

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. A white rectangular box is located at the bottom right of the page.

BBVA Research

Situación Estados Unidos

Cuarto trimestre 2018

Unidad Estados Unidos

Creando Oportunidades

Índice

1. Editorial	3
2. Perspectiva para Estados Unidos: el nerviosismo de los mercados aviva los temores a una recesión	5
3. La aparición del SOFR y sus implicaciones	12
4. El auge de Estados Unidos como superpotencia energética	17
5. Los riesgos de recesión en la región se reducen al mínimo, ya que se intensifican las condiciones favorables	24
6. Economía global: el crecimiento mundial se modera ligeramente y se intensifican los riesgos	31
7. Previsiones	34

Fecha de cierre: **31 octubre 2018**

1. Editorial

Los votantes estadounidenses acudirán a las urnas el 6 de noviembre en lo que se espera que sea una de las elecciones de mitad de mandato más polarizadas de la historia moderna, si no la más polarizada. La opinión más extendida sugiere que un gobierno dividido mantiene una mayor prudencia fiscal, mientras que la necesidad de negociar con la oposición se traduce en políticas más moderadas y una menor incertidumbre, lo que tiende a beneficiar a la inversión, el empleo y los precios de los activos. Sin embargo, los resultados económicos también pueden ser más sólidos cuando una de las partes posee el control total del gobierno y es capaz de aprobar reformas estructurales y leyes que favorezcan el crecimiento, evitando al mismo tiempo leyes ineficaces que solamente beneficien a grupos de interés.

En la práctica, las perspectivas económicas a corto plazo no deberían variar de manera sustancial, con independencia del partido que termine controlando el Congreso después de las elecciones de mitad de mandato. En primer lugar, resulta difícil desvincular los resultados económicos registrados durante los dos años posteriores a las elecciones de mitad de mandato de las políticas que se adoptaron durante los dos primeros años de gobierno o incluso durante la administración anterior. En segundo lugar, se debe tener en cuenta que los efectos de acontecimientos importantes, como la Gran Recesión, el proceso de reducción de la inflación de los años 90, el intenso desarrollo tecnológico, la globalización y los profundos cambios demográficos que se han producido en los últimos 10 años, se extienden mucho más allá de los ciclos políticos a corto plazo. Además, los datos disponibles son limitados. De los últimos 39 años en los que se han celebrado elecciones de mitad de mandato, solamente en cuatro un partido ha gobernado con el control total del gobierno.

Sin embargo, el impacto económico a largo plazo podría ser significativo si el extremismo y el populismo sustituyen a opciones relacionadas con políticas públicas sólidas y eficaces. Por ejemplo, el gasto federal en investigación y desarrollo, expresado como porcentaje de la inversión total, acumula más de 50 años de disminución constante. En 2017 alcanzó el porcentaje más bajo desde el año 1955. Mientras tanto, dentro de cinco años se destinarán 17 centavos de cada dólar de los ingresos fiscales a financiar la deuda federal, un 50% más que el promedio de los últimos 53 años.

Si tenemos en cuenta las preferencias actuales de los partidos, se pueden deducir diferentes escenarios. Si los republicanos mantienen el control de ambas cámaras, es poco probable que obtengan los 60 votos necesarios para superar los obstáculos del Senado. Sin embargo, a través del proceso de conciliación presupuestaria, que sólo requiere una mayoría simple, podrían tener otra oportunidad para derogar la Ley del Cuidado de Salud a Bajo Precio (*Affordable Care Act*) y aprobar una reforma tributaria adicional. Se prevé que muchas de las disposiciones de la Ley Tributaria (*Tax Act*) de 2017 se eliminen gradualmente o venzan en el período 2023-2026. Además, los republicanos podrían tratar de evitar la reducción prevista del 1,6% en el gasto discrecional en 2020. Esto podría llevarse a cabo aumentando el límite como lo hicieron para 2018 y 2019. Sin embargo, esto implicaría un nivel de déficit aún más elevado o requeriría volver a equilibrar el gasto mediante recortes en programas obligatorios. En cualquier caso, será necesario algún tipo de apoyo por parte de los demócratas para aprobar la legislación presupuestaria. Además, un Congreso liderado por los republicanos tratará de sacar adelante el proyecto del muro fronterizo y reducir las competencias reguladoras de determinados organismos, apoyando al mismo tiempo nuevas medidas de desregulación.

Si los demócratas logran el control de una o de ambas cámaras, podrían tratar de limitar el poder del presidente en materia de política comercial basándose en la seguridad nacional, bloquear reducciones adicionales de impuestos y restringir los recortes de los servicios sociales, el Medicare y la Seguridad Social. En este escenario, es probable que también se intensifiquen las luchas políticas en materia de inmigración y atención médica, pero que ninguna de las partes pueda ejercer la influencia necesaria. A pesar de las diferencias políticas, los demócratas podrían negociar con la administración Trump un paquete de medidas relacionadas con las infraestructuras. Sin embargo, el poder de veto del presidente supone que los demócratas no podrían lograr sus prioridades. Aun así, podrían limitar los nombramientos y promover comparecencias relacionadas con las investigaciones sobre Rusia, los escándalos de corrupción y otras cuestiones polémicas que rodean a la administración Trump.

A nivel regional, las elecciones decidirán los gobernadores de 36 estados y al menos la mitad de los senadores de 42 estados. En 34 estados, el gobernador electo ocupará el cargo durante la redistribución de distritos de 2020. Lo mismo ocurrirá con los senadores estatales: la mitad o más de ellos también ocuparán el cargo durante la próxima redistribución de distritos en 30 estados. Por lo tanto, las elecciones regionales tendrán una gran repercusión en el mapa electoral de la próxima década. Además, un control mayoritario a nivel local alentaría a los gobiernos estatales a adoptar agendas más ambiciosas. Un mayor número de miembros demócratas en el poder legislativo podría asimismo generar mayores desafíos legales y constitucionales.

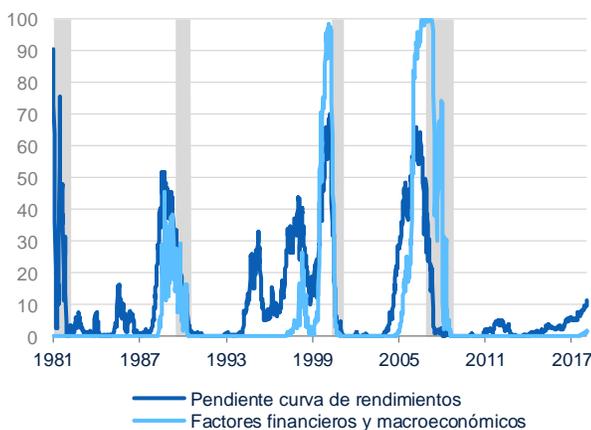
En resumen, las elecciones de mitad de mandato no constituyen un riesgo importante para las perspectivas económicas a corto plazo, pero las elecciones de 2018 podrían desafiar todas las expectativas y ser recordadas como las más importantes de toda una generación. En un entorno en el que se han producido grandes alteraciones en el mercado laboral, cambios demográficos y culturales, así como una creciente desigualdad, las políticas extremas que se han aplicado en los últimos años garantizan elevados niveles de polarización, políticas identitarias y frustración con las instituciones tradicionales. Si se mantienen estas tendencias, es probable que el deterioro del panorama político tenga consecuencias significativas sobre las opciones políticas y los resultados económicos en los próximos años. Por consiguiente, es más probable que aumente el bienestar a largo plazo de la gran mayoría de los estadounidenses si se produce un alejamiento de la vulgar guerra partidista hacia políticas más equilibradas y consensuadas.

2. Perspectiva para Estados Unidos: el nerviosismo de los mercados aviva los temores a una recesión

La volatilidad de los mercados, las elevadas valoraciones de las acciones, las presiones inflacionistas, la repercusión de la política monetaria agresiva y la duración de la actual expansión han aumentado los temores a una recesión en el tercer trimestre de 2018. Según los datos disponibles y sobre la base de nuestra opinión con respecto a los posibles desequilibrios de la economía estadounidense, aunque aumenta la probabilidad de recesión en los próximos doce meses, esta sigue siendo baja. De hecho, el consumo privado interno sigue siendo sólido, mientras que la inversión y el consumo públicos aumentarán en respuesta a los planes fiscales expansionistas. De hecho, seguimos augurando un crecimiento superior a la media en 2018 y 2019, aunque prevemos que las dificultades aumentarán en 2019, lo que a partir de ese momento empujará el crecimiento del PIB hacia niveles más cercanos a su potencial. Con un crecimiento por encima del potencial y ajustes continuos del mercado laboral, esperamos que la Reserva Federal continúe reduciendo el tamaño de su balance de situación y normalizando progresivamente los tipos de interés mientras las presiones inflacionistas sigan siendo moderadas.

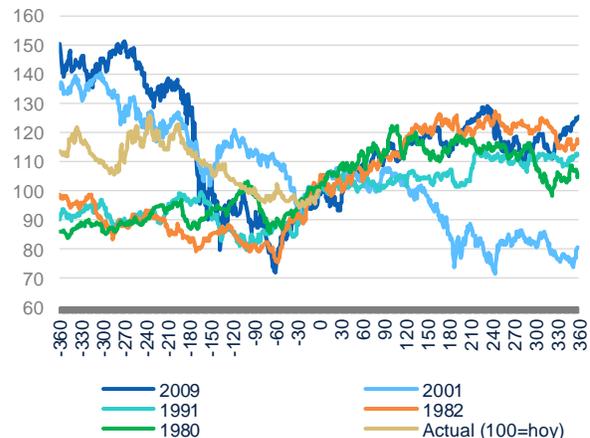
De hecho, el informe sobre el PIB del tercer trimestre mostró un incremento anualizado del 3,5% en la producción real: un ritmo superior al esperado, pero inferior al aumento del 4,2% del trimestre anterior. En términos interanuales, el crecimiento fue del 3%, la tasa más alta desde el segundo trimestre de 2015. El sólido crecimiento del consumo personal estuvo respaldado por las sólidas ganancias en el sector servicios (asistencia sanitaria) y de los bienes no duraderos (vehículos recreativos). Un importante cambio de tendencia en los inventarios añadió más de 2 puntos porcentuales al crecimiento trimestral, mientras que la inversión y el consumo públicos aumentaron un 3,3%, la tasa más elevada desde el primer trimestre de 2016. Sin embargo, la inversión no residencial registró su valor más bajo (0,8%) en siete trimestres, al tiempo que la inversión residencial descendió un 4%. Además, durante el trimestre, las exportaciones netas restaron 1,8 puntos porcentuales, revirtiendo la sólida contribución (1,2 puntos porcentuales) del período anterior.

Gráfica 2.1 Probabilidad de recesión en los próximos 12 meses, %



Fuente: BBVA Research

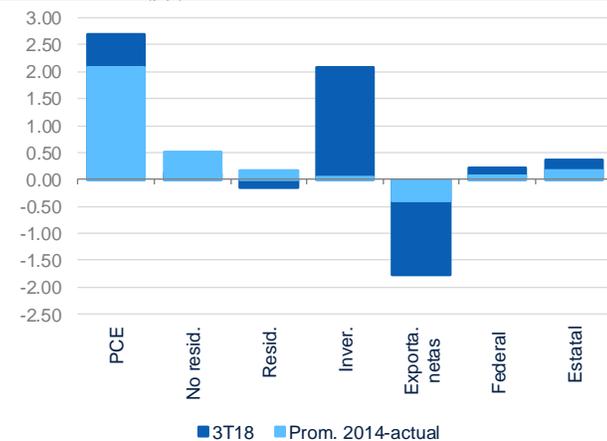
Gráfica 2.2 Ciclos del S&P y económicos, índice 100=fecha de recesión



Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

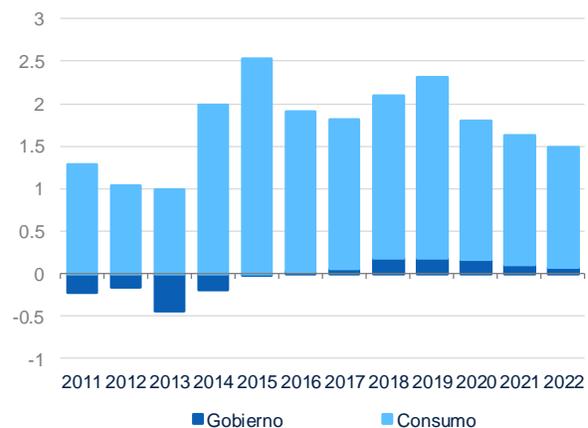
Estas tendencias confirman que los recortes del impuesto sobre la renta de las personas físicas y el aumento de los gastos fiscales están impulsando el crecimiento económico. No obstante, la inversión privada ha tardado en responder al estímulo fiscal. En lo que respecta al comercio, la apreciación del dólar, la reducción del ahorro interno y los aranceles están empezando a afectar a la balanza comercial. Si bien el gasto público seguirá contribuyendo al crecimiento del PIB real, si no se produce un sorpresivo aumento de la inversión privada es probable que la producción total siga desacelerándose, ya que desaparece el impulso inicial derivado de la reducción de impuestos sobre el gasto personal y prosigue el ajuste de los flujos de comercio exterior. Como resultado, existe una alta probabilidad de que el crecimiento sea ligeramente superior a nuestra previsión de referencia del 2,8% interanual en 2018, aunque preveemos que en 2019 las condiciones estarán en consonancia con nuestra previsión no revisada del 2,8%.

Gráfica 2.3 Crecimiento anualizado trimestral del PIB, contribución (pp)



Fuente: BBVA Research, BEA y Haver Analytics

Gráfica 2.4 Consumo público y privado, contribución (pp)



Fuente: BBVA Research, BEA y Haver Analytics

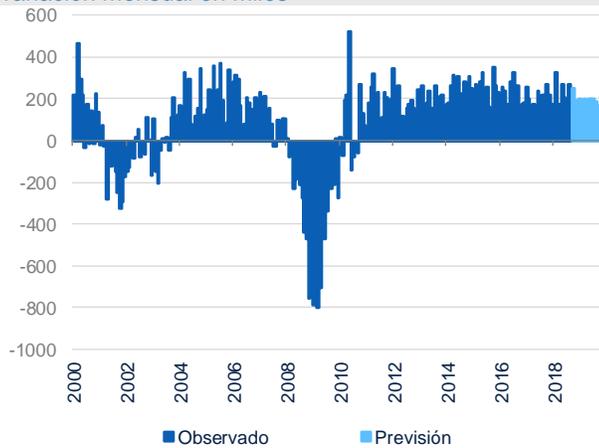
En cuanto al mercado laboral, Estados Unidos incorporó 205 000 empleos al mes durante el tercer trimestre de 2018, una tasa ligeramente inferior a las cifras revisadas del segundo trimestre de 2018. En lo que respecta a las tendencias de la industria, el trimestre mostró sólidas ganancias en servicios profesionales y empresariales (50 000 al mes), construcción (20 000 al mes), fabricación (18 000 al mes) y hostelería y ocio (17 000 al mes). El sólido crecimiento del empleo y el impacto de los grandes huracanes en el sureste situaron la tasa de desempleo en el 3,7%, la tasa más baja de los últimos 50 años.

A pesar de que se redujo la tasa de desempleo, las variables más generales que se utilizan para medir la fortaleza del mercado laboral, como la relación empleo/población y la tasa de infrautilización de la mano de obra (U-6), se deterioraron durante el trimestre, mientras que la tasa de participación se mantuvo estable. Por otra parte, la participación del grupo de mediana edad ha seguido una tendencia al alza. De cara al futuro, seguimos previendo que se producirá un mayor ajuste del mercado laboral, con tasas mensuales de creación de empleo que se mantendrán en torno a los 200 000 puestos de trabajo al mes. Preveemos que la tasa de desempleo se mantendrá estable durante el resto del año, ya que el ruido generado por los huracanes distorsiona los datos.

A pesar del endurecimiento de las condiciones del mercado laboral, las presiones inflacionistas disminuyeron ligeramente en el tercer trimestre de 2018. En términos interanuales, tanto el IPC subyacente como el general

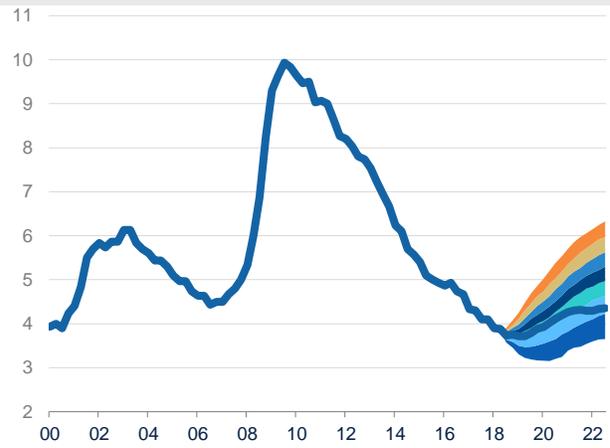
perdieron cierto impulso y las tasas se estabilizaron en el 2,2% y 2,6%, respectivamente. Si bien los precios de la vivienda siguen una tendencia muy superior al 2%, los sectores que habían contribuido en gran medida al aumento de la inflación, como los servicios médicos y los productos básicos y los precios de la energía, experimentaron un ligero retroceso. Con respecto al consumo privado, los datos del trimestre coincidieron con nuestra previsión de que la inflación se mantendría cerca del objetivo del 2% fijado por la Reserva Federal. Además, los comunicados ligeramente agresivos de la Reserva Federal han logrado mantener ancladas las expectativas con respecto a la inflación. Al igual que en el último trimestre, a pesar de los signos de aumento de los déficit fiscales y de la extrema rigidez de los mercados laborales, la probabilidad de entrar en un régimen de inflación elevada era del 0,8%, es decir, insignificante. Como resultado, mantenemos nuestra previsión de inflación subyacente del consumo privado en el 1,9% en 2019 y el 2,1% en 2020.

Gráfica 2.5 Empleo asalariado no agrícola, variación mensual en miles



Fuente: BBVA Research, BLS y Haver Analytics

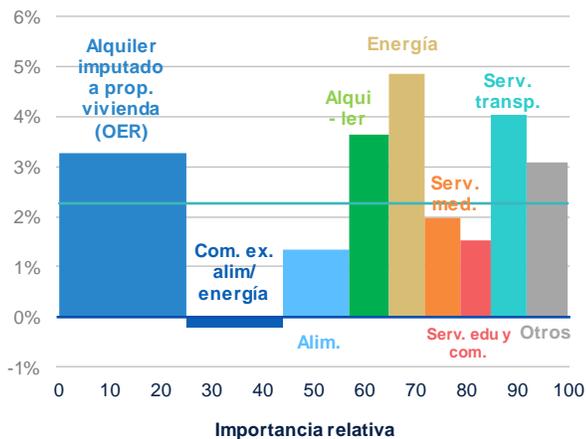
Gráfica 2.6 Tasa de desempleo, %



Fuente: BBVA Research, BLS y Haver Analytics

La caída de los precios de las acciones, el aumento de los tipos de interés y la apreciación del dólar estadounidense han provocado un ligero endurecimiento de las condiciones financieras. La incertidumbre política asociada a las elecciones de mitad de mandato y a las actuales tensiones con China puede seguir agravando las tensiones financieras. Por otro lado, la disposición de los bancos a prestar dinero ha aumentado, excluyendo las tarjetas de crédito, según la encuesta Senior Loan Officer, aunque las condiciones de los solicitantes siguen siendo desiguales. Además, aunque el diferencial entre la rentabilidad empresarial y los tipos de referencia se ha reducido ligeramente, no parece existir ningún riesgo inmediato de que se produzca un aumento significativo de los diferenciales.

Gráfica 2.7 Inflación del IPC, variación en 12 meses



Fuente: BBVA Research, BLS y Haver Analytics

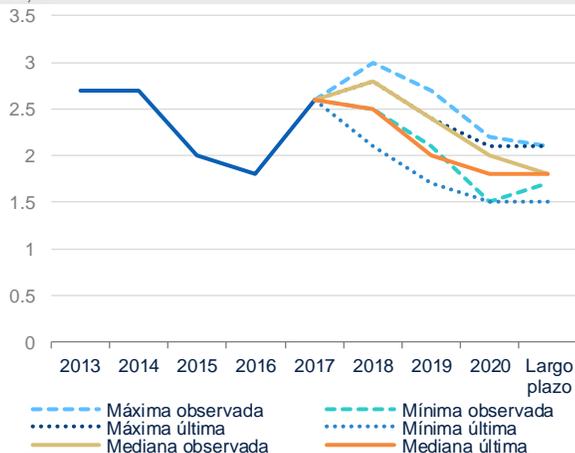
Gráfica 2.8 Expectativas de inflación, %



Fuente: BBVA Research, BLS y Haver Analytics

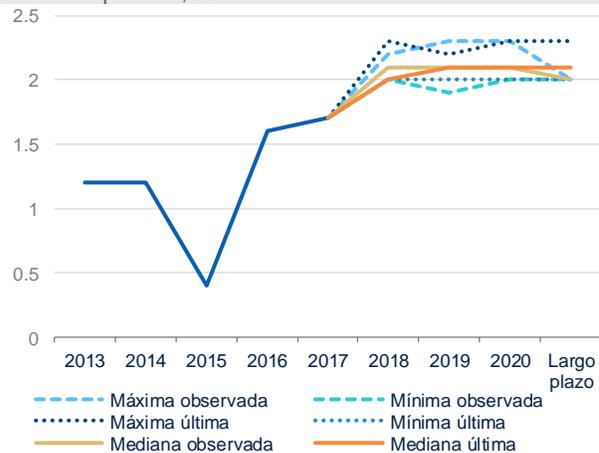
Sin embargo, una política monetaria menos acomodaticia seguirá endureciendo las condiciones financieras, especialmente si se tiene en cuenta la agresiva tendencia de algunos miembros del Comité Federal del Mercado Abierto (FOMC). De hecho, el comunicado posterior a la reunión del presidente Powell y del presidente de la Reserva Federal de Nueva York, John C. Williams, se inclinó hacia una línea más dura, minimizando de forma retórica la importancia de la neutralidad y reajustando en su lugar la estrategia en favor de una postura con mayor sustento empírico. Sin embargo, esta dependencia supondrá un cambio de estrategia, ya que el ajuste se inclinará hacia la contención de las posibles presiones inflacionistas al alza, en lugar de defenderse frente a la deflación y la atonía del mercado laboral. En otras palabras, la corrección de los precios de los activos y de los mercados financieros es el resultado esperado y deseable de la normalización de las políticas y, hasta ahora, la magnitud de este ajuste parece estar dentro de los límites que la Reserva Federal considera aceptables.

Gráfica 2.9 Resumen de las proyecciones económicas - PIB, %*



Fuente: BBVA Research y FRB
*Actual = septiembre de 2018, último = junio de 2018

Gráfica 2.10 Resumen de las proyecciones económicas - Consumo privado, %*



Fuente: BBVA Research y FRB
*Actual = septiembre de 2018, último = junio de 2018

Además, las previsiones del FOMC sobre el PIB y la inflación son extremadamente optimistas, ya que ambas tienden hacia los límites superiores del Resumen de las previsiones económicas (SEP, por sus siglas en inglés) de principios de año. Además, la mayoría de los miembros del comité están convencidos de que, al menos a corto plazo, los estímulos fiscales y el gasto público respaldarán un crecimiento más sólido este año y el próximo. Este cambio en las previsiones del comité implica una perspectiva económica para 2018 y 2019 que coincide en gran medida con la nuestra y que supone un crecimiento de alrededor del 2,8% y una inflación ligeramente por encima del objetivo del 2%. En este contexto, seguimos creyendo que la Reserva Federal elevará los tipos de nuevo en diciembre y otras tres veces en 2019, un escenario para el que los mercados están comenzando a prepararse. Sin embargo, la volatilidad del mercado y el reducido valor del deflactor del consumo privado han reducido las expectativas del mercado de que se produzcan tres aumentos de tipos o más en 2019, que en estos momentos se sitúan ligeramente por encima del 30%.

Después de un período de disminución considerable de la pendiente de la curva de rendimiento, se ha producido cierta reducción en el diferencial entre los bonos del Tesoro de Estados Unidos a 10 años y a 6 meses, el indicador que mejor predice las recesiones. Dicha reducción estuvo asociada, en gran medida, con un aumento de la prima a plazo que parece estar relacionado con una reversión de las operaciones de *carry-trade* a nivel mundial, un cambio en las expectativas del mercado respecto a los futuros incrementos de los tipos de interés de los fondos de la Reserva Federal y el fortalecimiento de las perspectivas de crecimiento a nivel nacional. Este ajuste es coherente con nuestro escenario de referencia, que asume cierta reducción (pero no inversión) de la curva de rendimiento.

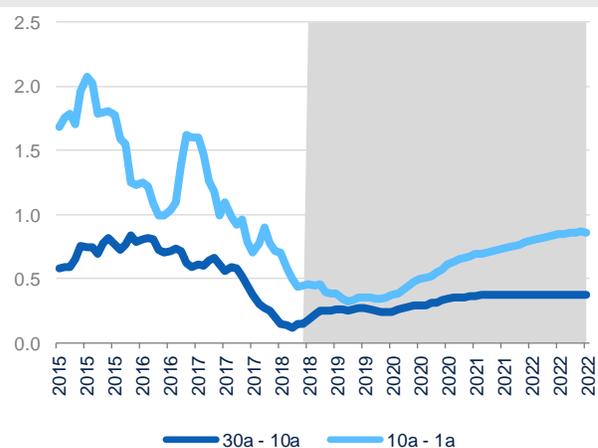
En el futuro, la incertidumbre asociada a la intensificación de la guerra comercial, los riesgos geopolíticos en Europa y las tensiones financieras en las grandes economías de los mercado emergentes sigue representando un riesgo de corrección para la rentabilidad a largo plazo. Ahora bien, el desajuste entre la oferta y la demanda de bonos del Tesoro podría crecer a medida que la Reserva Federal entre en la fase final de normalización del balance, ejerciendo mayor presión sobre la prima a plazo. Seguimos considerando que los riesgos para la rentabilidad a largo plazo están equilibrados y, como resultado de ello, nuestra previsión para los bonos del Tesoro de Estados Unidos a 10 años se mantiene en el 3,6% para finales de 2018 y en el 3,8% para finales de 2019.

Gráfica 2.11 Rentabilidad de los bonos del Tesoro a 10 años, %



Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

Gráfica 2.12 Pendiente de la curva de rendimiento, p.p.



Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

En cuanto al equilibrio del riesgo, las condiciones parecen apuntar a la baja, dado que el impulso de la expansión fiscal comenzará a disminuir. Además, la inversión en equipos y estructuras ha sido moderada a pesar de los cambios en el impuesto de sociedades que supuestamente iban a aumentar la inversión, especialmente a corto plazo. Sin el impulso adicional de una mayor inversión privada, el aumento de la productividad y de los salarios reales, las consecuencias para las perspectivas fiscales de Estados Unidos son nefastas. Actualmente se prevé que el déficit anual alcance los 1,5 billones de dólares para 2028 y, como resultado, la deuda pública se elevará hasta el 96,2% del PIB. Si bien los riesgos inmediatos son reducidos, dada la presencia generalizada e importancia del dólar, cualquier déficit en los ingresos o falta de contención de los gastos podría poner en riesgo la sostenibilidad presupuestaria de EE. UU. a largo plazo. Asimismo, una reducción imprevista en la demanda externa de bonos del gobierno de Estados Unidos también afectaría de forma significativa a los tipos de interés y la confianza.

Si bien las perspectivas a medio plazo se han enturbiado por el aumento de la incertidumbre política y geopolítica, el progreso de Estados Unidos, Canadá y México en el frente comercial debería aliviar levemente las tensiones. Por otro lado, las tensiones entre Estados Unidos y China se han intensificado, y la amenaza de una guerra comercial a gran escala parece inminente en este momento si se tienen en cuenta los comunicados de la Casa Blanca. Además, el aumento constante de los tipos de interés ha avivado los temores en algunos mercados emergentes con fundamentos más débiles y ha provocado cierto contagio y reajuste de la cartera a nivel nacional, lo que ha provocado la ira del Presidente Trump.

Pese a que Estados Unidos experimentó una importante reducción de la balanza comercial en el segundo trimestre de 2018, los datos del tercer trimestre sugieren que fue una tendencia efímera, con unas exportaciones netas inferiores en 1,5 puntos porcentuales al crecimiento anualizado trimestral. El cambio de tendencia, aunque dramático, es coherente con la política macroeconómica y la guerra comercial, y debería empeorar las condiciones comerciales a corto plazo. De hecho, nuestro escenario de referencia asume un aumento moderado del déficit. Sin embargo, un mayor descenso del ahorro interno y un aumento igualmente importante de la inversión interna podrían deteriorar aún más las condiciones comerciales. En un entorno político favorable al mercantilismo moderno y a los déficits comerciales politizados, existe el riesgo de que un mayor deterioro de la balanza por cuenta corriente dé lugar a políticas comerciales más insulares y hostiles que aceleren el círculo vicioso del proteccionismo y el nativismo.

La amenaza de recesión podría tensar aún más las perspectivas fiscales, pero a partir de la semana del 15 de octubre nuestro modelo de probabilidad de recesión muestra un riesgo de recesión para los próximos 12 meses inferior al 1%. Una vez incluida la relación entre los precios de las acciones y los beneficios ajustados en función del ciclo, la probabilidad aumenta ligeramente hasta el 1,5%. Si se utiliza únicamente el diferencial entre los bonos del Tesoro a 10 años y a 6 meses, ajustado por la prima a plazo comprimida, se obtiene una probabilidad del 11,4%. A pesar de que las condiciones financieras son, en general, flexibles, es posible que se produzca una fuerte corrección en los diferenciales de las acciones y los títulos corporativos. Por otra parte, los fundamentos económicos de los hogares y las entidades financieras continúan siendo sólidos. Pese al aumento que están registrando los riesgos de caída para los negocios no financieros y el mercado inmobiliario en medio de unos elevados coeficientes de endeudamiento y tipos de interés al alza, las condiciones siguen situándose por debajo de los umbrales anteriores.

Además, los cambios estructurales que ha sufrido la economía en los últimos treinta años podrían propiciar ciclos económicos más largos y menos volátiles, sobre todo gracias al aumento de la inversión en propiedad intelectual. Tradicionalmente, la Reserva Federal ejerce su mayor influencia en el ciclo económico a través del coste del capital para los usuarios y los tipos de interés. Sin embargo, los activos inmateriales, el *software* y la investigación y desarrollo son mucho menos sensibles a las variaciones de los tipos de interés, dado que sus tasas de depreciación son superiores a la media. Asimismo, los préstamos que no se basan en activos tienen mercados sin liquidez o

limitados, por lo que representan un segmento que experimenta mayores dificultades para obtener préstamos a través de las fuentes de financiación tradicionales. Esto sugiere que la transmisión de la política monetaria disminuirá conforme aumente la proporción de activos inmateriales. Además, si los cambios en materia fiscal introducidos en 2017 promueven niveles más bajos de financiación de la deuda en relación con la renta variable, la inversión será menos sensible a los tipos de interés y el ciclo de inversión menos volátil.¹

Debido a la intensificación de la guerra comercial, el aumento de la incertidumbre política y el empuje de los estímulos fiscales, que probablemente se irán retirando de forma progresiva, creemos que los riesgos se están ajustando a la baja. Por otra parte, una victoria demócrata en la Cámara de Representantes podría suavizar la agenda de la administración y aumentar las posibilidades de abordar la inversión en infraestructuras, una política que tradicionalmente cuenta con el apoyo de los demócratas y que tiene el potencial de impulsar la agenda económica del presidente. Además, aunque una victoria demócrata supondría un gobierno dividido, los resultados podrían ser más predecibles y menos extremos, lo que podría calmar los temores de los mercados y reducir la incertidumbre política. En lo que respecta al comercio, la inversión moderada del sector privado en respuesta a los costes y la incertidumbre relacionada con los aranceles podrían cambiar de tendencia si se produce un compromiso firme entre Estados Unidos y sus principales socios comerciales. En caso de producirse este hecho, también podría reforzar las posibilidades del presidente de cumplir sus promesas económicas en un momento en el que está disminuyendo la confianza en la agenda económica.

1: https://www.bbvarsearch.com/wp-content/uploads/2018/09/180924_US_JustWhatTheDoctorOrdered.pdf

3. La aparición del SOFR y sus implicaciones

Los tipos de interés de referencia son uno de los pilares fundamentales del sistema financiero mundial. En ellos se apoyan instrumentos financieros por valor de cientos de billones de dólares y también se emplean con fines de valoración y contabilidad. Pese a que el tipo de referencia principal en dólares estadounidenses es el LIBOR (*London Inter-bank Offered Rate*, tipo de referencia del mercado interbancario de Londres), se está llevando a cabo una transición desde el LIBOR en dólares estadounidenses hacia un nuevo tipo de referencia en dólares estadounidenses llamado SOFR (*Secured Overnight Financing Rate*, tasa de financiación garantizada a un día)². Existen varias diferencias conceptuales entre los dos tipos y la transición tendrá un efecto significativo en todas las instituciones financieras.

LIBOR y SOFR - Entrega del testigo

El LIBOR se creó a finales de la década de 1960 y ha llegado a ser la base de alrededor de 200 billones de dólares en derivados y préstamos basados en dólares estadounidenses³, lo que equivale aproximadamente a diez veces el PIB actual de Estados Unidos, y de cientos de billones de dólares en otras monedas importantes. El tipo de referencia se obtiene mediante la realización de una encuesta a un grupo de bancos. El LIBOR estuvo en el centro de uno de los mayores escándalos surgidos tras la Gran Recesión, que puso de manifiesto la manipulación del tipo de referencia durante un largo período de tiempo por parte de algunos actores del mercado. Los bancos centrales eran conscientes desde hacía algún tiempo de que el LIBOR presentaba algunas debilidades, entre las que destacaba la disminución de la financiación no garantizada al por mayor y, por lo tanto, de las transacciones que podrían utilizarse para respaldar la propuesta de tipos, por lo que el escándalo se convirtió en un llamamiento a la acción que dio lugar no sólo a una regulación más estricta del LIBOR, sino también a la búsqueda de alternativas. En noviembre de 2014, el Banco de la Reserva Federal de Nueva York (FRBNY, por sus siglas en inglés) convocó al Comité de Tasas de Referencia Alternativas (ARRC, por sus siglas en inglés) para que identificara un tipo de referencia que pudiera reemplazar al LIBOR en dólares estadounidenses. El año pasado, este comité propuso el SOFR como alternativa al LIBOR, con un plan de transición gradual que debería aplicarse entre 2018 y 2021.

En relación con el LIBOR, el SOFR es una medida más amplia del coste de los préstamos en efectivo, ya que los prestatarios y prestamistas no tienen que ser exclusivamente bancos, y hace referencia a los préstamos a un día que están garantizados principalmente por títulos del Tesoro. El SOFR se calcula como una mediana ponderada en función del volumen de datos de operaciones de repos tripartitos⁴. Es la medida más amplia de todas las identificadas por el FRBNY para cumplir con los Principios de la Organización Internacional de Comisiones de Valores (OICV) sobre los índices de referencia financieros, que a su vez se adoptaron tras el escándalo relacionado con el LIBOR. Los otros dos tipos de referencia adoptados por el FRBNY son el BGCR (*Broad General Collateral Rate*) y el TGCR (*Tri-Party General Collateral Rate*). Ambos tipos reflejan una parte cada vez menor del amplio abanico de repos (Gráfica 3.1). El FRBNY publica los tres tipos todos los días hábiles en su página web, aproximadamente a las 8:00 de la mañana.

2: Existe un índice de referencia LIBOR para cada divisa principal: dólares estadounidenses, euros, libras esterlinas, yenes japoneses y francos suizos. El índice de referencia alternativo desarrollado para cada moneda es diferente. Este artículo se centra únicamente en el LIBOR en dólares estadounidenses y en el SOFR.

3: Segundo informe. Comité de Tasas de Referencia Alternativas. Marzo de 2018.

4: Para obtener más información, véase <https://research.stlouisfed.org/publications/economic-synopses/2014/01/28/lessons-from-the-taper-tantrum/>

Gráfica 3.1 SOFR, BGCR y TGCR



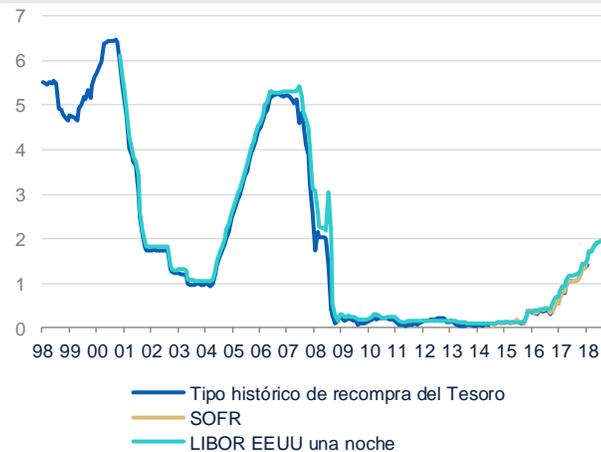
* Filtrado para eliminar una parte de las operaciones consideradas "especiales"
Fuente: BBVA Research

Algunos actores del mercado han comenzado a utilizar la nueva referencia desde el inicio de la publicación del SOFR a principios de abril y Fannie Mae rompió el hielo emitiendo un pagaré de 6000 millones de dólares con tipo de interés variable en julio, mientras que el Banco Mundial emitió un bono de 1000 millones de dólares a tipo de interés variable en agosto. A estas instituciones les siguieron entidades financieras privadas, principalmente los bancos mundiales. Si bien hasta ahora no se han identificado obstáculos importantes, la transición desde el LIBOR se encuentra todavía en sus primeras fases y las diferencias entre los dos índices de referencia podrían plantear algunos problemas.

Garantizado frente a no garantizado

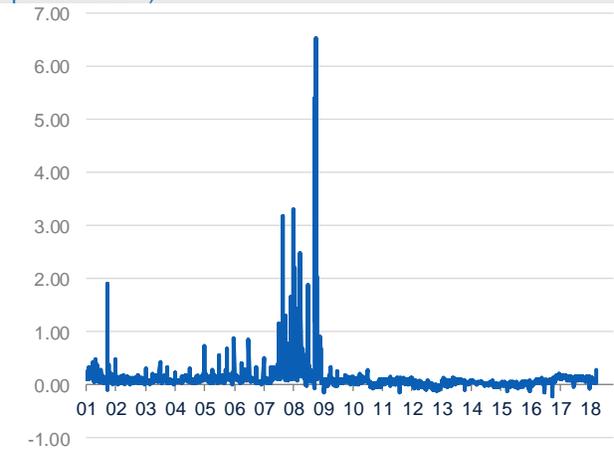
La primera diferencia clave entre el LIBOR y el SOFR es que mientras que el LIBOR es un tipo de interés para los préstamos interbancarios sin garantía, el SOFR es un tipo de interés que refleja los préstamos garantizados con títulos del Tesoro y otros activos de garantía generales (títulos del Tesoro y otros títulos equivalentes de alta calidad y elevada liquidez). Por lo tanto, el SOFR está más cerca del tipo de interés libre de riesgo que el LIBOR. Aunque puede que esta diferencia no tenga importancia la mayor parte del tiempo (Gráfica 3.2), podría producir un comportamiento significativamente diferente de los dos tipos en condiciones de gran tensión financiera. Por ejemplo, el LIBOR a un día y los tipos de interés históricos de las operaciones repo se distanciaron considerablemente durante el período de junio de 2007 a diciembre de 2008, con una serie de picos en septiembre y octubre de 2008, momento en el que se produjo la quiebra de Lehman Brothers. La máxima diferencia entre los tipos LIBOR e históricos se produjo el 30 de septiembre, cuando los dos tipos se desviaron 6,5 puntos porcentuales (Gráfica 3.3).

Gráfica 3.2 Tipos de interés de referencia (%)



Fuente: BBVA Research y Haver

Gráfica 3.3 Diferencial entre los tipos de interés históricos de las operaciones repo y el LIBOR a un día (puntos porcentuales)



Fuente: BBVA Research y Haver

La divergencia entre los dos tipos no sólo se debe al carácter no garantizado del LIBOR, sino también a que el SOFR está prácticamente exento de riesgo y se trata de un tipo a corto plazo, lo que podría llevar a que se sitúe por debajo de algunos de los otros índices de referencia exentos de riesgo en circunstancias de gran tensión. Por ejemplo, en vísperas de la Gran Crisis Financiera se produjeron varios casos en los que los tipos de interés de las operaciones repo cayeron por debajo del tipo de interés de los fondos federales debido a que algunos actores del mercado acumularon liquidez (Gráfica 3.4). Este riesgo, conocido como «*rally risk*» (cuando el valor del contrato aumenta a medida que bajan los tipos de interés) también podría afectar al precio y al comportamiento de los instrumentos financieros que se basan en él.

Dado que los dos tipos poseen diferentes propiedades, el comportamiento del LIBOR no puede extrapolarse al SOFR, puesto que el LIBOR subyace en una gran cantidad de instrumentos, en concreto en los derivados, lo que implica que la transición del LIBOR al SOFR podría tener alguna repercusión en los mercados financieros en el futuro y requerirá ajustes en las previsiones y los modelos.

Préstamos a un día frente a préstamos a plazo

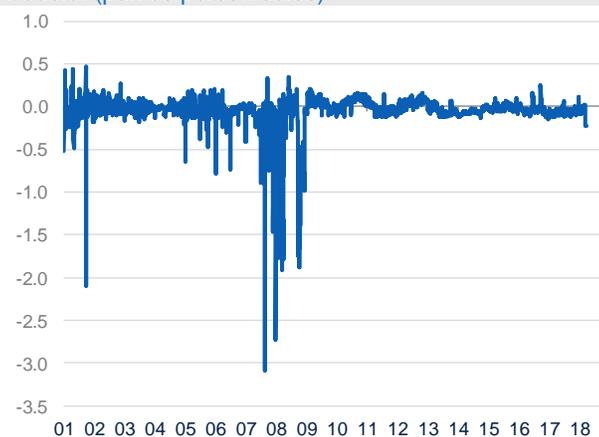
La segunda diferencia fundamental entre el LIBOR y el SOFR es que, además de estar disponible para préstamos a un día, el LIBOR también tiene valoraciones para plazos a una semana y a uno, dos, tres, seis y doce meses, mientras que el SOFR es, por definición, sólo un tipo de interés para préstamos a un día. El LIBOR a tres meses tiene especial relevancia para los bancos, ya que la gran mayoría de los productos bancarios lo utilizan como tipo de referencia. Para solucionar el problema que se deriva de la falta de información sobre los préstamos a plazo, la ARRC trabajó con la Bolsa Mercantil de Chicago (Chicago Mercantile Exchange, CME) para crear futuros basados en el SOFR. En mayo de este año, la CME lanzó los futuros basados en el SOFR a 1 y 3 meses, y está trabajando en instrumentos adicionales que ayudarían a generar una curva de rendimiento basada en el SOFR para facilitar tipos de referencia con respecto a diferentes horizontes temporales. El volumen de operaciones de estos futuros sigue siendo bajo, lo cual es comprensible, ya que el valor de los instrumentos de deuda basados en el SOFR que se encuentra actualmente en circulación es inferior a 10 000 millones de dólares. Sin embargo, el volumen de negociación de

futuros ha aumentado. También ha surgido actividad en los mercados con respecto a los *swaps* del SOFR, donde los actores del mercado negocian, desde el mes de julio, con *swaps* basados en el SOFR frente a los Fondos Federales y *swaps* basados en el SOFR frente a *swaps* del LIBOR. Esto contribuirá a aportar liquidez al mercado de derivados basados en el SOFR, que servirá de base para el cálculo de los tipos de referencia a largo plazo basados en el SOFR, así como para facilitar la transición de un tipo a otro. En cualquier caso, la curva de rendimiento basada en el SOFR debería ser similar a la curva de rendimiento del Tesoro de Estados Unidos, ya que el SOFR se basa en préstamos garantizados por el Tesoro de este país e instrumentos equivalentes. Por el contrario, el LIBOR incorpora una prima de riesgo crediticio sobre la curva del Tesoro que refleja la solvencia de los grandes bancos internacionales cuando se prestan dinero entre ellos.

Transición

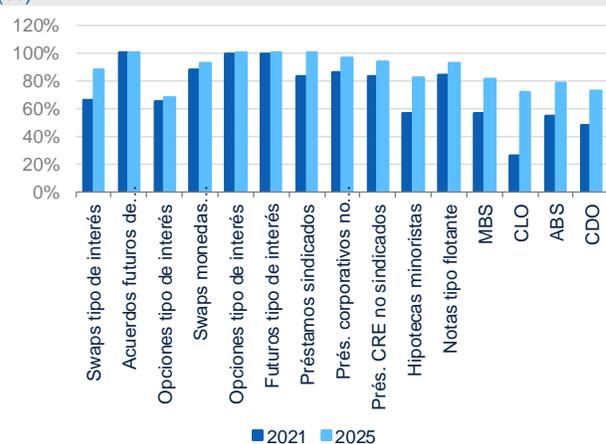
La transición a un escenario en el que el LIBOR no será la referencia supondrá una importante tarea para los actores del mercado, debido tanto a la necesidad de abordar las diferencias conceptuales entre los dos tipos de referencia como a los ajustes operativos que deberán realizarse. Los planes de ajuste de la mayoría de las entidades tendrán que abordar la transición de dos maneras. En primer lugar, abandonando el LIBOR para adoptar instrumentos basados en el SOFR conforme vayan venciendo las exposiciones existentes basadas en el LIBOR, pero con el LIBOR todavía en vigor, que será al menos hasta finales de 2021. En segundo lugar, realizando ajustes de hasta 36 billones de dólares en las exposiciones basadas en el LIBOR que vencen más allá de 2021, en un entorno en el que el LIBOR posiblemente deje de existir. Según datos de la Reserva Federal, cerca del 82% de las exposiciones al LIBOR en dólares estadounidenses vencen a finales de 2021 y el 92% a finales de 2025. Los acuerdos de tipos de interés futuros tienen el mayor porcentaje de instrumentos que vencen antes de finales de 2021 y las obligaciones de préstamo garantizadas el menor (Gráfica 3.5).

Gráfica 3.4 Diferencial entre los tipos históricos de las operaciones repo y los tipos de los fondos de la Reserva Federal (puntos porcentuales)



Fuente: BBVA Research y Haver

Gráfica 3.5 Porcentaje del impacto previsto del LIBOR en dólares estadounidenses con vencimiento en 2021 y 2025 (%)



Fuente: BBVA Research y Reserva Federal

La ARRC publicó en julio de 2018 los principios rectores para el desarrollo de un lenguaje alternativo en relación con las modificaciones necesarias para los nuevos contratos financieros. Las asociaciones comerciales han redactado algunas recomendaciones para sus miembros sobre cómo hacer frente a este desafío y han creado grupos de trabajo. Por ejemplo, la Loan Syndications and Trading Association anima a los actores del mercado a revisar la idoneidad a largo plazo de los acuerdos de crédito existentes y la flexibilidad para modificar los acuerdos con el fin de seleccionar un nuevo tipo de interés.⁵ La American Bankers Association está celebrando debates sobre consideraciones relativas a la aplicación entre los agentes de préstamos, agentes de crédito, asesores legales internos, personal de regulación o cumplimiento, gestores de riesgo, personal de asuntos financieros, etc.⁶ La International Swap Dealers Association (ISDA, por sus siglas en inglés) también está trabajando en un lenguaje alternativo para las operaciones con derivados.

Los desafíos que presenta esta transición van más allá del ajuste de previsiones, modelos y contratos legales. La hoja de ruta para la transición publicada por la ISDA y otras asociaciones⁷ agrupó los desafíos relacionados con la transición en nueve temas, siete de los cuales deberán ser abordados de forma interna por los actores del mercado: valoración y gestión de riesgos, tributación, normativa, asuntos jurídicos, liquidez, contabilidad y gobernanza y controles. Cada entidad financiera se enfrentará a diferentes desafíos en función de su exposición, entorno normativo y prácticas regulatorias.

Conclusiones

La mayoría de las entidades financieras todavía se encuentran en la fase inicial del proceso transición del LIBOR al SOFR. La dimensión de la exposición al LIBOR en dólares estadounidenses y las diferencias entre los dos tipos de referencia son lo suficientemente significativas como para justificar que los actores del mercado presten una especial atención a este proceso. Si bien la transición hacia el SOFR avanza según los planes establecidos por los organismos reguladores, el mercado basado en el SOFR sigue careciendo de la solidez necesaria para introducir un tipo de referencia que podría hacer que el LIBOR quedase obsoleto. Sin embargo, la pregunta no es si se llevará a cabo esta transición, sino cuándo. Las entidades financieras deben prever una importante inversión de tiempo y recursos en los próximos años para garantizar que se efectúe sin contratiempos. En cualquier caso, la transición hacia un sistema más transparente y basado en el mercado debería reforzar la estabilidad financiera.

5: LSTA. LIBOR Fallbacks: A Snapshot of Syndicated Loans. <https://www.lsta.org/news-and-resources/news/libor-fallbacks-a-snapshot-of-syndicated-loans>

6: Boletín bancario de la ABA. From Libor to SOFR. <https://bankingjournal.aba.com/2018/02/from-libor-to-sofr/>

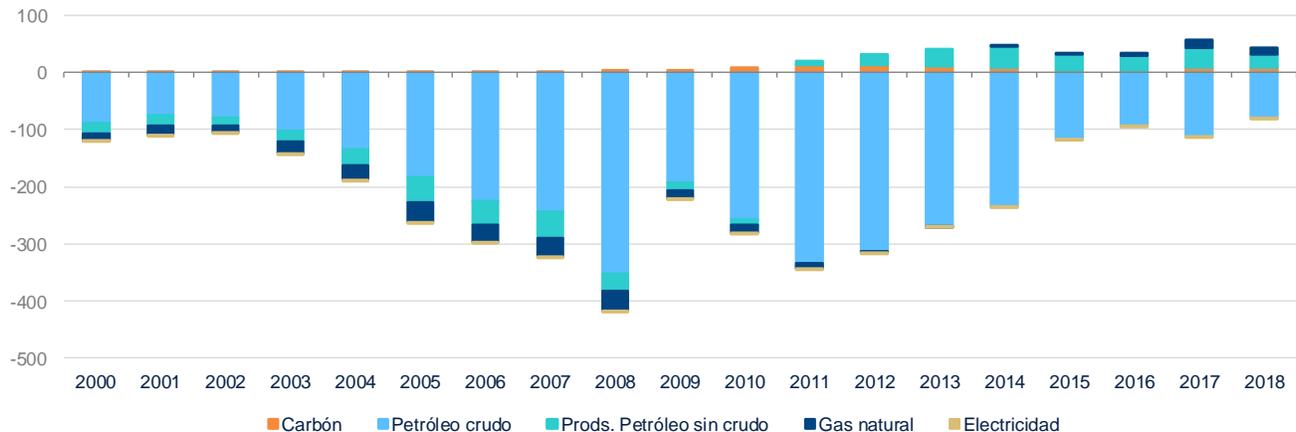
7: Véase ISDA (2018). Transition Roadmap. <https://www.isda.org/a/q2hEE/IBOR-Global-Transition-Roadmap-2018.pdf>

4. El auge de Estados Unidos como superpotencia energética

La balanza comercial energética de Estados Unidos ha mejorado significativamente en los últimos diez años y está pasando rápidamente del déficit al superávit. Si persisten las tendencias actuales, puede que solo sea cuestión de tiempo que el país empiece a exportar más energía que la que importe. En los siguientes párrafos resumimos las principales tendencias que subyacen a esta transformación y sus repercusiones económicas y geopolíticas.

Según datos de la Oficina del Censo, el déficit del comercio de energía alcanzó su punto álgido en 2008, con un 2,8% del PIB, equivalente a 415 000 millones de dólares. El petróleo crudo representó el 85% de este déficit debido, en gran parte, a los altos precios, que alcanzaron su punto máximo en el mismo año. Después de experimentar cierta volatilidad en los dos años siguientes, el déficit se redujo de manera constante, situándose en el 0,3% del PIB (o 56 000 millones de dólares) en 2017, la cifra más baja en dos décadas. La disminución del déficit comercial de energía coincide con tres acontecimientos importantes. En primer lugar, el país se convirtió en exportador neto de productos petrolíferos (excluido el petróleo crudo) en 2011. En segundo lugar, la balanza comercial del gas natural y manufacturado experimentó un cambio drástico en 10 años, pasando de ser negativa en 34 000 millones de dólares en 2008 a positiva en 2014, y logró alcanzar un superávit de 13 000 millones de dólares en 2017. En tercer lugar, el déficit comercial del petróleo crudo se ha reducido desde el 2,4% en 2008 a menos del 1% del PIB en 2017⁸.

Gráfica 4.1 Balanza comercial energética (en miles de millones de dólares)



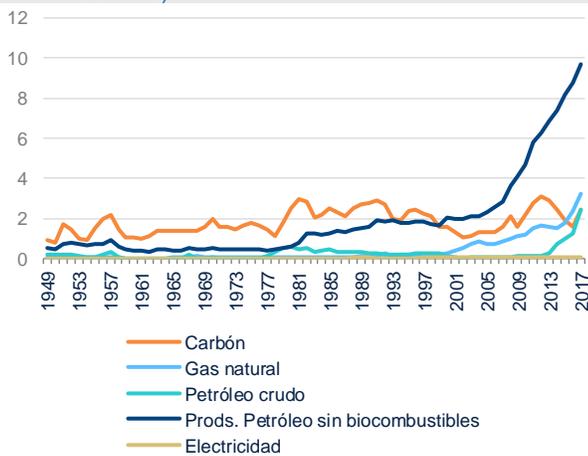
Fuente: BBVA Research y Oficina del Censo de EE.UU. Los datos de 2018 corresponden al mes de agosto

Las cifras de la Administración de Información sobre Energía (EIA, por sus siglas en inglés) muestran un patrón similar. Las importaciones netas de materias primas energéticas (incluida la biomasa) alcanzaron un máximo de 30 200 billones de unidades térmicas británicas (BTU, por sus siglas en inglés) en 2005. Sin embargo, en 2017, habían caído hasta 7500 billones de BTU (el nivel más bajo desde 1982) debido a un fuerte aumento de las

8: Las cifras se calcularon utilizando [datos sobre importaciones y exportaciones de la Oficina del Censo de Estados Unidos](#) desde 1996 hasta la actualidad, empleando los códigos de dos y tres dígitos de la CUCI. Los datos sobre importaciones se obtuvieron según el valor en aduana.

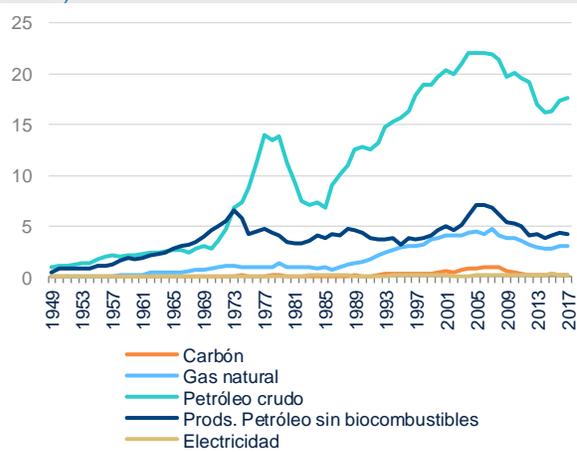
exportaciones, que alcanzaron su nivel histórico más alto con 18 000 billones de BTU. A este ritmo, Estados Unidos podría convertirse en exportador neto de energía en 2020. Entre 2008 y 2017, las exportaciones de petróleo crudo, productos petrolíferos y gas natural experimentaron un crecimiento de dos dígitos (tasa compuesta de crecimiento anual o TCCA del 45%, 10% y 13%, respectivamente), mientras que las importaciones se redujeron (TCCA del -2%, -4% y -3%, respectivamente). Por su parte, las exportaciones de carbón experimentaron una TCCA del 1%, mientras que las importaciones disminuyeron un 16%.

Gráfica 4.2 Exportaciones de energía (en miles de billones de BTU)



Fuente: BBVA Research/Administración de Información Energética de Estados Unidos

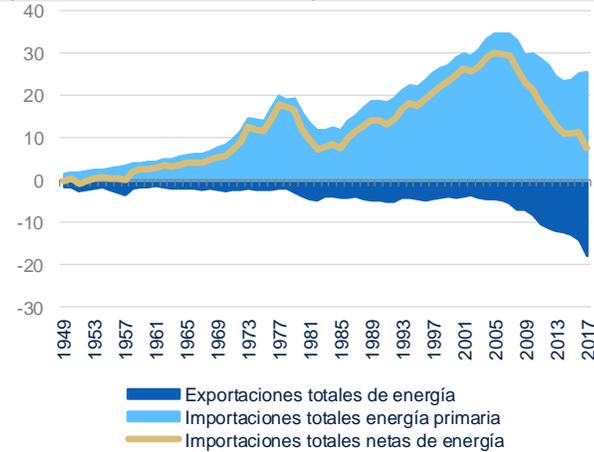
Gráfica 4.3 Importaciones de energía (en miles de billones de BTU)



Fuente: BBVA Research/Administración de Información Energética de Estados Unidos

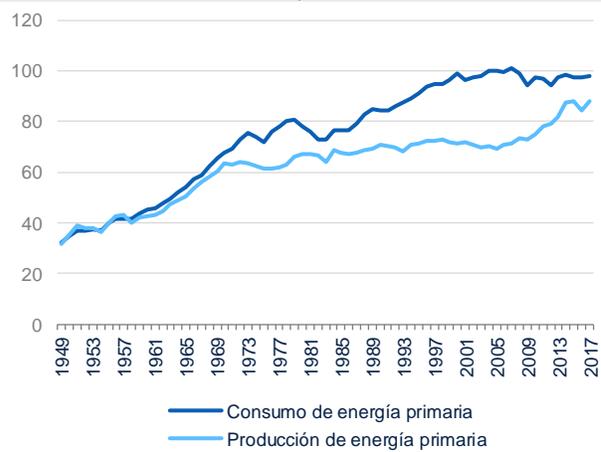
Desde 2008, la producción de energía ha crecido más rápido que el consumo. Tanto la producción como el consumo se han desviado de forma significativa de sus tasas de crecimiento históricas. Esto refleja, por una parte, una economía más eficiente desde el punto de vista energético y, por otra, un aumento considerable de la capacidad de producción de energía. El petróleo crudo y el gas natural explican la mayor parte de la variación en la producción de energía de Estados Unidos. En definitiva, el país sigue consumiendo más energía de la que produce (97 800 frente a 88 100 billones de BTU en 2017), pero es muy probable que la producción supere al consumo en 2024 si se mantienen las actuales tasas de crecimiento. De este modo, Estados Unidos contaría con un excedente de energía para comercializar en el extranjero.

Gráfica 4.4 Balanza comercial energética (en miles de billones de BTU)



Fuente: BBVA Research/Administración de Información Energética de Estados Unidos

Gráfica 4.5 Producción y consumo de energía (en miles de billones de BTU)

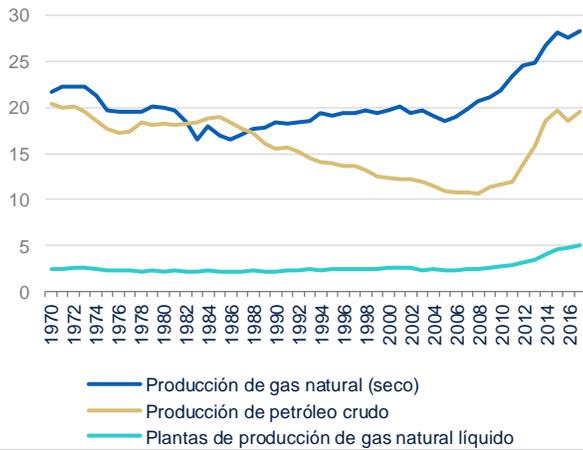


Fuente: BBVA Research/Administración de Información Energética de Estados Unidos

En el epicentro de la cambiante balanza comercial se encuentra el auge del esquisto, que ha permitido que la producción de petróleo y gas natural alcance niveles sin precedentes. La aplicación comercial de la fractura hidráulica y la perforación horizontal ha aumentado la disponibilidad de insumos internos más baratos para las refinerías, que a su vez se han vuelto más competitivas en relación con sus homólogas extranjeras. Desde 2014 se han construido cinco refinerías adicionales, lo que supone el mayor proceso de construcción desde la década de 1970. Las refinerías existentes también han invertido en capacidad y tecnología para procesar el crudo ligero que sigue fluyendo desde la cuenca Pérmica y otras formaciones de esquisto. Mientras tanto, el crecimiento económico sostenido tras la crisis financiera mundial ha favorecido una fuerte demanda de gasolina, combustible para aeronaves y diésel, especialmente en los países de renta media. En 2017, los productos derivados del petróleo⁹ representaban más de la mitad del total de las exportaciones de energía medidas en BTU.

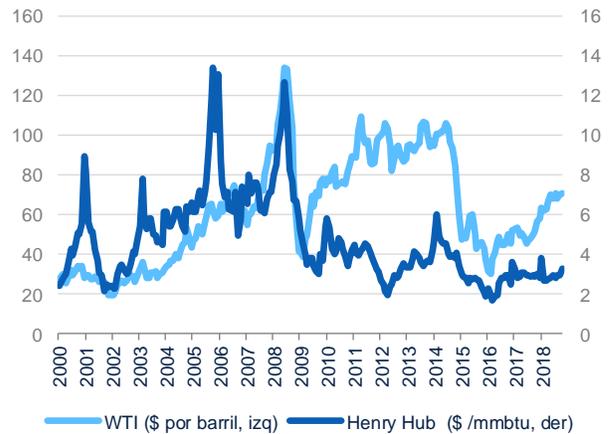
9: Según la EIA, «los productos derivados del petróleo se obtienen del procesamiento del petróleo crudo (incluidos los condensados de explotaciones), gas natural y otros hidrocarburos. Los productos petrolíferos incluyen aceites no terminados, gases licuados del petróleo, pentanos plus, gasolina para aviación, gasolina de motor, combustible tipo nafta para aviones de retropropulsión, carburante de tipo queroseno para aviones de retropropulsión, queroseno, fueloil destilado, fueloil residual, materias primas procedentes de la industria petroquímica, naftas especiales, lubricantes, ceras, coque de petróleo, asfalto, alquitrán para carreteras, gas producido en refinerías y otros productos».

Gráfica 4.6 Producción de petróleo crudo y gas natural (miles de billones de BTU)



Fuente: BBVA Research/Administración de Información Energética de Estados Unidos

Gráfica 4.7 Precios del petróleo crudo y el gas natural

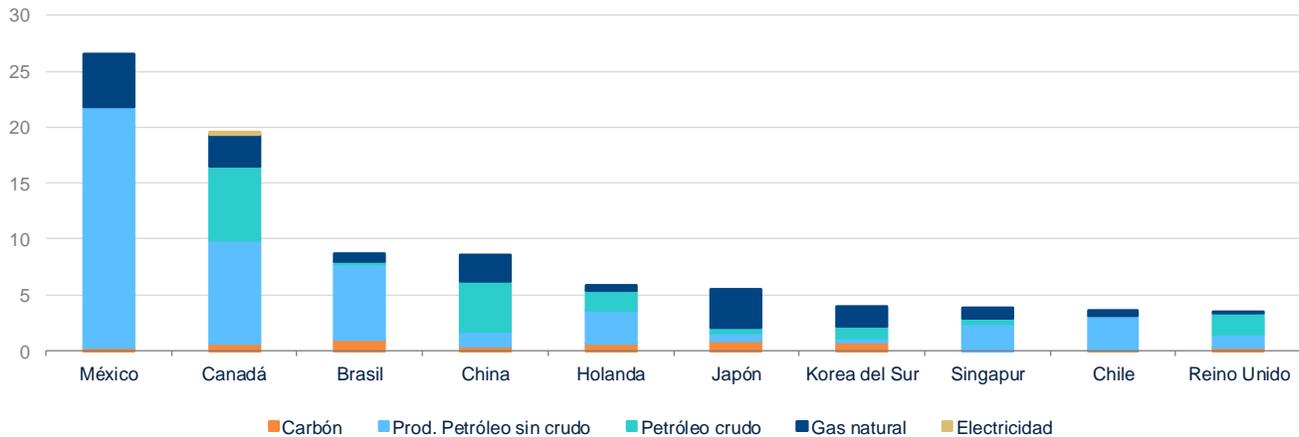


Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

El aumento de la producción ha propiciado que los productores busquen nuevos mercados en el extranjero, al tiempo que se intensifica el comercio con México y Canadá. Esto se refleja sobre todo en el caso del gas natural, cuyo precio se desplomó como resultado de un aumento de la producción. Un precio de referencia bajo y estable del gas Henry Hub ha alentado a los productores a tratar de obtener mayores márgenes en el mercado del gas natural licuado (GNL). En 2017, el país exportó 707 500 millones de pies cúbicos de GNL, el nivel más alto registrado. La mitad de este volumen se destinó a China, México y Corea del Sur.

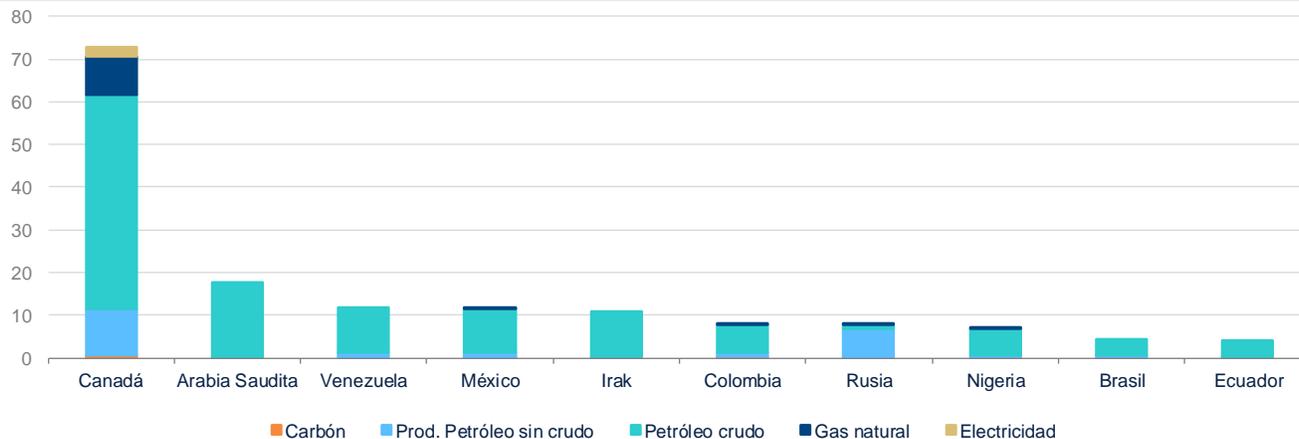
La referencia WTI del petróleo crudo no experimentó ningún cambio brusco permanente en los precios como resultado de una mayor producción, ya que los precios del petróleo se establecen principalmente por la evolución del mercado mundial. Sin embargo, la diferencia persistente entre el WTI y el Brent (que es un índice de referencia más global), así como el creciente interés por el petróleo crudo ligero en otras partes del mundo propiciaron que las exportaciones de este tipo de petróleo se convirtieran en un negocio atractivo. Lo anterior, junto con el hecho de que la escasez de petróleo ya no supone una amenaza para la seguridad nacional, llevó al Congreso a levantar la prohibición de exportar petróleo crudo en 2015, creando las condiciones necesarias para el desarrollo de una industria de exportación de crudo. Estados Unidos llegó a exportar un récord de 2,2 millones de barriles de petróleo crudo al extranjero en junio de 2018. Las inversiones que se están realizando relacionadas con la capacidad de exportación podrían duplicar esta cifra en los próximos dos años.

Gráfica 4.8 Exportaciones de productos energéticos por socio comercial en 2017 (en miles de millones de dólares)



Fuente: BBVA Research y Oficina del Censo de EE.UU.

Gráfica 4.9 Importaciones de productos energéticos por socio comercial en 2017 (en miles de millones de dólares)

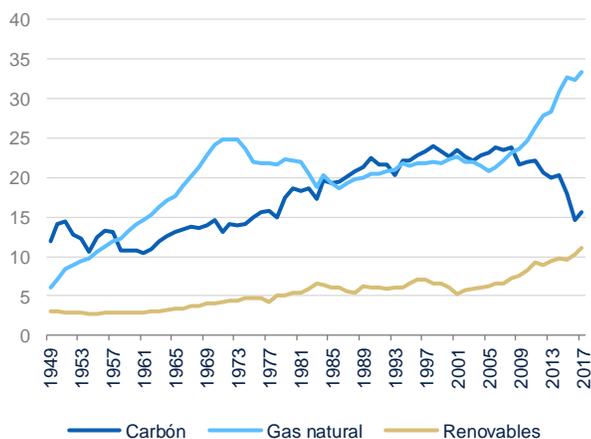


Fuente: BBVA Research y Oficina del Censo de EE.UU.

Estados Unidos siempre ha sido un exportador neto de carbón. Sin embargo, en los años posteriores a la Gran Recesión, la media de las exportaciones de carbón ha sido de 2300 billones de BTU al año, un nivel no registrado desde la década de 1990. Esto podría explicarse no sólo por la recuperación económica mundial, sino también por factores internos. Al contrario que el petróleo y el gas natural, el carbón no ha vivido un *boom* equivalente al del esquisto. De hecho, incluso ha disminuido. De 2008 a 2017, la TCCA de la producción de carbón disminuyó un 4,1% en promedio. A medida que el gas natural se vuelve más competitivo, el carbón pierde fuerza como insumo principal para la generación de energía. En 2017, el gas natural representaba el 32% de la producción de electricidad, superando al carbón, que representaba el 29%. Es probable que la brecha se amplíe en los próximos años, dadas las abundantes reservas, los precios más competitivos y las menores emisiones de carbono del gas natural. En California, por ejemplo, sólo queda una central eléctrica de carbón, que representa el 0,2% de la producción total, y se espera que las importaciones de electricidad de las centrales de carbón de los estados vecinos pasen del 4% de la

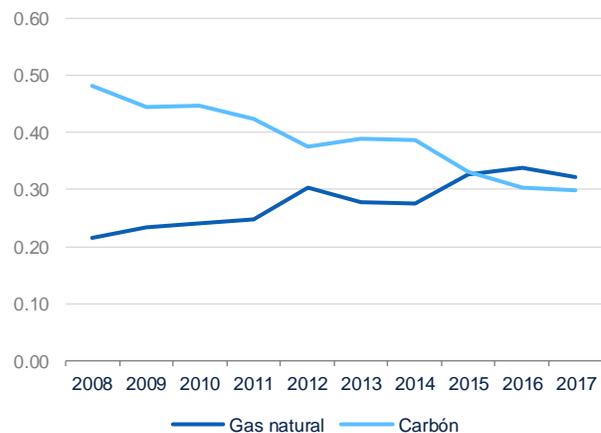
generación total a cero en 2026. Otro factor que explica la disminución del uso del carbón en el país es el crecimiento de las energías renovables, que se ha incrementado un 4,3% en el mismo período. Sin embargo, dado que aproximadamente el 30% del consumo mundial de energía aún proviene del carbón, la industria del carbón de Estados Unidos todavía puede considerar las exportaciones como una alternativa a la reducción de los mercados nacionales.

Gráfica 4.10 Producción de energía (en miles de billones de BTU)



Fuente: BBVA Research/Administración de Información Energética de Estados Unidos

Gráfica 4.11 Generación neta de electricidad por fuente de energía (instalaciones de generación de electricidad, porcentaje del total)



Fuente: BBVA Research/Administración de Información Energética de Estados Unidos

El desarrollo de industrias energéticas orientadas a la exportación reportará múltiples beneficios a la economía de Estados Unidos. La industria del petróleo y el gas ya cuenta con alrededor de 10 millones de puestos de trabajo, cifra que podría ampliarse aún más con la construcción de terminales de exportación y oleoductos para trasladar los insumos de los centros de producción a los centros de exportación. Desde la perspectiva de las cuentas públicas, las inversiones en infraestructuras orientadas a la exportación y el aumento de las exportaciones netas de energía contribuirán al crecimiento del PIB.

Estados Unidos va camino de consolidarse como el mayor productor de crudo del mundo, superando a Arabia Saudí por primera vez en décadas. Pronto será también el tercer mayor exportador de GNL del mundo, por detrás de Australia y Qatar. La transformación de Estados Unidos en una superpotencia energética cambiará drásticamente la forma en que el país interactúa con sus aliados y oponentes. Esto podría resultar especialmente importante para Canadá y México, ya que, en conjunto, la región ya produce más energía de la que consume. Las fuentes de energía estables y baratas para cadenas de suministro altamente integradas en el TLCAN (USMCA) aumentarán la competitividad y reducirán la incertidumbre.

Además, las exportaciones de energía de Estados Unidos podrían ser una forma de fomentar nuevas alianzas o fortalecer las existentes, pero también podrían ser una manera de obtener concesiones de sus rivales. El acceso a las exportaciones de energía de Estados Unidos podría aliviar a los países que dependen de fuentes menos estables como Irán, Nigeria, Libia o Venezuela. La posibilidad de que Estados Unidos se convierta en una superpotencia energética también podría provocar un cambio en la política exterior, a fin de tratar de priorizar la defensa de los intereses de Estados Unidos en los mercados energéticos internacionales.

No obstante, dicha posibilidad no está exenta de riesgos. A corto plazo, el proteccionismo podría frenar el comercio de energía. La última respuesta de China incluye un arancel del 10% sobre las exportaciones estadounidenses de GNL que podría tener implicaciones negativas para los proyectos de inversión actuales y futuros que necesitan acceder al mercado chino de GNL para ser rentables. A medio y largo plazo, conforme aumente el número de personas, empresas y gobiernos que se benefician de las exportaciones de combustibles fósiles, las posibilidades de que Estados Unidos realice una transición a una economía de energía limpia disminuyen.

La salida de la administración Trump del Acuerdo de París y la sustitución del Plan de Energía Limpia de Obama por una restricción más laxa sobre las emisiones de carbono son ejemplos de la forma en que las partes interesadas en el nuevo paradigma energético pueden alterar las prioridades del gobierno hacia los combustibles fósiles. No cabe duda de que esto contrarrestará los esfuerzos que otros países están realizando para contener el aumento de la temperatura media mundial a fin de evitar que alcance niveles catastróficos, y situará a Estados Unidos en un camino diferente en relación con otros países, en particular China, que está adoptando medidas agresivas para acelerar su transición hacia la energía limpia.

Incluso en una economía impulsada por la innovación y la asunción de riesgos como la estadounidense, la excesiva dependencia de los combustibles fósiles podría desplazar las inversiones y el progreso tecnológico en ámbitos clave como las energías renovables y los vehículos eléctricos. Si continúa aumentando el porcentaje que representa la energía limpia sobre el consumo total de energía y se producen efectos multiplicadores significativos en otras industrias, Estados Unidos podría perder algo más que la superioridad tecnológica frente a otros países. En otras palabras, las consecuencias negativas de la eliminación de las fuentes de energía no fósiles se podrían extender a la producción, la inversión, el empleo, la productividad, la seguridad nacional y la competitividad mundial.

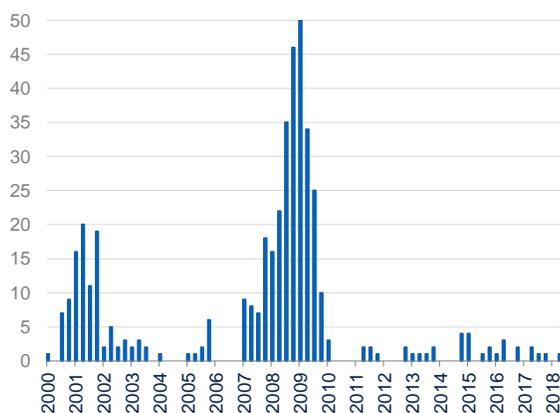
Por tanto, incluso si la economía estadounidense sigue dependiendo cada vez más de sus fuentes internas de petróleo y gas, el mejor enfoque estratégico sigue siendo el de mantener «todo lo anterior», de modo que las energías renovables y otras alternativas continúen desarrollándose, al igual que se permitió que otras industrias incipientes se desarrollaran en el pasado. Sólo entonces Estados Unidos se convertirá en la superpotencia energética indiscutible, pero sobre todo en una economía más eficiente y competitiva.

5. Los riesgos de recesión en la región se reducen al mínimo, ya que se intensifican las condiciones favorables

La reciente corrección de los precios de los activos y el auge de los bonos del Tesoro de Estados Unidos han provocado que los inversores traten de esclarecer las posibles señales: ¿son estos los primeros signos de recesión económica o una corrección saludable de las elevadas valoraciones de las acciones?; y ¿serán las consecuencias limitadas o generalizadas? A nivel estatal, sobre la base de nuestros indicadores de probabilidad de recesión específicos para cada estado, las condiciones económicas son extremadamente favorables, ya que 49 de los 50 estados tienen menos del 50% de probabilidad de entrar en recesión en los próximos 12 meses. En otras palabras, al igual que nuestras conclusiones a escala nacional, la probabilidad de una corrección económica, cuando se tiene en cuenta la importancia de la economía, es baja (<4,8%)¹⁰.

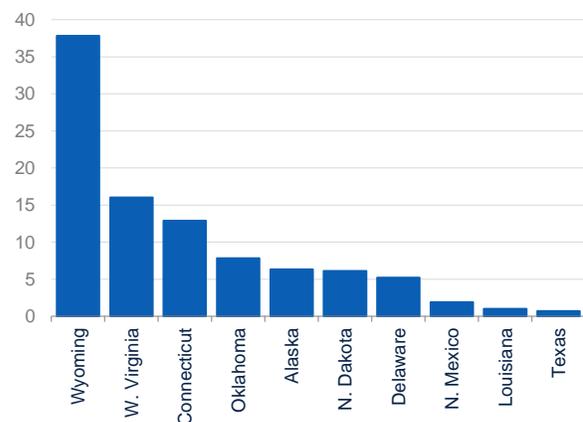
Ya en 2016, las condiciones económicas apuntaban hacia otra dirección para algunas regiones. La caída de los precios de los productos básicos y la creciente importancia de las inversiones en petróleo y gas a nivel nacional provocaron una recesión económica industrial a nivel regional. De hecho, Dakota del Norte, una región que había disfrutado de un auge económico antes de la crisis de los precios de los productos básicos, experimentó una caída del PIB de casi un 10% desde su nivel máximo en 2015. En total, diez estados sufrieron algún tipo de corrección económica, desde una corrección leve en Texas (-0,4%) hasta una acusada desaceleración en Oklahoma (-3,8%).

Gráfica 5.1 Estados en riesgo de recesión, %



Fuente: BBVA Research

Tabla 5.2 Probabilidad de recesión y exposición a la minería, %



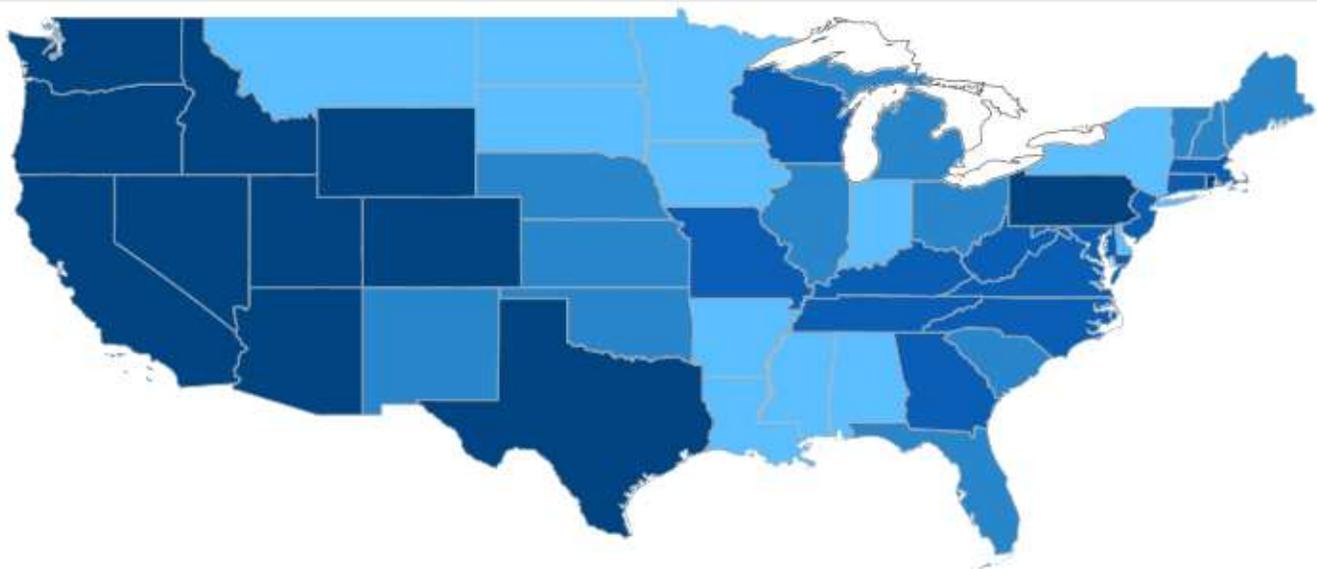
Fuente: BBVA Research

10: Enlace al informe nacional sobre recesión

Hoy en día los precios del petróleo se han recuperado hasta niveles que hacen viable la perforación en busca de petróleo y gas y, como resultado de ello, la probabilidad de recesión en los próximos doce meses en estas zonas es del 9,6%. Asimismo, la elevada confianza de los consumidores, los estímulos fiscales derivados de la reducción de impuestos y el aumento del gasto, unas perspectivas de inversión más optimistas y un mercado laboral históricamente fuerte son la causa de que la probabilidad de recesión en las zonas no dependientes del petróleo se sitúe por debajo de la media.

En las tres economías de mayor tamaño (California, Florida y Texas), la tasa de desempleo fue del 4,1%, 3,5% y 3,8%, respectivamente, ya que el crecimiento del empleo sigue siendo superior a la media de Estados Unidos. En lo que respecta a Texas y Florida, las consecuencias de los huracanes Harvey e Irma en el tercer trimestre de 2017 duraron poco tiempo, ya que el crecimiento del empleo sigue acelerándose en el cuarto trimestre de 2018. Las respuestas eficaces de las autoridades locales, estatales y federales sugieren que el huracán Michael no provocará dificultades en la economía de Florida. En cuanto a California, si bien el crecimiento agregado del empleo se ha desacelerado, las condiciones siguen mejorando en los sectores de mayor valor añadido. Como resultado, los últimos datos sugieren que el crecimiento del PIB de California se mantiene muy por encima de la media de EE.UU., con un 3,5%. En términos de riesgo de recesión, en el segundo trimestre de 2018, la probabilidad era del 8,6% en California, 1,3% en Florida y 0,7% en Texas. Puesto que estos estados representan alrededor del 30% del PIB de EE.UU. y ejercen una influencia significativa en otras economías del país, se confirma la baja probabilidad de recesión a corto plazo.

Gráfica 5.3 Crecimiento del PIB por estados (interanual, %)



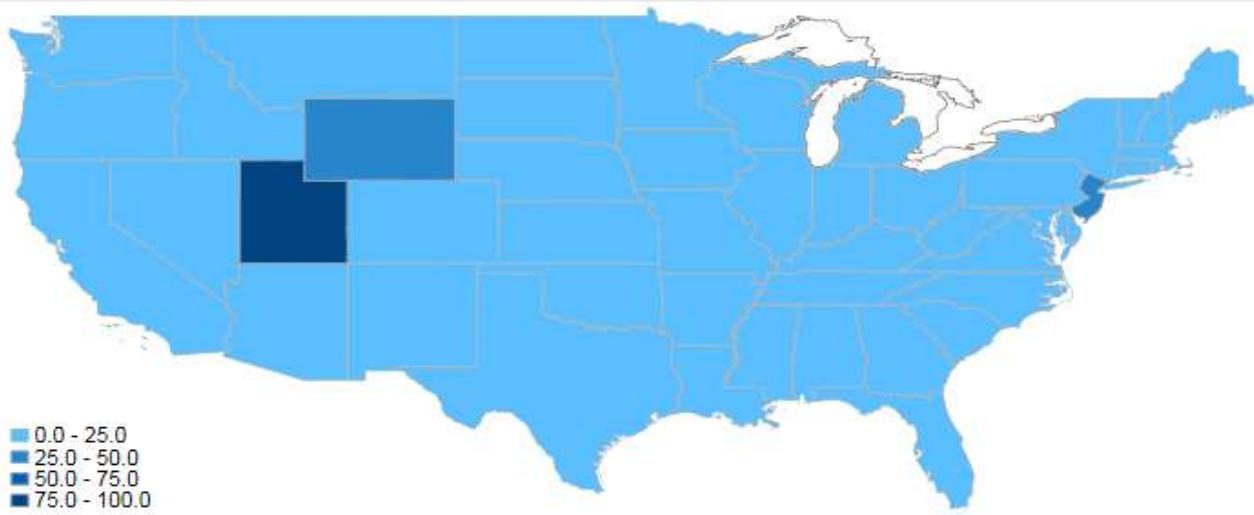
Fuente: BBVA Research.
* Los más oscuros representan un mayor crecimiento relativo

Además de las grandes economías, parece que aumenta el crecimiento en el suroeste. El crecimiento en Arizona es el más alto desde 2006 (4,2%), un momento en el que el sector de la construcción crecía a un ritmo del 18% interanual. Actualmente, el crecimiento muestra una combinación más equilibrada, lo que sugiere que el riesgo de que se forme una burbuja sigue siendo remoto. En Nuevo México han desaparecido las dificultades derivadas de la caída

de las materias primas en 2015-2016 y el crecimiento en el primer trimestre de 2018 fue del 1,8%, una tasa elevada si se tiene en cuenta que el sector público, que representa alrededor del 20%, siguió contrayéndose. En lo que respecta a Nevada, un mercado inmobiliario candente, la importante aportación del sector público, la sólida demanda de los consumidores y un sector manufacturero en expansión han contribuido a las altas cifras de crecimiento (4%), una tendencia que se debería mantener a lo largo de 2018. Aunque la tasa de desempleo en estos estados se mantiene por encima de la media de EE.UU., las condiciones económicas también son cada vez más favorables en ellos, lo que debería situar la tasa de desempleo más cerca de la media de EE.UU. En cuanto a los riesgos, la probabilidad de recesión en estos estados es, en promedio, inferior al 2%.

Al igual que las estrellas del desierto, Oregón, Idaho y Washington presentan unas condiciones económicas históricamente sólidas. De hecho, en el tercer trimestre de 2018 todos ellos exhibían las tasas de desempleo más bajas desde que se dispone de datos. Además, estos estados generaron un crecimiento salarial superior a la media en 2017-2018, superando la inflación en un 5,9% en Washington, un 3,7% en Idaho y un 2,8% en Oregón. El incremento de las presiones salariales parece estar asociado con la rigidez del mercado laboral y no ser un reflejo del aumento de la productividad de los trabajadores, ya que la producción real por persona era baja en comparación con la de otros estados. Parte de estas presiones salariales en Washington y Oregón también podrían estar relacionadas con cambios en las leyes estatales sobre el salario mínimo. Salvo que estos estados sigan adoptando aumentos persistentes en los salarios mínimos, algo que parece poco probable, las presiones sobre los precios deberían estabilizarse. El riesgo de recesión parece contenido, dado que todos estos estados se enfrentan a probabilidades de recesión en los próximos doce meses inferiores a la media.

Gráfica 5.4 Probabilidad de recesión por estados en los próximos 12 meses (%)



Fuente: BBVA Research.

* Los más oscuros representan un riesgo de recesión superior a la media

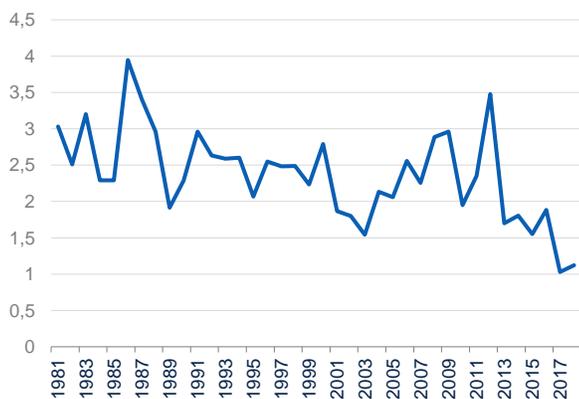
Una de las promesas de la actual administración fue reactivar zonas del país afectadas por la globalización, la regulación y la tecnología. Hasta ahora, existen indicios de que las políticas de la administración pueden haber contribuido a estrechar el diferencial de crecimiento entre los estados. De hecho, los datos sugieren que la convergencia del crecimiento se ha acelerado entre los estados. En concreto, Kentucky, Virginia Occidental y Ohio

han experimentado un aumento en la producción real por trabajador, y, como resultado, las tasas de crecimiento han pasado de ser de -0,1%, -0,2% y -0,3%, respectivamente, a 2,5%, 2,7% y 2,4%. La probabilidad de recesión también ha disminuido drásticamente y, actualmente, está por debajo de la media histórica para cada uno de estos estados: Kentucky (12,3%), Virginia Occidental (16%) y Ohio (10,5%). Alabama, un estado que se ha enfrentado a desafíos estructurales relacionados con el envejecimiento de la población y el bajo crecimiento de la productividad, ha experimentado un repunte en el crecimiento, ya que un importante número de personas se ha reincorporado al mercado laboral. Como resultado, la probabilidad de recesión en los próximos doce meses es del 9,2%, 7 puntos básicos por debajo de la media.

Si bien Estados Unidos disfruta actualmente de un auge económico generalizado, el proteccionismo, el aumento de los tipos de interés y las dificultades estructurales del mercado laboral podrían frenar el impulso. Por ejemplo, si Estados Unidos sigue intensificando el conflicto comercial con China y ambos países adoptan represalias recíprocas, algunos estados podrían sufrir importantes consecuencias en sus economías. En lo que respecta a las exportaciones, expresadas como porcentaje del PIB, más del 1% de las de Alabama, Luisiana, Carolina del Sur y Washington están sujetas a los aranceles actualmente impuestos por China. Sin embargo, si este país impone aranceles generalizados a las exportaciones de mercancías de Estados Unidos, podría existir un riesgo significativo para el sector del petróleo y el gas procedente de Texas, los fabricantes de productos químicos de la región de la costa del Golfo, el sector de la automoción de Washington y los fabricantes de ordenadores y componentes electrónicos de California y Carolina del Sur.

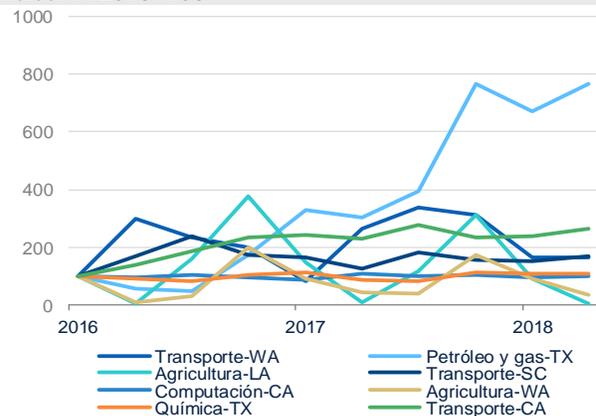
Con la inminente amenaza de aranceles a la importación de automóviles estadounidenses, también existe la posibilidad de que otros países tomen represalias mediante la imposición de nuevos aranceles o el aumento de los ya existentes. Si bien algunos estados como Washington, California, Connecticut, Carolina del Sur y Kentucky mantienen sólidos lazos comerciales con Europa y China, los mayores riesgos a nivel estatal en el sector de la automoción podrían afectar a los socios comerciales de América Latina y el TLCAN (USMCA), que en virtud del acuerdo actual estarían excluidos de estos aranceles. Si se rompieran las negociaciones comerciales del acuerdo USMCA y México y Canadá impusieran aranceles a las exportaciones del sector de la automoción estadounidense, Texas, Michigan, Indiana y Kentucky estarían en riesgo.

Gráfica 5.5 Convergencia del crecimiento del PIB a nivel estatal*



Fuente: BBVA Research
* Sobre la base de la desviación estándar del Producto Estatal Bruto Anual Real

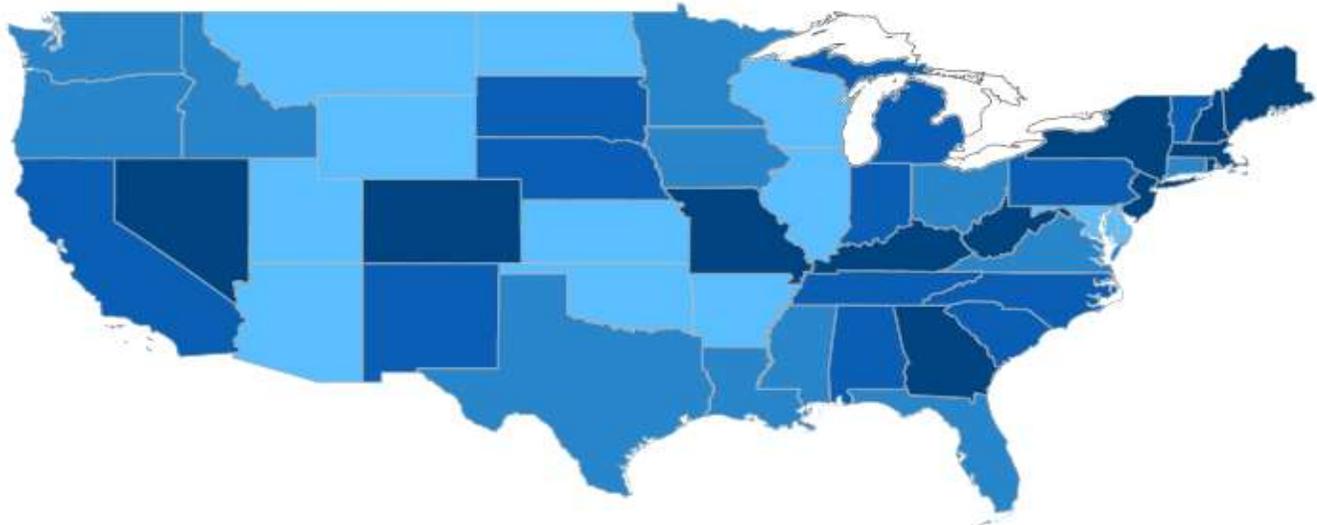
Tabla 5.6 Exposición de las principales industrias estatales a China, Índice: 1T2016=100



Fuente: BBVA Research

En lo que respecta a las importaciones, resulta un poco más difícil esclarecer los canales a través de los que los aranceles sobre las importaciones afectarán a las economías estatales, ya que la demanda final y el estado de entrada de las mercancías pueden no estar vinculados y, por lo tanto, el impacto de los aranceles podría estar sesgado hacia estados que tienen grandes puertos como California, Nueva York y Texas. No obstante, existe el riesgo de que se produzcan presiones sobre los márgenes y de que aumenten los precios de consumo en algunos estados. Actualmente, Idaho tiene la mayor exposición a los aranceles de importación chinos, ya que representan alrededor del 2,8% del PIB. Sin embargo, si la situación se intensificara, Tennessee, que importa alrededor del 6% de su PIB de China, y California, que importa alrededor del 5,8%, se enfrentarían a dificultades considerables.

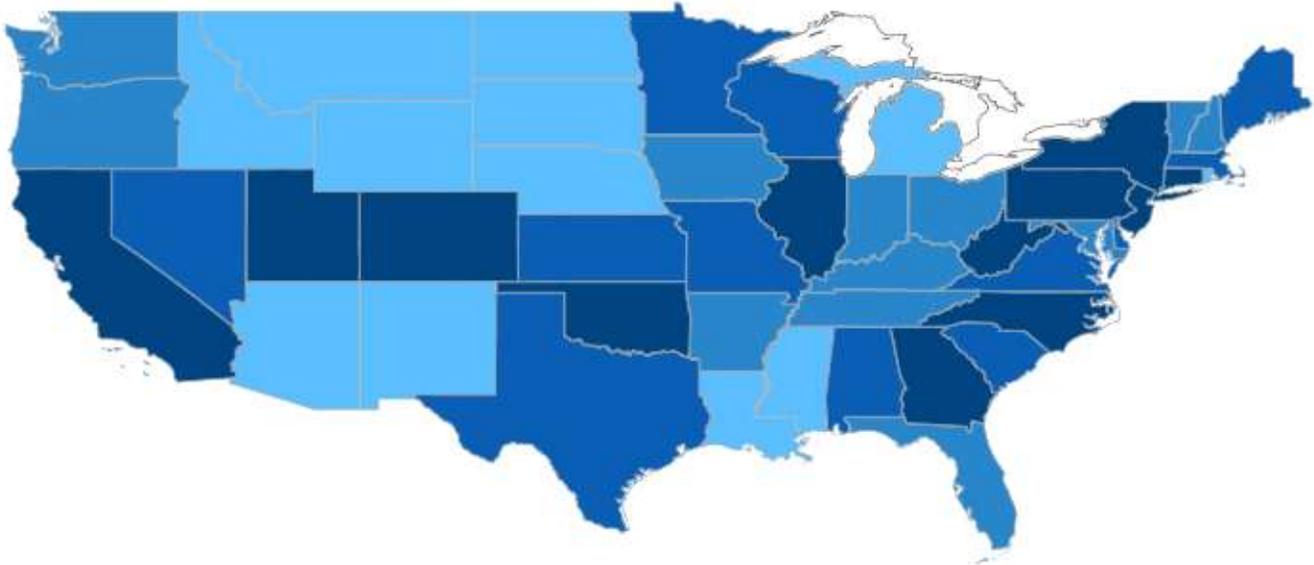
Gráfica 5.7 Variación en dos años en la participación de la población de mediana edad en la fuerza laboral (%)



Fuente: BBVA Research, CPS e IPUMS.
 * Los más oscuros representan un mayor crecimiento relativo

El hecho de que se aceleren rápidamente los signos incipientes de rigidez del mercado laboral podría suponer un riesgo al alza a medida que se reduzca el número de trabajadores de mediana edad disponibles. Un análisis más detallado de la participación de la población de mediana edad sugiere que, desde 2016, se ha producido un rápido aumento del porcentaje de trabajadores de mediana edad en un importante número de estados. De hecho, 33 estados han experimentado, en promedio, un aumento de la participación de la población de mediana edad de 50 puntos básicos. Desde enero de 2017, Rhode Island, Nevada, Maine y Virginia Occidental han experimentado aumentos de más de 2 puntos porcentuales. En septiembre de 2018, mientras que sólo siete estados tenían tasas de participación de la población de mediana edad un punto porcentual por debajo de los niveles máximos, las tendencias a nivel estatal estaban sesgadas al alza. Esto resulta sorprendente si se tiene en cuenta que las generaciones más jóvenes se enfrentaron a desafíos inusuales después de la crisis, como el retraso en la jubilación de las personas que pertenecen a la generación del *baby boom*, los altos costes (financieros y de oportunidad) asociados al hecho de matricularse de nuevo en la educación superior, el estancamiento del crecimiento salarial y la moderada recuperación del mercado laboral, la falta de competencias, el aumento de la polarización y el estancamiento de las políticas. Puesto que ya se está produciendo la transición de generaciones, existe la posibilidad de que algunos estados sufran un fuerte ajuste de la población activa, a medida que aumenta la competencia por los trabajadores cualificados y especializados.

Gráfica 5.8 Sensibilidad a los tipos de interés por estados



Fuente: BBVA Research.

* Los valores más oscuros representan una mayor sensibilidad del ciclo a la inversión de la curva de rendimiento.

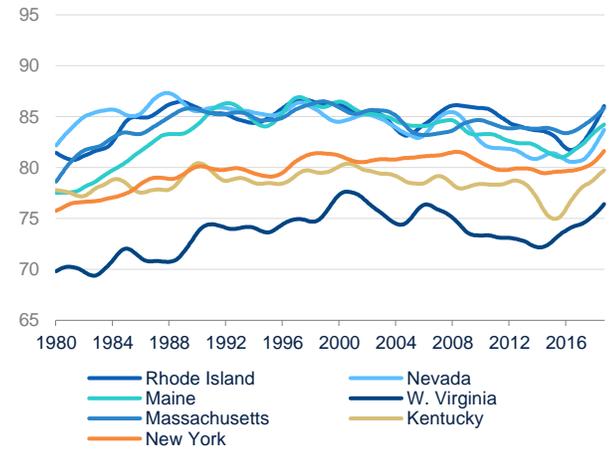
El aumento de los tipos de interés y una curva de rendimiento comprimida (inversión) podrían suponer desafíos singulares para las perspectivas económicas regionales. Los estados con consumidores sensibles a los tipos de interés o aquellos en los que el endeudamiento y los riesgos financieros son superiores a la media, que presentan desequilibrios en el precio de los activos o industrias sensibles a los tipos de interés también podrían liderar la desaceleración si los costes de los préstamos aumentan más rápidamente que los ingresos o los beneficios. De hecho, estados como Dakota del Norte, Oklahoma, Iowa, Alaska y Michigan son más sensibles al aumento de los tipos de interés, donde un incremento del 25% en los tipos a corto plazo podría reducir el crecimiento del PIB real un 35%, 9%, 7%, 7% y 6%, respectivamente. Otros estados como Hawái, Tennessee, Carolina del Sur y Minnesota también podrían verse afectados si se produce un aumento de los tipos de interés.

El dicho «como va California, va el resto del país» parece cierto cuando se analiza el impacto que tiene una curva de rendimiento comprimida en el crecimiento económico regional. De los 50 estados, la probabilidad de recesión de California es la más sensible a los cambios marginales en la pendiente de la curva de rendimiento, mientras que la economía de Nueva York es la segunda. Esto sugiere que una estrecha vigilancia de los dos estados más poblados también podría proporcionar una señal adicional de alerta temprana de desaceleración del crecimiento de Estados Unidos.

Teniendo en cuenta las dificultades económicas y la incertidumbre asociada con la aparición de una próxima recesión económica, se producirá un aumento de la prima con el fin de identificar las sólidas oportunidades ajustadas en función del riesgo a nivel regional en 2019 y 2020. En lo que respecta al equilibrio entre el crecimiento y la posibilidad de recesión en los próximos 12 meses, creemos que Texas, Washington, California, Florida y Colorado lograrán un equilibrio óptimo entre riesgos y beneficios. Por ejemplo, esperamos que Texas crezca un 4,5% en 2019 y se enfrente a un riesgo de recesión casi inexistente del 0,7%. Asimismo, es probable que el crecimiento de Washington sea del 4,4% con un riesgo de recesión del 0,4%, mientras que el crecimiento de Florida debería alcanzar el 3,5% con un

riesgo de recesión ligeramente superior, del 1,3%. Si bien Colorado y California se enfrentan a un riesgo de recesión moderadamente más alto, con un 4,1% y un 8,6%, respectivamente, su potencial de crecimiento por encima de la media es alto, ya que el ritmo de expansión en ambos estados será superior al 3%.

Gráfica 5.9 Participación de las personas de mediana edad en la fuerza laboral, %



Fuente: BBVA Research, CPS e IPUMS

Tabla 5.10 Crecimiento del PIB y riesgo de recesión por estados en 2019, %



Fuente: BBVA Research

Como en todo ciclo económico, el tiempo es un factor importante. En lo que respecta al crecimiento y los riesgos regionales, parece que nos encontramos en un momento de ubicuidad y prosperidad.

6. Economía global: el crecimiento mundial se modera ligeramente y se intensifican los riesgos

La economía mundial sigue mostrando signos positivos, a pesar de la creciente incertidumbre. Los estímulos fiscales en Estados Unidos y la estabilidad en China y Europa han impulsado el crecimiento mundial. Los datos disponibles hasta septiembre dejan entrever una ligera ralentización del crecimiento mundial en el tercer trimestre del año (BBVA-GAIN: 0,92% intertrimestral), aunque se mantuvo elevado. El crecimiento del sector industrial se moderó y aún no se ha recuperado de los malos resultados de principios de año. El crecimiento inferior a lo esperado reflejó el empeoramiento de las perspectivas para los países emergentes y no las fricciones comerciales, ya que los resultados de las exportaciones de los países de la región Asia-Pacífico fueron sólidos. Sin embargo, aún es demasiado pronto para evaluar los posibles efectos negativos del aumento de las medidas proteccionistas, dado que algunas de las mejoras pueden estar relacionadas con movimientos preventivos de países e industrias que se enfrentan a nuevos aranceles.

Además de las crecientes tensiones comerciales y los desequilibrios de los mercados emergentes, los mercados se han centrado en Europa por dos razones. En primer lugar, el riesgo vinculado a Italia aumentó durante el verano tras la propuesta presupuestaria del Gobierno, que se desvió de la senda deseada por la Comisión Europea. El contagio a los países periféricos ha sido limitado a pesar del aumento de la prima de riesgo italiana, que aumentó 300 puntos básicos. En segundo lugar, las negociaciones del *brexit* se encuentran en punto muerto, lo que aumenta la probabilidad de que se produzca una salida de la UE sin acuerdo.

Los indicadores de confianza también apuntan a una moderación gradual del crecimiento mundial, aunque se mantienen en niveles elevados. Unas expectativas de empleo menores y la debilidad de la demanda exterior influyeron en la confianza en el sector manufacturero, principalmente en Alemania y Japón. Las expectativas sobre la evolución del sector de los servicios también se han deteriorado, aunque se mantienen muy por encima de la media histórica, respaldadas en parte por la fortaleza de la demanda interna en las economías desarrolladas. De hecho, las ventas al por menor crecieron a un ritmo relativamente sólido, por lo que es probable que el consumo siga respaldando el crecimiento mundial.

En cuanto a la evolución de los precios, el aumento de la inflación antes del verano se ha moderado más recientemente debido a la evolución de los precios de las materias primas. La inflación básica se mantiene contenida, pero se espera que aumente gradualmente como resultado de la fortaleza de la demanda interna y de las presiones de la oferta en las economías avanzadas, así como de las depreciaciones monetarias en las economías emergentes.

En cuanto a la política monetaria, la Reserva Federal está lista para proseguir con su estrategia de normalización. Después de elevar los tipos en tres ocasiones este año, la Reserva Federal se dispone a incrementarlos en otros 25 puntos básicos, con lo que el tipo de referencia se situará en el 2,5%. El BCE también reafirmó su compromiso con su estrategia de salida. En consonancia con las expectativas, en las dos reuniones celebradas durante el período estival, el BCE reiteró que el programa de adquisición de activos concluiría en diciembre de este año. Respecto a los tipos de interés, el BCE mantiene el tipo de referencia en el 0% y el tipo de interés sobre los depósitos en el -0,40%, pero ha reiterado que los tipos de referencia no sufrirán cambios, como mínimo, hasta el verano de 2019. En este contexto, sin cambios en la dirección de la política monetaria, nuestra previsión sobre la primera subida de los tipos de interés

se mantiene inalterada, con un primer aumento del tipo de interés sobre los depósitos en septiembre (+15 puntos básicos).

Con el final del programa de compra de activos en el horizonte, el enfoque en los próximos meses se centrará en estudiar cómo aplicar la política de reinversión de los pagos de capital adquiridos en virtud del programa de compra de activos y cuándo y a qué ritmo se incrementarán los tipos de interés. Hasta ahora, el BCE parece estar satisfecho con las expectativas del mercado (descontando una primera subida de tipos en octubre de 2019) y no parece tener prisa por hacer ningún cambio en su orientación hacia el futuro. No obstante, se espera que empiece a dar pistas sobre su orientación con respecto a los tipos de interés a principios de 2019.

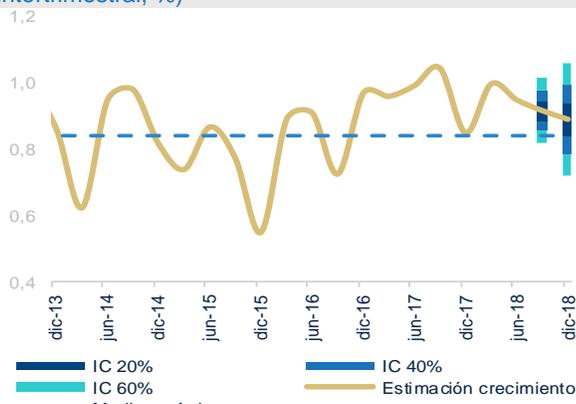
En este contexto, tanto la Reserva Federal como el Banco Central Europeo (BCE) siguen avanzando hacia la normalización de la política monetaria, lo que significa un endurecimiento progresivo de las condiciones financieras mundiales que seguirá ejerciendo presión sobre las economías emergentes en los próximos trimestres. Las divisas de Argentina y Turquía se depreciaron un 30% y un 24%, al tiempo que su prima de riesgo aumentó de manera considerable. Sin embargo, las tensiones disminuyeron después de que ambos países se esforzaran por disipar los temores del mercado.

La incertidumbre sobre el proteccionismo también sigue siendo elevada. Pese a que, por el momento, las tensiones comerciales entre Estados Unidos y algunas zonas han disminuido, todavía no se ha ratificado el acuerdo con México y Canadá, y se podrían reanudar las negociaciones sobre el sector de la automoción con Europa después de las elecciones de mitad de mandato que se celebrarán en noviembre en Estados Unidos. Dicho esto, Estados Unidos ya ha aprobado un arancel del 10% sobre las importaciones chinas por valor de 200 000 millones de dólares, además de los aranceles del 25% sobre 50 000 millones de dólares que ya están en vigor. A su vez, China ha respondido con aranceles del 10% sobre mercancías estadounidenses por valor de 60 000 millones de dólares y del 25% sobre 50 000 millones. El impacto directo sobre el PIB de China será de alrededor del 0,1%. Sin embargo, una menor confianza entre los agentes económicos y los efectos indirectos en los mercados financieros podrían sumarse a los problemas económicos de China. Estos efectos indirectos podrían restar alrededor de 0,1 puntos porcentuales a su crecimiento. Si fracasan las negociaciones entre Estados Unidos y China, el arancel del 10% aprobado en septiembre podría aumentar hasta el 25% en enero de 2019. En este escenario, y suponiendo que China reaccione del mismo modo, el impacto sobre el crecimiento sería ya mucho más significativo, ya que podría reducir el crecimiento chino en 0,7 puntos porcentuales y el de Estados Unidos en 0,2 puntos porcentuales.

El escenario mundial sigue estando sujeto a riesgos, en su mayoría negativos. Por un lado, no ha disminuido el riesgo a una guerra comercial y este podría empeorar tras las elecciones de noviembre en Estados Unidos, especialmente con China. Asimismo, se reanudarán las negociaciones con la UE y Japón en sectores importantes como el del automóvil. Si bien el impacto directo de las medidas sería limitado, el riesgo de una guerra comercial podría ser un lastre para la confianza, aumentar la aversión de los mercados al riesgo y reducir los flujos globales de inversión directa. Los riesgos políticos en Europa también se han intensificado. En Italia, el aumento del déficit previsto podría suscitar dudas sobre la sostenibilidad de sus cuentas públicas, lo que podría aumentar aún más la prima de riesgo de la economía y provocar una reaparición de las tensiones financieras en los mercados de bonos periféricos. Tampoco podemos descartar una posible salida del Reino Unido de la UE sin un acuerdo. Por otra parte, en un entorno financiero con mayor volatilidad y ante un endurecimiento imprevisto de las condiciones financieras mundiales, podrían aumentar las tensiones financieras en las economías emergentes, sobre todo en aquellas con vulnerabilidades acumuladas.

No obstante, las previsiones de crecimiento mundial para 2018 y 2019 son del 3,7% y del 3,6%, respectivamente, ya que ahora esperamos una ligera moderación. Esta desaceleración de la actividad mundial se explica principalmente por el menor crecimiento de algunas economías emergentes (en concreto, de aquellas con mayores vulnerabilidades en un contexto en el que las condiciones financieras mundiales son más restrictivas). En Estados Unidos, el aumento del consumo y la solidez de las inversiones siguen respaldando la previsión de un crecimiento del 2,8% para 2018-2019. En China, las autoridades están aplicando políticas más flexibles para tratar de frenar la desaceleración de la demanda interna y contrarrestar el aumento del proteccionismo. Tras los buenos resultados del primer semestre del año, hemos revisado ligeramente al alza nuestra previsión de crecimiento en 0,2 puntos porcentuales hasta el 6,5% en 2018. Las previsiones para 2019 no sufren cambios y se mantienen en el 6%. En la zona euro, la fuerte demanda interna y las políticas flexibles (tanto monetarias como fiscales) podrían compensar el aumento de la incertidumbre y la moderación de la demanda mundial. Como resultado, mantenemos nuestra previsión de crecimiento en el 2% en 2018 y el 1,7% en 2019.

Gráfica 6.1 Crecimiento del PIB mundial (intertrimestral, %)



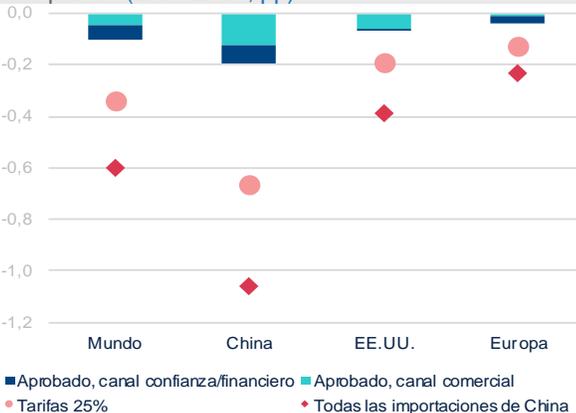
Fuente: BBVA Research

Gráfica 6.2 Índice BBVA de tensiones financieras en las economías emergentes



Fuente: BBVA Research

Gráfica 6.3 Efecto sobre el crecimiento del PIB debido al aumento de los aranceles de EE.UU. y a la respuesta de otros países (2018-2019, pp)



Fuente: BBVA Research

Gráfica 6.4 Previsiones de crecimiento del PIB mundial (% a/a)



Fuente: BBVA Research

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	2.1	1.6	1.5	1.4
Inversión fija bruta	1.6	1.1	0.9	0.8	-0.2	0.8	0.9	0.9	0.9	0.8	0.7
No residencial	1.2	0.5	0.9	0.3	0.1	0.7	0.9	0.9	0.8	0.8	0.7
Residencial	0.3	0.3	0.1	0.3	0.2	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Exportaciones	0.5	0.5	0.6	0.1	0.0	0.4	0.6	0.5	0.6	0.7	0.7
Importaciones	-0.5	-0.3	-0.9	-1.0	-0.3	-0.8	-0.9	-1.0	-0.9	-0.9	-0.9
Gobierno	-0.4	-0.5	-0.2	0.3	0.3	0.0	0.3	0.4	0.3	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	208	185	161	122	107
Precios al consumidor (% a/a)	2.1	1.5	1.6	0.1	1.3	2.1	2.5	2.6	2.6	2.4	2.3
Subyacente al consumidor (% a/a)	2.1	1.8	1.7	1.8	2.2	1.8	2.1	2.2	2.3	2.3	2.3
Balance fiscal (% PIB)	-6.8	-4.1	-2.8	-2.4	-3.2	-3.5	-4.2	-4.6	-4.5	-4.8	-5.2
Cuenta corriente (bdp, % PIB)	-2.6	-2.1	-2.1	-2.2	-2.3	-2.3	-2.3	-2.4	-2.5	-2.5	-2.5
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	6.0	5.3	5.4	5.6	5.7
Valores tesoro 10 años (rend. % , fdp)	1.72	2.90	2.21	2.24	2.49	2.40	3.11	3.66	3.77	3.97	4.13
Precio del Brent (dpb, promedio)	111.7	108.7	99.0	52.4	43.6	54.3	73.9	72.7	64.9	60.9	60.0

(p): previsión
Fuente: BBVA Research

Cuadro 7.2 Crecimiento del PIB real por estados en EEUU, %

	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 México	-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

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 United States.
bbvaresearch@bbva.com - www.bbvaresearch.com