

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

BBVA Research

Situación Estados Unidos

Primer trimestre de 2019

Unidad de Estados Unidos

Creando Oportunidades

Índice

1. Editorial	3
2. La dinámica positiva de 2018 da paso a una creciente incertidumbre	5
3. Seguimiento del sentimiento de la Reserva Federal con Big Data	12
4. Energía eólica en Texas: políticas adecuadas para una industria próspera	16
5. Perspectiva regional	21
6. Previsiones	30

Fecha de cierre: **8 de febrero de 2019**

1. Editorial

El vertiginoso ritmo del ascenso multidimensional y mundial de China en los últimos 20 años ha generado tanto admiración como temor. Para algunos países, representó una oportunidad única para ampliar el comercio exterior, desarrollar nuevas industrias y mantener un mayor crecimiento económico. Para otros países, significó una mayor competencia, una dislocación industrial y un aumento de las tensiones sociales, políticas y económicas. Inicialmente, la mayoría de las presiones se concentraron en los sectores de bajo valor agregado y afectaron a los países con industrias básicas. Sin embargo, con el correr del tiempo, los países desarrollados experimentaron importantes problemas en industrias de mayor valor agregado, que dependen de tecnologías sofisticadas y de mayores niveles de capital humano.

Aunque los Estados Unidos mantienen ventajas significativas, tales como las fuerzas armadas más fuertes, la moneda de reserva del mundo, la economía más grande y las universidades mejor valoradas, existe una creciente preocupación de que el país esté perdiendo la carrera tecnológica. Como ejemplo, en el año 2016, China superó a los Estados Unidos como el principal productor de artículos científicos. In 2018, el tamaño del mercado de comercio electrónico de China alcanzó los 1,1 billones de dólares estadounidenses o el 42% del valor de las transacciones mundiales, y podría alcanzar los 1,8 billones de dólares estadounidenses en 2022, el doble que los Estados Unidos. Además, los pagos móviles de China son aproximadamente 11 veces el valor de las transacciones de los Estados Unidos. De hecho, el 92% de los consumidores en China usan billeteras móviles y casi el 80% de los usuarios de teléfonos inteligentes realizan una compra en un punto de venta móvil, en comparación con el 25% de los usuarios estadounidenses. China también alberga un tercio de las compañías “unicornio” del mundo, es decir, empresas de nueva creación con un valor de mercado superior a los 1000 millones de dólares estadounidenses, y representa el 24% del capital de riesgo mundial, lo que supone un aumento con respecto al 5% de hace una década.

Estos hechos representan un duro despertar para los Estados Unidos, similar al que se produjo en la carrera espacial en las décadas de 1950 y 1960, cuando la Unión Soviética lanzó con éxito el primer satélite y envió al primer hombre a la órbita terrestre. No es extraño que los responsables políticos hayan intentado durante más de una década reaccionar ante este cambiante panorama. Sin embargo, parece que ninguna de las opciones ha tenido un impacto significativo. De hecho, las tácticas más recientes, como los aranceles comerciales, el bloqueo de la adquisición de empresas de alta tecnología y las quejas formales ante la Organización Mundial del Comercio (OMC), parecen ser una solución a corto plazo a un problema a largo plazo y, por lo tanto, es poco probable que fuercen un cambio importante en las tendencias actuales.

En este sentido, en lugar de encontrar culpables externos, los Estados Unidos deberían crear un sentimiento de urgencia y tomar medidas audaces en el ámbito nacional. En particular, el país debe tratar de mantener su posición de liderazgo en la economía del conocimiento. Esto ayudaría a cosechar los beneficios de las tecnologías nuevas y disruptivas, y fortalecería las fuentes de crecimiento económico y de prosperidad. Esto requiere un enorme esfuerzo por parte de todos los actores, empezando por invertir la tendencia a la baja del gasto federal y estatal en I&D, que es la base de la investigación científica fundamental utilizada para desarrollar tecnologías que maximicen las ventajas de “ser los primeros en actuar”, con beneficios en el largo plazo. Además, es necesario que haya un empuje efectivo para mejorar la educación básica concentrándose principalmente en la ciencia, la tecnología, la ingeniería y las matemáticas. Asimismo, los programas asequibles de educación superior, capacitación y formación profesional, combinados con políticas de inmigración favorables para los inmigrantes cualificados, estimularán una cultura de innovación y espíritu empresarial, e impulsarán la capacidad de atraer y retener a los mejores talentos. Por otro lado,

es esencial actualizar y reformular la red de seguridad y la política fiscal para hacer frente, de manera eficaz, a algunos de los retos que se derivan de la economía del conocimiento, como la creciente desigualdad y el paso de la mano de obra a la automatización.

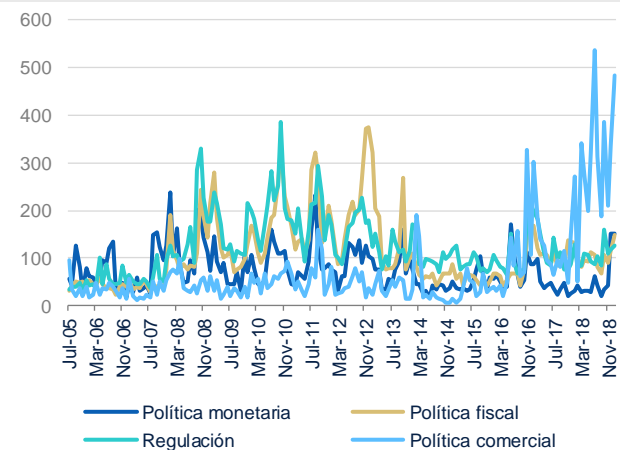
Por último, pero no por ello menos importante, es necesaria una estrategia global para modernizar los pilares que sustentan la inversión privada. El fomento de la creación de nuevas empresas y de la innovación tecnológica, al tiempo que se reducen las barreras de mercado y se estimula la competencia en el mercado, son esenciales para el desarrollo de las tecnologías emergentes. Esto permitirá al sector privado estadounidense alcanzar una posición de liderazgo en nuevas tecnologías como la inteligencia artificial, el Big Data, la fabricación avanzada, la nanotecnología, la biotecnología, la genómica, las energías renovables, la robótica, la computación cuántica y la medicina regenerativa. En definitiva, el panorama cambiante que ya está teniendo lugar únicamente se intensificará en las próximas décadas. Esto tendrá profundos efectos en la economía, los mercados laborales, la política y la estabilidad mundial. Permanecer complacientes no es una opción. Si queremos tomar el control de nuestro propio destino en el siglo XXI y disfrutar de los beneficios de la economía de gigabytes, debemos adoptar un New Deal tecnológico.

2. La dinámica positiva de 2018 da paso a una creciente incertidumbre

Con el turbulento final de 2018 y los vientos contrarios que se acumulan en el extranjero, nuestra línea de base asume ahora que las condiciones económicas se enfriarán más rápido de lo que se había anticipado anteriormente, empujando el crecimiento hacia abajo al 2.5% en 2019 y más cerca de su tasa de tendencia de alrededor del 2.0% para 2020. En 2018, la convergencia de un crecimiento mundial más fuerte, una política fiscal simulada, una elevada confianza de las empresas y los consumidores, y unas condiciones financieras acomodaticias se combinaron para producir uno de los mejores años para el crecimiento desde antes de la crisis financiera mundial. Con un crecimiento medio del empleo cercano a los 200 000 puestos de trabajo al mes, la tasa de desempleo cayó por debajo del 3.9% por primera vez en 50 años. La inflación se mantuvo un tanto contenida a pesar de las favorables condiciones económicas, el endurecimiento de los mercados laborales, los riesgos de presiones sobre los costos de los insumos derivados de las crecientes fricciones comerciales y la posibilidad de un mayor dinamismo de la demanda.

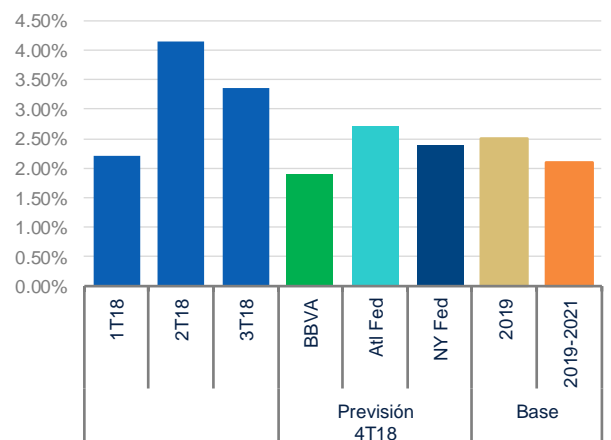
Sin embargo, la incertidumbre en el mundo desarrollado (el Brexit, el cierre del gobierno de los Estados Unidos, la incertidumbre del BCE y de la Reserva Federal y la crisis fiscal italiana), las condiciones financieras más estrictas, una desaceleración significativa de la economía de China y una menor confianza interna sugieren que han aumentado los riesgos a la baja. Si bien los desequilibrios subyacentes siguen siendo modestos, los principales indicadores de recesión sugieren que el riesgo de una desaceleración económica en los Estados Unidos está aumentando. Teniendo esto en cuenta, la Reserva Federal está indicando que se detendrá al menos durante los primeros seis meses del año 2019 para recalibrar su postura de política monetaria a fin de reconciliar los sólidos fundamentos macroeconómicos y las crecientes “corrientes cruzadas”, con lo que se logrará un aterrizaje suave y eficaz.

Gráfica 2.1 Incertidumbre política, índice 1985-10 = 100



Fuente: BBVA Research y Bloom, y otros

Figure 2.2 PIB de los Estados Unidos variación intertrimestral anualizada (%)



Fuente: BBVA Research, BEA y Haver Analytics.

Si bien el cierre de 35 días que comenzó en diciembre de 2018 ha retrasado nuestra visión del crecimiento del PIB en el cuarto trimestre, los datos disponibles sugieren que el crecimiento al final del año continuó a un ritmo moderado. En términos del impacto que el cierre del gobierno tendrá en el desempeño económico en el primer trimestre del año

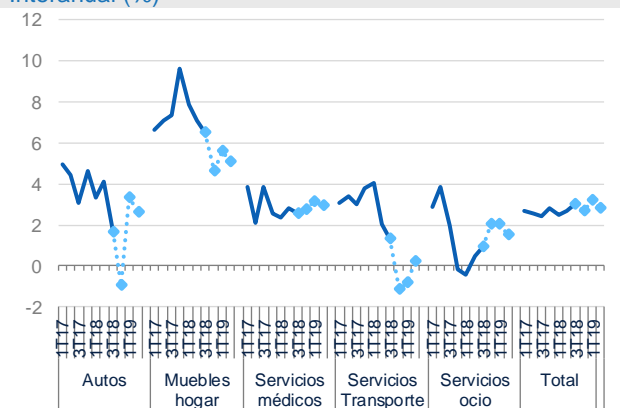
2019, creemos que el costo será de alrededor de 0.4 puntos porcentuales, lo que sugiere que el crecimiento del PIB podría caer por debajo del 2.0% sobre una base anualizada. Con todo, en términos netos, la corta duración y el hecho de que los trabajadores temporeros y los que trabajan sin remuneración recibirán un pago retroactivo entrañan efectos mínimos en el largo plazo. No obstante, si la incertidumbre política se intensifica, los efectos de segunda ronda podrían ser mayores.

Las fuertes condiciones del mercado laboral, el continuo impulso de los recortes en el impuesto sobre la renta personal (IRP) y las perspectivas positivas de los consumidores sobre el estado de la economía condujeron a una fuerte aceleración del consumo en 2018. El aumento de la demanda de servicios de alimentación y alojamiento, los bienes no duraderos como la ropa y el calzado, y los alimentos y bebidas comprados para consumo fuera del establecimiento explican en parte el fuerte aumento del consumo. Además, otros servicios que incluyen categorías como cuidado personal, servicios profesionales y viajes netos al extranjero crecieron a un ritmo muy superior al promedio, contribuyendo con casi 20 puntos básicos por trimestre a la tasa de crecimiento trimestral anualizada. Además, después de un primer trimestre poco optimista, la demanda de automóviles se mantuvo estable a pesar de los signos de una desaceleración más duradera. Aunque esperábamos que las presiones adversas se fortalecieran a nivel nacional, nuestra base de referencia supone que el consumo personal crecerá un 2.7% y un 1.9% en 2019 y 2020, respectivamente.

Mientras tanto, la inversión privada se mantuvo sólida, ya que una política fiscal corporativa más favorable, un repunte de los precios de la energía en los tres primeros trimestres, un mayor crecimiento en el extranjero y una sólida confianza empresarial compensaron los factores adversos del sector residencial y la incertidumbre comercial. De hecho, en términos interanuales, la inversión fija privada no residencial real aumentó un 6.8% a pesar de que las estructuras residenciales permanentes disminuyeron un 3.6%. En términos de contribuciones, la inversión real en propiedad intelectual contribuyó con 43 puntos básicos por trimestre, lo que fue 2.4 veces superior a la media.

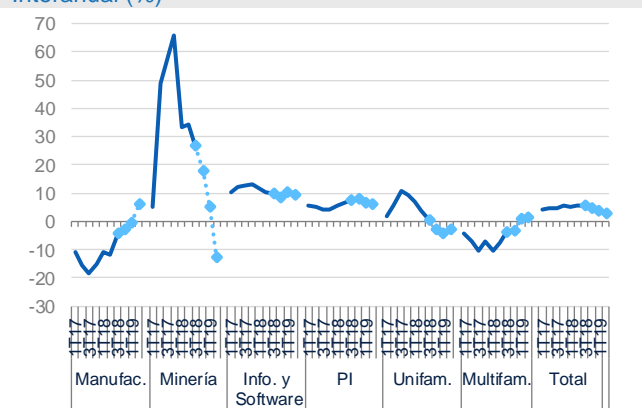
En el caso de la inversión residencial, la situación desfavorable persiste tanto en el espacio unifamiliar como en el multifamiliar. En el sector multifamiliar, el exceso de capacidad y la caída de las tarifas máximas han provocado un importante descenso de la inversión, que persiste desde 2016. Con respecto al sector residencial, las presiones del lado de la demanda asociadas con una menor asequibilidad y unas condiciones de oferta ajustadas han influido en la confianza de los constructores y en la inversión residencial agregada.

Gráfica 2.3 Gasto de consumo personal, Interanual (%)



Fuente: BBVA Research

Gráfica 2.4 Inversión privada fija real, Interanual (%)

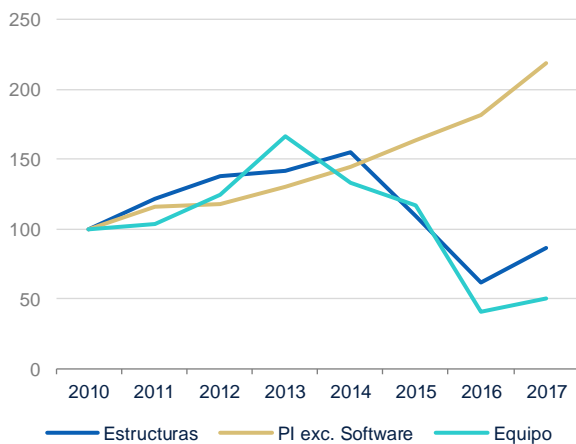


Fuente: BBVA Research

El sector del petróleo y el gas se ha convertido en una fuente cada vez más importante de inversión en los Estados Unidos. En el punto álgido del auge del esquisto, la inversión real en exploración, perforaciones y pozos representaba alrededor del 30% de la inversión total en estructuras. Hoy en día esa cifra ha descendido hasta el 18.3%. La tímida recuperación se explica en parte por el cambio en el sector minero hacia un modelo de producción más centrado en la tecnología. De hecho, desde 2010, la inversión en propiedad intelectual no relacionada con el software ha aumentado un 88.9%, mientras que en el mismo período, las estructuras y equipos han disminuido un 28.8% y un 51.8%, respectivamente.

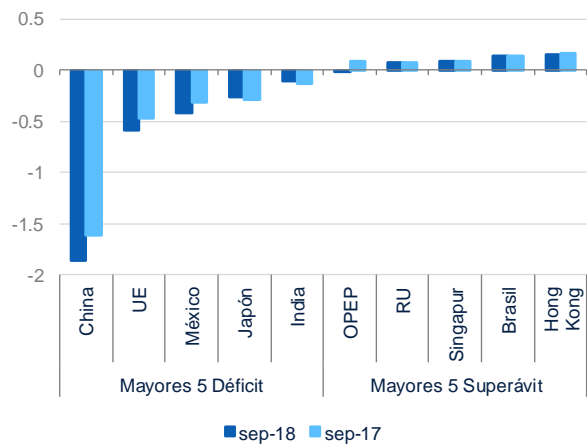
Si bien esperamos que los precios del petróleo se mantengan por debajo de los niveles que alentarían una sólida recuperación de la inversión en estructuras o equipos, las inversiones relacionadas con la propiedad intelectual deberían seguir creciendo a un ritmo superior al promedio, a medida que los precios del umbral de rentabilidad continúen bajando. Del mismo modo, la inversión en las capacidades de los segmentos intermedios debe seguir siendo sólida, dada la necesidad apremiante de aumentar y mejorar las capacidades, lo que podría aliviar los principales cuellos de botella de la oferta en un reducido número de cuencas de perforación.

Gráfica 2.5 Inversión en la industria minera, Índice 2010=100



Fuente: BBVA Research, BEA y Haver Analytics.

Gráfica 2.6 Balanza comercial bilateral, como porcentaje del PIB (%)



Fuente: BBVA Research, BEA y Haver Analytics.

En 2019, no prevemos un cambio importante en la composición de la inversión privada real, y dado que se están creando vientos en contra del crecimiento y que ha aumentado la incertidumbre, nuestra línea de base supone que el crecimiento de la inversión se moderará hasta el 5.3% en 2019 y el 4.6% en 2020.

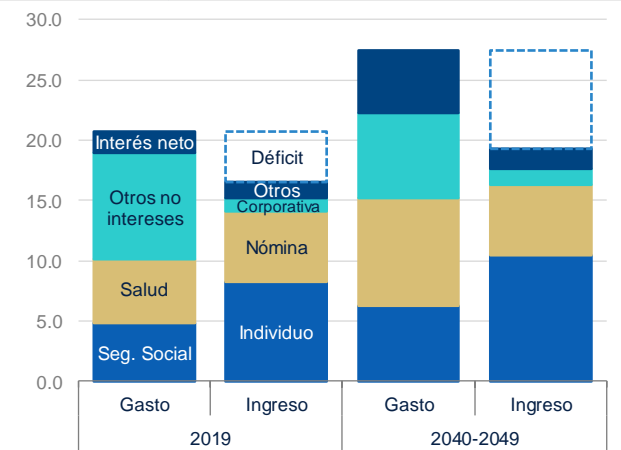
En cuanto al comercio exterior, como se esperaba, el déficit se amplió en el tercer trimestre de 2018, después de haber disminuido drásticamente en el primer y segundo trimestres, en respuesta a los inminentes aranceles a la importación. Como resultado, el déficit comercial se amplió al 3.1% del PIB, que es el mayor déficit desde 2012. En términos de déficits bilaterales, a partir del tercer trimestre de 2008, han aumentado con nuestros principales socios comerciales —Canadá, China, México, Reino Unido y la UE—, mientras que se han estrechado un poco con Corea del Sur, Japón, India y Brasil. En un futuro, esperamos que la relativa fortaleza del dólar estadounidense, el vigoroso crecimiento interno y las necesidades de financiamiento externo amplíen el déficit comercial, aunque una política monetaria más moderada podría moderar las presiones sobre la balanza por cuenta corriente. Como resultado,

prevemos que las exportaciones netas se reducirán en alrededor de 0.4 puntos porcentuales del PIB en 2019, lo que es coherente con las tendencias recientes.

En términos de consumo e inversión federal real, el acuerdo presupuestario bipartidista de 2018 aumentó las contribuciones del gobierno federal a 10000 millones de dólares por trimestre, marcando un cambio dramático entre 2010 y 2016; durante ese período, los gastos federales trimestrales disminuyeron en 4700 millones de dólares por trimestre. El impulso del consumo federal y el ligero aumento de la demanda a nivel estatal y local han contribuido con 0.4 puntos porcentuales (pp) a las tasas de crecimiento trimestral anualizadas en 2018.

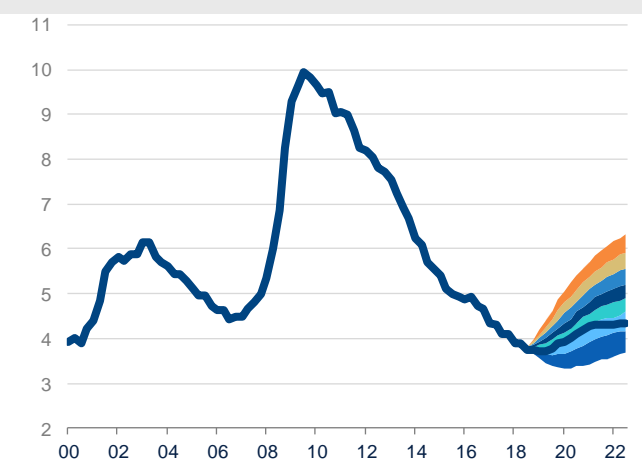
Si bien el aumento del gasto público y el fortalecimiento de las condiciones del sector privado hicieron que el crecimiento del PIB nominal alcanzara su nivel más alto desde 2006, los déficits federales siguieron aumentando en proporción del PIB. De hecho, el déficit federal aumentó a 3.8% en el año fiscal 2018, y anticipamos un aumento a 4.2% para el año 2020. Con un 78% del PIB, la deuda pública es la más alta desde después de la Segunda Guerra Mundial, y sobre la base de las proyecciones actuales de gastos, con y sin intereses, y suponiendo que no se produzcan cambios en la legislación actual, la deuda pública aumentará al 93% de aquí a 2029. Sin embargo, con la desaparición de los riesgos al alza de las tasas de interés a largo plazo, existe la posibilidad de que la carga de intereses sea inferior a las previsiones actuales. Dicho esto, bajo la trayectoria actual, es probable que el déficit federal suba a niveles preocupantes, con pagos de intereses casi iguales a todos los gastos no relacionados con los intereses, excluyendo el seguro social y el cuidado de la salud para el año 2048.

Gráfica 2.7 Déficit federales, como porcentaje del PIB (%)



Fuente: BBVA Research y CBO

Gráfica 2.8 Tasa de desempleo (%)



Fuente: BBVA Research, BLS y Haver Analytics.

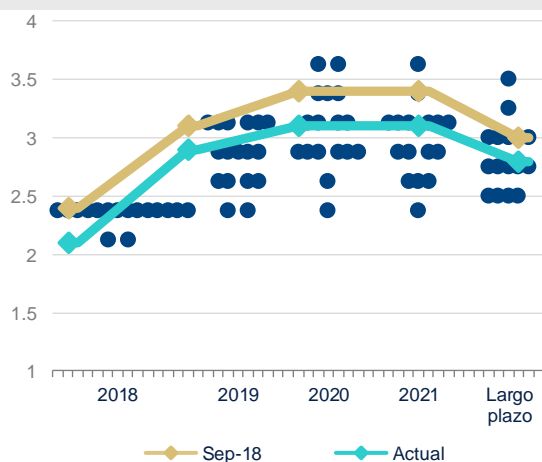
El mercado laboral se mantuvo particularmente fuerte en el cuarto trimestre de 2018, con una tasa de desempleo (TD) que cayó al 3.7%. Si bien la TD terminó el año ligeramente más alta de lo que esperábamos a principios de 2018, el repunte al final del año reflejó un número mayor al previsto de reincorporaciones al mercado laboral y de personas que abandonaron el mismo, lo que refleja una disminución de la inactividad en el mercado laboral. Por otra parte, la utilización de la mano de obra continuó mejorando, con una disminución constante en la medida más amplia de desempleo (U6) y con un aumento nada despreciable en la relación empleo-población y en la tasa de participación. Con respecto al futuro, esperamos que el aumento de los puestos de trabajo se desacelere a lo largo de 2019, y que

se reduzca a un ritmo medio de alrededor de 150 000 al mes en diciembre de 2019. Sin embargo, nuestra línea base asume que la TD será del 3.7% en el tercer trimestre de 2019.

La inflación, como se esperaba, se aceleró en 2018 a una tasa media del 2.4% interanual. Sin embargo, en diciembre, la caída de los precios de la energía, la ralentización del crecimiento de los servicios básicos y de las materias primas hicieron que el IPC general se situara por debajo del 2.0% por primera vez desde agosto de 2017. No es extraño que las expectativas de inflación basadas en el mercado también hayan disminuido en el cuarto trimestre de 2018, por debajo de 1.5%, antes de recuperarse un poco en enero. Con los precios básicos estables y las expectativas de inflación repuntando, no esperamos que se materialice un escenario desinflacionario preocupante. En cambio, la línea de base ahora asume una convergencia más rápida hacia el objetivo del 2% de la Reserva Federal, con riesgos ligeramente inclinados a la baja. Dicho esto, la repercusión del aumento de los aranceles a la importación, las presiones sobre los márgenes y el aumento de los salarios podrían contrarrestar la caída de los precios de la energía y los posibles riesgos a la baja para la demanda. En consecuencia, nuestra previsión es que el gasto de consumo personal básico crezca un 1.9% en 2019 y un 2.0% en 2020.

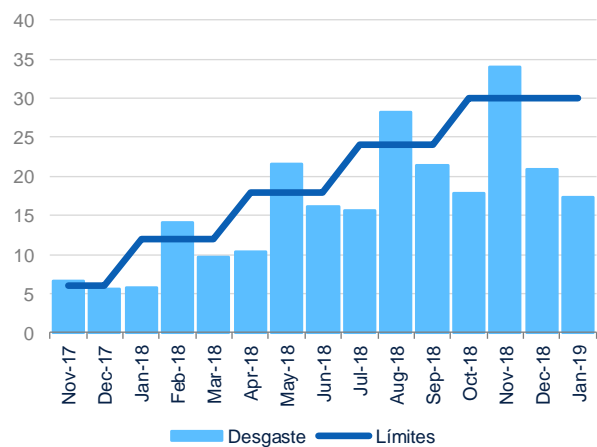
En términos de ajustes financieros, las condiciones se relajaron un poco en enero después de un endurecimiento drástico en el cuarto trimestre de 2018. La mayor incertidumbre de la demanda en China y en las principales economías desarrolladas, la polarización política, las tensiones comerciales y la preocupación por la trayectoria de la política monetaria provocaron una caída del 5% en los precios de la renta variable, empujaron al alza los diferenciales de crédito, como el universo BBB, hasta 25 puntos básicos, y fortalecieron al dólar de forma marginal. Sin embargo, los rendimientos del Tesoro continuaron bajando y la pendiente de la curva de rendimientos (10 años-2 años) se redujo a 0.11 puntos porcentuales. Las señales más optimistas de crecimiento en el mundo desarrollado y la disminución de la percepción de riesgo global han llevado a un modesto repunte de los mercados de valores y de los rendimientos de los bonos del Tesoro de los Estados Unidos. No obstante, la preocupación por el apalancamiento de las empresas nacionales sigue ejerciendo presión al alza sobre los diferenciales de crédito, aunque a pesar del aumento, los diferenciales se mantienen en línea con las medias históricas y por debajo de los niveles observados durante la caída de las materias primas industriales en 2015-2016.

Gráfica 2.9 Gráfica de puntos del FOMC (%)



Fuente: BBVA Research y FRB.

Gráfica 2.10 Desgaste del balance general y límites (miles de millones de USD al mes)



Fuente: BBVA Research y FRB.

En términos de política de la Fed, el FOMC no modificó el rango objetivo de la tasa de interés de los Fondos Federales en su reunión del 29 y 30 de enero después de concluir que la pausa sería consecuente con “la expansión sostenida de la actividad económica, condiciones sólidas del mercado laboral y una inflación cerca al objetivo simétrico del 2 por ciento del Comité”. No es de extrañar que la declaración también incluyera un texto sobre el deseo del comité de entrar en una fase más paciente, añadiendo que “a la luz de los desarrollos económicos y financieros globales, junto con las presiones inflacionarias atenuadas, el Comité tendrá paciencia a la hora de determinar qué ajustes futuros en el rango objetivo de la tasa de los fondos federales pueden ser apropiados para apoyar estos resultados”. Esto implica una mayor probabilidad de que se produzca una pausa prolongada, especialmente si los riesgos bajistas no disminuyen. Sin embargo, si estos riesgos desaparecen y la inflación continúa subiendo, la Reserva Federal probablemente llegará a la conclusión de que es apropiado seguir subiendo las tasas de interés.

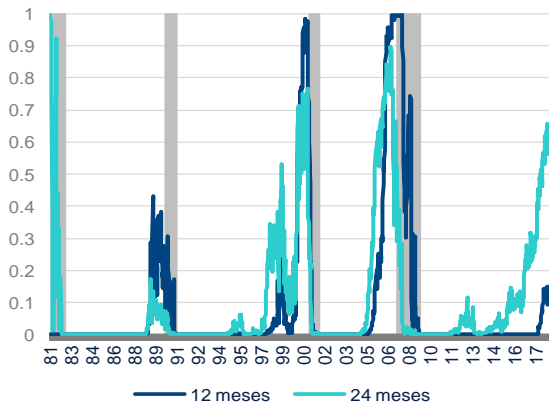
En cuanto al balance, el comité actualizó su plan, señalando que la política operaría “en un régimen en el que una amplia oferta de reservas asegura que el control sobre el nivel de la tasa de los fondos federales y otras tasas de interés a corto plazo se ejerza de manera primaria a través de la fijación de las tasas administradas por la Reserva Federal”. En otras palabras, el balance, aunque potencialmente más influyente que en regímenes políticos anteriores, no será la herramienta principal del comité. Esto sugiere que el comité se siente confiado en administrar las tasas utilizando un sistema de “piso” por el momento. Además, la Reserva Federal está indicando que está asumiendo que la demanda de reservas de los bancos seguirá siendo alta y elástica. Sin embargo, si las preferencias de los bancos han cambiado drásticamente desde la crisis y la demanda de activos líquidos como consecuencia de la regulación, la aversión al riesgo y la estigmatización ha aumentado significativamente, existe el riesgo de que nuevas reducciones en la oferta de reservas puedan complicar la ejecución de la estrategia de tasas de la Reserva Federal y su transmisión a los mercados.

Sin embargo, ahora que el comité está ampliando su enfoque dependiente de los datos a la normalización del balance, está preparado para reducir sus límites, en caso de ser necesario. Dado que en 2018, el balance general se redujo en cerca de 4000 millones de dólares menos al mes en términos tanto de títulos del Tesoro como de títulos respaldados por hipotecas, no hay necesidad inmediata de reducir los límites existentes, ya que en la mayoría de los casos no son vinculantes. Una posible solución para suavizar la volatilidad asociada con las amortizaciones de los títulos del Tesoro sería fijar un tope anual o trimestral. Sin embargo, esto podría presentar sus propios retos si se produjera un inesperado aumento de los vencimientos al final del trimestre o del año. Sin embargo, la Reserva Federal necesita ahora un marco actualizado para estimar la demanda de reservas del sector financiero, que parece ser mayor de lo que se había previsto anteriormente.

En la última declaración del FOMC se hizo hincapié en la paciencia, pero el Presidente, en su conferencia de prensa, adoptó un tono más suave, lo que provocó una reacción positiva por parte de los participantes en el mercado. El Presidente Powell destacó algunas corrientes cruzadas, como el menor crecimiento en el extranjero, la incertidumbre política en el Reino Unido (Brexit) y EEUU (el comercio y cierre del gobierno), el endurecimiento de las condiciones financieras y la debilidad del sentimiento de los consumidores y de las empresas. De hecho, el comité parece estar a punto de utilizar un enfoque de “gestión de riesgos con sentido común”, que Powell cree que fue muy útil en el pasado.

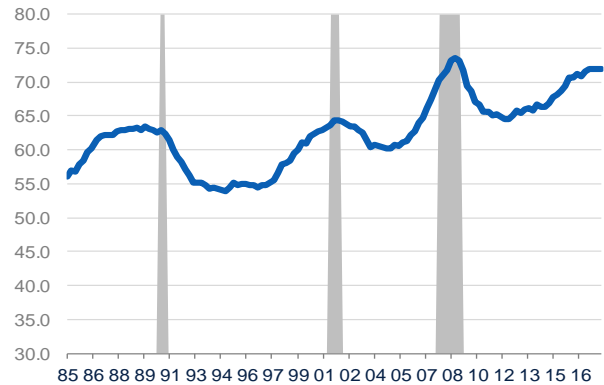
El hecho de que Powell aludiera a aislar la línea de base de los riesgos externos y sugiriera que la actual postura política es apropiada, significa que la pausa podría ser indefinida. Para volver a subir las tasas en 2019, el comité tendría que ver una disminución de la incertidumbre y de la volatilidad de los mercados financieros, y al mismo tiempo que los riesgos para las perspectivas de inflación se inclinan al alza. En caso de que las “corrientes cruzadas” disminuyan y las perspectivas de crecimiento interno sigan siendo positivas, es posible que el FOMC pueda subir las tasas dos veces más en 2019, lo que es consecuente con la actual gama de estimaciones del comité sobre el nivel neutro de las tasas de interés de los Fondos Federales y la previsión media para 2019 (Resumen de las Proyecciones Económicas).

Gráfica 2.11 Probabilidad de recesión (%)



Fuente: BBVA Research

Gráfica 2.12 Deuda corporativa (%)



Fuente: BBVA Research y FRB.

La decisión de la Reserva Federal de ralentizar sus planes de normalización no parece ser una reacción ante las preocupaciones internas, sobre todo si se considera que las preocupaciones de una recesión económica parecen ser prematuras. En tanto que nuestro modelo sugiere que en los próximos 24 meses el riesgo de una recesión cíclica es superior al 60%, el mismo modelo predice que en los próximos 12 meses la probabilidad es de apenas el 13,5%, lo que implica que el riesgo inmediato de recesión sigue siendo modesto. Además, la inversión de las moderadas declaraciones de la Reserva Federal implica que las condiciones financieras deberían seguir siendo ligeramente acomodaticias en 2019.

En todo caso, la economía de Estados Unidos ha estado en expansión durante los últimos 116 meses, y está a solamente tres meses de ser la mayor expansión económica moderna. Sigue existiendo un consenso generalizado de que las recesiones no terminan debido a su longevidad, aunque existen una serie de desequilibrios crecientes que podrían aumentar los riesgos sistémicos que amenazan a la economía.

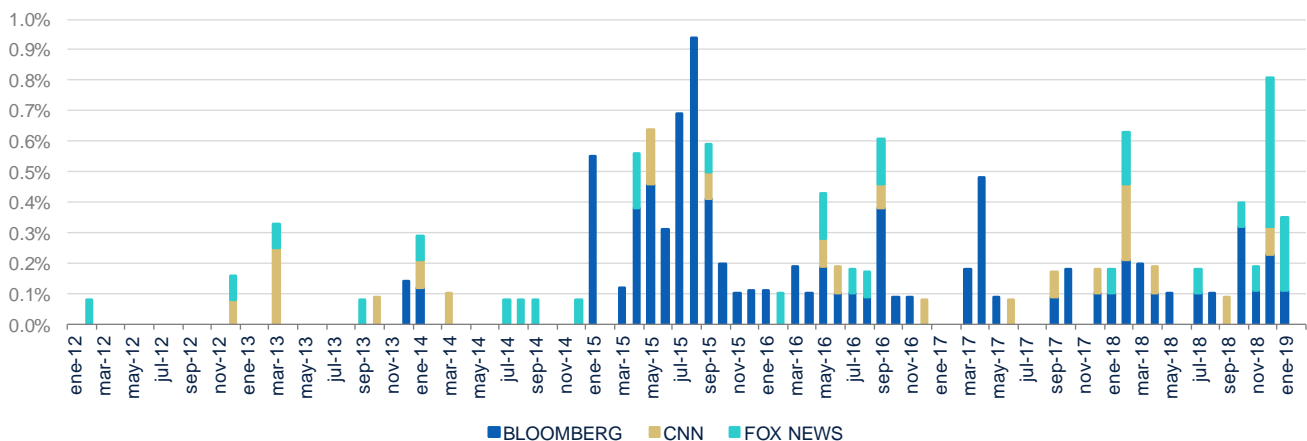
Los pasivos de las empresas a corto plazo siguen creciendo a un ritmo insostenible, sobre todo si se tiene en cuenta el entorno de aumento de las tasas de interés y el hecho de que la deuda de las empresas, como porcentaje del PIB, ha alcanzado máximos históricos. En cuanto a los consumidores, aunque los balances han mejorado significativamente desde la crisis, los costos de los intereses personales están empezando a aumentar más rápidamente que los ingresos disponibles, a pesar de las desgravaciones fiscales otorgadas a las personas por la Ley de Recortes de Impuestos y Empleos (TCJA, por sus siglas en inglés).

Por otro lado, hay signos de desaceleración sostenida en la economía alemana y de falta de avances en cuanto al Brexit, lo que aumenta los riesgos de posibles “corrientes cruzadas” desde Europa. En lo que respecta a China, la nueva intervención de la política monetaria y fiscal debería contribuir a un aterrizaje más suave en 2019. Sin embargo, una escalada de las tensiones con los Estados Unidos en el frente comercial o una perspectiva de demanda más sombría podrían plantear riesgos sistémicos para los mercados emergentes, las perspectivas de beneficios para las empresas de los Estados Unidos y el crecimiento mundial. Además, la incertidumbre interna podría aumentar si se produce otro enfrentamiento presupuestario. El Congreso y la Casa Blanca también tendrán que llegar a un acuerdo sobre el techo de deuda que, según la ley actual, se restablecerá en marzo de 2019. En última instancia, con los vientos a favor de 2018 invirtiéndose, parece que 2019 será un año en el que se necesitarán políticas sólidas y receptivas, ya que el costo de una mala gestión podría ser la diferencia entre el crecimiento y la recesión.

3. Seguimiento del sentimiento de la Reserva Federal con Big Data

El impacto de las subidas de las tasas de interés en 2018 muestra que un proceso de normalización ordenada de la política monetaria se ha convertido en una de las principales prioridades de la Reserva Federal. Debido a los profundos efectos de las tasas de interés oficiales sobre la liquidez, la orientación de la política monetaria está desempeñando un papel fundamental en la configuración de las expectativas y de los precios de los activos. No en vano, como se puede observar en la Gráfica 3.1, la cobertura informativa sobre la interacción entre las tasas de interés y el mercado de valores ha vuelto a ganar popularidad desde 2018. Además, los canales de medios de comunicación, como la CNN y Fox News, muestran una mayor cobertura que en 2015, cuando se concentraba en los canales de noticias orientados a los negocios, como Bloomberg.

Gráfico 3.1 Porcentaje de tiempo de transmisión cuando se mencionan simultáneamente “tasa de interés” y “mercado de valores”
%



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

Índice del sentimiento de la Reserva Federal del BBVA

Aunque la gestión de las expectativas es una parte esencial de la formulación de la política monetaria, la comunicación de la Reserva Federal con el público puede ser ambigua, y su interpretación ha sido un reto importante para los economistas y analistas de negocios. El esfuerzo actual a la hora de descifrar de forma cuantitativa el “discurso federal” se centra principalmente en documentos oficiales, como las declaraciones y discursos del FOMC. Si bien es cierto que estos documentos proporcionan información valiosa para que los participantes del mercado comprendan la política monetaria, sus deficiencias son evidentes. Por ejemplo, las declaraciones son demasiado cortas y carecen de variación. Por otro lado, las actas del FOMC se publican unas semanas después de la reunión y, por lo tanto, no pueden proporcionarnos las opiniones de los banqueros centrales de manera oportuna.

Para mejorar la capacidad de explicación y traspasar la frontera del análisis cuantitativo de las comunicaciones de la Reserva Federal, hemos desarrollado un nuevo modelo para captar los tonos “hawkish” y “dovish” (es decir, acomodaticios y alcistas) en cuatro pasos. En primer lugar, retiramos de Internet los discursos de los funcionarios de la Reserva Federal y los depuramos para que sean legibles para la computadora. Los discursos son mucho más largos que las declaraciones del FOMC y, por lo tanto, contienen más información. Por otra parte, los discursos se publican generalmente con prontitud y, en consecuencia, superan las deficiencias de las actas del FOMC.

En segundo lugar, utilizamos técnicas de explotación de textos de última generación para identificar los temas mencionados en cada discurso. Por ejemplo, las Gráficas 3.2 y 3.3 muestran dos nubes de palabras para los temas “inflación” y “tasas de interés”. Tal y como se ilustra, los textos de diferentes temas están bien agrupados y tienen sus propios conjuntos de palabras.

Gráfica 3.2 FedSpeak: nube de palabras para la inflación



Fuente: BBVA Research

Gráfica 3.3 FedSpeak: nube de palabras para las tasas de interés



Fuente: BBVA Research

En tercer lugar, utilizamos un diccionario específico para los bancos centrales con el fin de construir un mapeo de palabras a tonos positivos y negativos para cada tema. Posteriormente, realizamos dos regresiones probit (instrumentadas) para estimar la importancia relativa de cada tema en la política monetaria. Los indicadores “Hawkish” y “Dovish” se especifican de la siguiente manera:

$$I_{Hawk} = \begin{cases} 1, & \text{si la tasa de interés oficial aumenta} \\ 0, & \text{en caso contrario} \end{cases}$$

$$I_{Dove} = \begin{cases} 1, & \text{si la tasa de interés oficial disminuye} \\ 0, & \text{en caso contrario} \end{cases}$$

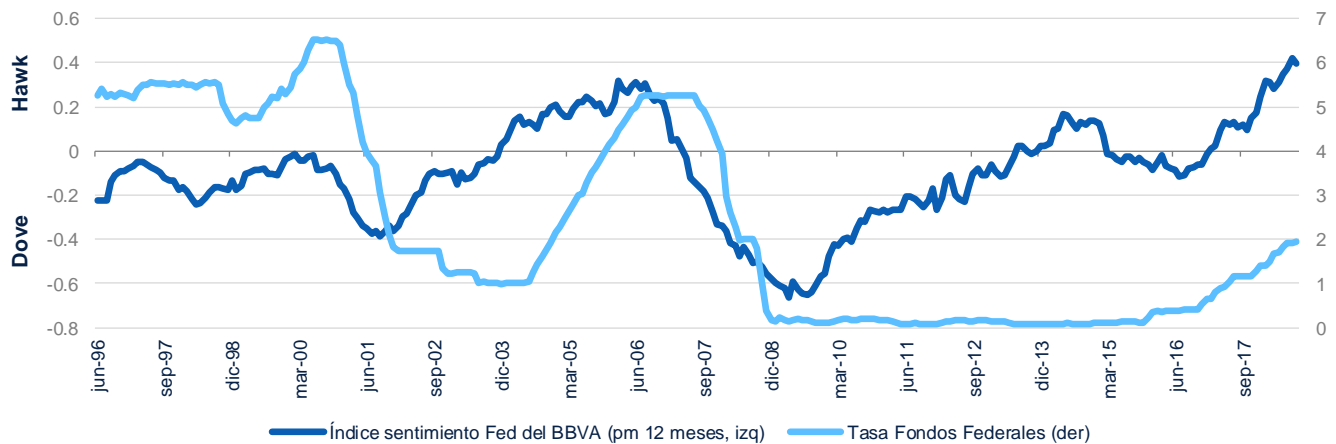
Al ejecutar las dos regresiones probit, podemos asignar un peso a cada tema que sea coherente con su importancia relativa para la política monetaria. Al atribuir a cada tema un peso diferente, nuestra metodología es más precisa que las antiguas metodologías que tratan todos los textos de forma indiscriminada. Por ejemplo, cuando los funcionarios de la Reserva Federal hablan de la importancia de la educación financiera, sabemos que este tema puede no ser relevante para la formulación de la política monetaria y, por lo tanto, debería desempeñar un papel insignificante en el índice final.

Finalmente, se construye el Índice del sentimiento de la Reserva Federal del BBVA como la diferencia entre los dos indicadores considerados. Es decir,

$$\text{Índice del sentimiento de la Reserva Federal del BBVA} = \overline{I_{Hawk}} - \overline{I_{Dove}}$$

Desde una perspectiva histórica, la Gráfica 3.4 muestra que el Índice del sentimiento de la Reserva Federal lidera el movimiento de la tasa de los fondos federales, lo que demuestra la efectividad de la gestión de las expectativas de la Reserva Federal, y hace de nuestro índice una herramienta útil para predecir las decisiones futuras de la Reserva Federal sobre tasas de interés.

Gráfica 3.4 Índice del sentimiento de la Reserva Federal del BBVA vs Tasa de los Fondos Federales %

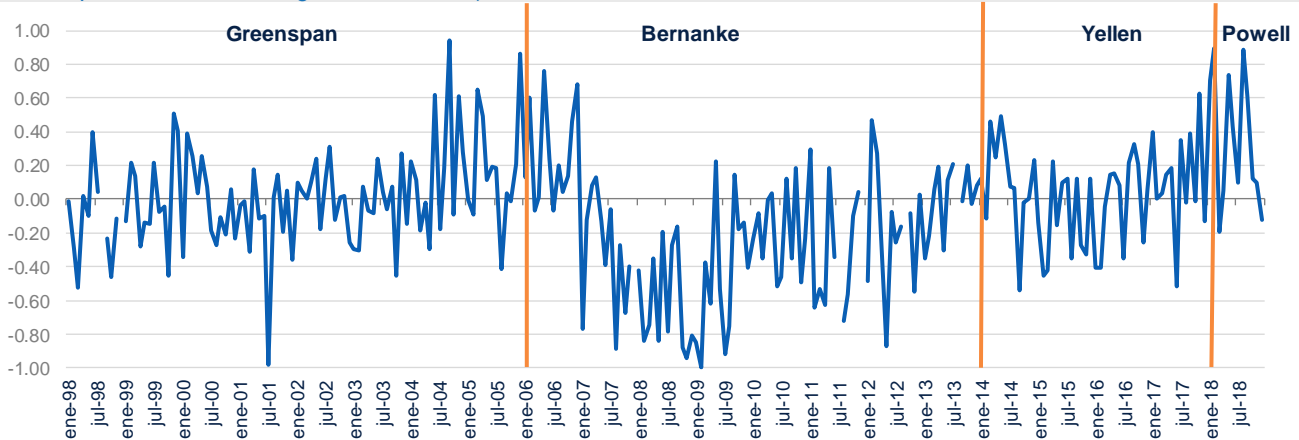


Fuente: BBVA Research

Consecuencias para el análisis de políticas

La gráfica 3.5 muestra cómo podemos utilizar el Índice del sentimiento de la Reserva Federal del BBVA original (no suavizado) como herramienta de explicación y previsión de políticas. Aparentemente, los discursos de la Reserva Federal en la era Bernanke tienen el tono más “dovish” de la historia reciente de la Reserva Federal. Esta conclusión es acorde con la política de tasas de interés cero tras la Gran Recesión. Además, los discursos de la Reserva Federal se volvieron cada vez más “hawkish” durante los últimos años, bajo la presidencia de Yellen y el comienzo del período de la presidencia de Powell. Esto confirma el sesgo agresivo que prevaleció durante 2017 y 2018, cuando la Reserva Federal elevó las tasas de interés en 175 puntos básicos. Asimismo, también muestra que el tono se volvió más moderado a partir de noviembre de 2018.

Gráfica 3.5 Índice del sentimiento de la Reserva Federal del BBVA
(1 - Más positivo; -1 - más negativo; 0 - neutro)



Fuente: BBVA Research

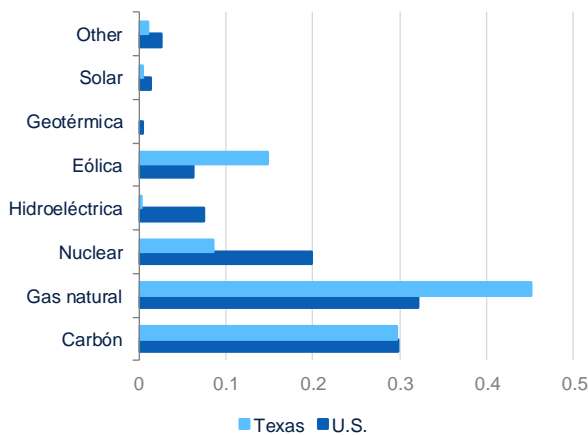
Teniendo en cuenta que los cambios repentinos del tono “hawkish” al “dovish” tienden a durar algún tiempo, no sería sorprendente que la Reserva Federal mantuviera una postura “dovish” durante los próximos meses. Por ejemplo, a finales de 2015, la proyección media del FOMC para la tasa de los fondos federales para 2016 implicaba un aumento de 100 puntos básicos. Sin embargo, nuestro índice indicaba que no era probable que la Reserva Federal subiera las tasas de interés hasta finales de año. En última instancia, la Reserva Federal solamente elevó las tasas en 25 puntos básicos en diciembre de 2016. Por lo tanto, considerando el brusco cambio de tono “hawkish” a “dovish” en las últimas semanas, es muy poco probable que la Reserva Federal suba las tasas en el primer trimestre de 2019, lo que es compatible con nuestro escenario de referencia.

4. Energía eólica en Texas: políticas adecuadas para una industria próspera

Texas es, sin duda, una superpotencia energética a nivel mundial. Produce más carbón de petróleo, gas y lignito que cualquier otro estado del país. Si fuera un país, Texas sería el quinto mayor productor de crudo del mundo con una producción de 4,8 millones de barriles por día. Sin embargo, la relevancia de Texas para los mercados energéticos mundiales no se limita a los combustibles fósiles. Por el contrario, Texas también se ha convertido en un escenario ideal para la energía alternativa. Este es el caso de la energía eólica.

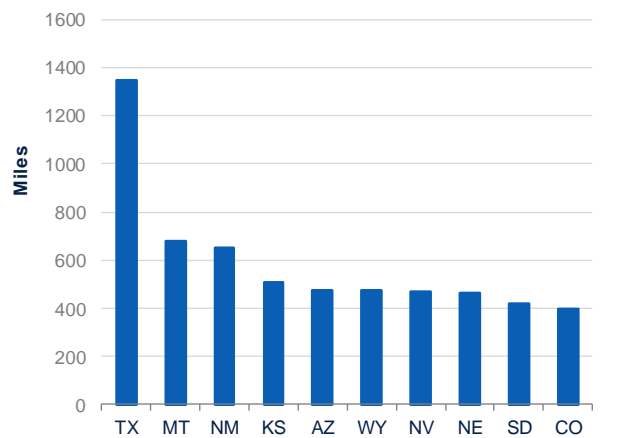
Texas es el mayor productor de energía eólica de los Estados Unidos, representando el 26% de la generación neta de energía eólica y el 2% de la generación neta de todas las fuentes. También ocupa el primer lugar en términos de capacidad instalada con 24.899 MW, casi 3 veces más que Iowa, el segundo mayor productor con 8.422 MW.¹ Si fuera un país, Texas tendría la quinta mayor cantidad de capacidad instalada del mundo, por delante de España. Las casi 13 000 turbinas terrestres del Estado representan el 15% de la electricidad total producida dentro de sus fronteras, lo que convierte a la energía eólica en la tercera fuente de electricidad más importante después del gas natural y el carbón.

Gráfica 4.1 Generación neta de electricidad a escala industrial (% del total)



*En 2017.
Fuente: Administración de Información sobre la Energía (EIA, por sus siglas en inglés)

Gráfica 4.2 Capacidad eólica potencial a 80 metros (MW)



*En 2017.
Fuente: Departamento de Energía de los Estados Unidos

El éxito de la energía eólica en Texas puede atribuirse a la combinación de tres factores principales. Uno de ellos es la naturaleza. El oeste de Texas tiene algunos de los mejores recursos eólicos para la producción de electricidad, con

1: Fuente: Asociación Americana de Energía Eólica (AWEA)

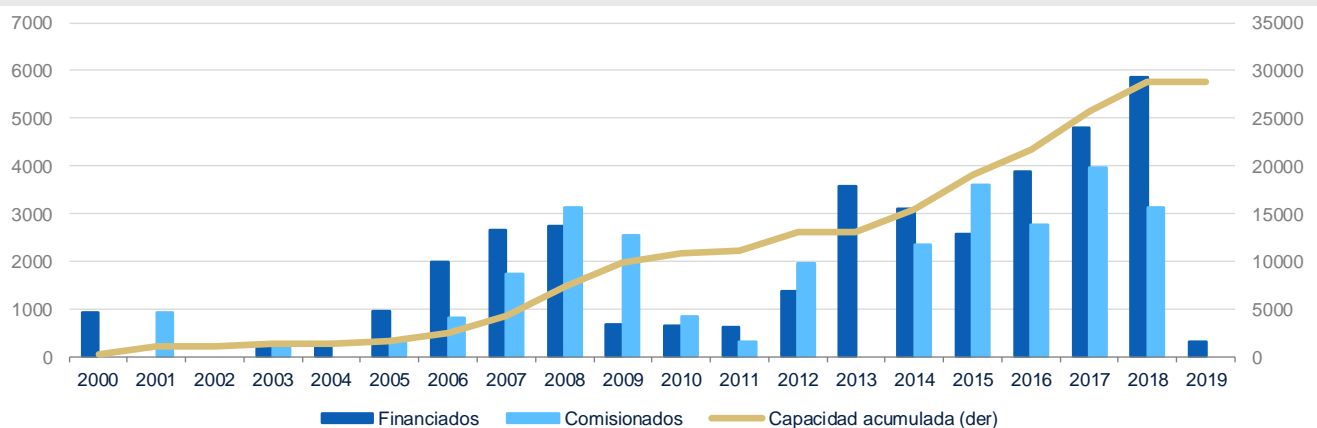
vientos cuyas velocidades medias superan los 7 metros por segundo en muchas partes de la región.² Además, el Estado tiene un potencial de capacidad de 1.3 millones de MW, el más alto del país.³

El segundo factor es una política pública favorable. A partir de mediados de los años noventa, los monopolios de servicios públicos fueron desmantelados y divididos en tres grupos: generación, transmisión y venta al por menor. Al mismo tiempo, se introdujeron cambios para facilitar la entrada de nuevos competidores, como la imposición de precios mínimos a los antiguos monopolios. El Estado mantuvo estas restricciones hasta el año 2007, cuando quedó claro que se había consolidado un mercado eléctrico más sofisticado y competitivo. Gracias a estos cambios, los minoristas de electricidad de Texas pueden comprar electricidad a cualquier mayorista que ofrezca los mejores precios. La desregulación de los servicios públicos preparó el terreno para la entrada de nuevos actores, incluida la energía eólica.

Además, en 1999, el gobierno estableció el primer mandato de energía renovable del Estado que requería que el 5% de la electricidad procediera de fuentes renovables en el año 2015. La legislatura también estableció un objetivo de 10000 MW de capacidad renovable para 2025, de los cuales 500 MW debían provenir de energías renovables distintas de la eólica. Además, en 2005, la legislatura aprobó una ley que ordenaba a la Comisión de Servicios Públicos de Texas crear Zonas Competitivas de Energía Renovable en todo el Estado y diseñar un plan para construir la infraestructura de transmisión necesaria con objeto de conectar los nuevos centros de generación con las áreas urbanas. Esta medida generó inversiones de aproximadamente 7000 millones de dólares en casi 3600 millas de líneas de transmisión para conectar las instalaciones de generación en el oeste de Texas con otras partes del Estado. Las políticas estatales se complementaron con importantes incentivos federales, principalmente en forma de créditos fiscales a la producción y a la inversión.

El tercer factor, e igualmente importante, es que la mayor parte de la red de Texas no está interconectada sincrónicamente con el resto del país. Esto implica que la mayor parte de la electricidad transmitida a través de la red no está regulada por la Comisión Federal Reguladora de Energía (FERC). Alrededor del 90% de la carga eléctrica del Estado es administrada por una sola entidad, el Consejo de Fiabilidad Eléctrica de Texas (ERCOT). La independencia del resto del país facilitó el diseño, aprobación y ejecución de proyectos de transmisión y generación en todo el Estado.

Gráfica 4.3 Proyectos de energía renovable en Texas (MW)

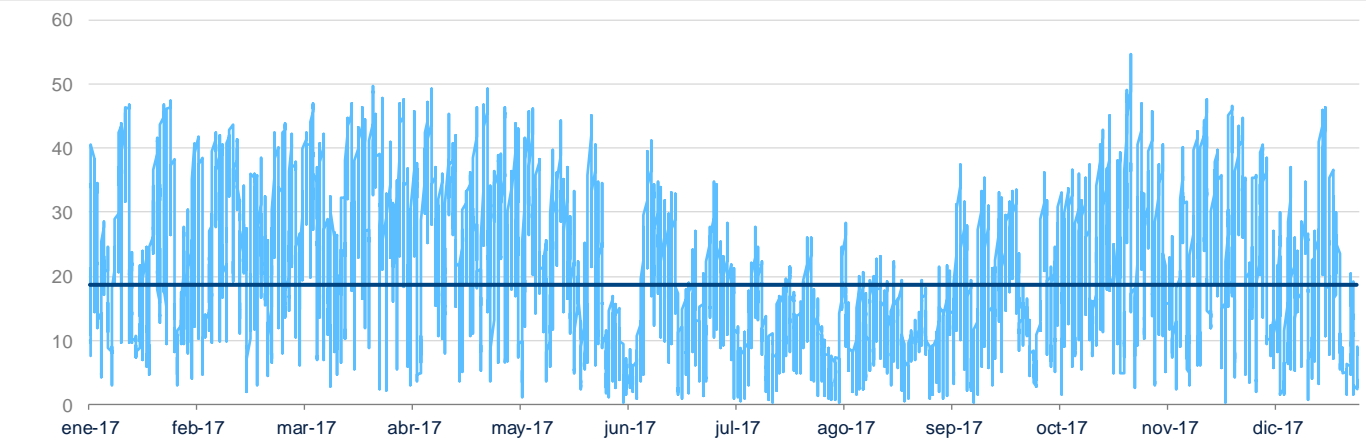


Fuente: Bloomberg New Energy Finance

2: Velocidad del viento a 100 m. Fuente: AWS Truepower y el Laboratorio Nacional de Energía Renovable (NREL)
 3: Fuente: Departamento de Energía de los Estados Unidos con datos de AWS Truepower y NREL

Los resultados pronto se hicieron evidentes. De 2000 a 2017, la capacidad total acumulada de generación de energía eólica pasó de 210.8 MW en 2000 a 28.123 MW en 2019.⁴ Esto representa una tasa de crecimiento anual compuesto del 28% (TCAC). Durante el mismo período se encargaron más de 200 proyectos, con un valor medio anunciado de 209 millones de dólares estadounidenses. Esto equivale a inversiones acumuladas de 41800 millones de dólares, o el 2.5% del PIB del Estado.⁵ El crecimiento fue tan rápido que en 2009, el Estado había alcanzado la meta de 10000 MW de energía renovable fijado para 2025. Por otra parte, el progreso tecnológico, redujo el costo nivelado de la electricidad (LCOE), haciendo que el viento fuera competitivo con el carbón y el gas natural. En 2018, el LCOE eólico alcanzó un promedio de aproximadamente 18 USD/KWh, por debajo del límite inferior del rango de precios del ERCOT. Hoy en día, la energía eólica cubre el 15% de la demanda total de electricidad del Estado, en promedio. Sin embargo, dada la intermitencia del recurso, los parques eólicos han llegado a suministrar más del 50% de la carga eléctrica del estado por períodos cortos de tiempo.

Gráfica 4.4 Producción eólica por hora del ERCOT (% de la carga)



Fuente: ERCOT

El desarrollo de la energía eólica ha beneficiado a la economía. En 2017, la industria apoyó cerca de 25 000 empleos, una cuarta parte de la cantidad total de empleos respaldados por la industria en todo el país.⁶ Los trabajos de la industria eólica se distribuyen entre la fabricación, la construcción, el mantenimiento y las operaciones. En concreto, había 1 020 personas empleadas como técnicos de aerogeneradores. Aunque esta cifra es poco significativa en comparación con los 6 080 técnicos geólogos y petroleros, está más cerca de los 1 993 empleados en la minería del carbón. Dado el declive estructural del carbón, los puestos de trabajo en el sector eólico y otras energías renovables podrían superar al carbón en los próximos años.

Otro beneficio para la economía estatal se produjo en forma de pagos por el uso de la tierra. La mayoría de los parques eólicos están ubicados en zonas rurales donde los propietarios alquilan una parte de sus propiedades para la instalación de turbinas eólicas. Los pagos de los arrendamientos generaron aproximadamente 60 millones de dólares por año⁷ de ingresos adicionales a los propietarios de tierras. Para los agricultores, el arrendamiento de una parte de sus tierras a empresas de energía eólica les permite diversificar sus ingresos, lo que resulta muy útil cuando sus

4: Capacidad acumulativa de los proyectos encargados. Fuente: Bloomberg New Energy Finance

5: Fuente: BBVA Research con datos de Bloomberg New Energy Finance y Haver Analytics

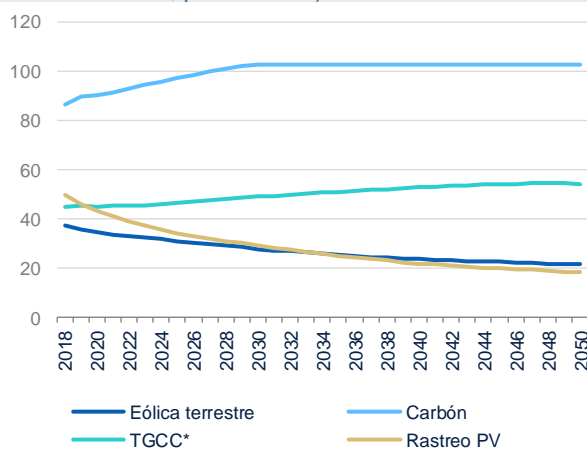
6: Fuente: Asociación Americana de Energía Eólica (AWEA)

7: Fuente: Asociación Americana de Energía Eólica (AWEA)

principales actividades están expuestas a sequías, cambios en las preferencias, automatización o conflictos comerciales internacionales.

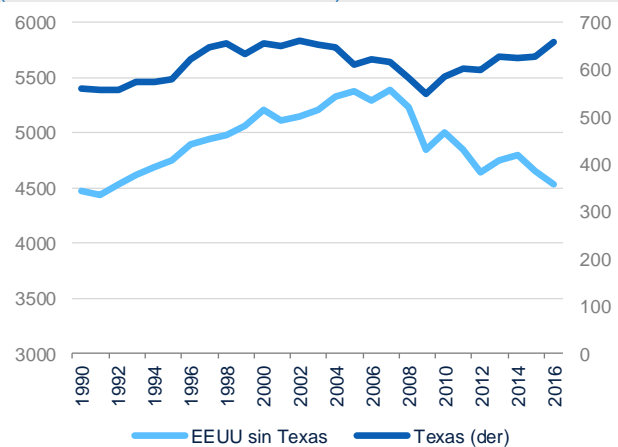
Sin embargo, desde una perspectiva ambiental, el impacto de la energía eólica no ha sido lo suficientemente fuerte como para reducir las emisiones de carbono del Estado. De hecho, mientras que las emisiones de CO2 en los Estados Unidos alcanzaron su punto máximo en 2004, y han disminuido desde entonces, en Texas las emisiones de carbono han seguido un patrón cíclico - impulsadas por la actividad en el sector del petróleo y el gas - y han alcanzado nuevos récords.⁸ Texas ocupa el primer lugar en emisiones de carbono relacionadas con la energía y el decimocuarto lugar per cápita. Esta última disminuyó de 2000 a 2009, pero se estabilizó posteriormente. Estas tendencias destacan la necesidad de más inversiones en energía limpia si el Estado quiere reducir su huella de carbono.

Gráfica 4.5 Previsión del costo nivelado de la electricidad (2017 USD/MWh, punto medio)



*Turbina de gas de ciclo combinado.
Fuente: Bloomberg New Energy Finance 2H18 LCOE Update

Gráfica 4.6 Emisiones de dióxido de carbono por año (millones de toneladas métricas)



Fuente: Administración de Información sobre la Energía (EIA, por sus siglas en inglés)

Los vientos siguen siendo favorables para la industria.

En el futuro, el crecimiento económico y demográfico, la retirada de las centrales de carbón y gas natural y unas temperaturas medias de verano potencialmente superiores a las esperadas crean las condiciones necesarias para las inversiones en energías renovables y conectividad. Se pueden esperar más inversiones en energía eólica en 2019, ya que los inversores se apresuran a beneficiarse del crédito fiscal a la producción (PTC), que vence en 2019. Las inversiones previstas incluyen la creación de nueva capacidad, el repotenciamiento de plantas viejas y acuerdos corporativos de absorción.

Sin embargo, puede haber algunas limitaciones para la energía eólica después de 2019. La más importante es la eliminación gradual del PTC. Los proyectos cuya construcción comience en 2019 solamente recibirán el 40% del crédito original de 23 USD/MWh, y en el año 2020 el crédito se habrá eliminado. Otra posible limitación procederá de

8: Fuente: La Administración de Información de Energía (EIA) con datos de 2016

las energías renovables. Es probable que los proyectos solares a escala de empresas de servicios públicos se disparen, ya que el crédito fiscal a la inversión (ITC) seguiría vigente después de 2019. La energía solar también se ha vuelto competitiva en cuanto a costos, y Texas cuenta con recursos sin precedentes para el desarrollo de proyectos a nivel de servicios públicos. Estas tendencias no significan que las inversiones en energía eólica terrestre vayan a desaparecer por completo, pero podrían ralentizarse.

A medida que el mercado de la energía eólica terrestre siga evolucionando, acabará madurando. Esto será evidente cuando la mayor parte de los mejores activos hayan sido adquiridos y las posteriores inversiones tengan que realizarse en áreas donde la calidad del viento no sea la óptima. Después de todo, las regiones con los mejores vientos se mantienen fijas. Cuando esto ocurra, la próxima frontera de la energía eólica será el mar. Aunque Estados Unidos está muy por detrás de la energía eólica marina en comparación con otros países, la experiencia con el primer parque eólico marino en Rhode Island ha allanado el camino para más proyectos de este tipo. En este sentido, la costa de Texas es particularmente adecuada para la energía eólica marina, con velocidades medias del viento que van de 7 a 9 metros por segundo a 90 metros de altura.⁹ La energía eólica marina puede ser una buena alternativa para alimentar la nueva infraestructura petroquímica y de exportación de GNL que se está construyendo en el Estado. También podría ser una buena alternativa a las zonas urbanas costeras con producción de electricidad.

Los avances tecnológicos, la disponibilidad de recursos y las iniciativas a favor del mercado han convertido al Estado de la Estrella Solitaria en un punto de referencia para otros Estados y países que buscan aumentar la participación de las energías renovables en su mix energético. Esto puede parecer una paradoja considerando el éxito abrumador de la industria del petróleo y el gas después del auge de la pizarra. Sin embargo, lo que el caso de Texas pone de manifiesto es que es posible adoptar con éxito un enfoque de “todo lo anterior” cuando se trata de la producción de energía y el desarrollo de alternativas renovables sin una regulación excesiva. Al crear las condiciones para que la energía eólica prospere, Texas diversificó su mezcla de energía, cumplió con los estándares de su portafolio de energías renovables y creó una fuente adicional de empleos e ingresos para miles de residentes, a la vez que mejoró la calidad de vida de los tejanos y de la gente de todo el mundo.

9: Fuente: NREL

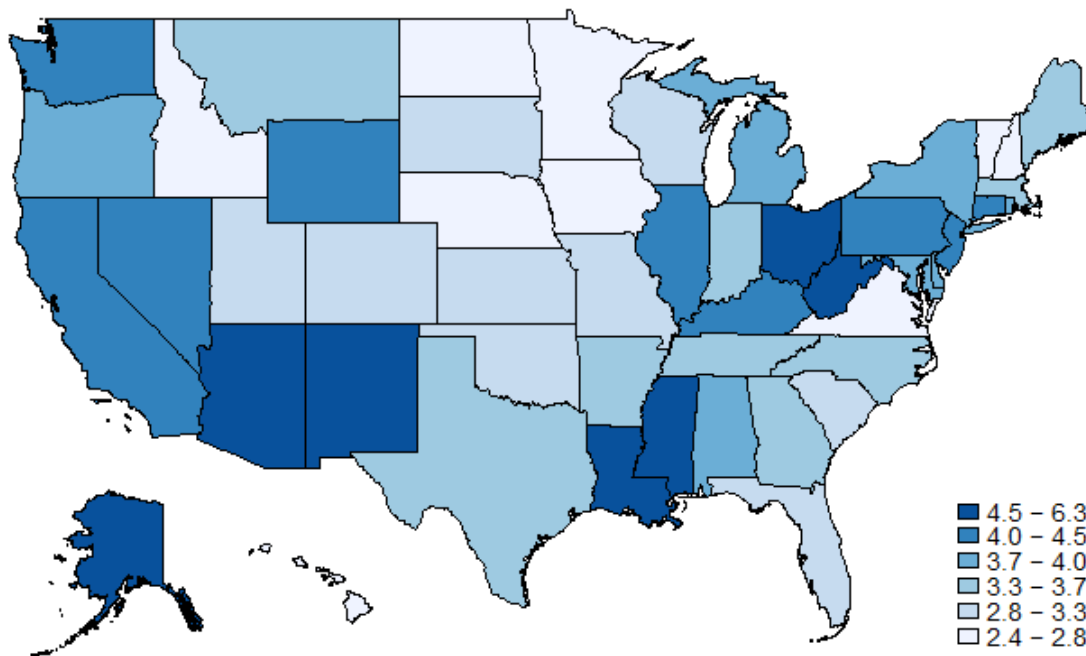
5. Perspectiva regional

Al igual que en nuestro anterior informe “Perspectivas Económicas de Estados Unidos”, la mayoría de los Estados siguen disfrutando de condiciones económicas sólidas. A pesar de la inquietud del mercado a finales de 2018, los riesgos de recesión a corto plazo siguen siendo bajos. No obstante, si bien la economía estadounidense sigue expandiéndose por encima del nivel de la tendencia, el crecimiento mundial se ha desacelerado y el riesgo de recesión en los próximos dos años ha aumentado. En esta sección se hace un balance de las condiciones económicas por Estado. En particular: las condiciones del mercado laboral, nuestras previsiones de crecimiento del PIB para 2019, la exposición relativa de las diferentes regiones a la economía mundial y el comercio con China. También introduce indicadores de la exposición relativa de los Estados al riesgo a la baja en dos escenarios hipotéticos de recesión: el colapso del crecimiento mundial y la perturbación de los mercados financieros nacionales.

El estado del empleo y los ingresos

Las tendencias del mercado laboral se mantuvieron firmes a lo largo de 2018 en todo el país: la tasa de desempleo disminuyó y el empleo aumentó en la mayoría de los lugares. En el último trimestre de 2018, el desempleo era más alto en Alaska (6.3%) y más bajo en Hawái (2.4%) (Gráfica 5.1). La participación de la fuerza laboral adulta (18-64), que comenzó a aumentar hace varios años, alcanzó el 75.4% en 2018, 1.1 puntos porcentuales más que en 2015. El avance de 0.3 puntos porcentuales en 2018 con respecto a 2017 se traduce en el ingreso de cerca de 600 000 personas a la fuerza laboral, además del crecimiento orgánico de la misma.

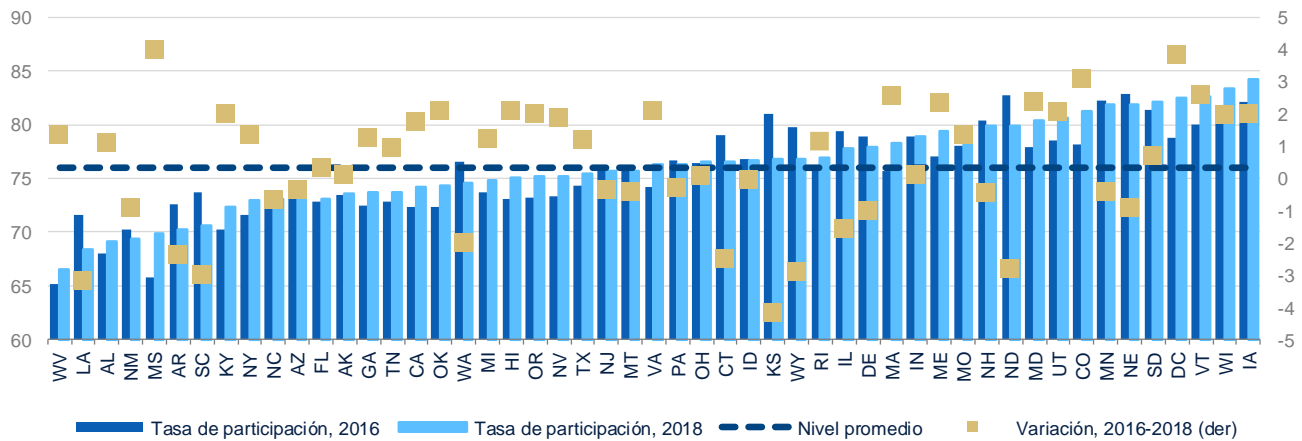
Gráfica 5.1 Tasa de desempleo (%)



Fuente: BBVA Research y BLS

Si bien la participación de la fuerza laboral adulta sigue estando por debajo de los niveles de la década de 1990, esta medida es una demostración de la fortaleza actual de la economía. Por otra parte, los beneficios obtenidos por el Estado no se han repartido de manera uniforme y ponen de manifiesto una divergencia en el desarrollo económico. Aunque la tasa de participación ha aumentado en casi todos los Estados que tenían una alta participación en la fuerza laboral en un principio (Gráfica 5.2), como Iowa, Wisconsin, Vermont, Colorado, Utah y Maryland, la tasa ha disminuido en muchos de los Estados que tienen una participación relativamente baja en la fuerza laboral en general, como Luisiana, Nuevo México, Arkansas y Carolina del Sur. A parte de los dos extremos, Kansas, Wyoming y Dakota del Norte registraron una disminución relativamente importante en la participación de la fuerza laboral como resultado de la crisis del petróleo y el gas de 2014-2015, y la lenta recuperación de la contratación en esta industria después de la recesión.

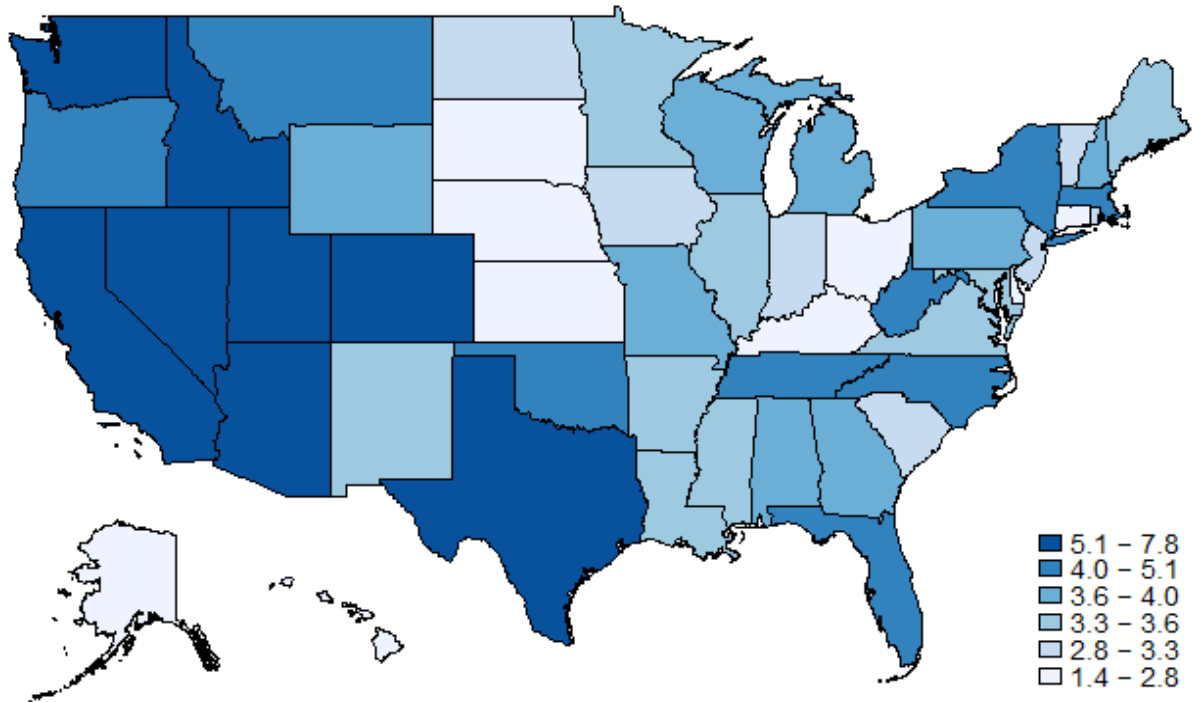
Gráfica 5.2 Tasa de participación en la fuerza laboral de los adultos (18-64 años) (%)



Fuente: BBVA Research y Oficina del Censo

Los ingresos por lugar de trabajo, la mayoría de los cuales están representados por sueldos y salarios, aumentaron en todos los Estados en comparación con el año anterior en los tres primeros trimestres de 2018 (Gráfica 5.3), y el mayor incremento se registró en Washington (7.9%), Utah (7.0%) y Nevada (6.0%). Muchos de los Estados que registraron un alto crecimiento de los ingresos presentaban una tasa de desempleo relativamente baja y una alta tasa de participación de la fuerza laboral. Sin embargo, el crecimiento de los ingresos refleja principalmente los resultados económicos de las industrias primarias y sus fases del ciclo económico, así como la competitividad de cada Estado y el crecimiento del empleo y la población. Por ejemplo, mientras que Dakota del Norte, Dakota del Sur, Nebraska y Kansas tenían bajos niveles de desempleo, los ingresos siguieron aumentando a un ritmo relativamente lento. Por otro lado, a pesar de tener tasas de desempleo por encima de la media, Nevada y Arizona registraron un crecimiento de los ingresos por encima de la media. En general, los Estados del oeste y suroeste se comportaron mejor en este sentido que el resto del país.

Gráfica 5.3 Ingresos por lugar de trabajo (1-3T18, % interanual)

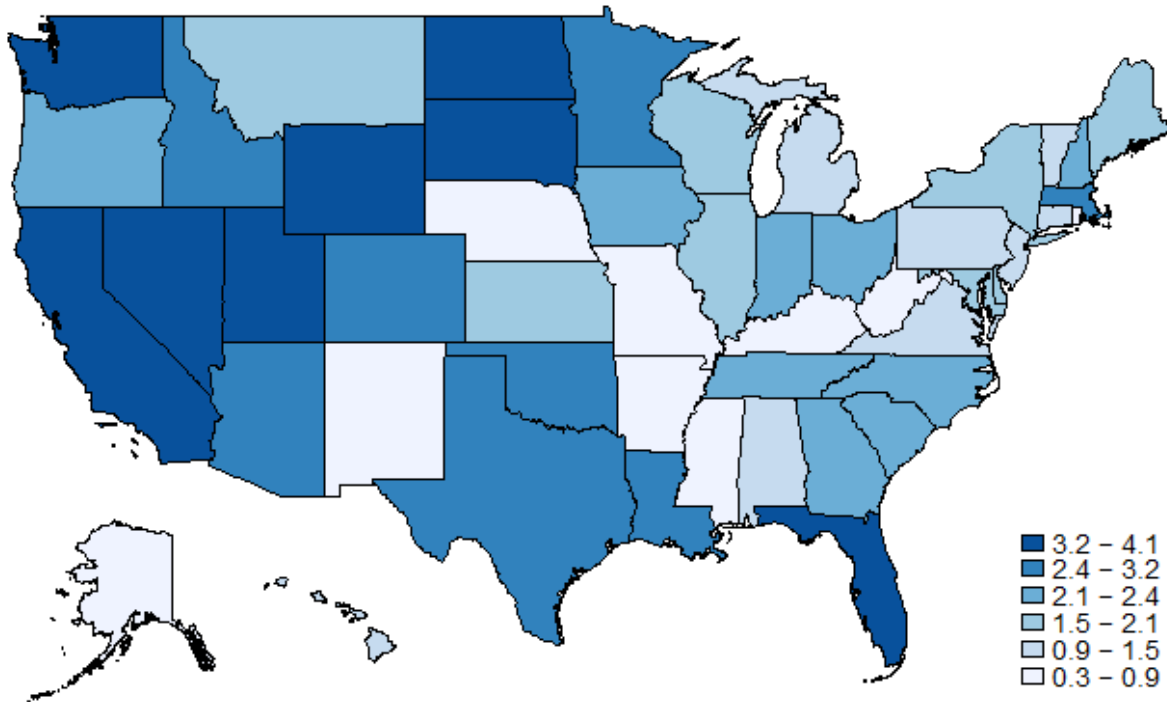


Fuente: BBVA Research y BEA

Previsiones de crecimiento del PIB

Esperamos que el crecimiento en 2019 sea positivo en todos los Estados, pero que oscile entre el 0.3% en Mississippi y el 4.1% en Dakota del Norte (gráfica 5.4). Las previsiones reflejan múltiples factores demográficos y económicos. Si observamos únicamente los Estados más grandes, el crecimiento en California, Florida y Texas se verá respaldado por el continuo aumento de la población, así como por las sólidas condiciones de sus principales industrias, como la información en California, el petróleo y el gas en Texas, y los bienes raíces, la construcción y la hospitalidad en Florida. Los precios favorables de la energía también apoyarán el crecimiento en Dakota del Norte, Dakota del Sur y Wyoming. Por el contrario, la mayoría de los Estados que se espera que registren un crecimiento por debajo de la media en 2019 están luchando por aumentar su competitividad y atraer más residentes e inversión. Esta carga es particularmente onerosa en un entorno que favorece cada vez más la interconexión global, los servicios de alto valor añadido y los servicios de vivienda atractivos, especialmente para los “Millennials” que están iniciando carreras o formando familias.

Gráfica 5.4 Previsión de crecimiento del PIB real en 2019 (%)

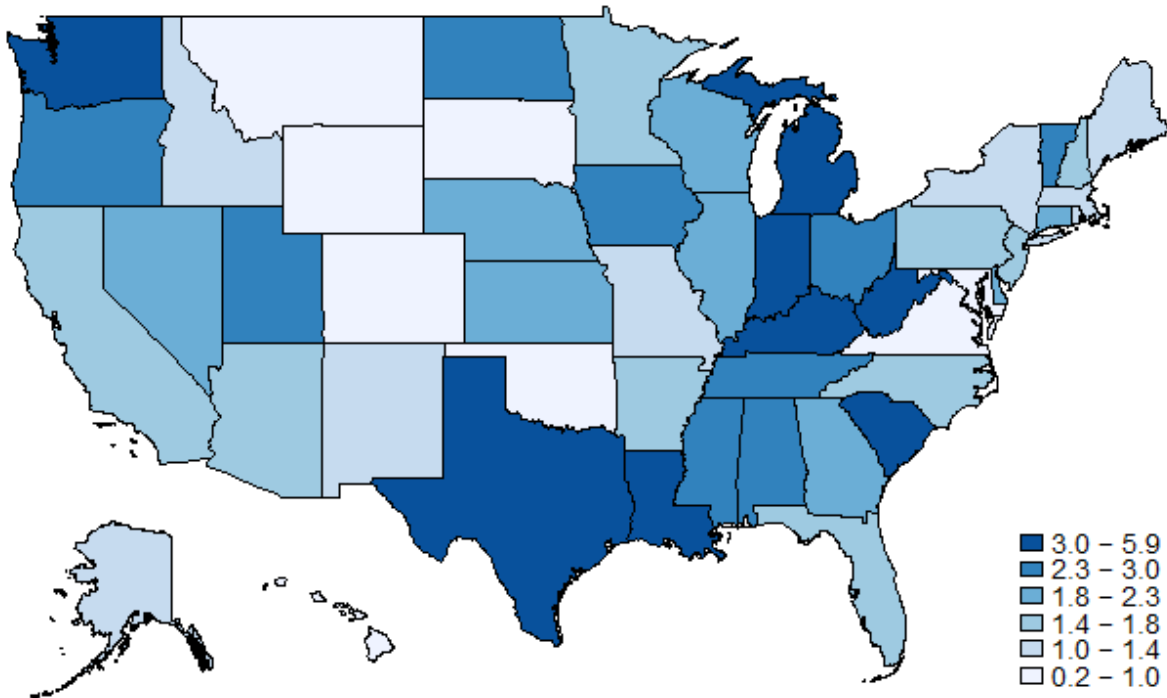


Fuente: BBVA Research

Exposición mundial

Después de un período de sólido crecimiento durante 2017 y la primera mitad de 2018, el crecimiento económico mundial comenzó a desacelerarse hacia finales de año. Es probable que el proteccionismo y la preocupación por las debilidades de los mercados emergentes sigan pesando sobre las perspectivas. La menor demanda global de bienes estadounidenses afectaría a algunos Estados más que a otros, dependiendo del grado de su exposición comercial. Los Estados con la proporción más alta de exportaciones a la producción son Luisiana, Carolina del Sur, Kentucky, Texas y Washington (Gráfica 5.5). En este sentido, los efectos directos de la ralentización mundial serán más pronunciados en estas regiones, cuyo impacto final dependerá de su capacidad para compensar la ralentización de las exportaciones con un mayor crecimiento en otros sectores.

Gráfica 5.5 Ratio de exportaciones/PIB estatal (%)

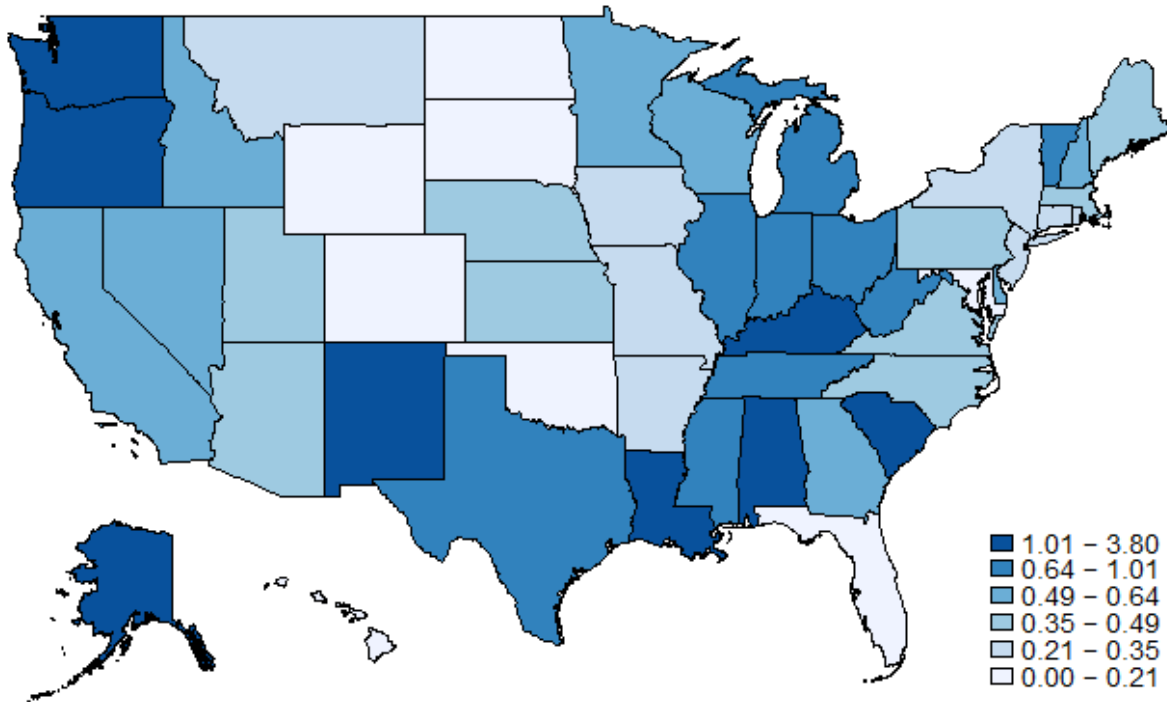


Fuente: BBVA Research, Oficina del Censo y BEA

El mayor riesgo en términos de comercio mundial es el aumento de las tensiones comerciales con China, la segunda economía más grande del mundo. Si bien en diciembre de 2018 se llegó a un acuerdo para detener los nuevos aranceles comerciales hasta principios de marzo, y se ha avanzado considerablemente en las negociaciones durante el mes de enero – con la oferta de China de aumentar drásticamente las importaciones de los Estados Unidos – el resultado de las conversaciones es muy incierto. Un riesgo adicional a la baja de las perspectivas es la política de contención del riesgo financiero de China, que ha dado lugar a una ralentización del crecimiento del crédito que podría extenderse hasta 2019 y dar lugar a un menor crecimiento del PIB en ese país.

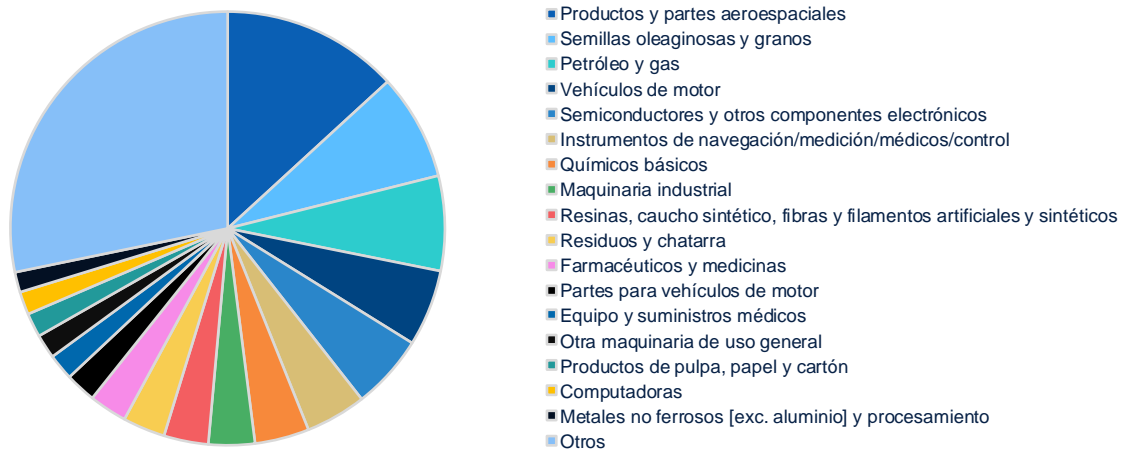
En términos de exposición a las exportaciones de bienes a China, los Estados que más perderán en términos relativos, debido a una fuerte desaceleración en este gran mercado y a una escalada de la guerra comercial, son Washington, Luisiana, Carolina del Sur y Alaska (Gráfica 5.6). En todos estos Estados, las exportaciones a China representan más del 2% del PIB. En términos absolutos, los Estados que más exportan a China son Washington (18 300 millones de dólares en 2017), California (16 400 millones) y Texas (16 200 millones). Las industrias que se verían más afectadas por un resultado adverso en la relación comercial son la aeroespacial, la de semillas oleaginosas y granos, la de petróleo y gas, y la de fabricación de vehículos automotores. Las exportaciones de estos productos representan un tercio de todas las exportaciones a China (Gráfica 5.7) y ascendieron a más de 28 000 millones de dólares en los tres primeros trimestres de 2018. Sin embargo, si se llega a un acuerdo, y China aumenta significativamente las importaciones de bienes de los Estados Unidos, estas industrias y Estados serán los claros ganadores, ya que una gran parte del aumento de las importaciones tendrá que ocurrir en estas categorías para lograr un reequilibrio significativo del déficit del comercio exterior.

Gráfica 5.6 Ratio de exportaciones a China/PIB estatal (%)



Fuente: BBVA Research, Oficina del Censo y BEA

Figure 5.7 PIB a China 1T18-3T18 (%)



Fuente: BBVA Research y BEA

Además de bienes, los Estados Unidos exportan una variedad de servicios a China. El grupo más numeroso son los servicios relacionados con los viajes, que podrían verse afectados negativamente en un escenario en el que no se realicen transacciones. El valor total de las exportaciones relacionadas con los viajes supera los 210 000 millones de dólares, siendo China el mayor mercado, con un 15% o más de 30 000 millones de dólares.¹⁰ Los lugares que más pueden perder son las ciudades más visitadas por los viajeros chinos: Los Ángeles (30% de los viajeros), Nueva York (29%), San Francisco (19%) y Las Vegas (14%)¹¹. Es más probable que los proveedores de servicios de gama alta se vean afectados negativamente, ya que los gastos de viaje en los Estados Unidos de los residentes en China se inclinan hacia ese mercado. El gasto medio por visitante chino en 2016 fue el más alto de todos los visitantes internacionales y se situó en 6 900 dólares. El gasto promedio de los visitantes tiene en cuenta los billetes y tarifas de los pasajeros, pero excluye la enseñanza y otras exportaciones relacionadas con los viajes¹².

Enfrentarse a una posible ralentización

Estar en una etapa avanzada del ciclo económico genera mayores preocupaciones sobre el tiempo restante antes de que el ciclo cambie. En tanto que la economía podría permanecer en modo de expansión durante un período de tiempo significativo, dos escenarios de la evolución de la recesión, una vez que se produzca, son los más posibles en estos momentos. El primero es una recesión desencadenada por la agitación en los mercados financieros mundiales y una disminución en el crecimiento mundial que afectaría la demanda de exportaciones estadounidenses y las ganancias extranjeras. El segundo es una recesión desencadenada por una perturbación de los mercados financieros nacionales que provoque un descenso de los precios de los activos y un endurecimiento de las condiciones financieras.

En el caso del primer escenario - una disminución del crecimiento mundial -, los Estados que tienen más probabilidades de verse afectados negativamente son los que están más expuestos a la economía mundial, tienen una tendencia de crecimiento subyacente relativamente más débil y un menor crecimiento de referencia en 2019. El índice que hemos elaborado sugiere que los Estados que están en mayor riesgo en este escenario son Luisiana, Kentucky, Alaska, Nuevo México, Carolina del Sur, Michigan, Missouri y Virginia Occidental (Gráfica 5.8). El resultado del índice se correlaciona adecuadamente con el desempeño de los Estados en 1998 en relación con 1997 (Gráfica 5.9), el episodio más reciente de una desaceleración económica mundial exógena, aunque mucho menor que la que podría ocurrir ahora debido al mayor tamaño de la economía china y su mayor interconexión con las cadenas de suministro mundiales. Aunque el efecto general de la crisis financiera asiática fue insignificante, el crecimiento del PIB real de los Estados Unidos se debilitó a mediados de 1998, y la Reserva Federal respondió con recortes de tasas en el segundo semestre del año. Según un estudio del Banco de la Reserva Federal de San Francisco (FRBSF), “el crecimiento del PIB real extranjero durante 1998 fue cerca de 3 puntos porcentuales más débil de lo que se había anticipado en las previsiones del FRBSF. Además, el debilitamiento de la demanda mundial de energía a raíz de la crisis asiática (junto con el clima templado de invierno en los Estados Unidos) llevó a una caída inesperada de los precios del petróleo”¹³. En este sentido, los acontecimientos de 1998 podrían servir de preludio a lo que podría ocurrir si se produjera una fuerte desaceleración mundial en 2019. Es probable que la respuesta negativa de la economía

10: Servicio de Viajes de Estados Unidos *International Inbound Travel Market Profile*. <https://goo.gl/CqtC5t>

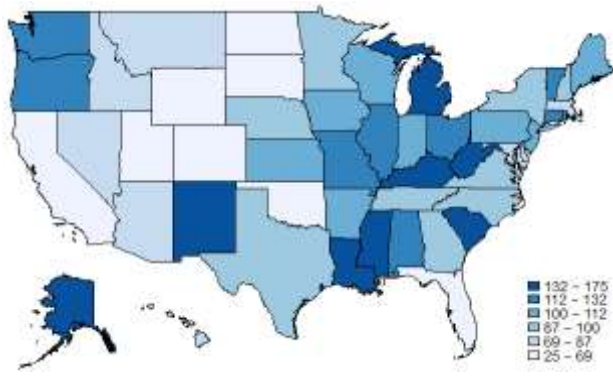
11: Servicio Comercial de los Estados Unidos. *China's Outbound Travel Market: Preparing for the Chinese Visitor to the United States A Resource Guide for the U.S. Travel & Tourism Industry*. <https://goo.gl/bxhtEg>

12: Servicio de Viajes de Estados Unidos *International Inbound Travel Market Profile, China*. <https://goo.gl/CqtC5t>

13: Rudebusch, G. (1999). *How Did the Economy Surprise Us in 1998?* Carta económica del FRBSF. <https://goo.gl/dapCJy>

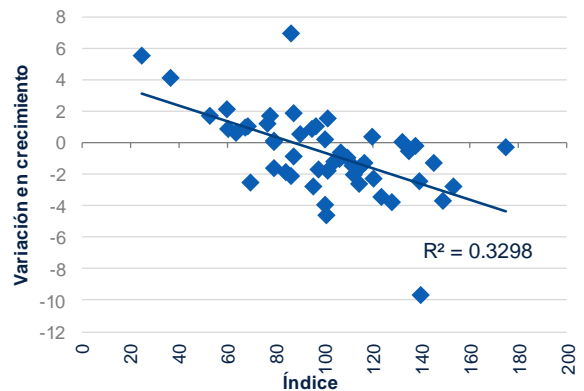
estadounidense sea significativamente más importante esta vez, teniendo en cuenta el mayor grado de integración de los Estados Unidos con la economía mundial.

Gráfica 5.8 Sensibilidad relativa de la desaceleración del crecimiento mundial
(Índice, 100 = promedio, mayor significa más sensible)



Fuente: BBVA Research

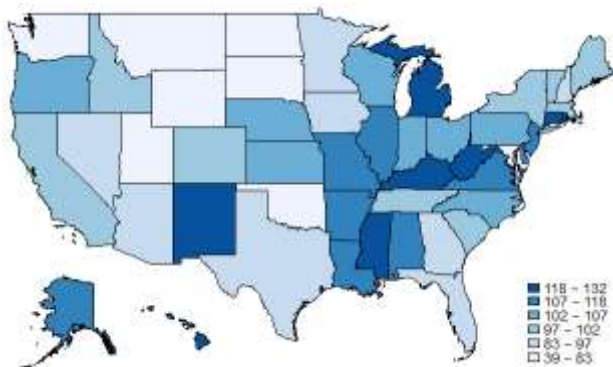
Gráfica 5.9 Índice de sensibilidad relativa al crecimiento global vs. Var. en el crecimiento del PIB de 1998 vs. 1997
(Índice, 100 = promedio y puntos porcentuales)



Fuente: BBVA Research y BEA

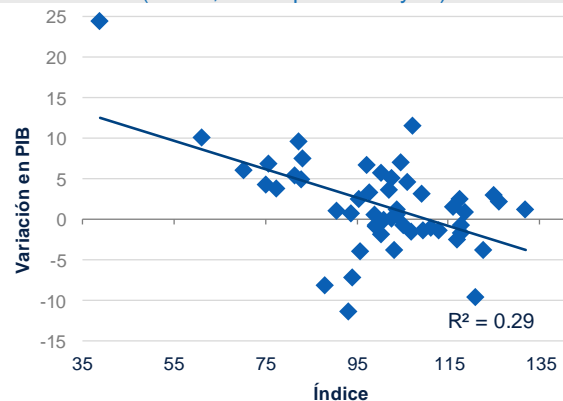
En el caso del segundo escenario - una recesión desencadenada por una perturbación en los mercados financieros nacionales -, los Estados que estarán relativamente más expuestos son los que tienen una mayor proporción de los precios de las viviendas en relación con los ingresos, una proporción inferior a la media de industrias resistentes a la recesión¹⁴, así como una tendencia de crecimiento subyacente más débil y una tasa de crecimiento de la línea de base más baja. El índice que hemos elaborado sugiere que los Estados que están en mayor riesgo en este escenario son Nuevo México, Mississippi, Virginia Occidental, Rhode Island y Michigan (Gráfica 5.10). Los valores del índice son comparables con el comportamiento de los Estados durante la Gran Recesión (Gráfica 5.11).

Gráfica 5.10 Sensibilidad relativa a las conmociones financieras
(Índice, 100 = promedio, mayor significa más sensible)



Fuente: BBVA Research

Gráfica 5.11 Índice de sensibilidad relativa a las conmociones financieras vs. Cambio en el nivel del PIB de 2010 vs. 2006 (Índice, 100 = promedio y %)



Fuente: BBVA Research y BEA

14: Encontramos que estas industrias son la información, el gobierno, el cuidado de la salud y la educación, basados en la desviación de la producción a lo largo del tiempo

Conclusión

La expansión económica sigue siendo sólida en la mayoría de los Estados, con la excepción de aquellos afectados de forma desproporcionada por la desaceleración de la industria del petróleo y el gas, como Dakota del Norte, Alaska y Wyoming, así como Nebraska y Iowa, que tienen grandes sectores agrícolas afectados por los bajos precios de las materias primas agrícolas y los aranceles de represalia a las importaciones de China. Esperamos que el crecimiento mejore en los Estados dependientes del petróleo en 2019, y que mejore un poco en el Medio Oeste agrícola. Se espera que el Oeste y la Florida obtengan mejores resultados en términos de crecimiento a corto plazo, y que Texas también se expanda a un ritmo sólido. En caso de que se intensifique la desaceleración del crecimiento mundial, los Estados que probablemente se verán más afectados serán los del Medio Oeste industrial, los Apalaches y el Sudeste. Por otra parte, los Estados que tienen más probabilidades de beneficiarse del aumento de las importaciones de productos estadounidenses en China, en caso de que esta medida forme parte de la resolución de las actuales tensiones comerciales, son Washington, Texas, el Medio Oeste industrial y el Sudeste. En caso de una recesión provocada por un colapso financiero, los Estados con mayor probabilidad de obtener mejores resultados en términos relativos se encuentran generalmente en el noroeste, así como en Colorado, Oklahoma, Texas, Maryland y Florida. Aún así, a pesar de los crecientes riesgos de caídas, la mayoría de los Estados parecen registrar un sólido crecimiento en 2019.

6. Previsiones

Cuadro 6.1 Previsiones macro de Estados Unidos

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018 (e)	2019 (p)	2020	2021	2022
PIB real (% anualiz. y desestac.)	2.2	1.8	2.5	2.9	1.6	2.2	2.9	2.5	2.0	1.9	1.8
PIB real (contribución, pp)											
Consumo privado (PCE)	1.0	1.0	2.0	2.5	1.9	1.8	1.9	1.9	1.3	1.3	1.3
Inversión fija bruta	1.6	1.1	0.9	0.8	-0.2	0.8	1.0	1.0	0.9	0.8	0.8
No residencial	1.2	0.5	0.9	0.3	0.1	0.7	1.0	0.8	0.8	0.7	0.8
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	-1.0
Gobierno	-0.4	-0.5	-0.2	0.3	0.3	0.0	0.3	0.3	0.1	0.0	0.0
Tasa de desempleo (% , promedio)	8.1	7.4	6.2	5.3	4.9	4.4	3.9	3.8	4.1	4.2	4.5
Nómina no agrícola promedio (miles)	179	192	250	226	195	182	220	185	158	124	106
Precios al consumidor (% a/a)	2.1	1.5	1.6	0.1	1.3	2.1	2.4	2.2	2.1	2.1	2.1
Subyacente al consumidor (% a/a)	2.1	1.8	1.7	1.8	2.2	1.8	2.1	2.1	2.1	2.0	2.0
Balance fiscal (% PIB)	-6.8	-4.1	-2.8	-2.4	-3.2	-3.5	-3.9	-4.2	-4.1	-4.2	-4.7
Cuenta corriente (bdp, % PIB)	-2.6	-2.1	-2.1	-2.2	-2.3	-2.3	-2.4	-2.8	-2.9	-3.0	-3.1
Tasa objetivo Fed (% , fdp)	0.25	0.25	0.25	0.50	0.75	1.50	2.50	3.00	3.00	3.00	3.00
Índice precios viv. Core Logic (% a/a)	4.0	9.7	6.8	5.3	5.5	5.9	5.8	4.9	4.2	3.9	3.6
Valores tesoro 10 años (rend. % , fdp)	1.72	2.90	2.21	2.24	2.49	2.40	2.83	3.31	3.53	3.64	3.70
Precio del Brent (dpb, promedio)	111.7	108.7	99.0	52.4	43.6	54.3	71.1	63.2	55.8	60.8	60.0

e: estimado

(p): prevision a partir de esa fecha

Fuente: BBVA Research

Cuadro 6.2 Crecimiento del PIB real por estados en EEUU, %

	2014	2015	2016	2017	2018 (e)	2019 (p)	2020 (p)	2021 (p)	2022 (p)
Alabama	-1.0	1.2	0.5	1.6	2.5	1.3	1.0	0.6	1.1
Alaska	-2.8	0.7	-2.0	-0.5	0.0	0.5	-0.4	-0.3	-0.2
Arizona	1.2	2.2	3.2	3.1	3.9	2.4	0.8	0.3	0.1
Arkansas	0.8	0.3	0.5	0.3	2.0	0.8	0.3	0.2	0.0
California	4.0	5.0	3.1	3.0	2.7	3.7	3.3	3.5	3.4
Carolina del Norte	1.9	3.1	1.1	2.4	2.7	2.1	1.4	1.2	1.0
Carolina del Sur	2.4	3.3	2.6	2.6	2.2	2.2	1.8	1.7	1.5
Colorado	4.4	4.3	2.3	2.7	3.3	3.2	2.0	1.5	1.4
Connecticut	-1.5	1.9	-0.1	-1.1	1.2	1.1	0.5	0.3	0.1
Dakota del Norte	7.2	-3.0	-6.5	-0.6	4.1	4.1	3.5	3.6	3.5
Dakota del Sur	1.1	2.8	0.2	0.0	2.1	3.8	2.7	2.4	2.0
Delaware	7.7	3.1	-2.8	0.1	0.1	1.9	1.7	1.4	1.1
Florida	2.6	4.0	3.2	2.2	3.9	3.3	2.7	2.5	2.2
Georgia	2.9	3.4	3.3	3.1	2.5	2.3	1.7	1.6	1.4
Hawaii	0.3	3.4	2.0	1.2	1.0	1.5	1.1	0.9	0.8
Idaho	2.6	2.9	3.7	2.4	3.8	2.6	1.8	1.5	1.3
Illinois	1.3	0.9	0.2	0.4	2.2	1.8	1.6	1.4	1.3
Indiana	3.0	-0.9	1.7	1.8	2.9	2.4	1.0	1.2	1.0
Iowa	5.2	2.1	0.4	0.3	0.8	2.2	1.6	1.4	1.2
Isla Rhode	0.2	1.6	0.1	0.7	1.1	0.4	-0.2	-0.3	-0.4
Kansas	1.9	1.3	2.2	0.2	1.2	1.9	1.1	0.8	0.6
Kentucky	0.2	0.5	0.6	1.7	1.2	0.8	0.8	0.6	0.4
Louisiana	2.3	-0.2	-1.3	-0.8	2.5	2.4	1.4	0.8	0.3
Maine	1.7	0.4	1.7	1.9	2.2	1.6	1.1	0.9	0.7
Maryland	1.1	1.7	3.1	2.2	2.0	1.6	1.0	0.8	0.6
Massachusetts	1.9	3.6	1.7	2.6	3.3	2.8	2.0	1.7	1.6
Michigan	1.5	2.2	2.0	2.2	2.8	1.3	0.9	0.9	0.8
Minnesota	2.5	0.9	2.0	1.6	2.0	2.8	1.2	1.1	0.9
Mississippi	-0.2	0.3	0.4	0.1	1.4	0.3	-0.4	-0.5	-0.6
Missouri	0.3	1.1	-1.0	0.9	2.0	0.5	-0.2	-0.3	-0.4
Montana	1.6	3.6	-0.9	0.3	2.7	2.0	1.1	0.9	0.7
Nebraska	2.0	2.6	0.5	0.9	0.7	0.8	0.4	0.4	0.5
Nevada	1.1	4.3	1.8	3.8	4.4	3.7	2.3	1.9	1.8
Nueva Hampshire	1.0	2.5	1.9	2.5	3.2	2.2	1.0	0.7	0.5
Nueva Jersey	0.3	1.6	0.8	1.6	2.3	1.3	0.6	0.4	0.3
Nueva York	2.2	1.6	1.3	1.9	2.1	2.0	1.7	1.6	1.4
Nuevo Mexico	3.1	1.9	0.0	0.1	1.1	0.9	0.3	0.2	0.1
Ohio	3.6	1.2	0.7	1.6	2.0	2.1	1.5	1.4	1.2
Oklahoma	5.9	3.6	-2.7	0.7	1.9	2.7	2.3	2.3	2.2
Oregon	3.5	5.2	4.7	3.6	3.5	2.1	2.3	2.3	2.0
Pennsylvania	2.1	2.0	1.2	2.2	2.1	1.1	1.0	1.1	1.0
Tennessee	1.6	3.2	1.9	2.8	2.7	2.2	1.9	1.9	1.8
Texas	2.7	5.2	0.3	1.3	3.4	3.2	3.2	3.2	3.1
Utah	3.0	4.1	3.6	2.5	4.7	3.3	2.4	2.2	2.0
Vermont	0.0	1.0	1.4	1.3	1.1	1.2	0.6	0.5	0.4
Virginia	-0.2	1.9	0.2	1.8	2.5	1.0	0.1	0.0	-0.1
Virginia Occidental	-0.4	-0.4	-0.8	2.2	1.3	0.4	0.0	-0.1	-0.2
Washington	3.5	4.1	3.8	4.7	5.6	3.6	3.4	3.4	3.3
Wisconsin	1.8	1.4	1.2	1.3	2.5	1.6	1.4	1.4	1.3
Wyoming	0.1	2.7	-3.6	1.4	2.1	3.6	3.4	2.5	1.9

€: estimado

(p): previsión

Fuente: BBVA Research

AVISO LEGAL

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Este informe ha sido elaborado por:

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