tal y como había prometido durante su campaña. Actualmente, el presidente Trump y el presidente chino Xi Jinping han previsto recíprocamente aranceles del 25% sobre determinados productos; sin embargo, se ha amenazado con imponer aranceles adicionales. Por ejemplo, el presidente Trump ha sugerido que está dispuesto a ampliar su lista de productos sujetos a aranceles hasta alcanzar los 100.000 millones USD.⁴

Realizar estimaciones del daño potencial de una guerra comercial resulta complejo, debido a la complejidad del comercio mundial. Las exportaciones chinas a Estados Unidos representan un 4,1% del PIB de China, frente al 0,6% para Estados Unidos. Sin embargo, el déficit comercial de Estados Unidos con China es un 30% inferior si se mide en términos de valor añadido y no en términos de exportaciones brutas, debido al alto contenido extranjero en las exportaciones chinas. Según un documento publicado conjuntamente por PIIE y el China Finance 40 Forum, los aranceles del 25% que inicialmente había propuesto el presidente Trump supondrían una reducción del PIB chino del 0,1% a corto plazo. Sin embargo, si fracasan las negociaciones, el PIB chino podría caer hasta un 0,8%. Estas sanciones afectarían principalmente a los fabricantes de productos mecánicos y tecnológicos. También afectaría a los fabricantes de productos textiles y a los productos agrícolas si los aranceles se ampliaran llegando a abarcar estos sectores.

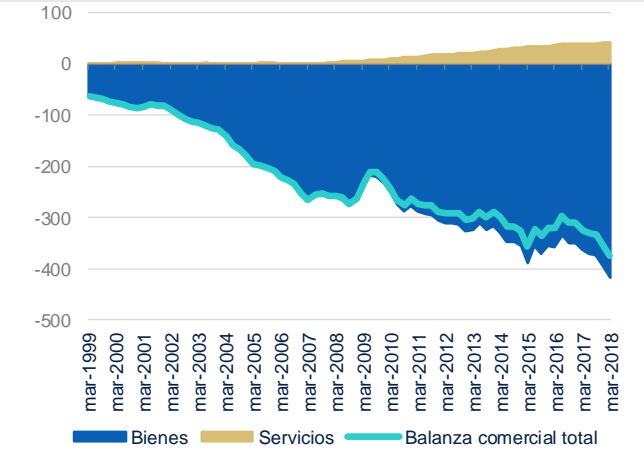
4: Ha, Jiming. "China-US Trade Conflict and Its Impact on the Two Economies," *US-China Economic Relations: From conflict to Solutions*. Junio de 2018

Gráfica 4.3 Déficit comercial EE.UU., Miles de millones USD



Fuente: BBVA Research y Censo

Gráfica 4.4 Déficit comercial Estados Unidos - China, Miles de millones USD



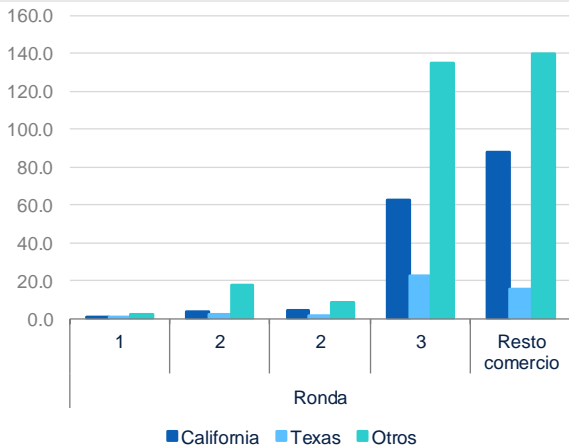
Fuente: BBVA Research y Censo

Para Estados Unidos, el impacto inicial sobre el crecimiento del PIB sería modesto en comparación con China. Con todo, Estados Unidos sufriría efectos residuales severos en caso de que aumentasen las tensiones. Debido al carácter específico y concreto de los aranceles de represalia, es probable que su impacto sea heterogéneo. Asimismo, el impacto sobre la confianza de los inversores mundiales y las tensiones geopolíticas subyacentes podría reducir la cartera y los flujos de inversiones hacia Estados Unidos; estos efectos podrían superar cualquier impacto directo sobre el crecimiento derivado del reequilibrio del déficit comercial bilateral.

El resultado más probable a corto plazo son mayores costes, menores márgenes de beneficio, ralentización de la contratación y aumento de los precios al consumo. Según nuestras estimaciones, el aumento medio de los aranceles efectivos podría incrementar la inflación subyacente en 20 p.b. en igualdad de condiciones. Cualquier aumento imprevisto de la inflación podría acelerar los planes de la Fed de aumentar los tipos de interés, llevando probablemente a un aumento más brusco y prolongado de los tipos de interés. El aumento relativo más rápido de los tipos de interés probablemente incrementaría la presión sobre el dólar, reduciría la competitividad de las exportaciones estadounidenses y probablemente ampliaría el déficit comercial - dejando sin efecto el intento de Trump de reducir el déficit comercial bilateral estadounidense mediante los aranceles a las importaciones.

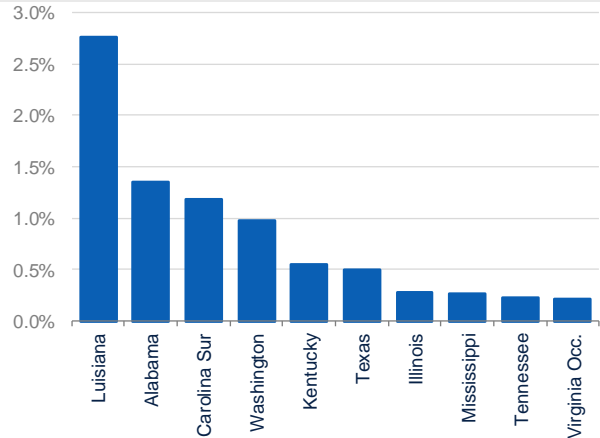
Además, las empresas manufactureras nacionales, con el fin de evitar los aranceles impuestos a las exportaciones estadounidenses, podrían trasladar parte de su producción fuera del país. Los precios más altos de los medios de producción en sectores que no se benefician de los aranceles también podrían ser amplios ya que estos sectores representan una cuota importante de la economía. Esto, por su parte, haría aumentar el desempleo, que actualmente se encuentra en su nivel más bajo de los últimos cincuenta años. Sin embargo, las empresas multinacionales con una fuerte exposición a los mercados extranjeros no se han visto afectadas negativamente hasta ahora por las tensiones comerciales.

Gráfica 4.5 Exposición de las importaciones a los aranceles estadounidenses Miles de millones USD



Fuente: BBVA Research y Censo

Gráfica 4.6 Exposición de las exportaciones a los aranceles chinos, Miles de millones USD



Fuente: BBVA Research y Censo

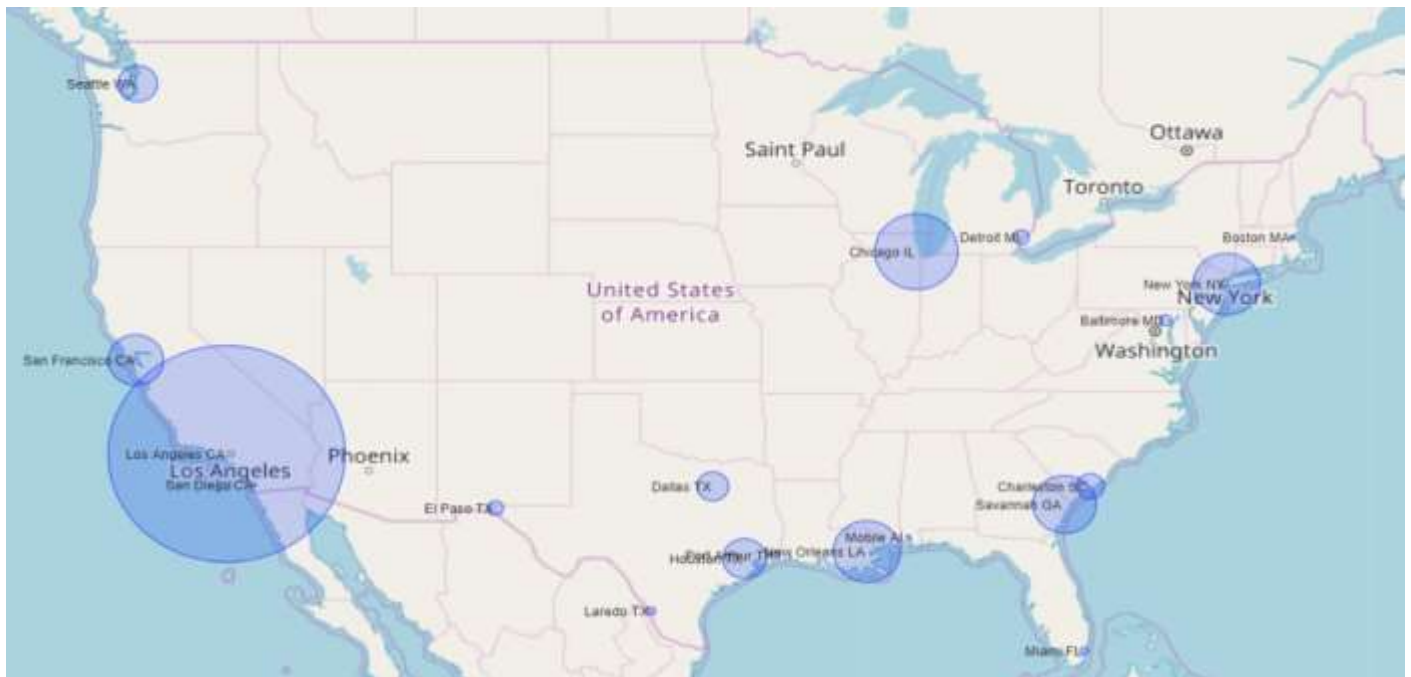
Dicho esto, los aranceles estadounidenses, que entraron en vigor el 6 de julio, afectan a la maquinaria y a los aparatos mecánicos, transporte, metales y productos químicos utilizados en la industria. Estos aranceles reflejan el descontento de la Administración Trump por el tratamiento injusto a las empresas de alta tecnología estadounidenses. Si bien estos aranceles sobre los bienes de consumo se traducirán en ciertos beneficios derivados de la disminución de los competidores extranjeros, es posible que conlleven un aumento de los precios y una caída de la demanda de estos productos, dependiendo de la facilidad con la que las empresas y los particulares puedan encontrar nuevos sustitutos nacionales o extranjeros.

Los agricultores y los fabricantes de automóviles estadounidenses fueron los primeros objetivos de los aranceles impuestos por China como respuesta. Los agricultores que se dedican al cultivo de soja dependen en gran medida de la demanda de los consumidores chinos. Tanto es así que el precio de los contratos futuros de soja en varias entregas se redujo a su nivel más bajo desde la recesión. Siguió otras materias primas no energéticas en previsión de nuevos aranceles o aranceles de respuesta de otros países. A los mercados financieros les ha ido mejor que a la mayor parte de las materias primas. Los índices DJIA, S&P 500 y NASDAQ han recuperado la mayor parte de sus pérdidas derivadas del anuncio de mediados de junio de Trump. Sin embargo, la mayor parte de los valores, especialmente aquellos con exposición internacional, han sido especialmente reactivos a los acontecimientos derivados de la guerra comercial. Además, la mayoría de los fabricantes de automóviles ha registrado una fuerte caída de los precios desde mediados de junio después de que Trump amenazase con imponer un arancel del 25 por ciento sobre todos los vehículos importados. A pesar de que los fuertes ingresos empresariales probablemente contrarresten algunos de los impactos derivados de la guerra comercial, si esta continúa es muy probable que los mercados tengan que hacer frente a una mayor volatilidad e incertidumbre.

Por lo que se refiere a los impactos regionales, los aranceles impuestos actualmente por ambos países y los que están previstos varían sustancialmente a nivel de estado. Por ejemplo, las importaciones de California y Texas ascienden a 1.100 millones USD y 26.000 millones USD, respectivamente, de los 200.000 millones USD de bienes actualmente sujetos a los aranceles estadounidenses sobre los productos chinos. A pesar de ser menor, el impacto sobre las exportaciones de California y Texas no será pequeño, ya que 4.300 millones USD y 8.500 millones USD, respectivamente, están sujetos a los aranceles de represalia de China. El carácter específico de los aranceles sugiere que los productores agrícolas y los sectores directamente relacionados con la industria química sentirán los efectos

con mayor intensidad, pero el impacto global sobre la economía será mínimo, por cuanto estas exportaciones representan tan solo el 0,2% y el 0,5%, respectivamente, de la economía. Por otro lado, medido como porcentaje del PIB, el 2,8%, el 1,3 % y el 1,2 % de las exportaciones de Luisiana, Alabama y Carolina del Sur respectivamente están sujetas a los aranceles chinos actuales.

Gráfica 4.7 Exposición comercial total por distrito a China, burbujas proporcionales basadas en la exposición comercial directa (miles de millones USD)



Fuente: BBVA Research / Oficina del Censo

Además de los efectos específicos sobre los estados, existe una probabilidad alta de que la ralentización de los flujos comerciales afecte negativamente a las ciudades con puertos grandes y económicamente importantes. Por ejemplo, productos por un valor aproximado del 15% o unos 77.000 millones USD que transitan por el distrito del puerto de Los Ángeles están sujetos a los aranceles impuestos por EE.UU. y China. Igualmente, el 16,9% de los productos del distrito Dallas-Ft Worth está sujeto a los aranceles actuales. Si bien estos datos pueden afectar negativamente al puerto y a los sectores que están estrechamente vinculados a la actividad portuaria, el importe de los productos sujetos a los aranceles es reducido en comparación con las dimensiones de la economía local. Houston también está expuesta a los aranceles desde una perspectiva de flujos con productos por un valor aproximado de 16.000 millones USD sujetos a los aranceles vigentes, pero se mantiene al margen de cualquier impacto considerable debido a que representan tan solo el 3,3% de su actividad económica anual. Si aumentan las tensiones con China y con otros de los principales socios comerciales asiáticos, puertos grandes con economías más pequeñas y menos diversificadas como Savannah (GA) podrían sufrir un impacto económico desproporcionado. A pesar de que la economía de Savannah representa 1/50 del tamaño de Los Ángeles, la magnitud de los flujos comerciales sujetos a los aranceles en relación con la economía es del 123%.

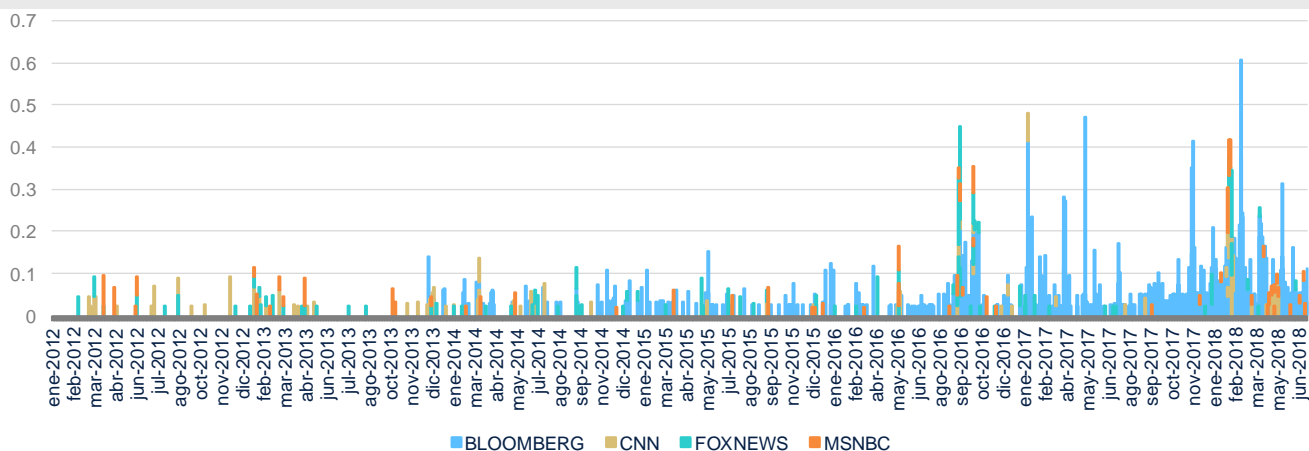
Conclusión

En este momento, el estado de las negociaciones entre EE.UU. y China es incierto, y existen pocos indicios de que el conflicto se resuelva rápidamente. La Administración Trump ha dejado claro que seguirá gravando las importaciones chinas hasta que se atiendan sus requerimientos, mientras que el Gobierno Chino parece indiferente a estas amenazas. Sin embargo, existe un consenso casi unánime en que la continuación en la imposición de aranceles como medio de represalia supondrá daños no indiferentes para ambas economías. Los efectos negativos de estos aranceles se dejarán notar en sectores específicos, en concreto, en la agricultura y la fabricación de maquinaria; sin embargo, en toda la economía aparecerán síntomas residuales en mayor o menor medida en forma de precios más elevados, pérdida de empleos y reducción del bienestar de las empresas y de los consumidores. En este momento, solo cabe esperar que ambas partes se pongan de acuerdo para encontrar una solución recíproca similar a la alcanzada entre EE.UU y la UE. Hasta entonces, los riesgos para la expansión económica seguirán acumulándose. Como alternativa, si la perturbación para el comercio mundial causada por la Administración Trump implica una transformación significativa de las instituciones mundiales y un comercio más libre, los costes a corto plazo de esta guerra comercial se verán ampliamente contrarrestados por los beneficios a largo plazo de la reducción de los aranceles y otras barreras comerciales. Dado que nos encontramos en las primeras fases de la guerra comercial, resulta difícil determinar el impacto que tendrán los aranceles sobre los flujos, si bien está claro que las regiones que más dependen del comercio exterior están expuestas a un conflicto comercial prolongado y costoso.

5. Señales de recalentamiento económico

Después de que a finales de 2016 se pusieran sobre la mesa políticas fiscales expansionistas como reducción de los impuestos y aumento del gasto público, los economistas han advertido repetidamente de que los estímulos fiscales durante un ciclo de expansión pueden contribuir a un recalentamiento económico que, por su parte, podría conllevar presiones sobre los precios y un aumento de los tipos de interés. No sorprende, como se puede ver en la gráfica 5.1, que la cobertura en los medios de la palabra "recalentamiento" haya aumentado significativamente desde 2017. Esta cobertura fue especialmente intensa en febrero de 2018, después de que el Congreso aprobará un acuerdo presupuestario y de gasto que incluía un aumento de los límites presupuestarios legales a 296.000 millones USD en dos años, y que preveía 89.000 millones USD de fondos adicionales para ayudas en situaciones de catástrofe.

Gráfica 5.1 Porcentaje de tiempo de transmisión de la palabra Recalentamiento (%)



Fuente: Internet Archive Television News Archive, GDELT y BBVA Research

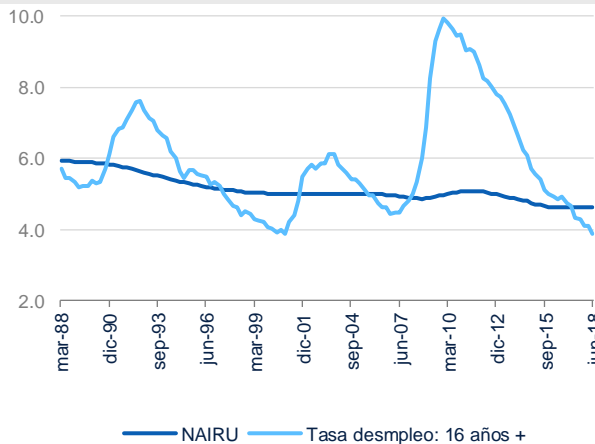
En un análisis anterior⁵, examinamos la desalineación potencial de las condiciones del mercado financiero y no encontramos apenas indicios de una burbuja crediticia para la deuda nacional. En este apartado, nos centramos en dos parámetros principales que podrían indicar un posible recalentamiento de la economía productiva: desempleo e inflación.

Mercado laboral

Desde el final de la Gran Recesión, el empleo ha crecido constantemente. En la gráfica 5.1 podemos ver que la economía estadounidense está viviendo el período más largo registrado hasta ahora de generación de empleo no agrícola. Además, teniendo en cuenta que la economía ha ganado más de 200.000 nuevos empleos en mayo y junio de este año, el mercado laboral no parece que esté perdiendo vigor y podríamos seguir registrando un aumento sólido del empleo durante algunos meses más.

5: <https://www.bbva.com/en/publicaciones/u-s-are-equity-prices-overvalued/>.

Gráfica 5.2 Tasa de desempleo vs. NAIRU (%)



Fuente: BEA, CBO, Haver y BBVA Research

Gráfica 5.1 Período más largo de generación de empleo no agrícola desde 1939

N.º	Meses	Inicio	Fin
1	93	Oct-2010	---
2	48	Jul-1986	Jun-1990
3	46	Sep-2003	Jun-2007
4	45		Mar-1979
5	33	Ago-1940	Abr-1943
5	33	Sep-1997	May -2000
5	33	Sep-1983	May -1986
8	29	Nov -1964	Mar-1967
9	25	Abr-1993	Abr-1995
10	24	Ago-1972	Jul-1974

Fuente: BLS, Haver y BBVA Research

Mientras que un mercado laboral fuerte indica la fuerza de la recuperación económica, el empleo por debajo del nivel de pleno empleo no es sostenible y puede indicar un recalentamiento de la economía productiva. En macroeconomía, el desempleo en una economía de pleno empleo solo es debido a fricciones en el mercado laboral, desfase de competencias, o es voluntario y, por tanto, no se puede reducir sin empujes cíclicos. La tasa de desempleo cuando la economía se encuentra en situación de pleno empleo se denomina "tasa natural de desempleo".

Por un lado, la estimación empírica de la tasa natural de desempleo es una tarea complicada ya que los economistas siguen estando muy lejos de comprender cuantitativamente los factores que impulsan la tasa natural.⁶ Por otro lado, el nivel extremadamente bajo de la tasa de desempleo⁷ parece sugerir que la economía ya ha alcanzado el pleno empleo. Como podemos observar en la gráfica 5.2, la tasa de desempleo actual sigue estando por debajo de la tasa natural de desempleo calculada por CBO. Por ello, incluso si consideramos que la Gran Recesión y los factores estructurales, como por ejemplo el cambio demográfico, han reducido la tasa natural de desempleo respecto a los períodos de expansión previos, parece que las condiciones actuales del mercado laboral se corresponden con un cierto nivel de recalentamiento económico.

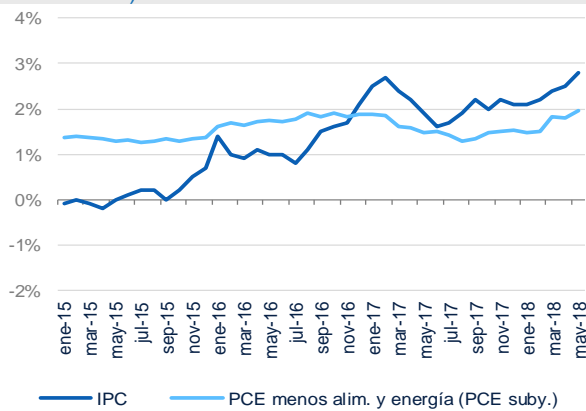
Inflación

Otro indicador importante del recalentamiento económico es el aumento de la inflación. Cuando la economía está creciendo por encima de su potencial y la oferta no puede cubrir la demanda, la presión sobre los precios provocará un aumento de la inflación. Sin embargo, en la gráfica 5.3 podemos ver que la inflación IPC interanual sigue estando por debajo del 3%. En otras palabras, los niveles de los precios no han mostrados señales serias de desfase en la capacidad productiva. Sin embargo, también podemos observar una tendencia al alza en la inflación IPC desde 2015. Si la inflación sigue repuntando al ritmo actual alcanzará tasas que generarán preocupaciones importantes para los responsables políticos y los negocios.

6: Blanchard, O., & Katz, L. F. (1997). What we know and do not know about the natural rate of unemployment. *Journal of Economic Perspectives*, 11(1), 51-72.
 7: La tasa de desempleo en mayo de 2018 fue del 3,8%. La última vez que la tasa de desempleo se situó por debajo de esta cifra fue en diciembre de 1969.

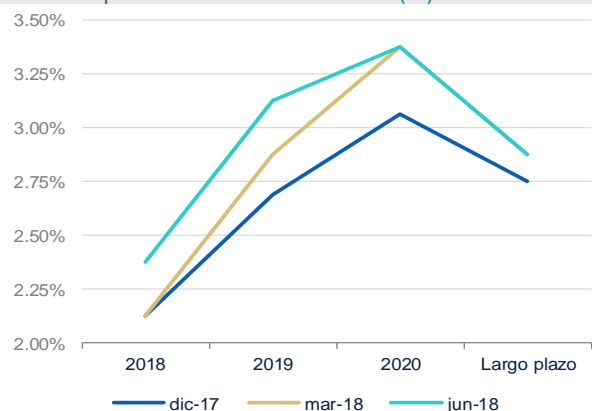
Cabe destacar que las fluctuaciones de los precios de la energía contribuyen de manera significativa al aumento de la inflación IPC. Por ello, tenemos en cuenta otro parámetro esencial, la inflación subyacente, en la que no se tienen en cuenta los alimentos ni los precios de la energía en el cálculo. En la gráfica 5.3 se puede apreciar que la inflación medida con el índice de precios de gasto en consumo personal subyacente (core PCE Index) es mucho más suave que la inflación medida con el IPC. Además, la inflación PCE subyacente acaba de alcanzar el objetivo FOMC del 2% en mayo de 2018 después de haberse situado por debajo de este objetivo durante seis años. En otras palabras, según el índice de precios de gasto en consumo personal subyacente, la inflación acaba de volver a lo que se podría considerar como la tasa de equilibrio a largo plazo. Sin embargo, de manera similar a la inflación IPC, la inflación PCE subyacente también muestra una tendencia al alza desde julio de 2017. Una vez que el valor supere el 2,5%, podría estar indicando un recalentamiento de la economía.

Gráfica 5.3 Inflación IPC e inflación PCE subyacente (% interanual)



Fuente: BLS, Haver y BBVA Research

Gráfica 5.4 Previsiones de los responsables políticos sobre los tipos de los fondos federales (%)



Fuente: FRB y BBVA Research

La principal respuesta de los bancos centrales para luchar contra la presión de los precios es aumentar el tipo de interés. Los tipos de interés más altos impulsan el ahorro y desincentivan la demanda de bienes de consumo, lo que permite rebajar la inflación de los precios. En la gráfica 5.4 trazamos las previsiones medias de los tipos de los fondos federales de los miembros con derecho de voto del FOMC en las tres últimas reuniones sobre la base de las "gráficas de puntos" publicadas por la Fed. Podemos observar que los responsables políticos son más duros desde diciembre de 2017, lo que confirma un aumento de las preocupaciones por la subida de la inflación en la Fed. Aunque la normalización de los tipos de interés es una parte esencial de la recuperación económica desde la Gran Recesión, la posición cada vez más dura de la Fed como respuesta al aumento de la inflación podría afectar negativamente a las inversiones si aumentan los tipos de interés por encima de su nivel neutral.

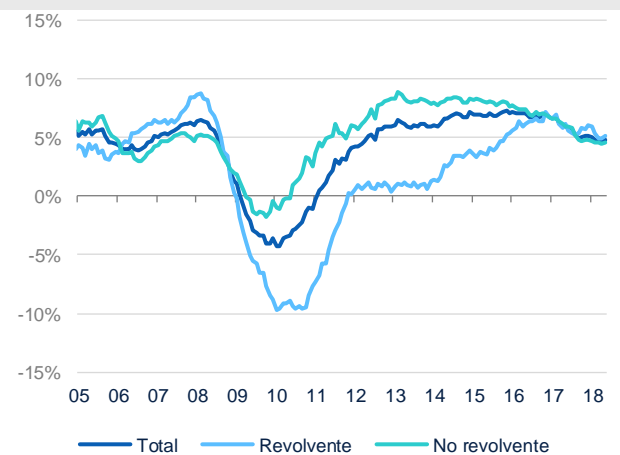
Conclusiones

Si bien aún es demasiado pronto para decir en qué medida es sostenible la expansión económica actual, los datos sobre el desempleo y la inflación sugieren que tendríamos que prestar más atención a las señales de recalentamiento. El empleo por encima del nivel de equilibrio se considera contraproducente e insostenible. Las políticas que aspiran a incrementar el empleo sin aumentar la producción potencial podrían tergiversar el mercado laboral y producir efectos indeseados en el futuro. Sin embargo, a pesar de que EE.UU. ha mantenido la estabilidad de los precios durante más de tres décadas y no es probable que la inflación aumente considerablemente, hay señales de que están aumentando algunas presiones sobre los precios. Si la inflación crece a un ritmo rápido, los esfuerzos de la Fed por normalizar la política monetaria y reducir las presiones potenciales sobre los precios podrían hacerse más agresivos.

6. Calidad y crecimiento de los créditos al consumo

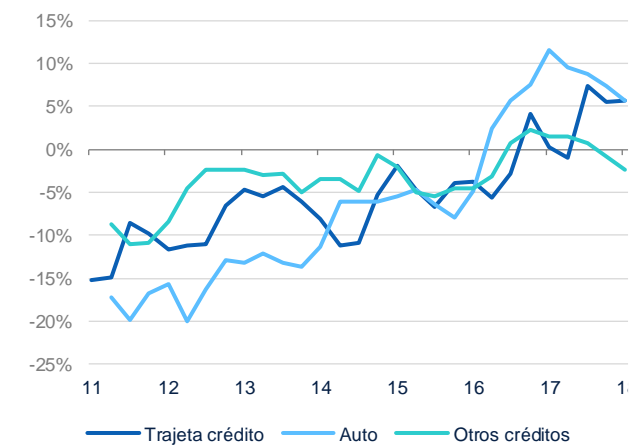
El aumento de los créditos al consumo se ha reducido de manera significativa desde finales de 2016. En mayo de 2018, los créditos al consumo pendientes de pago crecieron en un 4,8% interanual, frente a la media del 6,9% durante el período 2014-2016, a pesar incluso de la aceleración de la economía en términos nominales durante más de dos años. La reducción de los préstamos al consumo ha tenido lugar tanto en el segmento de los créditos rotatorios como en el de los no rotatorios, habiendo sido más gradual la desaceleración en el sector de los préstamos no rotatorios (gráfica 6.1). Las causas se encuentran en primer lugar en el endurecimiento de los requisitos de acceso al crédito (gráfica 6.2) que tuvo lugar cuando las tasas de morosidad comenzaron a crecer en 2015.

Gráfica 6.1 Crédito al consumo (% interanual)



Fuente: BBVA Research y Reserva Federal

Gráfica 6.2 Endurecimiento de los requisitos de acceso al crédito (% balance neto de encuestados, endurecido menos facilitado, 2TMA)

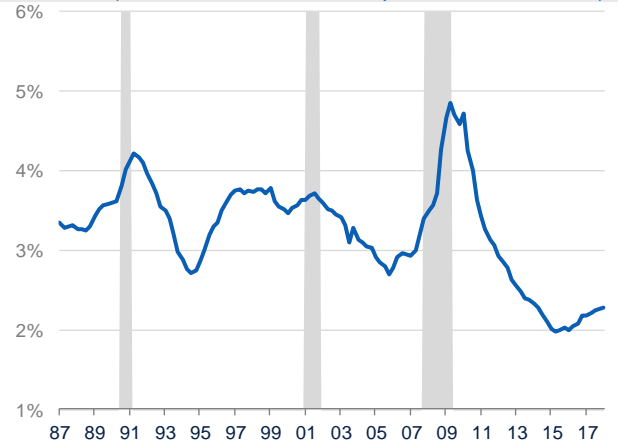


Fuente: BBVA Research y Reserva Federal

El incremento de la morosidad en los créditos al consumo se ha debido en parte a la desaceleración en las zonas del país expuestas al petróleo y al gas que tuvo lugar cuando los precios del petróleo se desplomaron en la segunda mitad de 2014. Sin embargo, el incremento también se corresponde con las tendencias cíclicas, ya que la morosidad tiende a tocar fondo en torno a la mitad de la expansión del ciclo económico (gráfica 6.3).

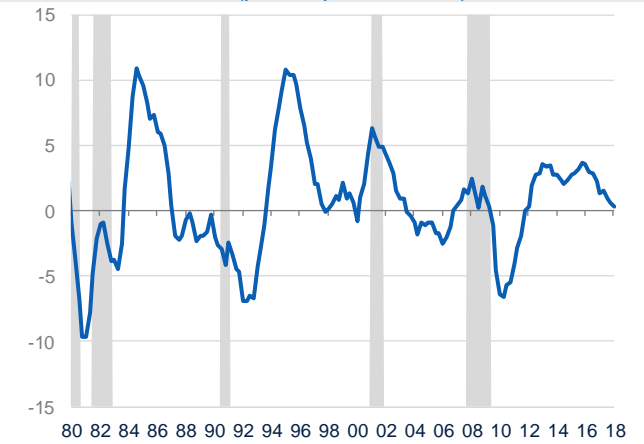
El crecimiento de los créditos al consumo a largo plazo sigue estando condicionado por el aumento del gasto nominal en consumo personal (PCE, por sus siglas en inglés) que a su vez está limitado por el crecimiento de los ingresos y el apalancamiento. El aumento de los créditos al consumo tiende a sobrepasar al crecimiento del PCE en la primera fase de cada expansión económica y a ser igual o situarse por debajo de este en la última fase (gráfica 6.4). Este fenómeno es acorde con la teoría microeconómica y las decisiones empresariales de las entidades de crédito. Este artículo explica los factores microeconómicos que influyen en estos patrones, analiza la fase actual del ciclo crediticio y ofrece una perspectiva a medio plazo sobre los préstamos al consumo.

Gráfica 6.3 Tasa de morosidad de los créditos al consumo (%; el área sombreada representa la recesión)



Fuente: BBVA Research y Reserva Federal

Gráfica 6.4 Crecimiento de los créditos al consumo menos crecimiento del PCE (puntos porcentuales)



Fuente: BBVA Research, BEA y Reserva Federal

Costes marginales, morosidad por cosechas y crecimiento de los créditos al consumo

La mejor forma de analizar el crecimiento de los créditos al consumo es desde una perspectiva microeconómica. Teóricamente, el aumento por parte de una entidad comercial de la cantidad de bienes y servicios está justificado siempre que el coste marginal por unidad sea más bajo que los ingresos marginales. Esta lógica también es aplicable a las empresas financieras. Considerando que no existen costes fijos y que los únicos costes que asumen las entidades de crédito son los costes de financiación y de pérdidas crediticias, la oferta de créditos aumentara siempre que las pérdidas crediticias anuales sean inferiores al diferencial entre los tipos de interés de crédito y de financiación. Una vez que los costes marginales se equiparan con los ingresos marginales, desaparece el incentivo para seguir aumentando los préstamos. Si aproximamos las pérdidas crediticias utilizando la tasa de morosidad⁸, el final de la expansión crediticia en nuestro ejemplo simplificado tendrá lugar cuando la morosidad anual alcance el diferencial del tipo de interés; medido en puntos porcentuales. Cuando esto ocurre, el crecimiento de los créditos se ralentiza o se sitúa por debajo de su tasa determinada sobre la base de los principales indicadores, que constituye el incremento del PCE. Debido a ello, un análisis de las tasas de morosidad por cosechas para cada una de las principales categorías de créditos – automóviles, tarjetas de crédito y préstamos personales – puede arrojar luz sobre las perspectivas de crecimiento a medio plazo, a pesar de que se trata de una aproximación que tiene algunas limitaciones.

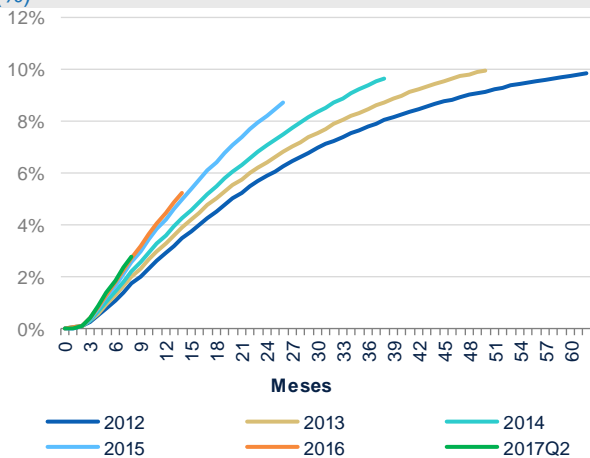
Préstamos para compra de vehículos

Los préstamos para la compra de vehículos fueron el primer tipo de préstamos al consumo cuyo crecimiento se recuperó después de la Gran Recesión, a parte de los préstamos a los estudiantes financiados predominantemente por el Estado. El crecimiento de los préstamos para la compra de vehículos se situó por encima del 8% interanual en 2015, ralentizándose gradualmente a partir de entonces. Un examen de las tasas de morosidad por cosechas (gráfica

⁸: La tasa de morosidad puede ser un indicador apropiado de las pérdidas crediticias ya que en el caso de los préstamos al consumo su media iguala la media de la tasa de cancelación en libros en el período 2001-2008.

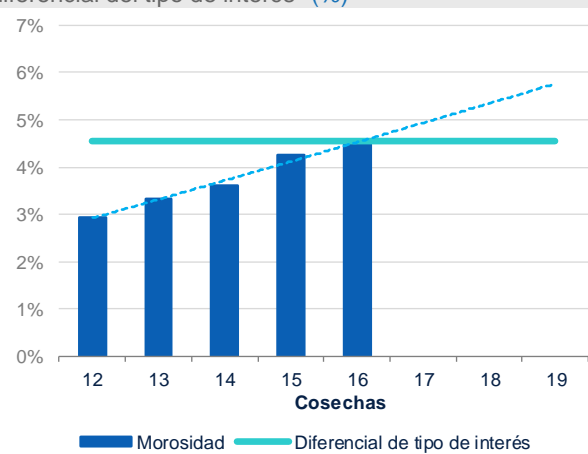
6.5) muestra el motivo. A medida que avanza el ciclo, las entidades crediticias amplían cada vez más los créditos, amplían la cartera de créditos a clientes con calificación crediticia baja, lo que implica un deterioro del perfil de riesgo por cosechas. La tasa de morosidad acumulada a 12 meses se acerca al diferencial del tipo de interés correspondiente en 2015 (gráfica 6.6). Cuando las entidades de crédito empiezan a sufrir pérdidas que superan sus márgenes en algunos segmentos de sus carteras, la señal de que la expansión crediticia ha alcanzado su límite se hace inequívoca. Este fue el momento crítico en el que las entidades de crédito decidieron endurecer los requisitos de acceso al crédito para los clientes con calificación crediticia baja. Después de casi dos años de restricción del crédito, los préstamos para la compra de vehículos crecieron con una tasa del 3,3% interanual en el 4T17 y en 1T18. Esta tasa de crecimiento se encuentra por debajo del aumento del gasto en consumo personal y prácticamente se corresponde con la tasa de crecimiento de los ingresos personales disponibles, y esto parece sostenible. Con un endurecimiento de los requisitos de acceso al crédito hasta un nivel en el que ya no se produce más deterioro de la calidad crediticia por cosechas, el crecimiento de los préstamos para la compra de vehículos se mantendrá aproximadamente en los niveles actuales en un entorno económico estable. En ausencia de crisis macroeconómicas, se espera que la morosidad siga creciendo, ya que los préstamos antiguos de alta calidad se habrán amortizado por completo y se deberán pagar los de cosechas más recientes. Dicho esto, el deterioro avanzará a un ritmo más lento debido al endurecimiento de los requisitos de acceso al crédito.

Gráfica 6.5 Préstamos para la compra de automóviles, tasa de morosidad por cosechas (%)



Fuente: BBVA Research y TransUnion (Revisión de perspectivas del sector para el 1T2018)

Gráfica 6.6 Préstamos para la compra de automóviles, tasa de morosidad por cosechas a 12 meses, tendencia y diferencial del tipo de interés⁹ (%)



Fuente: BBVA Research, TransUnion, Rate Watch, Reserva Federal y FDIC

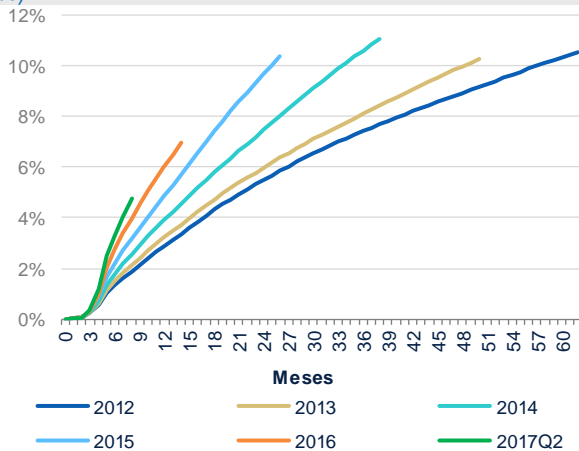
Tarjetas de crédito

El crecimiento de la emisión de tarjetas de crédito aumentó considerablemente más tarde en el ciclo en comparación con los préstamos para la compra de vehículos y ascendió a una tasa por encima del 7% a finales de 2016. Desde entonces, el crecimiento se ha ralentizado y se mantiene estable por encima del 5% interanual. Las tasas de morosidad acumulada por cosechas muestran un deterioro importante de la calidad crediticia (gráfica 6.7) que, sin

9: Diferencial del tipo de interés como media ponderada del tipo de interés para la financiación de la compra de vehículos nuevos y de ocasión aplicado por bancos comerciales y entidades de financiación menos el tipo de interés de un certificado de depósito a cinco años, media del período 2012-2017

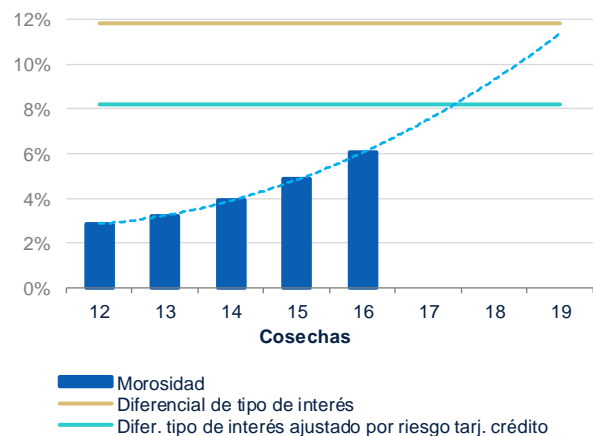
embargo, sigue siendo manejable por las entidades de crédito como demuestra el endurecimiento menos agresivo de los requisitos de concesión de créditos en comparación con los préstamos para la compra de automóviles. El motivo más probable es que sigue habiendo algo de margen para una expansión adicional (gráfica 6.8) debido a los diferenciales del tipo de interés altos. Probablemente, esto haga que el segmento de las tarjetas de crédito supere a corto y medio plazo a los créditos no rotativos. Dicho esto, el nivel de riesgo inherente al modelo de negocio de las tarjetas de crédito es alto ya que las tasas de morosidad de las tarjetas de crédito tienden a ser más altas y a aumentar más rápido en entornos adversos en comparación con otros tipos de préstamo al consumo (gráfica 6.9). Este es el motivo por el que los emisores de tarjetas de crédito necesitan márgenes mucho mayores para obtener rendimientos ajustados al riesgo equiparables (gráfica 6.10)¹⁰. Las entidades de crédito seguirán aplicando un alto nivel de precaución en adelante, especialmente si perciben que la expansión económica actual se acerca a su fin.

Gráfica 6.7 Tarjetas de crédito, tasa de morosidad por cosechas (%)



Fuente: BBVA Research y TransUnion (Revisión de perspectivas del sector para el 1T2018)

Gráfica 6.8 Tarjetas de crédito, tasa de morosidad por cosechas a 12 meses, tendencia y diferencial del tipo de interés¹¹ (%)

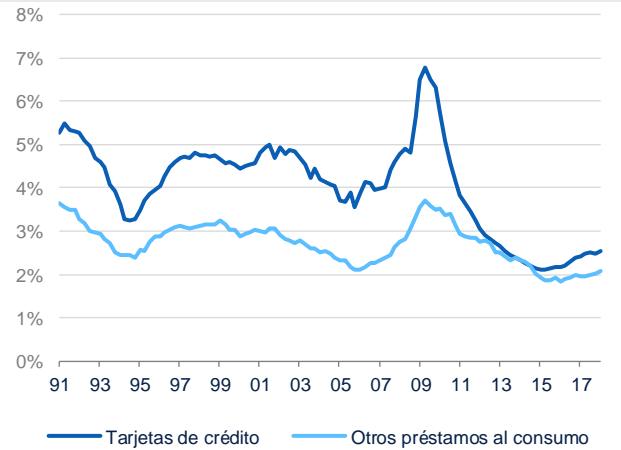


Fuente: BBVA Research, TransUnion, Reserva Federal y FDIC

10: El ratio de Sharpe se emplea como indicador de los rendimientos ajustados al riesgo. Representa el exceso de rendimiento obtenido de la tasa libre de riesgo por unidad de volatilidad medida como la desviación típica de los rendimientos.

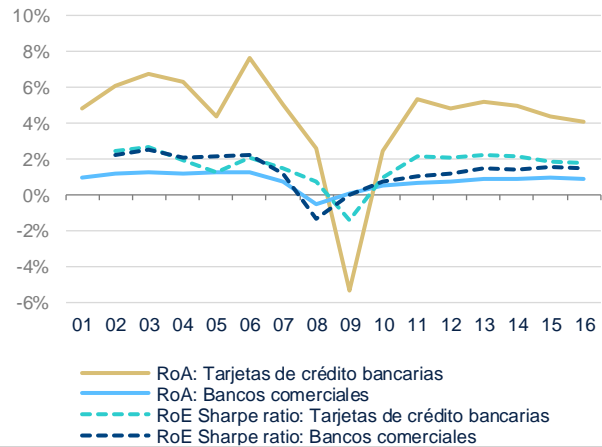
11: Diferencial del tipo de interés calculado como media de los tipos de interés de las tarjetas de crédito emitidas por los bancos comerciales para todas las cuentas menos el tipo de interés de los depósitos de certificados a dos años en el período 2012-2017. El ajuste para un riesgo mayor se realiza utilizando el diferencial medio en la rentabilidad sobre activos entre todos los bancos y los bancos emisores de tarjetas de crédito en el período 2001-2016 (cálculos basados en los datos de FDIC).

Gráfica 6.9 Tasas de morosidad, tarjetas de crédito frente a otros tipos de préstamos al consumo (%)



Fuente: BBVA Research y Reserva Federal

Gráfica 6.10 Indicadores de rentabilidad de los bancos emisores de tarjetas de crédito y de todos los bancos, ajustada al riesgo y sin ajustar (%)



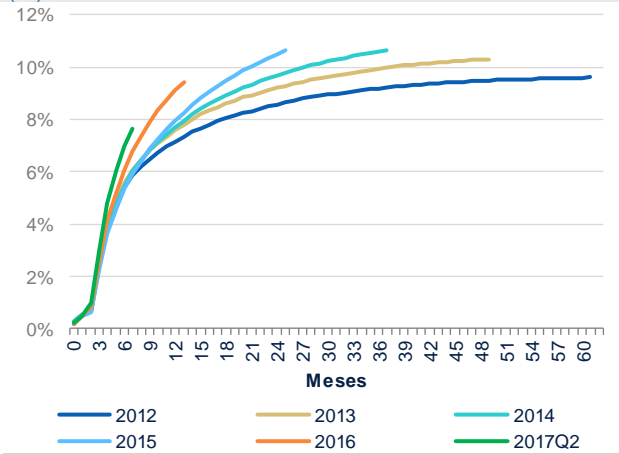
Fuente: Cálculos de BBVA Research basados en datos de FDIC

Préstamos personales

En el 1T18, los préstamos personales constituían un segmento relativamente pequeño de los préstamos al consumo: 120.000 millones USD frente a 1,183 billones USD de los préstamos para la compra de automóviles y 858.000 millones USD de las tarjetas de crédito, según TransUnion. Sin embargo, se han vuelto muy atractivos para las entidades de crédito tradicionales en los últimos años, especialmente después de que las empresas de tecnología financiera como Lending Club y Prosper las colocaran en primer plano a raíz de la crisis financiera. Para los consumidores, los préstamos personales son una alternativa más sencilla y manejable a las tarjetas de crédito asociadas a altos costes y los tipos de interés más bajos los convierten en herramientas muy útiles para la consolidación de la deuda por tarjetas de crédito y la refinanciación. Para las entidades de crédito, su transparencia los convierte en un candidato ideal para los canales de venta online que están desarrollando activamente. Todo ello hace que los préstamos personales hayan crecido a un ritmo rápido, con resultados en el 1T18 de hasta un 17,6% interanual.

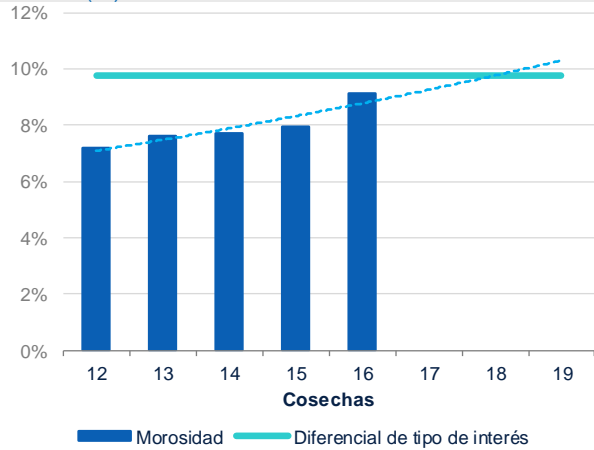
El perfil de riesgo de los préstamos personales muestra que la morosidad aumenta rápidamente después de la concesión del préstamo pero se estabiliza poco después y se puede mantener en niveles favorables con una suscripción prudente. La comparación de las tasas de morosidad acumulada a 12 meses y el diferencial del tipo de interés indica que en los préstamos personales hay margen para un crecimiento más rápido en comparación con los préstamos para la compra de vehículos, pero también que están alcanzando el nivel de saturación que llevaría a una ralentización del crecimiento. La reciente oleada de expansión de los créditos personales también añade una nota de incertidumbre sobre su rendimiento cuando cambie finalmente el ciclo crediticio. El hecho de que la mayoría se hayan empleado para consolidar la deuda por tarjetas de crédito significa que su morosidad se comporta más bien como la de las tarjetas de crédito y no como la morosidad de otros préstamos al consumo no rotatorios. Esto pone de manifiesto la necesidad de ser prudentes en la suscripción en el futuro.

Gráfica 6.11 Préstamos personales, tasa de morosidad por cosechas (%)



Fuente: BBVA Research y TransUnion (Revisión de perspectivas del sector para el 1T2018)

Gráfica 6.12 Préstamos personales, tasa de morosidad por cosechas a 12 meses, tendencia y diferencial del tipo de interés¹² (%)



Fuente: BBVA Research, TransUnion, Reserva Federal y FDIC

Conclusiones

El análisis de la morosidad de los créditos al consumo por cosechas sugiere que las elevadas tasas de crecimiento debidas a la expansión de la cartera crediticia ya han quedado atrás. Es probable que el crecimiento global se ajuste o se mantenga en torno a la tasa de crecimiento del gasto en consumo personal para el que se prevé una media del 4,6% en el período 2018-2020. Esperamos que los créditos al consumo pendientes de pago en todos los bancos comerciales crezcan una medida del 4,8% interanual en este período. Las tarjetas de crédito y los préstamos personales tienen más margen para una expansión más rápida que los préstamos para la compra de automóviles. La morosidad actualmente es baja en comparación con los valores históricos, pero nuestros modelos apuntan hacia un incremento constante en los próximos trimestres. Si bien las entidades de crédito teóricamente podrían conceder préstamos de una manera más agresiva incrementando los diferenciales del tipo de interés o aplicando comisiones más altas, no es probable que las principales empresas financieras sigan esta tendencia debido al riesgo reputacional y al riesgo normativo. Este es especialmente el caso en un momento en el que el pago de la deuda será más difícil para los consumidores debido al endurecimiento de las políticas monetarias y al consiguiente aumento de los tipos de interés generales.

12: Diferencial del tipo de interés calculado como media de los tipos de interés de los bancos comerciales para un préstamo personal a 24 meses menos el tipo de interés de los depósitos de certificados a dos años en el período 2012-2017.

7. Previsiones

Cuadro 7.1 Previsiones macro de Estados Unidos

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018 (p)	2019 (p)	2020 (p)	2021 (p)	2022 (p)
PIB real (% anualiz. y desestac.)	2,2	1,8	2,5	2,9	1,6	2,2	2,8	2,8	2,5	2,3	2,1
PIB real (contribución, pp)											
Consumo privado (PCE)	1,0	1,0	2,0	2,5	1,9	1,8	1,9	1,8	1,5	1,4	1,3
Inversión fija bruta	1,6	1,1	0,9	0,8	-0,2	0,8	0,7	0,8	1,0	1,0	0,8
No residencial	1,2	0,5	0,9	0,3	0,1	0,7	1,1	1,0	0,9	0,8	0,7
Residencial	0,3	0,3	0,1	0,3	0,2	0,1	0,0	0,1	0,2	0,1	0,1
Exportaciones	0,5	0,5	0,6	0,1	0,0	0,4	0,7	0,6	0,7	0,7	0,8
Importaciones	-0,5	-0,3	-0,9	-1,0	-0,3	-0,8	-0,7	-0,7	-0,8	-0,9	-0,9
Gobierno	-0,4	-0,5	-0,2	0,3	0,3	0,0	0,2	0,3	0,2	0,1	0,1
Tasa de desempleo (% , promedio)	8,1	7,4	6,2	5,3	4,9	4,4	3,9	3,7	4,0	4,3	4,3
Nómina no agrícola promedio (miles)	179	192	250	226	195	182	207	188	159	129	104
Precios al consumidor (% a/a)	2,1	1,5	1,6	0,1	1,3	2,1	2,6	2,7	2,6	2,4	2,3
Subyacente al consumidor (% a/a)	2,1	1,8	1,7	1,8	2,2	1,8	2,3	2,4	2,4	2,4	2,3
Balance fiscal (% PIB)	-6,8	-4,1	-2,8	-2,4	-3,2	-3,5	-3,9	-4,6	-4,5	-4,8	-5,3
Cuenta corriente (bdp, % PIB)	-2,6	-2,1	-2,1	-2,2	-2,3	-2,3	-2,5	-2,6	-2,7	-2,7	-2,8
Tasa objetivo Fed (% , fdp)	0,25	0,25	0,25	0,50	0,75	1,50	2,50	3,25	3,00	3,00	3,00
Índice precios viv. Core Logic (% a/a)	4,0	9,7	6,8	5,3	5,5	5,9	6,6	5,5	5,4	5,7	5,9
Valores tesoro 10 años (rend. % , fdp)	1,72	2,90	2,21	2,24	2,49	2,40	3,10	3,65	3,76	3,97	4,13
Precio del Brent (dpb, promedio)	111,7	108,7	99,0	52,4	43,6	54,3	72,3	70,3	64,9	60,9	60,0

(p): previsión

Fuente: BBVA Research

Cuadro 7.2 Crecimiento del PIB real por estados en EE.UU., %

	2013	2014	2015	2016	2017	2018 (p)	2019 (p)	2020 (p)	2021 (p)
Alabama	0,9	-0,3	1,2	1,1	1,2	2,1	2,2	1,9	1,7
Alaska	-4,4	-3,6	-1,6	-3,6	0,3	2,3	1,0	0,5	0,2
Arizona	0,5	1,8	2,1	2,0	3,2	3,1	2,2	1,9	1,9
Arkansas	2,9	1,3	0,4	1,0	1,1	1,0	1,2	0,9	0,5
California	2,5	4,2	4,6	3,0	3,0	3,6	3,9	3,2	3,2
Carolina del Norte	1,7	2,1	2,8	1,2	2,3	2,3	2,4	2,0	1,6
Carolina del Sur	2,0	3,0	3,2	2,2	2,3	2,5	2,8	2,5	2,2
Colorado	3,2	4,7	3,6	1,4	3,6	4,3	3,2	2,7	2,4
Connecticut	-1,4	-0,7	1,1	-0,3	-0,2	2,2	1,3	1,0	0,7
Dakota del Norte	2,4	6,9	-2,5	-4,9	1,0	4,1	4,1	4,5	4,1
Dakota del Sur	1,1	0,9	2,6	1,6	0,3	3,2	3,6	3,4	3,0
Delaware	-1,4	5,7	3,0	-1,0	1,6	2,9	3,5	3,2	2,7
Florida	2,1	2,8	4,2	2,6	2,2	2,6	3,5	3,5	3,1
Georgia	1,4	3,3	3,0	3,4	2,7	2,7	2,7	2,4	2,0
Hawaii	1,1	0,9	3,6	2,0	1,7	2,1	2,0	1,8	1,5
Idaho	2,9	2,4	2,6	3,5	2,7	3,5	3,0	2,4	1,9
Illinois	-0,3	2,0	1,2	0,9	1,2	2,4	2,2	1,9	1,6
Indiana	2,4	2,5	0,0	2,6	2,1	2,3	2,4	2,1	1,8
Iowa	0,5	4,0	3,8	2,1	0,5	0,9	2,5	2,4	2,1
Kansas	0,2	1,9	1,4	1,7	-0,1	1,6	1,4	1,4	1,1
Kentucky	0,9	0,5	0,5	1,1	1,8	1,4	0,9	1,2	1,0
Louisiana	-3,4	2,2	1,1	-0,4	-0,2	2,1	2,1	1,0	0,5
Maine	-0,6	1,8	0,6	2,0	1,4	2,5	1,6	1,3	1,0
Maryland	0,2	1,3	1,5	2,5	1,5	2,1	1,7	1,3	1,0
Massachusetts	-0,2	1,8	4,0	1,2	2,6	2,8	2,5	2,4	2,1
Michigan	1,4	1,5	2,6	1,9	2,3	2,7	1,9	1,7	1,4
Minnesota	2,1	2,8	0,8	2,7	1,9	1,7	2,5	1,9	1,5
Mississippi	0,6	-1,0	0,1	2,0	0,3	1,4	0,7	0,5	0,2
Missouri	1,6	0,3	0,9	0,2	1,1	1,4	1,1	0,8	0,4
Montana	0,7	2,8	2,9	0,7	0,6	1,4	2,4	2,1	1,7
Nebraska	2,5	3,7	2,5	1,9	0,6	2,4	2,2	2,1	1,9
Nevada	0,5	1,6	4,1	2,1	3,5	4,1	3,3	3,0	2,7
Nueva Hampshire	0,6	2,0	2,9	2,0	1,9	2,8	2,1	1,8	1,4
Nueva Jersey	1,4	0,2	1,3	0,6	0,9	1,8	1,2	0,9	0,6
Nueva York	-0,3	1,7	2,0	0,5	1,1	1,5	2,2	2,0	1,7
Nuevo Mexico	-1,0	2,7	1,6	-0,1	0,8	1,7	1,1	0,9	0,6
Ohio	1,0	3,3	1,0	0,8	1,9	3,2	2,3	1,7	1,5
Oklahoma	4,4	5,5	2,9	-3,8	0,5	2,1	2,8	2,7	2,3
Oregon	-2,0	1,0	4,8	3,8	2,5	3,4	3,1	3,0	2,6
Pennsylvania	1,6	2,0	2,6	0,9	1,8	2,2	1,9	1,7	1,4
Rhode Island	0,4	0,8	1,9	0,5	1,6	2,3	1,1	0,8	0,5
Tennessee	1,6	1,6	3,3	2,8	2,5	3,3	3,2	2,9	2,6
Texas	5,1	3,5	4,4	-0,4	2,6	4,6	4,5	4,1	3,7
Utah	2,5	3,6	4,2	3,3	3,1	3,6	2,9	2,5	2,3
Vermont	-0,2	0,5	0,7	1,5	1,1	1,6	1,7	1,3	1,0
Virginia	0,0	0,2	1,8	0,5	2,0	1,7	0,8	0,6	0,3
Virginia Occidental	0,5	0,4	0,2	-0,8	2,6	2,5	1,1	0,9	0,6
Washington	2,4	3,3	3,8	3,9	4,4	4,3	4,4	4,0	3,7
Wisconsin	1,3	1,5	1,9	1,9	1,7	2,8	2,2	2,1	1,8
Wyoming	1,0	0,2	1,2	-3,4	2,0	3,6	3,7	2,7	2,4

(p): prevision

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

Adrian Casillas
adrian.casillas@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

Colombia
Juana Téllez
juana.tellez@bbva.com

Perú
Francisco Grippa
fgrippa@bbva.com

Venezuela
Julio Pineda
juliocesar.pineda@bbva.com

DATOS DE CONTACTO:

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