

# Situación Estados Unidos

Cuarto trimestre 2019



## Índice

1. Editorial .....	3
2. Se incorporan tres cuartos de estrategia acomodaticia y un cuarto de distensión comercial a las previsiones para 2020 y se hornean, pero ¿son suficientes estos ingredientes para evitar un declive? .....	5
3. El arte de la guerra de la Fed: Que tus planes sean oscuros e impenetrables como la noche y, cuando actúes, sé veloz como el rayo .....	16
4. Tipo de interés negativo: ¿cuál es su viabilidad para EE. UU.? .....	20
5. Riesgo de impago de la deuda corporativa especulativa: ¿hay motivos para preocuparse? .....	26
6. Guerra comercial territorial: un análisis regional de la guerra comercial entre EE. UU. y China .....	33
7. Sostenibilidad: si parece carne y sabe a carne... probablemente no sea carne .....	42
8. Previsiones.....	50

Fecha de cierre: 8 noviembre 2019

# 1. Editorial

Durante décadas, los legisladores han sido conscientes de las consecuencias catastróficas del calentamiento global. Sin embargo, a pesar de las abrumadoras evidencias científicas, el apoyo público de los dos principales partidos y una serie de soluciones viables, los políticos no han tomado medidas a la escala necesaria para mitigar estos riesgos. Los expertos creen que el impacto de los fenómenos climáticos extremos solo puede aumentar en frecuencia y magnitud, y que puede que ya sea demasiado tarde para evitar ciertos cataclismos. Esto significa que el país se enfrenta a dos opciones: no hacer nada y asumir el coste de la inacción o responder a la escala necesaria para afrontar este desafío.

Si los políticos finalmente decidieran emprender acciones audaces, hay varias opciones. Una de las que han llamado la atención de forma significativa en los últimos meses es el nuevo pacto verde («Green New Deal» o GND), propuesto por un grupo de demócratas progresistas. El GND es, más que un modelo detallado, una declaración de políticas y aspiraciones que pone el foco en el cambio climático como parte de una estrategia económica y social mucho más amplia. El GND pretende ser la mayor movilización económica desde la Segunda Guerra Mundial, con el objetivo de lograr una transición del 100% a fuentes de energía limpias, renovables y de emisiones cero en 10 años. Esto requeriría inversiones y subsidios masivos para construir una red inteligente con eficiencia energética a nivel nacional, descarbonizar los sectores de la fabricación y la agricultura, impulsar a EE. UU. hacia una posición líder en tecnología, industria, productos y servicios ecológicos, y actualizar los sistemas de transporte. La propuesta también exige la eliminación de la contaminación y las emisiones de gases de efecto invernadero, así como la recuperación y protección de los ecosistemas naturales. El GND también tiene como objetivo la creación de millones de buenos puestos de trabajo de alta remuneración, el acceso a la atención sanitaria y la vivienda, la seguridad económica y la justicia social.

Las voces críticas sostienen que el GND representa una amenaza importante para la prosperidad económica del país. Aunque no es posible calcular una estimación del coste precisa debido a la falta de detalles de la propuesta, los análisis preliminares sugieren que la implementación del componente medioambiental podría costar entre 11 y 20 billones de USD durante los primeros 10 años. Esto requeriría un aumento masivo de los impuestos o la deuda, con lo que se produciría un declive significativo de la inversión privada y grandes perturbaciones en la asignación de recursos. Sus oponentes argumentan que el GND reduciría la competitividad, el crecimiento de la productividad y, en última instancia, el nivel de vida. Además, dado el aumento implícito del alcance de la intervención del Gobierno, la propuesta acabaría con los mercados libres y las opciones de consumo.

Los defensores del GND restan importancia a la carga fiscal estimada argumentando que el entorno con tipos de interés bajos podría continuar durante un período prolongado. Además, afirman que las estimaciones del coste no tienen en cuenta las ventajas que se obtendrían a partir de su implementación. En otras palabras, el ahorro derivado de la reducción de los costes asociados a los desastres naturales, el empeoramiento de la calidad del aire, la pérdida de mano de obra, el daño a las propiedades costeras, las muertes relacionadas con la temperatura, los descensos de la producción agrícola, la pérdida de ingresos por actividades recreativas invernales y los daños a los ecosistemas implica que el GND se autoamortizaría o que, al menos, costaría significativamente menos de lo que afirman quienes lo critican.

Los defensores también sostienen que, incluso en un escenario de inacción, el gasto necesario para mantener el modelo de negocio habitual que se halla tras nuestras necesidades de infraestructura, transporte, energía, vivienda y vida moderna es similar al de un escenario de acción. Es decir, el GND costaría como mínimo lo mismo que no hacer nada, con la ventaja añadida de ayudar a crear más y mejores puestos de trabajo, desarrollar nuevas tecnologías y aumentar la productividad.

Aquellos que defienden soluciones moderadas abogan por iniciativas relativas a los precios del carbono, como el comercio de techos de emisión y un impuesto al carbono. Desde el punto de vista económico, fijar un precio para el carbono es la solución más eficiente, ya que en los precios del combustible de carbono no se incluyen debidamente los costes de cambio climático.

Según W. Nordhaus, el impuesto al carbono debería ser de unos 300 USD por tonelada o incluso superior. La ONU, el Banco Mundial, la OCDE y el FMI respaldan la fijación de un precio sobre las emisiones de carbono para controlar el calentamiento global. Más de 40 países (incluida la UE) y 10 estados de EE. UU. lo han llevado a cabo mediante impuestos directos sobre combustibles fósiles o programas de comercio de techos de emisión. Sin embargo, establecer un precio efectivo sobre el carbono ha resultado ser todo un reto, como demuestran el descontento social y las tensiones políticas en Australia, Finlandia, Canadá, Francia y los Países Bajos.

Por lo tanto, la implementación debe ser gradual para que las empresas y los consumidores tengan tiempo para adaptarse. Por ejemplo, el FMI sugiere un precio de 75 USD por tonelada. Este impuesto aumentaría los precios de la electricidad y la gasolina en EE. UU. en un 53% y un 20%, respectivamente, pero reduciría las emisiones en casi un 30%. Aunque es posible que esta propuesta no sea coherente con el objetivo de limitar a 2 °C el calentamiento global, es mucho mayor que la media mundial actual de 2 USD por tonelada. Los ingresos, que alcanzarían el 1% del PIB, podrían redirigirse a los contribuyentes para evitar un impacto desproporcionado en las familias con bajos ingresos y minimizar así el posible rechazo.

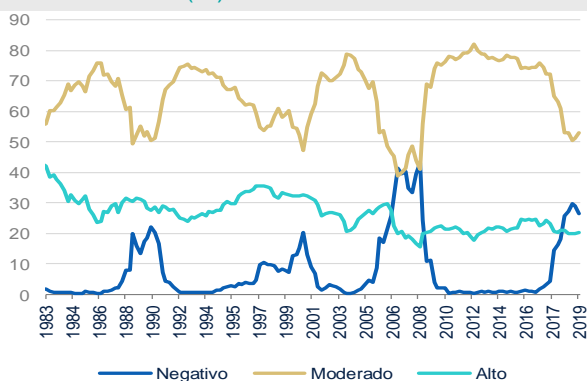
Dado el conflicto entre los precios efectivos del carbono y la urgencia de evitar las peores consecuencias del cambio climático, es posible que sea necesaria alguna combinación entre fijación de precios del carbono, las normativas y la política industrial para abordar eficazmente la crisis climática. Aunque los políticos suelen preferir apuestas a corto plazo más seguras que enmascaren los costes reales frente al electorado, el GND (a pesar de ser una alternativa extrema) puede incentivar a los consumidores, las empresas y los legisladores a adoptar medidas más audaces para mitigar los riesgos del calentamiento global, en lugar de seguir prolongando la situación y retrasando las consecuencias para que se encarguen las próximas generaciones.

## 2. Se incorporan tres cuartos de estrategia acomodaticia y un cuarto de distensión comercial a las previsiones para 2020 y se hornean, pero ¿son suficientes estos ingredientes para evitar un declive?

Aunque nuestra perspectiva respecto a la economía estadounidense ahora concibe una convergencia más rápida con la tendencia, los riesgos de cola que amenazan con hacer descarrilar la expansión actual parecen estar desvaneciéndose. El ajuste de «mitad del ciclo», la tregua entre Xi y Trump y la situación optimista respecto al Brexit han mejorado la confianza mundial. Como resultado, según nuestras estimaciones basadas en modelos, las probabilidades de que se produzca una recesión en EE. UU. han descendido significativamente. De hecho, el riesgo de que se produzca una recesión en los próximos 12 meses es el menor estimado desde 2018. Además, si se excluyen las lecturas subjetivas acerca de la confianza del sector manufacturero y las débiles inversiones nacionales, los últimos datos siguen concordando con nuestra visión de una moderación continuada de la actividad económica. Por tanto, mantenemos nuestro escenario de referencia, que contempla un crecimiento del 2,3% en 2019 y del 1,8% en 2020.

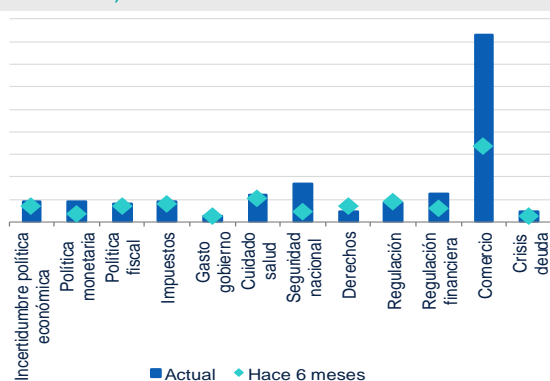
En el cuarto trimestre de 2019, la incertidumbre sobre la posibilidad de que el Reino Unido acabase divorciándose de la UE, las tensiones comerciales acumuladas entre EE. UU. y China, los datos comerciales exiguos, la ralentización de la actividad manufacturera y las tensiones geopolíticas en los mercados emergentes pesaron sobre la confianza del mercado. Además, las opiniones divergentes entre los participantes del FOMC y la falta de claridad en el marco operativo del ajuste de «mitad del ciclo» provocaron un repunte de la incertidumbre respecto a la política monetaria y una disminución de las expectativas sobre los tipos de interés a corto plazo.

Gráfica 2.1 **REGÍMENES DE PROBABILIDAD DE CRECIMIENTO (%)**



Fuente: BBVA Research

Gráfica 2.2 **INCERTIDUMBRE CATEGÓRICA (1985-10=100)**

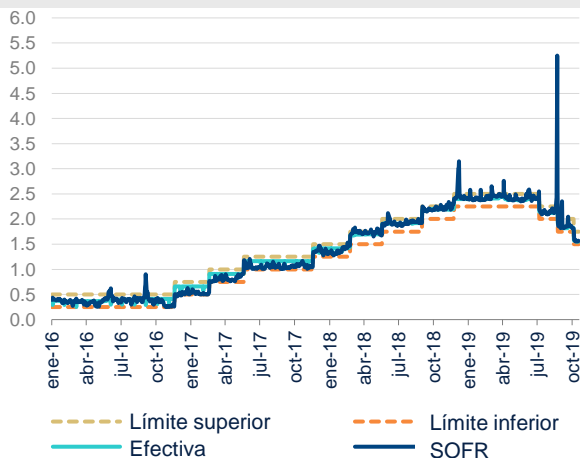


Fuente: BBVA Research y EPU

Como resultado, la rentabilidad de los bonos siguió cayendo en toda la curva de rentabilidad, y los precios de la renta variable en los mercados emergentes registraron fuertes oscilaciones, mientras que los costes de los préstamos empresariales subieron en relación con los títulos del Tesoro estadounidense. Además, las débiles expectativas de crecimiento mundial y los bajos precios de las materias primas impulsaron el dólar en términos reales y efectivos. Por el pesimismo del panorama fuera poco, los tipos de interés de los fondos monetarios repuntaron como consecuencia de un déficit de liquidez y un aumento del acaparamiento de las reservas que se produjo el mismo día de vencimiento del plazo de presentación de impuestos corporativos de gran importancia y de la acumulación de balances de caja en el Tesoro de EE. UU. Aunque parece que el cambio drástico de las preferencias bancarias respecto a las reservas durante la crisis de liquidez tomó por sorpresa a los organismos reguladores, los esfuerzos de la Fed por reforzar el mercado de repos y las reservas bancarias sin dejar de generar confianza han tenido éxito hasta el momento. Si surgiera una situación similar, los actores del mercado parecen confiar en las herramientas de la Fed y de su disposición para proporcionar liquidez mediante compras directas de bonos del Tesoro, un mayor acceso a los repos y operaciones de mercado abierto sostenidas.

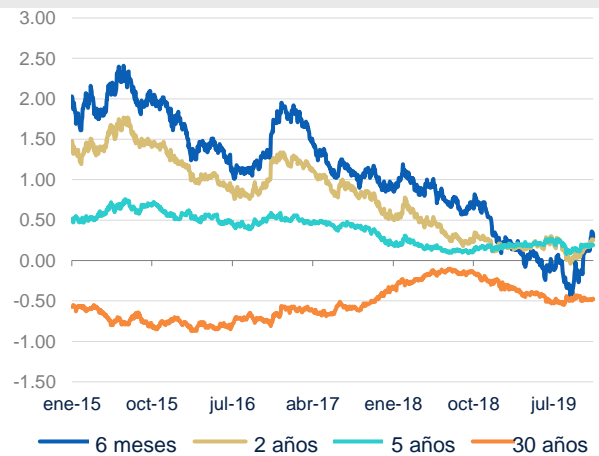
Aunque el acuerdo entre EE. UU. y China carece de un mecanismo de aplicación y solo se ha acordado en principio, la confianza del mercado ha mejorado ante la posibilidad de un compromiso de «fase uno». Además, los mercados ahora comparten nuestra creencia en que la Fed hará una pausa durante el resto del año y, con gran probabilidad, a lo largo de 2020, lo que permitirá al comité evaluar el impacto de los tres recortes anteriores y dejar algo de «polvo seco» para una posible recesión.

Gráfica 2.3 **FONDOS DE LA FED Y TIPOS DE REPOS (%)**



Fuente: BBVA Research y Reserva Federal

Gráfica 2.4 **DIFERENCIALES DE RENTABILIDAD A 10 AÑOS (P.P.)**



Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

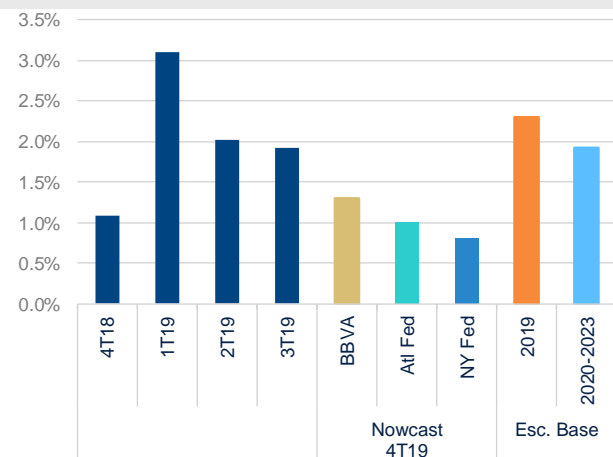
Los precios de la renta variable también se han recuperado y siguen poniendo a prueba sus máximos históricos. De hecho, el S&P 500 se disparó en octubre, batiendo los máximos anteriores de julio. Las tasas de rentabilidad también han sorprendido al alza, ya que las tasas de rentabilidad del Tesoro a 10 años han superado el 1,9% por primera vez desde julio. De cara al futuro, si los riesgos para el crecimiento mundial siguen siendo débiles, si el Brexit se produce de forma ordenada y predecible y si China sigue dispuesta a proporcionar respaldo mediante políticas fiscales y

monetarias, esperamos que las presiones sobre el dólar se reduzcan, que los diferenciales corporativos bajen, que los precios de los activos suban y que la moderada subida de la curva de rentabilidad continúe.

## Los factores adversos remiten pero, ¿por cuánto tiempo?

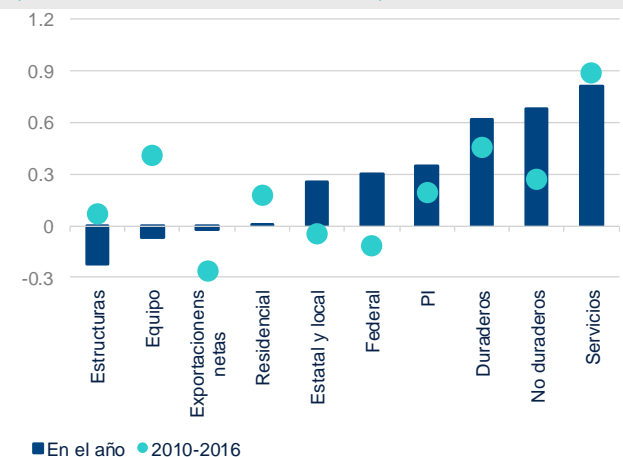
La relajación de las tensiones en los mercados financieros y la mejora de la perspectiva comercial aún no se han visto reflejadas en los indicadores de la confianza. Por ejemplo, en el tercer trimestre de 2019, las encuestas a altos ejecutivos como las de la Fuqua School of Business de Duke y la Business Roundtable presentan mínimos que no se habían visto desde 2016, un período en el que la economía mundial se encontraba en una recesión debida a la situación de la minería. Además, según la encuesta de la NFIB, el optimismo de las pequeñas empresas, que había experimentado un aumento sin precedentes con la administración actual, se ha visto mermado por la incertidumbre continuada respecto al comercio y la política monetaria. Dicho esto, los datos del ISM de octubre podrían predecir un punto de inflexión, ya que el índice, aunque se encuentra aún por debajo del umbral de expansión y contracción, mejoró hasta 48,3, después de caer hasta 47,8 en septiembre.

Gráfica 2.5 **CRECIMIENTO y PREVISIONES DEL PIB (PORCENTAJE ANUALIZADO)**



Fuente: BBVA Research y BEA

Gráfica 2.6 **COMPONENTES DEL PIB (PORCENTAJE ANUALIZADO)**



Fuente:

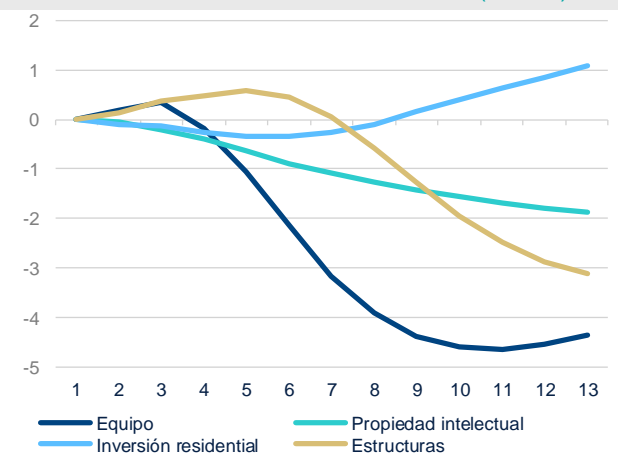
Sin embargo, otros indicadores siguen concordando con nuestra previsión de que tendrá lugar una moderación continuada en lugar de una recesión. Por ejemplo, el crecimiento del PIB en el tercer trimestre de 2019 se desaceleró, aumentando un 1,9% t/t en el tercer trimestre después de crecer un 2,0% en el período anterior. El consumo, los gastos públicos y la inversión en propiedad intelectual continuaron proporcionando apoyo, contribuyendo con 1,9, 0,4 y 0,3 puntos porcentuales, respectivamente, mientras que la inversión no residencial en estructuras y equipos descendió un 4,0 y un 3,8% t/t, respectivamente. Las exportaciones netas redujeron el crecimiento en 0,1 puntos porcentuales en el tercer trimestre de 2019, pero las exportaciones mostraron algunas señales de mejora, lo que posiblemente implicaría que la distensión del comercio, la reducción de la incertidumbre política y las intervenciones políticas mundiales tuvieron un impacto positivo en la confianza mundial.

Durante tres trimestres, el crecimiento anualizado medio se ha situado en un 2,3% aproximadamente, en línea con nuestro escenario de referencia. La mayor parte de esto se ha atribuido al consumo de servicios, bienes no duraderos y bienes duraderos, lo que ha sumado 80 puntos básicos, 70 puntos básicos y 60 puntos básicos, respectivamente. La inversión en propiedad intelectual y las contribuciones de los gobiernos federales, estatales y locales también han contribuido positivamente al crecimiento. Por el contrario, la inversión en estructuras no residenciales ha restado 20 puntos básicos al crecimiento anualizado en lo que va de año, mientras que la inversión en equipos ha restado 10 puntos básicos.

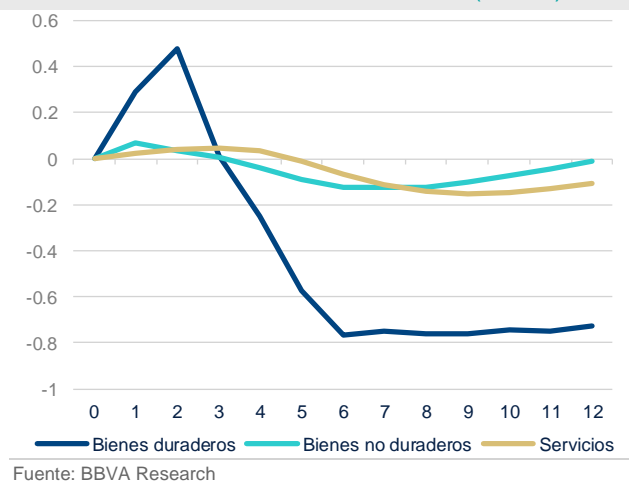
Si bien la inversión privada real en capital fijo sigue siendo positiva en términos interanuales, la debilidad sectorial de la inversión ha sido un importante lastre para el crecimiento. En el sentido contrario, suponiendo que las condiciones de inversión fueran coherentes con las observadas en 2010-2016, el crecimiento podría haber sido 80 puntos básicos más alto en igualdad de condiciones. Además, aunque la inversión residencial se recuperó en el tercer trimestre de 2019, su contribución ha sido de unos 20 puntos básicos menos que durante ese mismo período de 2010-2016. Aunque las mayores contribuciones del gasto público han contrarrestado los factores adversos del sector privado, las crecientes fricciones en Washington, el aumento de los déficits y las inminentes elecciones para 2020 sugieren que la probabilidad de una expansión fiscal adicional es baja.

Dado que es probable que el comercio siga contribuyendo a la incertidumbre política, es importante comprender cómo estas turbulencias pueden influir en las expectativas y el comportamiento del consumidor y de la empresa. Como ha ocurrido hasta el momento, hemos descubierto que las conmociones relacionadas con la incertidumbre comercial ejercen una mayor influencia sobre las expectativas que sobre los resultados reales. Sin embargo, observamos que las conmociones relacionadas con la incertidumbre comercial tienen un impacto más directo en la inversión en equipos y constituyen factores adversos persistentes pero menos negativos sobre las estructuras no residenciales y en la inversión en propiedad intelectual. Con respecto a las turbulencias no relacionadas con el comercio, descubrimos que, a diferencia de las comerciales, que se materializan principalmente en una reducción del gasto en equipos, las estructuras se ven perjudicadas en términos de crecimiento.

**Gráfica 2.7 IMPACTO DE LAS CONMOCIONES RELACIONADAS CON LA INCERTIDUMBRE COMERCIAL SOBRE LA INVERSIÓN (% A/A)**



**Gráfica 2.8 IMPACTO DE LAS CONMOCIONES RELACIONADAS CON LA INCERTIDUMBRE COMERCIAL SOBRE EL CONSUMO (% A/A)**

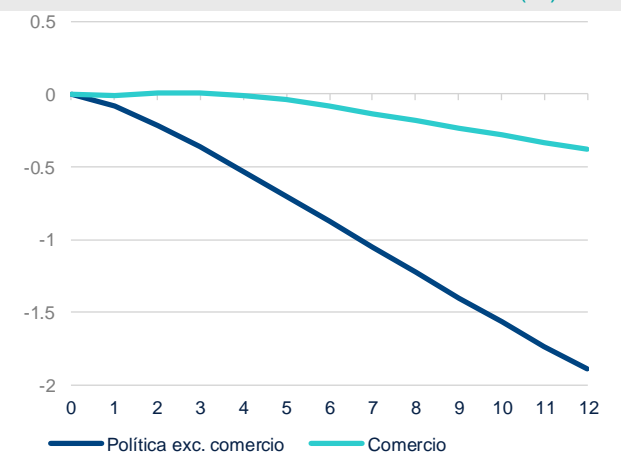




Para los consumidores, las implicaciones de un régimen de gran incertidumbre asociada a las políticas comerciales son más benignas. Si bien las expectativas de los consumidores respecto al crecimiento futuro tienden a deteriorarse rápidamente cuando se producen conmociones en las políticas comerciales, el consumo de bienes y servicios no duraderos no se ve afectado de forma efectiva. Con respecto a los bienes duraderos, los consumidores también parecen responder de forma coherente con la toma de decisiones intertemporal. De hecho, nuestros resultados sugieren que los consumidores tienden a gastar más en el período justo después de la conmoción (cuatro trimestres) en previsión de precios más elevados para los bienes comercializables y consumen menos cuando se enfrentan a precios más altos reales o implícitos con el ajuste de los aranceles. Además, nuestros resultados muestran que la inversión residencial no se ve afectada por la incertidumbre comercial, ya que las opciones del ciclo de vida, como la compra de viviendas, son en gran parte inmunes a las conmociones idiosincráticas temporales.

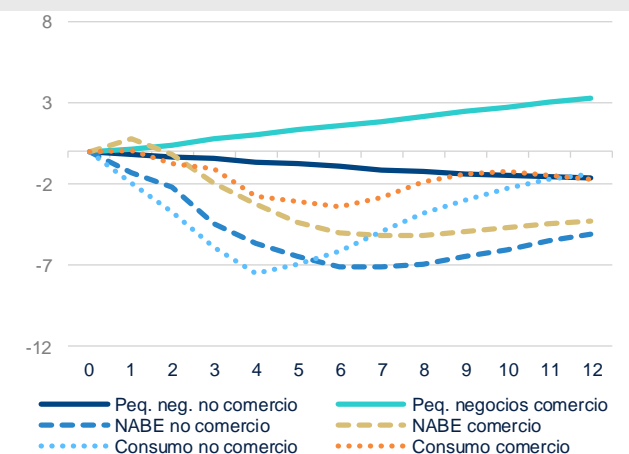
En términos de tipos de interés, históricamente, la Fed no ha reaccionado con contundencia frente a altos niveles de incertidumbre relativa a las políticas comerciales. De hecho, durante más de 12 trimestres, el impacto acumulativo de las conmociones relacionadas con la incertidumbre de las políticas comerciales sobre el tipo de los fondos federales es de unos -35 puntos básicos, lo que implica solo un ajuste completo de los tipos. Sin embargo, esa relación puede estar cambiando. El sistema financiero global altamente integrado y las cadenas de valor globales complejas han aumentado la importancia de los flujos comerciales y transfronterizos para la economía estadounidense. Además, a pesar del hecho de que la mayor parte del efecto directo de los flujos comerciales inferiores tiene lugar en países extranjeros, la debilidad del comercio mundial y la dinámica de crecimiento vuelven a EE. UU. en forma de condiciones financieras más estrictas, mayor incertidumbre y menor optimismo entre los consumidores y las empresas. Asimismo, existen pruebas de que las comunicaciones en las redes sociales del presidente, que son fundamentales para la posición de la política monetaria, pueden crear un ciclo de retroalimentación entre los mercados de futuros de fondos federales y la adaptación de la política monetaria de EE. UU. Aunque la independencia de la Fed no es cuestionable, existe el riesgo de que el mundo global interconectado e hiperconectado en el que vivimos pueda alterar los vínculos entre la política monetaria y el comercio.

Gráfica 2.9 **IMPACTO DE LA INCERTIDUMBRE EN EL TIPO DE LOS FONDOS FEDERALES (%)**



Fuente: BBVA Research

Gráfica 2.10 **IMPACTO DE LA INCERTIDUMBRE EN LAS EXPECTATIVAS**

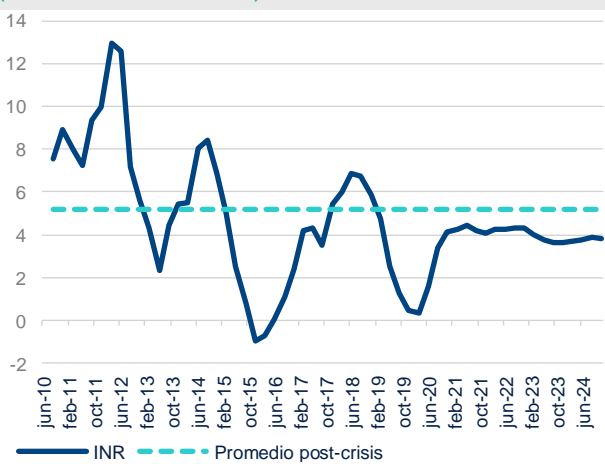


Fuente: BBVA Research

Si ponemos la vista más allá del cuarto trimestre de 2019 y en 2020, la cuestión, después de los ligeros factores adversos de mitad de ciclo, es si el impacto marginal de unos tipos de interés más bajos y una orientación futura más acomodaticia pueden compensar el impacto que la persistente incertidumbre respecto a las políticas comerciales está teniendo en la inversión no residencial, y si el reciente impulso dentro de la inversión residencial puede sostenerse con un mercado laboral que experimenta un enfriamiento. Además, las expectativas de los consumidores han descendido durante tres meses consecutivos en un entorno de aumento de la tasa de ahorro, lo que sugiere que los consumidores pueden empezar a pensárselo dos veces antes de realizar compras irreversibles de gran tamaño (bienes domésticos, compras recreativas y automóviles), una tendencia que podría presentar riesgos de descenso en el marco de las perspectivas.

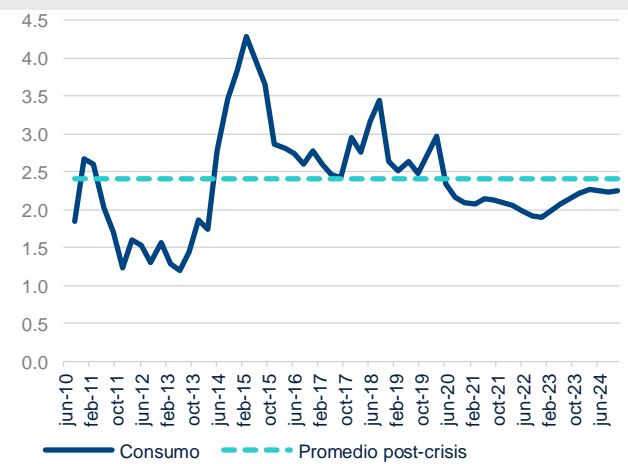
Con respecto al consumidor, nuestro escenario de referencia continúa contemplando que el consumo se desacelerará, alcanzando el 2,1% hacia finales de 2020, después de alcanzar el 3,4% a/a en el tercer trimestre de 2018. Si bien los factores adversos en el ciclo tardío siguen creciendo, los consumidores siguen en una posición mucho más fuerte en relación con los ciclos empresariales anteriores. El apalancamiento doméstico sigue muy por debajo del máximo previo a la crisis y, a pesar del prolongado ciclo de consumo, los balances domésticos no se prolongan en un momento en el que los riesgos aumentan. De hecho, las cargas de interés, que habían estado creciendo a una tasa de dos dígitos durante el ciclo de restricción de la Fed (2017-2018), han disminuido en cierto modo, reduciendo los riesgos de que las crecientes cargas de interés pudieran erosionar la capacidad del prestatario de pagar los balances de capital existentes. Como resultado, los datos de las encuestas del cuarto trimestre de 2019 mostraron un aumento de la demanda de créditos al consumo, principalmente para préstamos de automóviles y tarjetas de crédito, a pesar del hecho de que los estándares de préstamos bancarios siguen siendo estrictos.

Gráfica 2.11 **INVERSIÓN NO RESIDENCIAL**  
(% A/A, USD en 2012)



Fuente: BBVA Research y BEA

Gráfica 2.12 **GCP (% A/A, USD en 2012)**



Fuente: BBVA Research y BEA

Teniendo en cuenta los vientos a favor presentes en 2018 y el impulso adicional de los cambios generacionales del código del impuesto de sociedades, la inversión interna ha resultado decepcionante. De hecho, algunas de las estimaciones más optimistas sugieren que los cambios de la normativa fiscal para las empresas podrían impulsar el crecimiento en un 1,7% a largo plazo como resultado del aumento marginal de la inversión empresarial, los salarios

más altos y el empleo. Sin embargo, en el tercer trimestre de 2019, nuestras estimaciones sugieren que la inversión en los sectores que más deberían haberse beneficiado del menor coste del capital y los programas de depreciación más favorables, como estructuras, transporte, zonas residenciales y equipos de información, están por debajo del potencial. Por el contrario, las inversiones en propiedad intelectual y gastos federales están muy por encima de los niveles potenciales del tercer trimestre de 2019, áreas que no se esperaban que superaran a otras categorías. Estas tendencias divergentes están más alineadas con el reequilibrio estructural a largo plazo hacia un crecimiento más intangible que el estímulo de las políticas fiscales. Por lo tanto, esperamos que la inversión privada no residencial en capital fijo continúe creciendo a un ritmo moderado del 2,3% y del 4,3% en 2020 y 2021, respectivamente.

Si bien el Congreso debe autorizar la financiación y los créditos antes del 21 de noviembre para evitar la repetición del cierre gubernamental del año pasado, el techo de la deuda se ha suspendido hasta julio de 2021, y los límites discrecionales a nivel de confiscación se elevaron en el tercer trimestre de 2019. Suponiendo que el Congreso y la Casa Blanca estén de acuerdo, los gastos federales deberían aumentar en torno a 217.000 millones de USD en términos reales. Si bien los desembolsos no alcanzarán los niveles de 2019, el acuerdo presupuestario debería continuar contribuyendo positivamente al crecimiento. De hecho, suponemos que los gastos federales, estatales y locales supondrán un crecimiento de 20 puntos básicos (13%) en 2020.

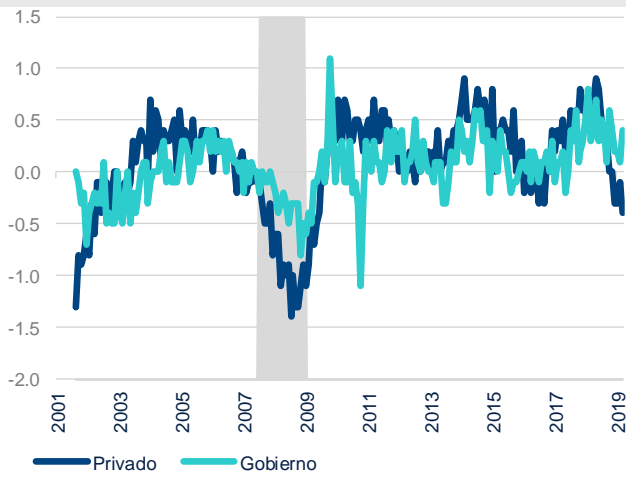
Como resultado, nuestro escenario de referencia contempla que el crecimiento del PIB continúe moderándose en el cuarto trimestre de 2019, pero que repunte hasta un 2,1% t/t en el primer trimestre de 2020. Suponiendo que los cambios en las políticas fiscales permanezcan en espera y que las tensiones comerciales no aumenten, mantenemos que el crecimiento del PIB será del 2,3% en 2019 y del 1,8% en 2020.

## **Las fricciones subyacentes del mercado laboral crecen a medida que el impulso se ralentiza**

La evolución del mercado laboral durante los tres primeros trimestres del año se ha alineado estrechamente con nuestra visión de una moderación continua de la actividad económica y la creación de empleo. Después del informe sobre el mercado laboral mixto realizado en septiembre, los datos de la encuesta de octubre fueron más optimistas. Por ejemplo, además de la sólida tasa de creación de empleo de 128.000 puestos, las nóminas se revisaron al alza en 51.000 y 44.000, respectivamente, en agosto y en septiembre, lo que contrarresta los temores a una desaceleración más pronunciada del mercado laboral. Además, a pesar de las tasas de crecimiento del empleo más moderadas, la tasa de desempleo permanece en niveles históricamente bajos del 3,6%.

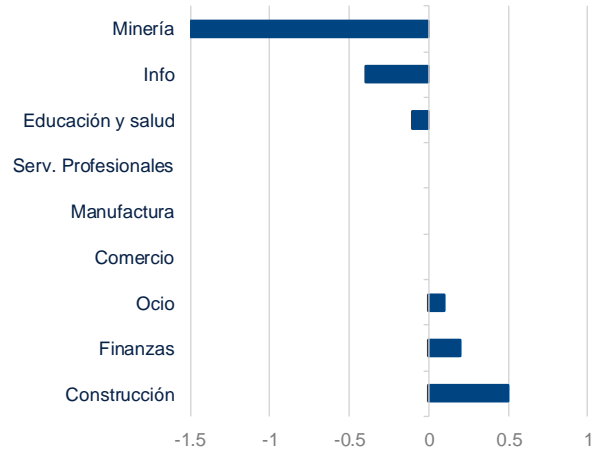
Por otro lado, aparte de las fricciones sectoriales producidas por la desaceleración mundial y las tensiones comerciales, el crecimiento del empleo ha permanecido sólido. Desde enero, el crecimiento del empleo se mantiene firme en los servicios de educación y salud, construcción, ocio y hostelería y servicios empresariales profesionales. Sin embargo, los datos sobre las vacantes y tasas de pérdida de empleo estadounidenses sugieren que existe una bifurcación del mercado laboral, ya que las tasas de pérdida de empleo caen en sectores que se enfrentan a factores adversos como la minería y la fabricación, pero aumentan en los servicios financieros, el ocio y la hostelería y la construcción. Dicho esto, el descenso del cambio interanual en las vacantes del sector privado también podría ser una señal alentadora de que los riesgos para el comercio y el crecimiento mundial están disminuyendo.

Gráfica 2.13 **TASA DE CREACIÓN DE EMPLEO (A/A, P.P.)**



Fuente: BBVA Research y BLS

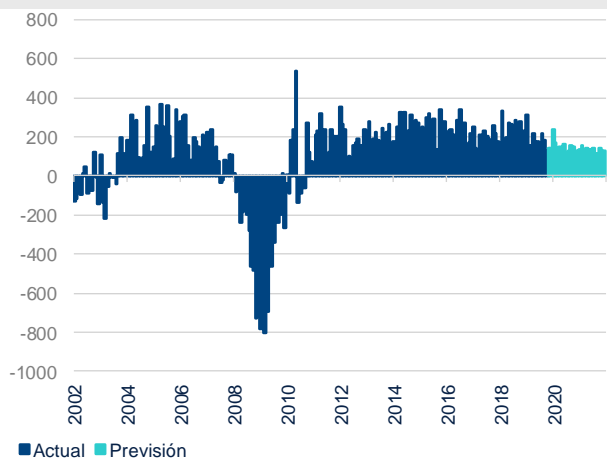
Gráfica 2.14 **TASA DE PÉRDIDA DE EMPLEO POR SECTOR (CAMBIO DESDE MARZO DE 2019, P.P.)**



Fuente: BBVA Research

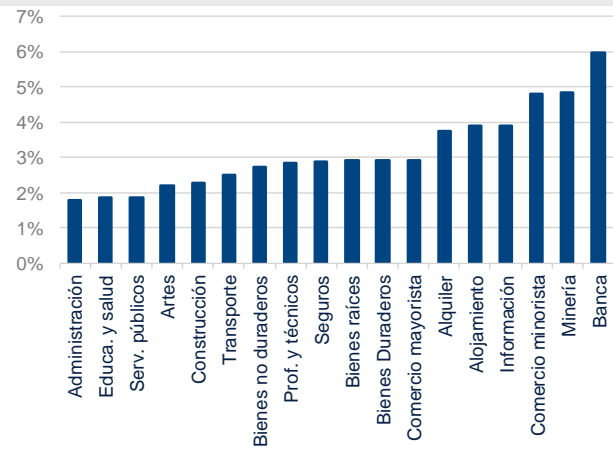
Si bien la transición desde el débil crecimiento de los sectores productores de bienes nacionales podría retener las ganancias del mercado laboral en servicios empresariales profesionales y servicios financieros, unas condiciones sólidas en el lado de la demanda interna y unos tipos de interés favorables deberían minimizar la duración de estos factores adversos. Como resultado, nuestro escenario de referencia contempla que el crecimiento del empleo será de aproximadamente 140.000 al mes en noviembre y diciembre, antes de descender a 130.000 para finales de 2020. Ante este panorama, seguimos asumiendo flujos de entrada de mano de obra moderados y un descenso limitado de la tasa de desempleo, con una media del 3,7% en 2020.

Gráfica 2.15 **EMPLEOS NO AGRÍCOLAS (MILES)**



Fuente: BBVA Research y BLS

Gráfica 2.16 **SALARIO MEDIO POR HORA (% A/A)**



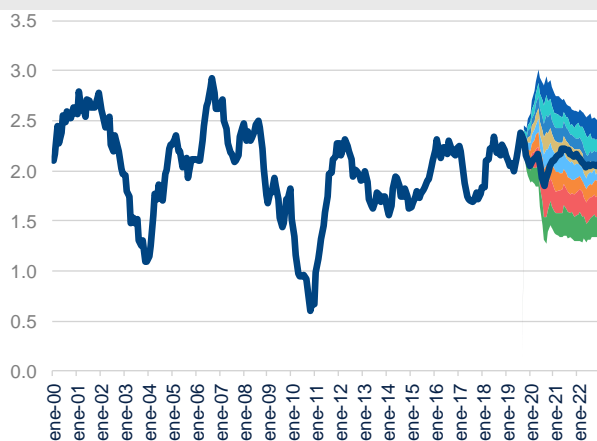
Fuente: BBVA Research

Con unos niveles tan elevados de utilización del mercado laboral y con la Fed expresando su voluntad de operar un mercado laboral de alta presión en un esfuerzo por aumentar el número de oportunidades disponibles para las personas con rentas de bajas a moderadas, la persistente falta de presiones salariales sigue siendo desconcertante. De hecho, en octubre, las ganancias medias por hora de todos los trabajadores fueron del 3,0%, inferiores al máximo del 3,4% en febrero. A nivel del sector, los datos de 2019 también son coherentes con los datos de nivel agregado, lo que demuestra una escasa relación entre la rigidez del mercado laboral del sector y el crecimiento salarial. Por ejemplo, en el sector de los seguros, la tasa de desempleo ha sido del 1,9% de media, pero el crecimiento de los salarios ha sido débil y se ha mantenido en el 2,5% en 2019. En el sector inmobiliario, un sector con una tasa de desempleo similar, los salarios subieron un 3,8%.

## Relación de los riesgos a la baja de la inflación

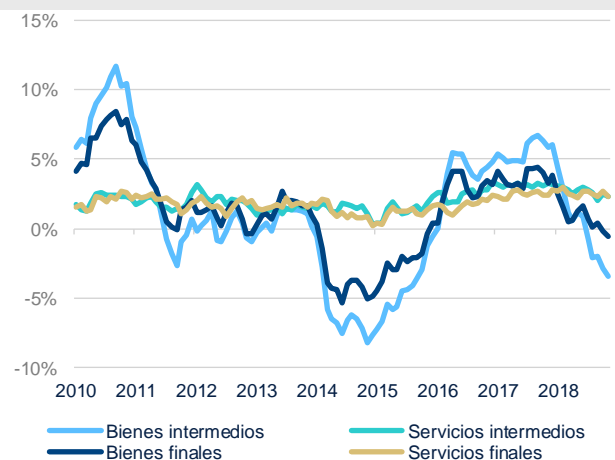
Los datos recibidos sobre la inflación han sido firmes a lo largo de 2019, a pesar de las débiles presiones salariales. No obstante, con el impulso ralentizado y con el GCP subyacente por debajo del objetivo de la Fed, sigue habiendo un riesgo de que las expectativas de inflación tiendan a la baja. De hecho, aunque el IPC general permaneció invariable en septiembre, el aumento del IPC subyacente m/m se ralentizó hasta el 0,1%, después de aumentar un 0,3% en los tres meses anteriores. Además, la transición de aranceles superiores a precios del productor ha demostrado ser transitoria, debido a las ganancias en el dólar en 2019. Como resultado, los precios centrales siguen firmemente arraigados en un régimen inflacionario estable, pero moderado. Los precios de la energía también se han estabilizado después de descender durante la mayor parte de 2019, lo que refleja las débiles condiciones de la demanda en un mercado petrolífero bien abastecido. Dado que los precios del petróleo están cerca de los niveles de equilibrio, nuestro escenario de referencia contempla que los riesgos para los precios de la energía estén equilibrados.

Gráfica 2.17 **IPC SUBYACENTE (% A/A)**



Fuente: BBVA Research

Gráfica 2.18 **IPP (% A/A)**



Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

Al alza, la vivienda sigue siendo un fuerte contribuyente a los aumentos de los precios al consumo. En los últimos 12 meses, los precios de la vivienda han aumentado un 3,5%, lo que casi supera los máximos de 2016. Con respecto a la sanidad y la educación, lo que aparte de los costes de la vivienda explica gran parte de la presión alcista sobre los

precios, la inflación sigue por encima de la media. Sin embargo, el ritmo de crecimiento de las matrículas y las tasas escolares ha disminuido, en un momento en el que los costes del servicio de asistencia sanitaria se están acelerando. Un análisis más detallado de los datos revela que la mayor parte del crecimiento superior a la media de los costes sanitarios se explica por el crecimiento de dos dígitos en el coste de los seguros de salud, que aumentó un 18,7% a/a en septiembre. Aunque el repunte tiene el potencial de erosionar el poder adquisitivo doméstico sobre artículos discrecionales, en 2012 y 2016 se produjeron superciclos de seguros de esta magnitud, sin que esto afectara en gran medida a la inflación agregada.

Dado que no prevemos que continúe el crecimiento exponencial de los costes de los seguros de salud, las presiones de los precios en el sector de la atención sanitaria deberían reducirse ligeramente. Si los aranceles se retiran como resultado de un acuerdo de «fase uno» satisfactorio, el riesgo de que estos afecten directamente a los precios de consumo finales se debe eliminar o reducir de forma significativa. Además, al haber pocas pruebas de una transición importante desde los aranceles sobre los bienes intermedios hacia los precios al consumo, esperamos que las presiones inflacionarias sigan siendo débiles. Como resultado, esperamos que la inflación del GCP subyacente sea del 1,9% y del 2,0% en 2020 y 2021.

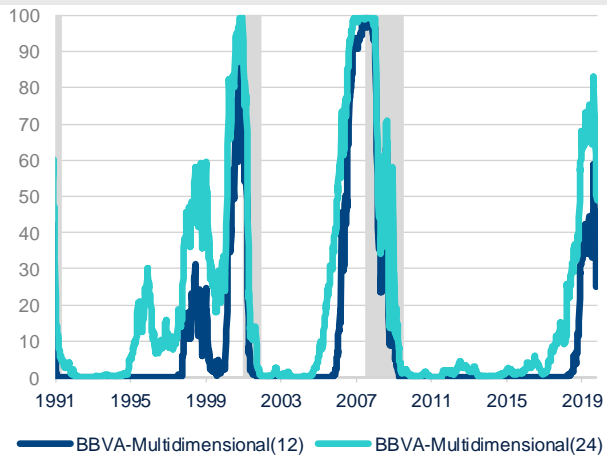
## **Abrir en caso de emergencia**

A pesar de la posibilidad de que se produzcan conmociones idiosincráticas en el lado de la oferta, los riesgos de deflación siguen siendo remotos. En líneas similares, el riesgo de recesión parece estar en declive. De hecho, según nuestro indicador de probabilidad de recesión semanal, desde el 13 de agosto, la probabilidad de recesión en los próximos 12 meses ha caído 30 puntos básicos. Al 49%, el riesgo de recesión en los próximos 24 meses es el más bajo desde noviembre de 2018; también es la primera vez que el indicador ha estado por debajo del 50% en 47 semanas.

La disminución de las tensiones comerciales y el ajuste de mitad del ciclo parecen explicar una parte significativa de la caída, ya que no ha habido ningún cambio importante en la esencia de la deuda de particulares o empresas no financieras, en los salarios ni en la relación precio/beneficios ajustado cíclicamente. Sin embargo, dado que el canal de transmisión se impregna del sentimiento del mercado financiero, cualquier deterioro significativo del mercado podría hacer que los riesgos de recesión se dispararan una vez más.

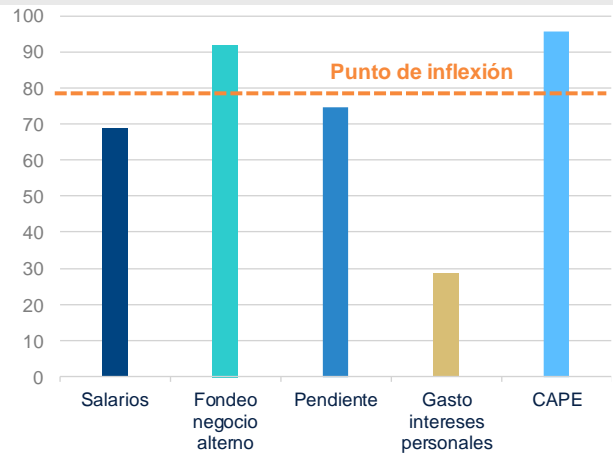
Dejando a un lado los riesgos de la política comercial, el Congreso y la Casa Blanca ahora deben acordar los créditos para el año fiscal 2020 después de la aprobación de los presupuestos en agosto. De no hacerlo, el Gobierno experimentaría un cierre y esto podría frenar el reciente impulso económico. Dado que se sigue manteniendo la calma en las negociaciones del Brexit y hay un gran interés por la intervención política en China, los riesgos de la política de EE. UU. probablemente atraigan cada vez más atención en 2020, a pesar del hecho de que, históricamente, las elecciones han tenido un impacto trivial en el crecimiento económico. No obstante, existen varios retos estructurales tanto en las economías desarrolladas como en las emergentes, así como fricciones geopolíticas, que plantean riesgos mucho mayores para la estabilidad económica y financiera mundial que las elecciones estadounidenses de 2020.

Gráfica 2.19 **PROBABILIDAD DE RECESIÓN (%)**



Fuente: BBVA Research

Gráfica 2.20 **FACTORES DE RECESIÓN (Percentil)**



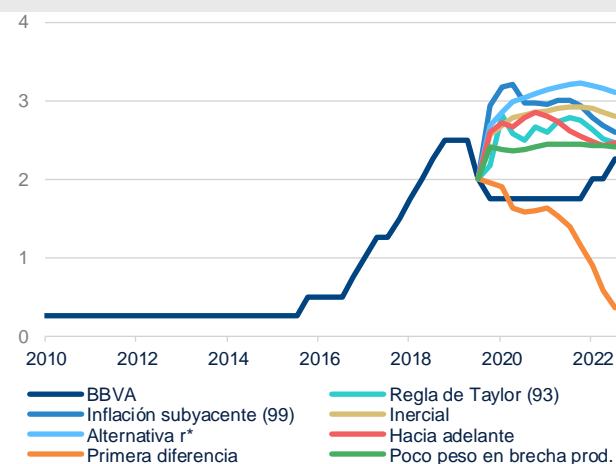
Fuente: BBVA Research

### 3. El arte de la guerra de la Fed: Que tus planes sean oscuros e impenetrables como la noche y, cuando actúes, sé veloz como el rayo

Después de la guerra relámpago del verano relativa a la política monetaria de la Fed, esperamos que el comité haga una pausa, posiblemente dejando los tipos invariables a lo largo de 2020. En el tercer trimestre de 2019, la Reserva Federal se vio atrapada en una ofensiva con varios frentes. En un flanco, el comité tuvo que alinear las perspectivas pesimistas del mercado con el enfoque de gestión de riesgos para un ajuste de mitad de ciclo que se complicó con una guerra comercial prolongada y creciente y una brusca desaceleración del crecimiento económico mundial. En otro flanco, los mercados monetarios oscilantes y la presión alcista no deseada sobre los tipos de referencia obligaron a la Fed a intervenir en el mercado de repos y comprometerse a aplicar un aumento sustancial en las compras directas de bonos del Tesoro sin un cambio explícito en su postura de adaptación. En lo que se podría considerar la última línea de defensa, la Fed también ha tenido que dirigir la política monetaria a una postura más acomodaticia sin la percepción de una ruptura de la independencia de la política monetaria en medio de una feroz crítica por parte del presidente.

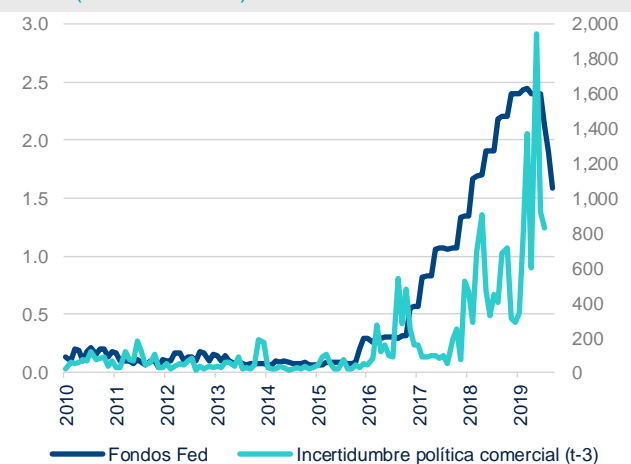
Durante este período, la Fed ha recortado los tipos tres veces, reduciendo la banda objetivo del tipo de los fondos federales 75 puntos básicos a 1,5-1,75%. Con la tasa de desempleo en mínimos históricos y el crecimiento convergiendo con el potencial, el comité justificó los ajustes con las preocupantes perspectivas de inflación, las corrientes cruzadas mundiales y la mayor incertidumbre de las políticas comerciales. De hecho, en la rueda de prensa tras el primer recorte de julio, el tema estaba extremadamente centrado en el comercio: el presidente mencionó la incertidumbre de la política comercial 8 veces y el comercio 30 veces.

Gráfica 3.1 TIPO DE LOS FONDOS DE LA FED Y REGLAS DE LA POLÍTICA MONETARIA (%)



Fuente: BBVA Research and Fed de Cleveland

Gráfica 3.2 INCERTIDUMBRE DE LAS POLÍTICAS COMERCIALES Y TIPO DE LOS FONDOS DE LA FED (1985-10=100)



Fuente: BBVA Research

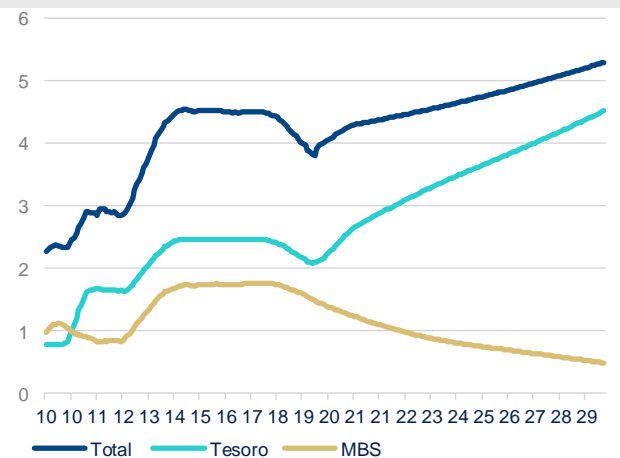


Tras alcanzar su máximo en agosto, la incertidumbre de las políticas comerciales ha disminuido. Los aranceles sobre los bienes finales de China, cuya aplicación se había fijado para octubre y diciembre, se han retrasado indefinidamente y, aunque aún podría suceder, la administración trata de mantener su posición ventajosa mediante la amenaza de aranceles generalizados sobre los automóviles. Como resultado, el presidente dio muestras evidentes del deseo del comité de hacer una pausa, con el fin de dejar tiempo para evaluar el impacto de los tipos de interés más bajos.

De hecho, Powell comentó que la política monetaria «probablemente se mantendría en condiciones adecuadas» si los últimos datos están en consonancia con las condiciones actuales, y que esto requeriría una «reevaluación considerable de nuestras perspectivas» para modificar la postura del comité. Con respecto precedentes anteriores, la aplicación de tres recortes de 25 puntos básicos seguidos de una pausa coincide con la estrategia de Greenspan de los 90, que consistió en la aplicación, por parte de la Fed, de dos ajustes de la política monetaria a la mitad del ciclo. Además, dado que los tipos se acercan más al límite inferior igual a cero y los riesgos de cola a la baja subyacen, parece prudente que el comité guarde algo de munición, a pesar de la inclinación del presidente a la gestión del riesgo y a no dejar polvo seco.

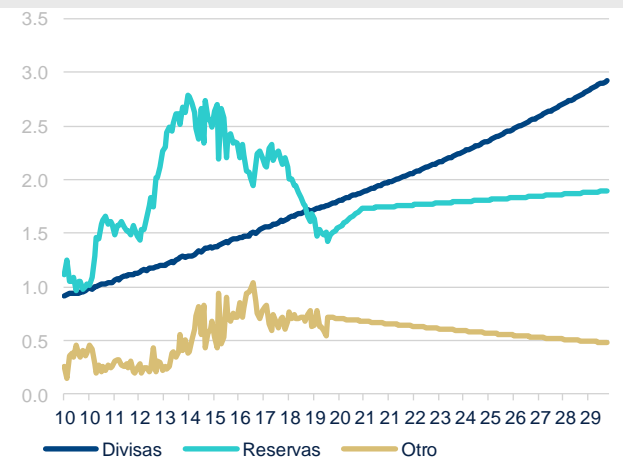
En el balance, el comité parece estar cómodo con su estrategia, que es similar a cambiar el neumático de un vehículo mientras se conduce. Si bien es una metáfora que se utiliza con frecuencia en las transformaciones corporativas, es difícil creer que este enfoque cumpla sus propios estándares y objetivos, que indican que la política monetaria debe «entenderse bien y ser sistemática».

Gráfica 3.3 **FACTORES QUE CONTRIBUYEN A LOS FONDOS DE LA RESERVA (BILLONES USD)**



Fuente: BBVA Research y Consejo de la Reserva Federal

Gráfica 3.4 **FACTORES QUE ABSORBEN LOS FONDOS DE LA RESERVA (BILLONES DE USD)**



Fuente: BBVA Research y Consejo de la Reserva Federal

El refuerzo del mercado monetario con grandes operaciones temporales de mercado abierto obligó al comité a adoptar una postura en la que ahora tiene que desentrañar ajustes «técnicos» del balance con cambios en la adaptación de las políticas. Lo que sigue siendo discutible es cómo convencerá la Fed a los mercados de que su estrategia de balance actual difiere de las compras de activos a gran escala. En principio, se utilizaron compras de activos a gran escala y programas de ampliación de vencimientos para reducir las primas de riesgo en las tasas de rentabilidad a más largo plazo con el fin de incentivar el préstamo, la concesión de préstamos, la asunción de riesgos

y el impulso de la actividad económica general. Por el contrario, las compras de bonos del Tesoro a corto plazo se consideran un paso técnico para gestionar los tipos de interés de referencia y, dado su plazo más corto, solo deberían tener un efecto transitorio en el balance. En última instancia, el éxito de este enfoque dependerá del nivel de reservas que los participantes del mercado consideren necesarias para que sean amplias. Cualquier déficit requerirá una ampliación de los activos de reserva o una reducción de los pasivos de reserva.

Dado que el presidente fijó como objetivos razonables el nivel de reservas antes de la volatilidad de septiembre (1,45 billones de USD), nuestro escenario de referencia contempla que las compras directas de bonos y el aumento de los balances de las reservas continuarán indefinidamente. De esta forma, el comité podrá limitar las ambigüedades en torno a la política de balances y la implementación de un «sistema de mínimos» en lo relativo a la posición de la política monetaria. De no hacerlo, podría disminuir la eficacia de una relajación cuantitativa de la recesión futura.

Pruebas recientes halladas en los mercados monetarios sugieren que los vínculos entre la adaptación de los balances, la regulación y la demanda de reservas bancarias han crecido. Los cambios normativos han aumentado el interés por los activos sin riesgo, y las pruebas de los sistemas de mínimos de otros países sugieren que tienden a asociarse con el acaparamiento de reservas, especialmente en momentos de tensión. Estos problemas se intensifican cuando algunos bancos mantienen la gran mayoría de las reservas, como es el caso del entorno actual.

Aunque no son indistinguibles, las reservas bancarias y la deuda pública a corto plazo son sustitutos cercanos si ambas se valoran como activos sin riesgo altamente líquidos. Dado que los bancos deben mantener activos líquidos de alta calidad para cubrir la liquidez y para cumplir los requisitos de capital, no es de extrañar que, al enfrentarse a un posible déficit de liquidez, los bancos acaparen reservas. Además del hecho de que las reservas bancarias plantean potencialmente menos riesgos que la deuda pública a corto plazo, existen algunas pruebas anecdóticas de que los reguladores favorecen el exceso de reservas frente a los bonos del Tesoro.

Para solucionar estos problemas, se necesitará una solución que no implique reponer las reservas bancarias hasta los niveles observados antes de septiembre (~1,45 billones). En primer lugar, si las reservas siguen siendo un activo preferido por los bancos, no habrá un nivel de reservas terminal estático que satisfaga la demanda agregada en un crecimiento continuo de los activos nominales. Esto implica una política de reservas que crezca a un ritmo vinculado al crecimiento económico, similar a la divisa en circulación. En segundo lugar, existe una alta probabilidad de que las preferencias de reserva no sean estables y, por lo tanto, podrían ser muy diferentes en las situaciones hipotéticas de referencia y tensión. Como resultado, puede que la acumulación de colchones en la previsión base nunca se asemeje a la demanda que estaría presente en un escenario de tensión. Asimismo, puede que el aumento de las reservas en consonancia con un posible escenario de tensión aumente los riesgos de inestabilidad financiera en condiciones normales y fomente el préstamo por parte del Gobierno.

En tercer lugar, si los bancos no están dispuestos a proporcionar liquidez en un escenario de tensión, puede que los participantes de los mercados no bancarios se enfrenten a déficits de liquidez similares, lo que limitaría la capacidad de la Fed de transmitir la política monetaria a través de los tipos administrados. En última instancia, si bien la reposición de las reservas bancarias podría reducir la volatilidad en los mercados monetarios ante acontecimientos similares, para abordar completamente los problemas subyacentes que asolan los mercados monetarios, la Fed necesitará aumentar el acceso a los mecanismos en vigor para repos, ajustar los requisitos de capital y liquidez existentes o una combinación de ambos. Cabe señalar que un componente clave del amplio régimen de reservas de la Fed era específicamente evitar operaciones complejas de mercados abiertos, como ocurrió antes de la crisis financiera, así como un funcionamiento fluido de los mercados interbancarios.

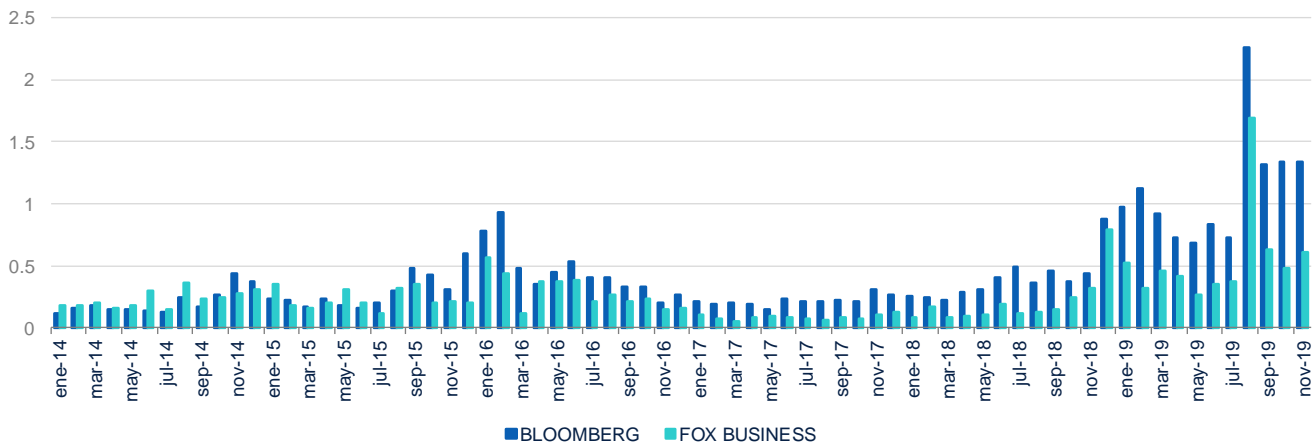
Tal y como destacó el presidente, los riesgos para la economía estadounidense se están moviendo en una dirección «positiva» después del acuerdo de intercambio de fase 1 entre EE. UU. y China, una menor probabilidad de un Brexit duro y una mejora de la confianza en los mercados emergentes y desarrollados. En la rueda de prensa más reciente, las preguntas no pudieron extraer del presidente una definición cuantificable de «sustancial». Sin embargo, el subtexto sugirió que el listón era bastante alto, lo que significa que los pequeños brotes de volatilidad quedarían por debajo del umbral necesario para recortar los tipos de nuevo en diciembre.

Como resultado, esperamos que el FOMC mantenga los tipos invariables a corto plazo. Aunque la incertidumbre mundial ha descendido un poco, sigue siendo elevada en un momento en el que muchas economías de mercados desarrollados y emergentes han acumulado debilidades con capacidad limitada para respuestas por parte de las políticas. Además, están comenzando a aparecer algunas grietas en los mercados laborales nacionales y la recesión industrial está teniendo un impacto mayor de lo esperado en algunos componentes de la inversión privada no residencial. Como resultado, aunque existe la posibilidad de que la Fed reanude el recorte de los tipos en 2020, tal y como lo consideramos, esto probablemente implicaría que su escenario de riesgo (una inminente recesión en EE. UU.) se haría realidad, lo que conllevaría una vuelta al límite inferior igual a cero y la implementación de herramientas adicionales de política monetaria poco convencionales.

## 4. Tipo de interés negativo: ¿cuál es su viabilidad para EE. UU.?

Recientemente, la longevidad sin precedentes de la expansión económica actual desencadenó muchos debates sobre las recesiones económicas y las correcciones del mercado financiero (gráfica 4.1). Dada la proximidad del tipo actual de los fondos federales a cero, muchos actores del mercado se preguntan sobre la posibilidad y la implicación de la política de tipos de interés negativos (NIRP) en EE. UU.

Gráfica 4.1 **PORCENTAJE DE TIEMPO DE TRANSMISIÓN CUANDO SE MENCIONAN LOS TÉRMINOS «RECESIÓN ECONÓMICA» O «DESACELERACIÓN» (%)**



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

Antes de la crisis de 2008, no muchos economistas se plantearon seriamente que los tipos de interés nominales bajarían por debajo de cero. Es famosa la frase de Hicks (1937)<sup>1</sup> acerca de la causa de los tipos de interés no negativos:

■ «Si se puede descuidar el coste de la tenencia de dinero, siempre será rentable retener dinero en lugar de prestarlo, si el tipo de interés no es superior a cero. Por consiguiente, el tipo de interés siempre debe ser positivo».

Sin embargo, en 2009, el Banco Central Sueco (Riksbank) se convirtió en la primera autoridad monetaria en introducir una NIRP. Entre 2014 y 2016, en un contexto de elevados riesgos de recesión y deflación, el Banco Central Europeo (BCE), el Danmarks Nationalbank, el Banco Nacional Suizo y el Banco de Japón implementaron la NIRP.<sup>2</sup> Como resultado, la NIRP se convirtió en una de las herramientas estándar de los bancos centrales globales. En esta sección, examinamos el efecto de la NIRP y arrojamos luz sobre la viabilidad de esta política en EE. UU.

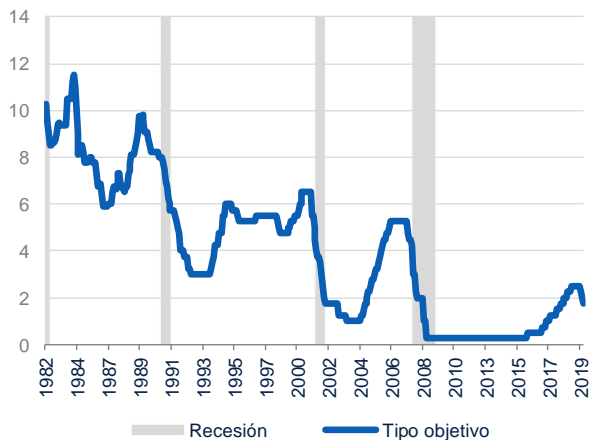
1: Hicks, J.R., 1937. Mr. Keynes and the "Classics"; A Suggested Interpretation. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, págs. 147-159.

2: El tipo de depósitos a un día para Suecia, el tipo de facilidad de depósito para la zona del euro, el certificado del tipo de depósitos para Dinamarca, el tipo objetivo del LIBOR a 3 meses para Suiza y el tipo interbancario a un día no garantizado para Japón. Todos se pueden considerar como el equivalente al interés de la Fed sobre las reservas de EE. UU.

## Teorías en las que se basa la política de tipos de interés negativos

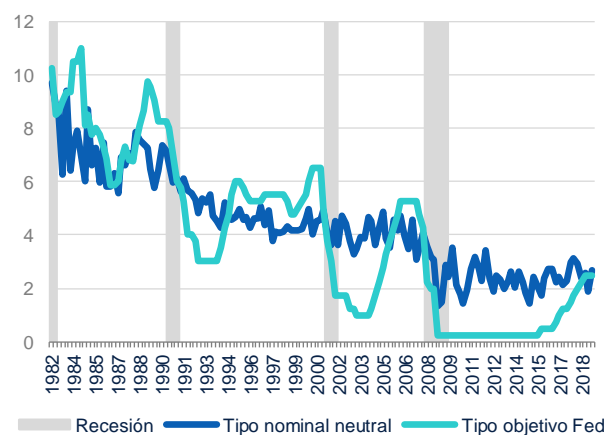
Cuando el crecimiento económico se ralentiza, el estímulo monetario convencional procede de los recortes de tipos de interés por parte del banco central. Aunque la elaboración de políticas monetarias generalmente utiliza modelos muy sofisticados, la idea de aprovechar la relación negativa entre el tipo de interés y la producción precedió al uso de modelos cuantitativos. Una explicación de manual es la del modelo IS-LM. Durante una recesión económica, el banco central puede aumentar la oferta monetaria a través de operaciones de mercados abiertos. Es decir, el banco central compra bonos con efectivo, lo que incrementa los precios de los bonos, reduce el tipo de interés, impulsa el nivel de precios y reduce el salario real. En consecuencia, el coste marginal de la producción disminuye, lo que, en última instancia, impulsa la inversión, el empleo y la producción. Además, desde el punto de vista financiero, unos tipos de interés más bajos implican costes de financiación más bajos, por lo que las empresas pueden permitirse proyectos de inversión que no habrían sido rentables de otro modo. En el pasado, los importantes recortes de los tipos de interés fueron una de las acciones imprescindibles para la Reserva Federal durante las contracciones económicas. El recorte medio durante las tres últimas recesiones es de 310 puntos básicos desde el principio hasta el final de la recesión (gráfica 4.2).

Gráfica 4.2 TIPO OBJETIVO DE FONDOS DE LA FED ESTABLECIDO POR EL FOMC (%)



Fuente: BEA, Haver y BBVA Research

Gráfica 4.3 TIPOS NEUTRALES Y TIPOS DE FONDOS FEDERALES (%)



Fuente: BEA, Fed de Nueva York, Haver y BBVA Research

Después de la reunión de octubre del FOMC, el tipo objetivo actual de los fondos federales se sitúa en el 1,75% y no hay planes de aumentarlo. Por lo tanto, si se produce una recesión en los próximos trimestres, la Reserva Federal no podrá recortar el tipo tan profundamente como antes, a menos que estén dispuestos a implementar la NIRP. Un reciente documento de trabajo del Banco de la Reserva Federal de San Francisco<sup>3</sup> argumenta que los tipos de interés negativos podrían ser útiles para impulsar el crecimiento económico y aumentar la inflación. El razonamiento que subyace a esta afirmación es sencillo: el tipo de interés oficial debe ser significativamente inferior al tipo «neuro» para proporcionar un impulso significativo<sup>4</sup>. Si el tipo neutro se aproximara a cero, un tipo de interés oficial por encima de

3: Curdia, V., 2019. How Much Could Negative Rates Have Helped the Recovery? *FRBSF Economic Letter*, 4.

4: El concepto de tipo neutro procede de Wickseil (1898) y se asemeja en términos generales al retorno real del capital en producción. Para obtener más información sobre el tipo de interés neutro de EE. UU., consulte nuestro análisis económico anterior: <https://www.bbvarresearch.com/en/publicaciones/u-s-natural-interest-rate-uncertainties-and-policy-implications/>.

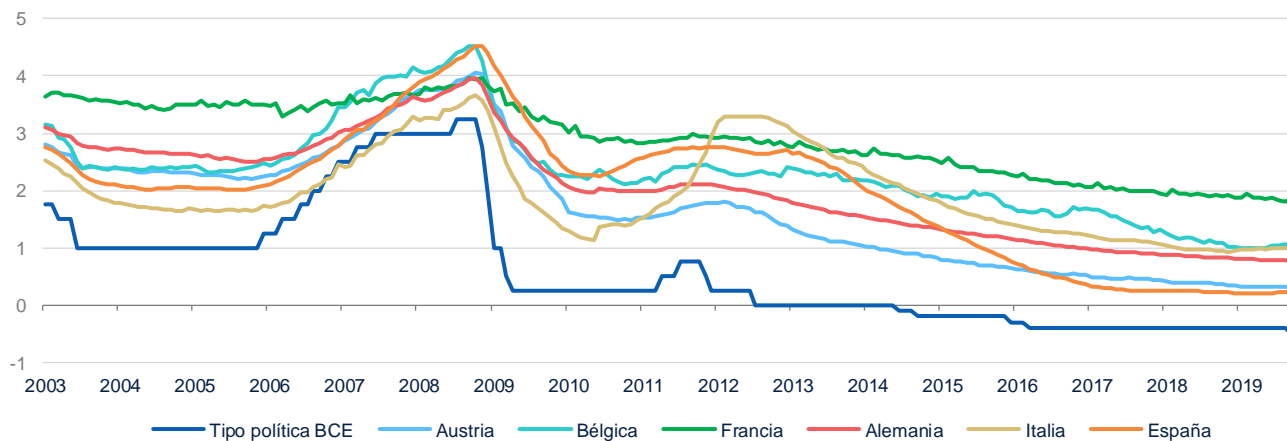
cero sería ineficaz para la recuperación económica. Por lo tanto, el banco central debe seguir recortando el tipo de interés hasta que sea significativamente inferior al tipo neutro, independientemente de su signo.

Entre los seguidores de esta teoría se incluyen los bancos centrales que han implantado la NIRP. Afirman que los costes de almacenamiento no son insignificantes. Por lo tanto, los depositarios están dispuestos a ahorrar dinero en el banco, siempre que las comisiones que el banco cobra sean inferiores a los costes de almacenamiento del dinero en efectivo. En el entorno de la NIRP, el tipo de interés nominal ya no tiene un límite inferior igual a cero. En su lugar, tiene un límite inferior efectivo, en el que los depositarios no diferencian entre el almacenamiento de efectivo por sí mismos y el ahorro de dinero en el banco.

## Pruebas empíricas de Europa

Dado que los hogares y las empresas no tienen acceso al banco central, los tipos de interés oficiales negativos tienen que pasar por intermediarios financieros para afectar a la economía real. En la mayoría de los modelos macroeconómicos, como el utilizado en Curdia (2019), la transferencia perfecta desde el tipo de interés oficial al tipo de depósito y otros tipos de mercado es una suposición implícita; solo hay un único «tipo de interés nominal», que normalmente se utiliza en hogares, empresas y el banco central. Según las políticas monetarias convencionales, la transferencia completa es una suposición sensata que simplifica significativamente el cálculo sin pérdida de generalidad. Sin embargo, en virtud de políticas monetarias poco convencionales, como la NIRP, este supuesto parece despreocupado y es susceptible a las críticas.

Figura 4.4 **TIPOS DE INTERÉS OFICIALES Y DE DEPÓSITO**  
(CORTO PLAZO, HOGARES Y EMPRESAS NO FINANCIERAS, MEDIAS PONDERADAS, %)



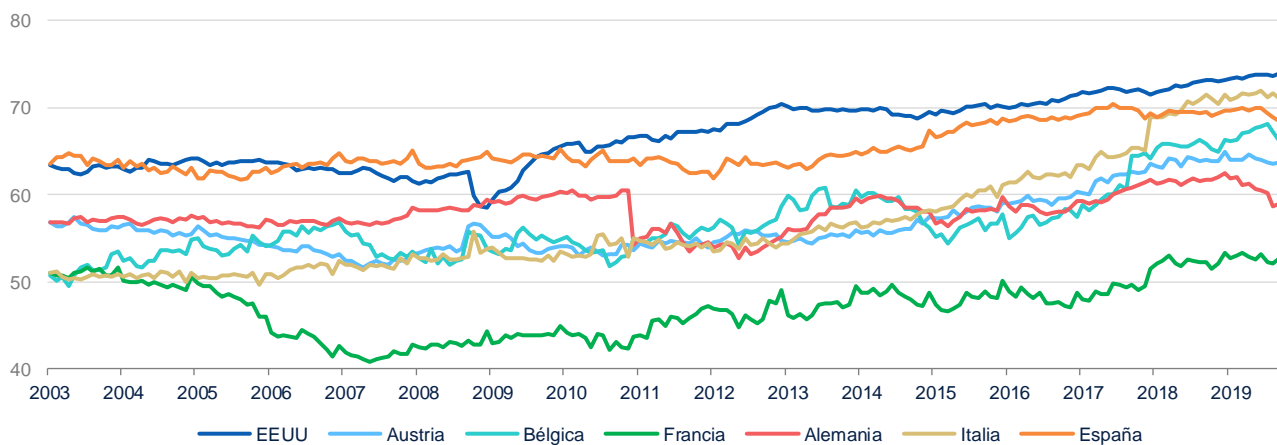
Fuente: BCE, Haver Analytics y BBVA Research

Los estudios empíricos actuales sobre la transferencia de los tipos de interés según la NIRP muestran resultados contradictorios y demuestran una dinámica compleja de bancos y empresas. Por un lado, algunos estudios demuestran que los bancos con balances saludables pueden cobrar tipos de depósito negativos a sus clientes. Por

ejemplo, con un conjunto de datos confidencial de la zona del euro, Altavilla et al. (2019)<sup>5</sup> se dan cuenta de que algunos «bancos sólidos» pasan tipos negativos a depositarios empresariales sin perder mucha financiación. Además, las empresas con activos elevados que reciben tipos negativos de bancos comerciales tienden a aumentar su inversión y a reducir sus participaciones en efectivo para evitar los costes asociados a los tipos negativos.

Por otro lado, dada la diversidad de bancos y depositarios, la implementación de la NIRP puede reducir significativamente el nivel de transferencia de los tipos de interés a nivel agregado. Como muestra la gráfica 4.4, aunque el tipo de la facilidad de depósito del BCE ha sido inferior a cero desde 2014, todos los tipos de depósito a corto plazo en los bancos comerciales de la zona euro se mantuvieron por encima de cero. Además, el diferencial entre los tipos de depósito y los tipos de interés oficiales se redujo significativamente. Con un conjunto de datos exclusivo a nivel microeconómico de bancos suecos, Eggertsson et al. (2019)<sup>6</sup> documentan ampliamente las respuestas de los tipos de depósito a los tipos de interés oficiales de los bancos centrales. Los autores encuentran una falta significativa de transferencia desde el tipo de interés oficial hacia los tipos de depósito y de préstamo cuando se implementa la NIRP. De forma similar, en otro estudio realizado por Eisenschmidt y Smets (2019)<sup>7</sup>, los dos economistas del BCE también confirman que los tipos de depósito de los hogares parecen tener un límite inferior igual a cero, aunque otros tipos de interés, como las tasas de rentabilidad de los bonos del Tesoro a corto plazo, no tienen ningún problema para ser negativos.

Gráfica 4.5 **RELACIÓN ENTRE DEPÓSITO Y ACTIVOS TOTALES PARA BANCOS COMERCIALES (%)**



Fuente: BCE, FRB, Haver Analytics y BBVA Research

El motivo de la falta de transferencia desde los tipos de interés negativos oficiales hacia los tipos de depósito es que algunos bancos comerciales dependen en gran medida de los depósitos domésticos para una financiación barata (gráfica 4.5). Además, la dependencia aumentó después de 2008, ya que la reforma normativa global estableció fuertes restricciones sobre la financiación mayorista. Por lo tanto, para cumplir con las nuevas normativas y ante el

5: Altavilla, C., Burlon, L., Giannetti, M. y Holton, S., 2019. Is there a zero lower bound? The effects of negative policy rates on banks and firms. *Banco Central Europeo, documento de trabajo* n.º 2289.

6: Eggertsson, G.B., Juelsrud, R.E., Summers, L.H. y Wold, E.G., 2019. *Negative Nominal Interest Rates and the Bank Lending Channel* (n.º w25416). National Bureau of Economic Research.

7: Eisenschmidt, J. y Smets, F., 2019. Negative Interest Rates: Lessons from the Euro Area. *Central Banking, Analysis, and Economic Policies Book Series*, 26, págs. 013-042.

temor a perder clientes, muchos bancos vacilaron a la hora de pasar los tipos negativos a los tipos de depósito. La falta de transferencia implica que los bancos tienen que absorber la pérdida de los tipos de interés oficiales negativos, y que una menor rentabilidad combinada con el ciclo financiero de desapalancamiento reduce el interés por el riesgo para el sector bancario. En otras palabras, el entorno de la NIRP parece desalentar la inversión y es contraproducente para la recuperación económica.

Además, algunos estudios sugieren que la NIRP puede hacer que los bancos reduzcan su pérdida de los tipos de interés oficiales negativos reduciendo su exceso de reservas. Demiralp et al. (2017)<sup>8</sup> analizan la variación transversal de las estructuras de financiación de los bancos junto con la variación en sus posiciones de exceso de liquidez y concluyen que los bancos muy expuestos a la NIRP tienden a asumir mayores riesgos y, por tanto, conceder más préstamos. Rostagno et al. (2019)<sup>9</sup> concluyen que además de que la NIRP aplanará la curva a plazo y reducirá la prima a plazo, dará lugar a ajustes en los balances de los bancos en los que el exceso de liquidez se absorba mediante la creación de préstamos nuevos y arriesgados o la adquisición de valores. El estudio también muestra que los volúmenes de préstamo y depósito para bancos que a veces cobran tipos negativos en la zona euro aumentaron a un ritmo más rápido que los de los bancos que nunca habían tenido tipos negativos. No es de extrañar que el BCE considere que las medidas no estándar de la política monetaria, incluida la NIRP, han reducido las tasas de rentabilidad y los costes de financiación del banco, y que también han aumentado de la disponibilidad de crédito, el PIB y la inflación. No obstante, cabe señalar que este efecto de los balances está limitado por las normativas posteriores a 2008 y la sensatez de los bancos. Para muchos bancos sin activos de máxima calidad, es posible que tengan que confiar en reservas excedentes para cumplir los requisitos de las pruebas de esfuerzo, y la rentabilidad negativa respecto a dichas reservas afectará aún más a su toma de decisiones.

## Políticas monetarias poco convencionales para EE. UU.

El debate sobre la NIRP en EE. UU. no es nuevo. En 2010, un memorando del personal de la Fed evaluó los efectos de recortar el tipo de interés en reservas por debajo de cero. Las principales preocupaciones fueron las operativas (requisitos de software y un posible aumento de la demanda de divisas), así como las legales (la autoridad para pagar los tipos de interés según se establece en los estatutos frente a tipos de interés *negativos*). Además, dada la mayor importancia de los fondos del mercado monetario (FMM) como proveedores de liquidez en EE. UU. frente a la UE, Japón y otros países, la NIRP podría obligar a los FMM a hacer que el valor nominal caiga por debajo de un dólar o a experimentar un cierre. El memorando también destacó las posibles consecuencias negativas sobre la rentabilidad y las dislocaciones de los bancos en el mercado de fondos federales que limitarían la capacidad de la Fed de utilizar el tipo de los fondos federales como tipos de interés oficiales.

En un artículo reciente<sup>10</sup> de Janet Yellen, la anterior presidenta de la Reserva Federal subrayó el papel de la orientación futura y defendió el compromiso «menos por más tiempo». La idea subyacente de su propuesta política es que, en lugar de perseguir la NIRP, el banco central puede prometer una política de tipos de interés más baja (es decir, igual a cero) que duraría mucho más que la desaceleración económica. Dicho compromiso impulsaría las expectativas de inflación y finalmente «permitiría que la economía se fortaleciera». Además, en la reunión posterior al

8: Demiralp, S., Eisenschmidt, J. y Vlassopoulos, T., 2017. Negative interest rates, excess liquidity and bank business models: Banks' reaction to unconventional monetary policy in the euro area. *Negative Interest Rates, Excess Liquidity and Bank Business Models: Banks' Reaction to Unconventional Monetary Policy in the Euro Area* (1 de febrero de 2017).

9: Rostagno, M., Altavilla, C., Carboni, G., Lemke, W., Motto, R., Saint-Guilhem, A. y Yiangou, J., 2019. *A Tale of two Decades: The ECB's Monetary Policy at 20*, documento de trabajo del BCE.

10: Yellen, J., 2018. Comments on monetary policy at the effective lower bound. *Brookings Papers on Economic Activity*, págs. 573-588.



FOMC del 18 de septiembre, el presidente Powell declaró: «No creo que nos planteáramos utilizar tipos negativos; no creo que estén entre nuestras prioridades». Powell añadió: «Si en el futuro nos encontrásemos de nuevo en el límite inferior efectivo, cosa que no esperamos en absoluto, creo que consideraríamos recurrir a compras de activos a gran escala y a la orientación futura».

Además de la orientación futura, los programas de expansión cuantitativa a los que recurrió a partir de 2007 se convirtieron en una de las herramientas más importantes de la Reserva Federal. Actualmente, EE. UU. aún tiene mucho margen para nuevos programas de compra de activos. El ratio entre el balance de la Reserva Federal y el PIB nominal es del 18%, significativamente inferior a su máximo del 25% en 2015. Mientras tanto, el balance del BCE es superior al 40% del PIB de la zona del euro, y el mismo ratio es superior al 100% para Japón. El balance relativamente saludable de la Reserva Federal sugiere que la expansión cuantitativa debe seguir desempeñando un papel esencial en la próxima contracción económica.

## Conclusión

En resumen, las pruebas empíricas existentes de Europa sugieren que los tipos de interés negativos pueden ser contraproducentes para la recuperación económica, a menos que estén emparejados con otras medidas monetarias agresivas no estándar. Dada la firme credibilidad y el saludable balance de la Reserva Federal, los programas de orientación futura y de compra de activos serán probablemente las dos principales herramientas de política monetaria para combatir la desaceleración económica, y la Fed no recurrirá a la NIRP a menos que decida que se ha agotado el resto de recursos.

## 5. Riesgo de impago de la deuda corporativa especulativa: ¿hay motivos para preocuparse?

Según distintos análisis, la deuda corporativa representa un riesgo importante para la expansión actual. El principal motivo de esto es el aumento significativo del apalancamiento empresarial, junto con un deterioro notable de la calidad crediticia. Desde 2010, la tasa de crecimiento de la deuda empresarial ha superado considerablemente al PIB nominal, especialmente para las empresas del segmento de mayor riesgo. Como resultado, tanto los pasivos corporativos con respecto al PIB como los pasivos a largo plazo con respecto al PIB se encuentran ahora en niveles récord (gráfica 5.1).

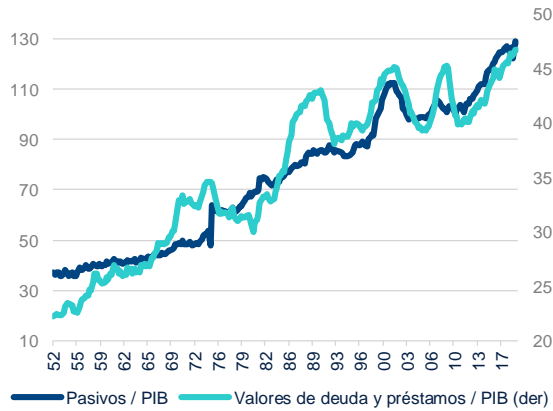
No es de extrañar que los diferenciales del segmento de riesgo más alto del mercado crediticio últimamente se hayan distanciado considerablemente del resto del universo de la deuda corporativa. Dado que la economía se desacelera lentamente y algunos sectores se enfrentan a factores adversos estructurales, se espera que la bifurcación de los diferenciales crediticios se prolongue, lo que supone un riesgo considerable para algunas de las empresas más expuestas.

Si bien nuestro análisis anterior ([enlace](#)) sugiere que no es probable que el apalancamiento empresarial cause una crisis financiera como la que provocó el apalancamiento doméstico en los años 2000, aún tiene el potencial de precipitar una recesión económica. El índice de BBVA Research de Riesgo de Impago de la Deuda Corporativa, un indicador avanzado de la calidad crediticia corporativa, apunta a un probable aumento de la morosidad en el futuro. Esto podría provocar un ajuste importante de las expectativas y los precios de los activos, lo que a su vez podría afectar negativamente a las inversiones, las contrataciones y la producción.

### Primas de riesgo y riesgo de impago de la deuda

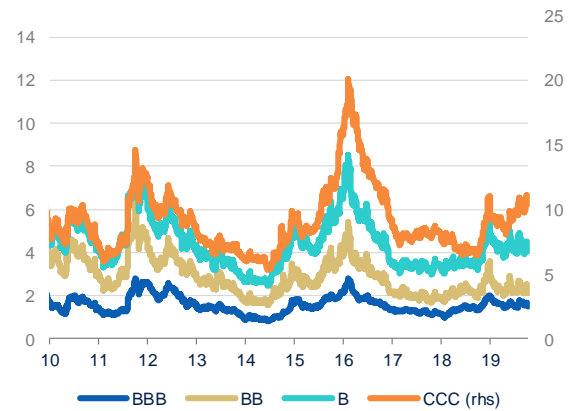
Desde principios de mayo de este año, los diferenciales de los bonos con calificación CCC o peor han experimentado una subida casi continua, a diferencia de los diferenciales de otros sectores de riesgo (gráfica 5.2). A principios de octubre, los diferenciales de los bonos CCC con respecto a los bonos AAA superaron los 1.000 puntos básicos, un nivel registrado anteriormente durante el máximo del nerviosismo del mercado de diciembre de 2018. Si bien los diferenciales de los CCC han descendido algo desde entonces y están lejos de los niveles alcanzados en 2016, si continúa la tendencia al alza, será más difícil para los participantes del mercado más apalancados refinanciar sus obligaciones de deuda. Además, a diferencia de 2016, cuando la mayor parte del malestar se concentró en el sector del petróleo y el gas, esta vez es probable que se vean afectadas multitud de sectores como el comercio minorista, la alimentación y las bebidas, la asistencia sanitaria, la TI y el alojamiento.

Gráfica 5.1 **DEUDA CORPORATIVA EN RELACIÓN CON EL PIB (%)**



Fuente: Reserva Federal y BBVA Research

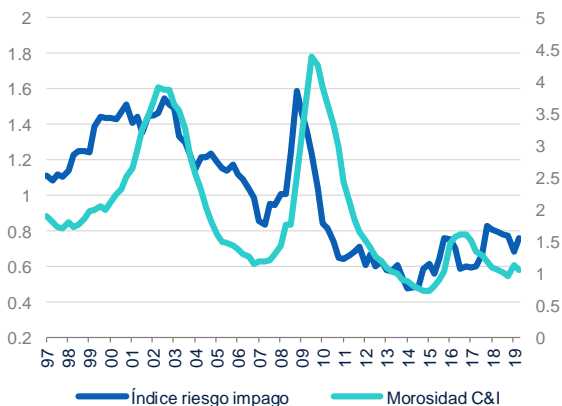
Gráfica 5.2 **DIFERENCIALES DE RENDIMIENTO EFECTIVO EN BONOS CORPORATIVOS RELATIVOS A AAA (P.P.)**



Fuente: ICE BofA y BBVA Research

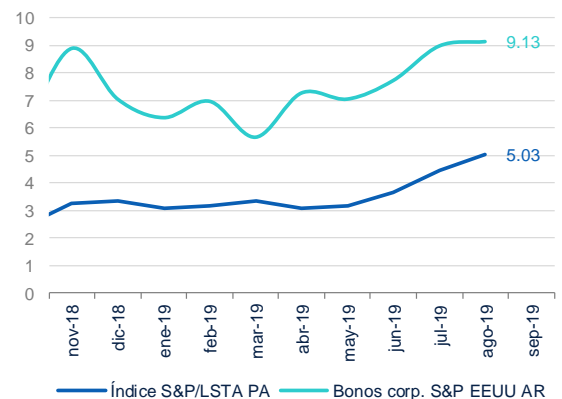
El índice BBVA de Riesgo de Impago de la Deuda Corporativa Adelantado, aunque sigue en niveles relativamente benignos, ha estado en una tendencia al alza desde mediados de 2017 (gráfica 5.3). El indicador refleja las tendencias de los beneficios, el apalancamiento y los tipos de interés en las empresas que cotizan en bolsa y encabeza la tasa de morosidad del préstamo de segmentos comerciales e industriales en aproximadamente tres trimestres. La medida sugiere que, aunque las empresas suelen cumplir sus obligaciones de amortización de la deuda, las condiciones son cada vez más restrictivas en comparación con el período 2011-2017. La mayor parte del deterioro de la rentabilidad parece concentrarse en los segmentos de menor calidad crediticia, como demuestra el aumento de los ratios riesgo de impago respecto a los bonos de alta rentabilidad y los préstamos apalancados (gráfica 5.4).

Gráfica 5.3 **ÍNDICE BBVA DE RIESGO DE IMPAGO DE LA DEUDA (1=PROMEDIO) Y TASA DE MOROSIDAD DEL PRÉSTAMO DE SEGMENTOS COMERCIALES E INDUSTRIALES (%)**



Fuente: BBVA Research y Reserva Federal

Gráfica 5.4 **BONOS DE ALTA RENTABILIDAD Y RATIOS RIESGO DE IMPAGO EN PRÉSTAMOS APALANCADOS, POR NÚMERO DE EMISORES (%)**



Fuente: LCD/S&P y BBVA Research

La señal más reciente de un aumento de la tensión en parte del espacio de la deuda corporativa es el aumento de las previsiones de tasa de impago por parte de varias agencias de calificación para los bonos de alta rentabilidad y los préstamos apalancados para finales de 2020. Por ejemplo, Fitch Ratings aumentó su previsión de impago de bonos de alta rentabilidad del 2% al 3,5% y su previsión de impago de préstamos apalancados en el ámbito institucional del 2% al 3% en octubre de este año. La agencia cita un aumento previsto de los impagos en los sectores de la energía, el comercio minorista, las telecomunicaciones y los medios de difusión, así como en las empresas que están sometidas a litigios debido a la crisis de los opiáceos. Estas cifras representan un aumento sustancial con respecto a las medias no recesivas de los bonos de alta rentabilidad y los préstamos apalancados del 2,3% y el 1,8%, respectivamente.<sup>11</sup>

## Bonos de alta rentabilidad

El valor excepcional de los bonos de alta rentabilidad ha aumentado sustancialmente durante la expansión actual, tanto en términos absolutos como relativos (gráfica 5.5). Además, esto ha ido de la mano con un deterioro en la combinación de calificaciones. Según Standard and Poor's (S&P), la proporción de bonos de grado especulativo con calificación B- o inferior ha alcanzado el máximo anterior del 28% que se produjo en marzo de 2009 (gráfica 5.6). Aunque la combinación de calificaciones se basa en el número de emisores y no en la deuda pendiente, y puede que un número cada vez mayor de empresas más pequeñas haya estado aprovechando los mercados de capitales de alta rentabilidad, sigue siendo preocupante que el deterioro de la combinación de calificaciones se produzca en un contexto macroeconómico aún bastante favorable. Si bien el deterioro del sector del petróleo y el gas probablemente ha contribuido al aumento de los bonos B- y con calificaciones inferiores, el principal factor desencadenante parece ser el creciente número de emisores cuya primera calificación tiende a ser B- e inferior. Dado que los dos sectores con el ratio más alto de deuda con calificación B- e inferior son los sectores de tecnologías de la información y telecomunicaciones<sup>12</sup>, parece que la búsqueda de rentabilidad por parte de inversores ávidos que apuestan por un crecimiento sostenido de estos sectores intensivos en conocimiento también es una de las causas de esta tendencia preocupante.

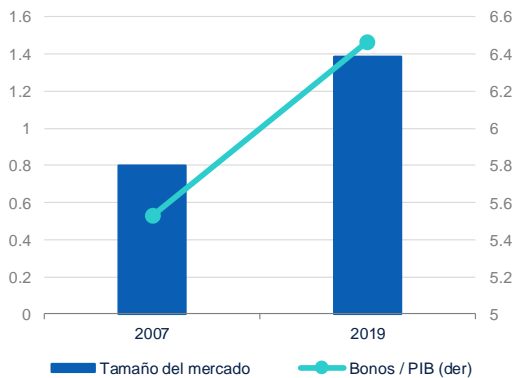
El gran número de emisores con calificación B- e inferior, así como el impulso continuado de la degradación que se ha mantenido, está contribuyendo al aumento del número de «eslabones más débiles» de bonos de alta rentabilidad, una tendencia que también se está produciendo en los préstamos apalancados. Los eslabones más débiles son un indicador de S&P que consta de emisores con calificación B- o inferior con perspectivas negativas. Con 263 emisores de deuda de tipo eslabón más débil el pasado agosto, el indicador ha alcanzado el nivel más alto desde noviembre de 2009. Como, según S&P, la tasa de impago de los eslabones más débiles es casi ocho veces mayor que la de los emisores de grado especulativo en un sentido más amplio, el indicador subraya las perspectivas de un aumento de impagos de crédito en adelante.<sup>13</sup>

11: Bloomberg. Fitch Ratings: 2020 U.S. High Yield Default Rate Forecast Bumped to 3.5% y Fitch Ratings: 2020 Leveraged Loan Default Rate Increased to 3% on Opioid Litigation.

12: S&P Global Market Intelligence. 3Q 2019 US High Yield Market: Feast or Famine.

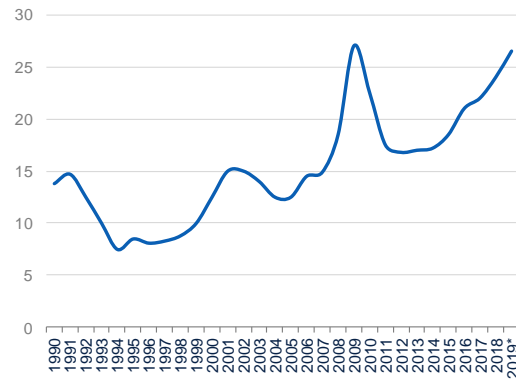
13: S&P. S&P 'weakest links' tally at 10-year high, suggesting more defaults. 18 de octubre de 2019. <https://bit.ly/2CmpVvv>

Gráfica 5.5 **TAMAÑO DEL MERCADO DE BONOS DE ALTA RENTABILIDAD (BILLONES DE USD Y %)**



Fuente: Cálculos de BBVA Research basados en datos de SIFMA, S&P y Bloomberg Barclays

Gráfica 5.6 **COMBINACIÓN DE CALIFICACIONES DE BONOS DE ALTA RENTABILIDAD POR NÚMERO DE EMISORES (CUOTA DE B- E INFERIOR)**



\* En el año  
Fuente: S&P y BBVA Research

## Préstamos apalancados y obligaciones de préstamo garantizadas

Los préstamos apalancados son el homólogo a los tipos flotantes de los bonos de alta rentabilidad y se consideran especialmente arriesgados<sup>14</sup>, ya que a menudo se amplían a empresas con un grado significativo de apalancamiento. Estos préstamos, así como los instrumentos que se crean a través de su titulización, las denominadas obligaciones de préstamo garantizadas (CLO), han atraído particularmente la atención en los últimos dos años, especialmente debido a la rápida tasa de crecimiento de este tipo de deuda corporativa. Los inversores institucionales, en particular, han duplicado sus participaciones en estos instrumentos en los últimos doce años, los cuales ahora representan más de 1 billón de USD (gráfica 5.7).

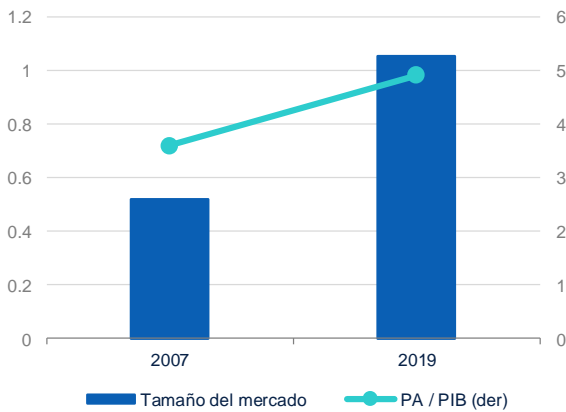
Las participaciones de los inversores institucionales son solo una parte del mercado de préstamos apalancados. Estudios recientes realizados por el Banco de Inglaterra<sup>15</sup> revelaron que el volumen de préstamos apalancados pendientes en todo el mundo es mucho mayor si se consideran préstamos menos líquidos no mantenidos por inversores institucionales. Según el Banco de Inglaterra: «Cuando tenemos en cuenta los préstamos más pequeños y menos líquidos, así como los servicios de préstamo que mantienen los bancos, el tamaño del mercado [mundial] es más bien de 2,2 billones de USD. En torno a los 1,8 billones de USD de esta cantidad suelen estar mantenidos por entidades no bancarias» (gráfica 5.8). Suponiendo que los prestatarios de EE. UU. representan el 86%<sup>16</sup> del mercado mundial, estimamos que la deuda corporativa de EE. UU. suscrita en forma de préstamos apalancados se encuentra a un nivel más alto que el de los bonos de alta rentabilidad y cerca de los 1,9 billones de USD, o casi el 9% del PIB. Esto puede compararse con los casi 1,2 billones de USD en hipotecas de alto riesgo o subprime en 2006, que en ese momento también representaban cerca del 9% del PIB.

14: LCD de S&P considera que un préstamo está apalancado si tiene una calificación BB+ o inferior, o si no está calificado o calificado como BBB- o superior, pero tiene (1) un diferencial del LIBOR de +125 o superior y (2) está garantizado por un primer o segundo gravamen (<https://bit.ly/2Cb2GnQ>).

15: Banco de Inglaterra (2019). How large is the leveraged loan market? <https://bit.ly/2qomTnP>

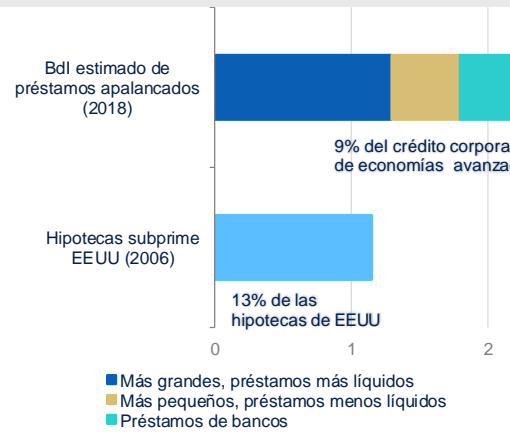
16: Valor del ratio obtenido de los datos de S&P/LSTA sobre la cuota de prestatarios domiciliados en EE. UU. del mercado de préstamos institucionales en 2017.

**Gráfica 5.7 TAMAÑO DEL MERCADO DE PRÉSTAMOS APALANCADOS, PARTICIPACIONES DE INVERSORES INSTITUCIONALES (BILLONES DE USD Y %)**



Fuente: Cálculos de BBVA Research basados en datos de BIS y LCD/S&P

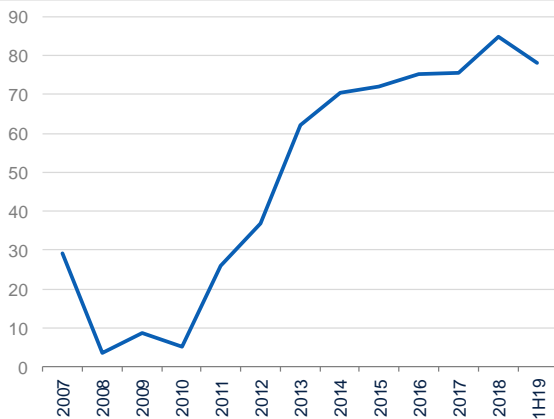
**Gráfica 5.8 VOLUMEN MUNDIAL DE PRÉSTAMOS APALANCADOS PENDIENTES**



Fuente: Banco de Inglaterra y BBVA Research

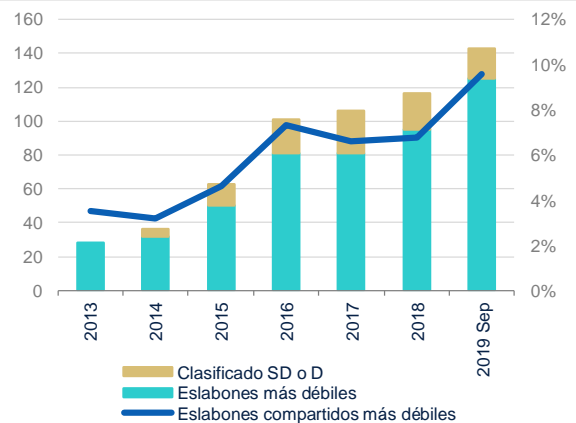
El segundo motivo de preocupación relacionado con los préstamos apalancados es la dilución progresiva de los compromisos y, por lo tanto, la protección del prestatario a lo largo del tiempo (gráfica 5.9). Si bien ha habido alguna mejora en este aspecto durante el año actual, la abrumadora mayoría de préstamos apalancados pendientes ahora presenta pocos compromisos. Esta situación es el resultado de una combinación de un período prolongado de tasas de morosidad muy bajas y un ansia de rentabilidad por parte de muchos inversores en un contexto de gran liquidez y bajos tipos de interés, lo que proporciona a los prestatarios una fuerte posición de negociación. Los procesos de suscripción y titulización algo opacos también han sido factores contribuyentes.

**Gráfica 5.9 CUOTA DE PRÉSTAMOS CON POCOS COMPROMISOS EN LA EMISIÓN TOTAL DE PRÉSTAMOS APALANCADOS EN EE. UU. (%)**



Fuente: LCD/S&P y BBVA Research

**Gráfica 5.10 «ESLABONES MÁS DÉBILES» DE PRÉSTAMOS APALANCADOS (RECuento DE EMISORES Y %)**



Fuente: LCD/S&P y BBVA Research

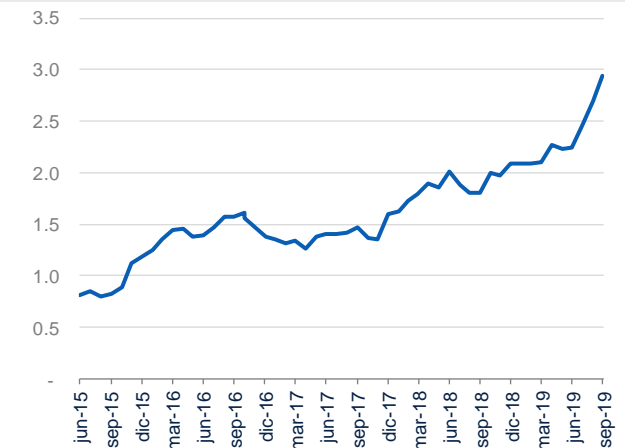
Con la desaceleración gradual de la economía estadounidense iniciada a mediados de 2018, no es sorprendente que hayan comenzado a aparecer señales de tensión en el mercado de préstamos apalancados. Según LCD/S&P, el número de eslabones más débiles de préstamos apalancados de EE. UU. en septiembre de 2019 se situó en el nivel más alto con diferencia desde que LCD comenzó a realizar el seguimiento de este indicador en 2013<sup>17</sup> (gráfica 5.10). Los eslabones más débiles de LCD son los préstamos subyacentes al índice S&P/LSTA que tienen una calificación crediticia corporativa de B- o inferior y una perspectiva negativa según S&P Global Ratings. Si bien los impagos o las reestructuraciones reales fueron limitados, el aumento en el número de eslabones más débiles se debió a una gran subida en las rebajas de calificaciones. Los sectores con el mayor número de eslabones débiles fueron los de informática y electrónica, así el de la atención sanitaria (gráfica 5.11). Además, el aumento de las rebajas de calificaciones en septiembre no fue un acontecimiento aislado, sino la continuación de una tendencia a largo plazo que comenzó hace varios años y se intensificó significativamente en el tercer trimestre de 2019 (gráfica 5.12).

Gráfica 5.11 **ESLABONES MÁS DÉBILES, PRÉSTAMOS APALANCADOS, LOS 10 PRINCIPALES SECTORES (RECUENTO)**



Fuente: LCD/S&P y BBVA Research

Gráfica 5.12 **PASO DE REBAJAS A SUBIDAS EN EL ÍNDICE DE PRÉSTAMOS APALANCADOS, TRANSCURSO DE 12 MESES (RATIO)**



Fuente: LCD/S&P y BBVA Research

El aumento de la financiación de préstamos apalancados durante la expansión actual y el deterioro de la rentabilidad de algunas partes del mercado son, sin duda alguna, una señal de alerta, especialmente en lo que se refiere a las obligaciones de préstamo garantizadas. Según el Banco de Pagos Internacionales (BIS), siguen quedando por responder preguntas «acerca de los posibles riesgos a la estabilidad financiera que plantean las CLO, que comparten algunas similitudes con las obligaciones de deuda garantizadas que estuvieron en el centro de la Gran Crisis Financiera». <sup>18</sup> Como aspecto positivo, aunque las CLO tienen muchas similitudes respecto a las obligaciones de deuda garantizadas (CDO), es menos probable que representen el mismo riesgo sistémico para la estabilidad financiera que las CDO hace una década. En primer lugar, las CLO están respaldadas por garantías posiblemente más diversificadas de lo que estuvieron en el pasado las CDO. En segundo lugar, se ha producido una retitulización mínima, una titulación sintética y una transformación de los vencimientos, que eran predominantes hace una década

17: LCD/S&P Global Market Intelligence. Loan Weakest Links accelerate in 3Q amid raft of downgrades. 31 de octubre de 2019.

18: BIS Quarterly Review, septiembre de 2019. (<https://bit.ly/2Ng5eaR>)

y actuaron como fuertes amplificadores de tensión financiera cuando cambió el ciclo crediticio.<sup>19</sup> Por último, las instituciones financieras tradicionales conservan una pequeña parte de los bonos corporativos y las obligaciones de préstamo garantizadas, mientras que sus ratios de capital son mucho más altos que los que condujeron a la Gran Recesión.

## Conclusión

Dadas nuestras expectativas de un crecimiento más lento de los beneficios económicos y empresariales, es probable que se produzca un aumento de la tensión en los mercados de deuda corporativa más arriesgados, junto con un aumento de las tasas de impago. La bifurcación de los diferenciales de los CCC sobre el resto de los segmentos de mercado es una señal temprana de preocupación por parte de los inversores, y se espera que continúe así. A medida que el aumento de las tasas de rentabilidad de los CCC continúe y posiblemente se extienda a los otros segmentos de riesgo, algunas de las empresas más apalancadas se enfrentarán a problemas que se estén extendiendo por sus obligaciones a largo plazo. Las bajas tasas de morosidad y la política monetaria acomodaticia han proporcionado condiciones financieras favorables hasta el momento. Sin embargo, aunque el nivel sin precedentes de estímulo de la política monetaria mundial puede contener presiones en los mercados de bonos de alta rentabilidad y préstamos apalancados, puede agravar los riesgos sistémicos que estos instrumentos plantean a medio y largo plazo si fluye más liquidez hacia la financiación de la deuda de alto riesgo.

---

<sup>19</sup>: Ibidem



## 6. Guerra comercial territorial: un análisis regional de la guerra comercial entre EE. UU. y China

Lo que comenzó como políticas proteccionistas que cubrían los bienes nacionales y la demanda de una mayor protección de la propiedad intelectual se ha convertido en un conflicto de ajuste de cuentas en el que se ha castigado a muchos bienes comerciales y el resto sigue en riesgo. Con la guerra comercial entre EE. UU. y China bien entrada en su segundo año, las empresas internacionales se han visto obligadas a reexaminar su cadena de suministro; los bienes de consumo vinculados han absorbido el aumento de los costes; y el público ha podido ver un estudio de caso sobre los efectos del aislacionismo en una economía globalizada.

Los estudios económicos sugieren que el conflicto ha servido para deprimir el PIB real de EE. UU. en un 0,3-0,5% y presentar el posible aumento de las nóminas en 300.000-450.000 puestos de trabajo, aunque la economía estadounidense está creciendo más rápido que la de otros países desarrollados, a pesar de las malas perspectivas mundiales. Es posible que se considere que la mayoría de los aranceles de EE. UU. sobre las importaciones chinas se han clasificado como represalias en respuesta a prácticas comerciales injustas respaldadas por el gobierno chino o a los posteriores aranceles de respuesta de China. Sin embargo, estas barreras fueron construidas por una administración que ha defendido el proteccionismo comercial y la revitalización de los productores nacionales en declive. Por este motivo, nos fijamos en los efectos que ha tenido el conflicto internacional en las economías regionales de EE. UU. y en qué medida EE. UU. puede reclamar las recompensas y los impulsos asociados a las políticas proteccionistas.

Dada la disponibilidad de datos regionales completos que cubren un año de aranceles efectivos, hemos realizado un análisis comparativo entre las condiciones económicas regionales en el año anterior al inicio del conflicto y el año siguiente. Comparamos variables como la nómina entre sectores cuyas cadenas de suministro se vieron afectadas por la introducción de aranceles y aquellos que no. También tenemos en cuenta la balanza comercial de los bienes afectados para describir estas condiciones económicas. Nuestro objetivo es aislar los efectos de la guerra comercial continua en los estados, las áreas metropolitanas y el consumidor genérico. Además, tenemos en cuenta la coyuntura crítica en la que se encuentra el conflicto, ya que los aranceles sobre un volumen adicional de importaciones de 300.000 millones de USD están en espera y se están manteniendo conversaciones para rebajar la tensión. Basándonos en estos dos resultados y en los efectos observados el año pasado, describimos dos escenarios probables para 2020.

### Estados de EE. UU. y balanza comercial

Tras la publicación de cada lista de aranceles de acuerdo con el art. 301 por parte del Representante de Comercio de EE. UU., el país se encontró con un intento de igualar los aranceles de respuesta del mismo modo. A fecha de noviembre de 2019, EE. UU. ha establecido un tipo arancelario efectivo del 14,4% sobre bienes por un valor de 336.600 millones de USD y China ha respondido con un tipo del 11,8% sobre 90.200 millones de USD. Aunque estas políticas comerciales proteccionistas probablemente sirvieron para repatriar la producción de bienes cubiertos directamente por aranceles, las medidas de represalia de China han servido para neutralizar la creciente demanda de los exportadores nacionales con grandes volúmenes a China y al extranjero.

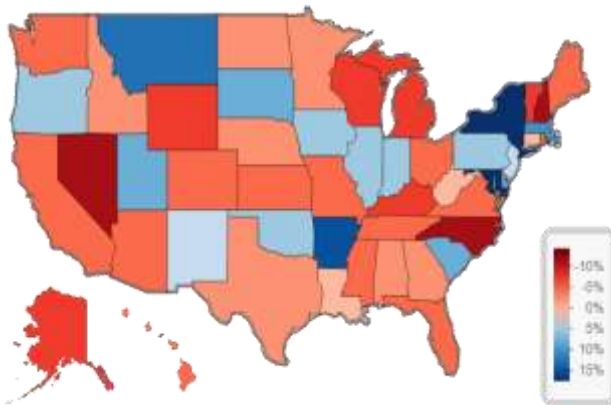
Con el fin de evaluar el efecto neto de los aranceles y sus aranceles de respuesta correspondientes en un estado, podríamos considerar el cambio en la balanza comercial de los bienes afectados. Un desenlace optimista de las políticas comerciales proteccionistas es el refuerzo de la producción interna, que supera una disminución de las exportaciones debido a las medidas de represalia. En los estados en los que este es el caso, deberíamos esperar un aumento de las nóminas o la producción al controlar la tendencia predominante en la demanda. Por supuesto, esta ventaja puede verse afectada por el desvío de importaciones a otros países o por la disminución del gasto de los consumidores como consecuencia de un aumento de los precios.

La mayoría de los estados experimentaron una disminución de la afluencia de las importaciones chinas afectadas. Texas y California experimentaron la mayor disminución en términos absolutos de 5.800 millones de USD y 13.800 millones de USD, respectivamente. Sin embargo, ambos estados demostraron ser resilientes y compensaron una parte considerable de esta pérdida aumentando las importaciones del sudeste asiático. Esta pérdida neta en las importaciones fue relativamente pequeña en comparación con la importación total del estado de bienes afectados. Los estados más pequeños no tuvieron un rendimiento tan satisfactorio al desviar las importaciones a otro lugar. Los estados más cercanos a la costa oeste como Idaho, el estado de Washington y Oregón, experimentaron descensos relativamente grandes en la demanda de importaciones afectadas que no se desviaron a otros países.

En general, la demanda de importaciones chinas afectadas disminuyó en casi 36.700 millones de USD. En última instancia, el sudeste asiático se benefició de los aranceles estadounidenses sobre los bienes chinos, ya que las exportaciones a EE. UU. se incrementaron en 13.500 millones de USD. Teniendo en cuenta todas las redistribuciones de las importaciones afectadas entre los socios comerciales de EE. UU., la disminución neta de las importaciones afectadas apenas superó los 16.000 millones de USD. Esta cantidad se repatrió para los productores nacionales o se perdió como resultado del aumento de los precios al consumo.

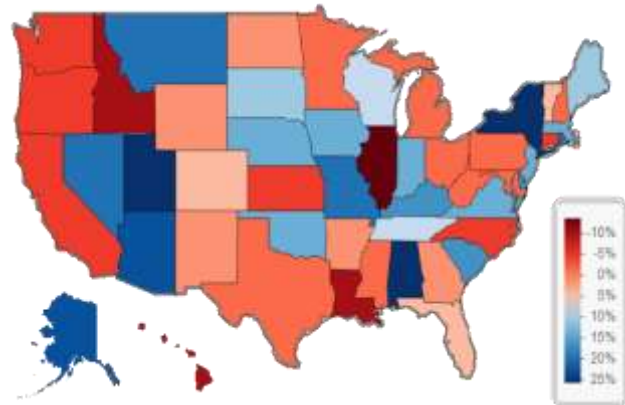
Texas, California, Illinois y Michigan experimentaron la mayor disminución de las exportaciones afectadas por los aranceles de respuesta chinos. Para cada uno de estos estados, la disminución de las exportaciones superó los 1.300 millones de USD. Estas pérdidas se vieron impulsadas por la disminución de la demanda de China, México, Canadá y América Latina, todas ellas en el foco de políticas comerciales proteccionistas de EE. UU. Texas y California se esforzaron por desviar las exportaciones objetivo a otros socios comerciales, como Europa, África y el sudeste asiático; sin embargo, Texas y California siguieron experimentando un descenso neto de las exportaciones afectadas de 1.300 millones de USD y 1.700 millones de USD, respectivamente. Solo los estados con una dependencia relativamente escasa de los consumidores chinos o la proximidad a alternativas, como Pensilvania, Maryland, Montana y Nuevo México, pudieron aumentar las exportaciones de bienes atrapados en el fuego cruzado. En total, las exportaciones afectadas por contramedidas disminuyeron en 10.000 millones de USD en este período, lo que contribuyó con 6.400 millones de USD a la balanza comercial de EE. UU.

Gráfica 6.1 **CAMBIO EN LAS EXPORTACIONES AFECTADAS (% A/A)**



Fuente: Censo de EE. UU. y BBVA Research

Gráfica 6.2 **CAMBIO EN LAS IMPORTACIONES AFECTADAS (% A/A)**



Fuente: Censo de EE. UU. y BBVA Research

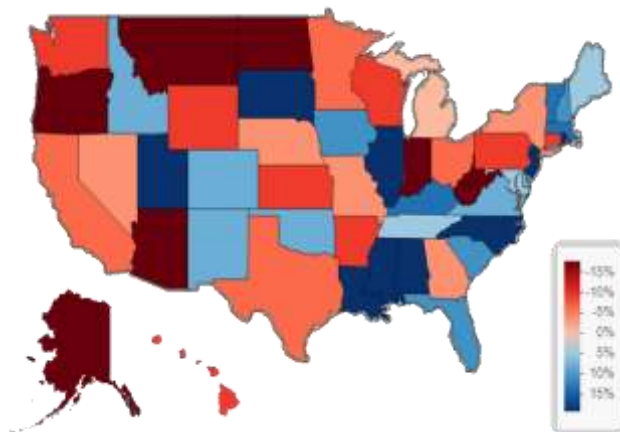
Este resultado es coherente con la investigación sobre los efectos de la política internacional en la balanza comercial. Un estudio realizado por la Comisión de Comercio Internacional de EE. UU. antes del comienzo de la guerra comercial reveló que un aumento de las políticas comerciales proteccionistas tiene como resultado la mejora temporal de la balanza comercial de un país junto con una mayor demanda de producción interna. Sin embargo, estos resultados se evaporan en un año debido al efecto residual de estas políticas sobre el bienestar y la demanda de los consumidores.

A falta de datos de producción actualizados para artículos individuales en los que se centraron los aranceles, tomamos las nóminas del sector como sustituto de la respuesta de los productores nacionales a las cambiantes condiciones internacionales. La relación entre los productos del nivel 10 del programa de aranceles armonizados (HTS) y los códigos NAICS de sectores es lo suficientemente buena como para describir el impacto relativo de los aranceles en las expectativas de los productores y la demanda real de los consumidores a través de una nómina sólida.

Los aranceles impuestos por ambos países afectaron principalmente a la agricultura, la minería, la construcción, la fabricación, el comercio mayorista y el comercio minorista. Al aislar a las empresas nacionales que producen bienes sujetos a los aranceles del art. 301 a través de la concordancia entre HTS y NAICS, observamos que las nóminas de estas empresas aumentaron 0,35 puntos porcentuales desde el inicio de la guerra comercial, mientras que las empresas comparables no afectadas redujeron sus nóminas en torno a 0,02 puntos porcentuales. Esta diferencia sugiere que los aranceles se tradujeron en el refuerzo de los puestos de trabajo vinculados a los aranceles durante el primer año de la guerra comercial.

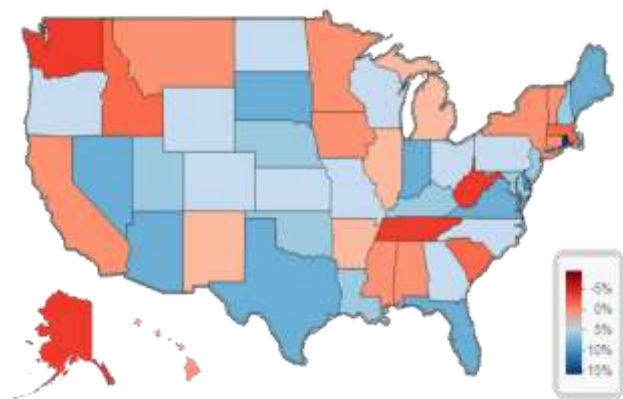
Al incorporar el cambio en las exportaciones netas en varios modelos que predicen el cambio de las nóminas, encontramos una relación positiva y coherente, aunque débil, entre los cambios en las exportaciones netas resultantes de un cambio en las relaciones internacionales y el empleo de las nóminas afectadas. Basándonos en estos modelos, podemos atribuir entre el 5% y el 6% del aumento de las nóminas de estos sectores a un aumento de sus exportaciones netas.

Gráfica 6.3 **CAMBIO EN LA BALANZA COMERCIAL**  
(% A/A)



Fuente: Censo de EE. UU. y BBVA Research

Gráfica 6.4 **CAMBIO EN LAS NÓMINAS AFECTADAS** (% A/A)



Fuente: Censo de EE. UU. y BBVA Research

## Áreas metropolitanas y nóminas de sectores

Nuestra anterior observación que vinculaba el aumento de las nóminas a las empresas que producen bienes sujetos a aranceles del art. 301 es aún más evidente a nivel metropolitano. Las empresas metropolitanas cuyos bienes se vieron atrapados en el fuego cruzado experimentaron un aumento del empleo de las nóminas de 1,06 puntos porcentuales desde el inicio de la guerra comercial, mientras que las empresas relacionadas pero no afectadas experimentaron una disminución de las nóminas de 0,26 puntos porcentuales.

Esta divergencia podría atribuirse a los efectos de los aranceles sobre la agricultura, ya que tanto los subsectores sobre los que se impusieron como sobre los que no apreciaron una gran disminución de las nóminas de 5,44 puntos porcentuales y 5,16 puntos porcentuales, respectivamente, durante el primer año de la guerra comercial. Las regiones metropolitanas tienen una mayor concentración de trabajos de fabricación, los cuales experimentaron un aumento general de las nóminas de 1,68 puntos porcentuales y de 2,64 puntos porcentuales solo dentro de las áreas metropolitanas, mientras que las áreas no metropolitanas tienen una gran concentración de agricultura.

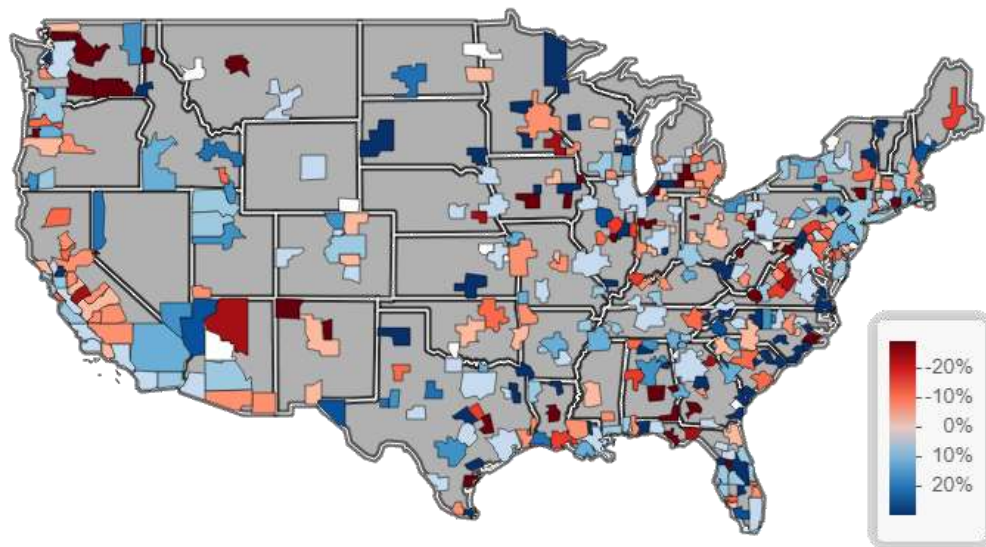
Cabe esperar esta disparidad entre la agricultura y la fabricación, ya que China era el mayor importador de cultivos norteamericanos y no le ha sido muy difícil redirigir sus importaciones a otros países como Brasil. Además, la agricultura carece de márgenes lo suficientemente amplios como para absorber cambios repentinos en los precios y la demanda.

En lo que respecta a un análisis regional, existen pocos patrones geográficos prominentes. No es de extrañar que el cambio en las nóminas de un área metropolitana se corresponda con la distribución de su mano de obra entre sectores. Tengamos en cuenta la disparidad entre el rendimiento de la agricultura y la fabricación: las áreas

metropolitanas con una gran proporción de trabajadores agrícolas experimentaron una contracción mayor de las nóminas en general que las áreas metropolitanas inclinadas hacia la fabricación.

La costa oeste parece ser la única región que está deprimida uniformemente por los aranceles. En el centro de California, se están produciendo contracciones específicamente en la agricultura, que se ven impulsadas por aranceles sobre el ganado y la agricultura no dedicada al cultivo de grano. El estado de Washington ha experimentado la mayor contracción derivada de la guerra comercial. Una gran parte de la actividad del estado procede de la logística comercial, que se está reduciendo a medida que los volúmenes comerciales estadounidenses continúan contrayéndose. Las áreas metropolitanas no costeras experimentaron una reducción del transporte de más del 50%. La disminución general del comercio internacional ha deprimido las ciudades portuarias de la costa oeste, cuyas importaciones y exportaciones con China antes de la guerra comercial constituían el 35% y el 20% del comercio total de EE. UU. con China, respectivamente.

Gráfica 6.5 **CAMBIO EN LAS NÓMINAS AFECTADAS (% A/A)**



Fuente: BLS de EE. UU. y BBVA Research

Surgen algunos patrones geográficos con respecto a la proximidad económica. Las áreas metropolitanas alrededor de la frontera entre Alabama, Georgia y Florida experimentaron una disminución uniforme del empleo como resultado de las pérdidas de la fabricación de piezas de maquinaria. En cambio, Nueva Inglaterra experimentó un auge relativo en la fabricación, que se vio reforzado por las ganancias en la fabricación de productos electrónicos y semiconductores.

La mayoría de los sectores que se ven afectados por aranceles nacionales o extranjeros son regionales, y su rendimiento en un área metropolitana permite predecir el rendimiento en las áreas metropolitanas adyacentes. El único sector que sirve de excepción es la construcción, que suele ser el sector con menor rendimiento en las áreas metropolitanas que se ha beneficiado de los aranceles. Además, la construcción no se ve afectada relativamente por los aumentos de los precios de las importaciones en comparación con el resto de sectores que tratan con bienes comercializables.

## Efectos sobre los consumidores y productores nacionales

La balanza comercial y las nóminas solo sirven para describir la reacción de los productores a los aranceles internacionales. Sin embargo, estas reacciones se componen de las previstas del consumidor a los aumentos del precio de los bienes afectados. Los consumidores solo notarán realmente los efectos de este conflicto si los aranceles se transfieren a los precios finales en lugar de ser absorbidos en otra parte de la cadena de suministro. Amiti, Redding y Weinstein (2019)<sup>20</sup> analizaron la relación entre los precios de los bienes de consumo y la demanda posterior para calcular el coste del conflicto continuo para los consumidores y productores nacionales.

Al realizar el seguimiento del IPC de las importaciones en relación con el aumento de su tipo arancelario efectivo, el estudio pudo concluir que casi todos los incrementos del coste de la cadena de suministro se transfirieron a los precios nacionales. Cuando se calcula en el nivel 6 del HTS de comercio internacional, un aumento del 10% en los aranceles se asocia a un aumento del 9,95% en el precio final de los bienes afectados. Se estima que la pérdida de eficiencia resultante de este aumento de los precios nacionales ronda los 1.400 millones de USD en noviembre de 2018, además de los pagos arancelarios realizados por los importadores.

Los productores nacionales, como intermediarios de los consumidores y los productores extranjeros, también deben soportar el embate de un aumento de los aranceles. Se estima que los productores aumentan sus precios en un factor de 1,8 en proporción al porcentaje de coste variable expuesto en sus operaciones por incremento de puntos porcentuales en el tipo arancelario. También se demostró que los productores nacionales aumentaban sus precios en respuesta a los aranceles de producción o a un aumento asociado de los precios por parte de competidores extranjeros. El coeficiente de este aumento de precios es 0,49 veces la proporción de los costes variables expuestos de una empresa por incremento de puntos porcentuales en los aranceles de producción. Se estima que la naturaleza oscilante de la guerra comercial ha dado lugar a que los fabricantes estadounidenses incrementen sus precios 1,1 puntos porcentuales más de lo que habrían hecho de no haberse implementado los aranceles.

Los efectos combinados del aumento de los precios por parte de los productores nacionales y extranjeros generaron una pérdida de eficiencia estimada de 6.900 millones de USD hasta 2018, y una pérdida de 12.300 millones de USD por la recaudación de aranceles.

## Perspectivas de las relaciones actuales

A principios de noviembre de 2019, la tensión comercial entre EE. UU. y China se ha estancado. Existe una sensación general de optimismo expresada tanto por los mercados como por los funcionarios, ya que ambas partes han anunciado la intención de eliminar los aranceles existentes. Sin embargo, esta paz se sustenta sobre una base inestable, ya que tan solo tres meses antes, ambos países coquetearon con el aumento de los aranceles existentes y la duplicación de la lista de bienes afectados. La resolución está en el horizonte, pero dada la naturaleza catastrófica de todas las negociaciones anteriores, tenemos motivos para considerar el efecto de ambos resultados explícitos en las economías regionales.

En primer lugar, consideremos la reducción de las tensiones comerciales. Los funcionarios de EE. UU. han indicado reducciones previstas de los aranceles. Si el gobierno de EE. UU. no vuelve a retractarse de las demandas iniciales, el

20: Amiti, M., Redding S. J., & Weinstein, D. (2019). The Impact of the 2018 Trade War on U.S. Prices and Welfare. *National Bureau of Economic Research*.

único escenario probable en el que se restablecen las condiciones existentes antes del inicio de la guerra comercial implicaría acuerdos en los que China proteja los intereses de la propiedad intelectual de EE. UU. Los funcionarios chinos aún no han mencionado esto como una posible opción y han declarado que cualquier concesión por su parte debe ser igualada por EE. UU.

Dado que los precios nacionales han absorbido casi la totalidad del arancel de un bien, podemos asumir que los precios nacionales y extranjeros se reducirán junto con las retracciones. Sin embargo, es más probable que las reducciones de precios se queden por detrás de las retracciones arancelarias, ya que muchas empresas han perdido grandes inversiones en el redireccionamiento de sus cadenas de suministro desde el comienzo de la guerra comercial. En cualquier caso, podemos estimar el límite superior de los beneficios de una reducción de los aranceles a través del modelo descrito en la sección anterior.

Cada disminución porcentual de los aranceles impuestos sobre un bien puede dar lugar a un aumento del 6% en la importación de ese bien. La misma elasticidad se mantiene para las exportaciones, dada la misma reducción de los aranceles de respuesta. En total, por cada disminución en puntos porcentuales del tipo arancelario medio de EE. UU., este país puede esperar una reducción de la pérdida de eficiencia mensual de unos 400 millones de USD, además de la disminución de los aranceles pagados por productores y consumidores nacionales. Una disminución de 1 punto porcentual en el tipo arancelario efectivo implicaría revertir la mayoría de los aranceles de la lista 3 de EE. UU. (10% sobre 200.000 millones de USD) o de todas las listas de aranceles anteriores, incluidos los aranceles sobre el acero y el aluminio que se establecieron durante abril de 2018.

En lo que respecta a los efectos regionales de retirar los aranceles, es difícil decir qué estados o áreas metropolitanas se beneficiarán, ya que esto depende en gran medida de la lista de aranceles que se vayan a eliminar. Hasta este punto, cada lista de acuerdo con el art. 301 se ha elaborado sin ton ni son. Lo que se puede decir con confianza es que las exportaciones agrícolas probablemente vuelvan a la expansión previa a la guerra. Por el contrario, el impulso temporal de la demanda de fabricación interna se reducirá a medida que se restablezcan las cadenas de suministro internacionales. La brecha de empleo entre los sectores afectados y no afectados ya se está cerrando y continuará cerrándose suponiendo que no se acentúe el conflicto.

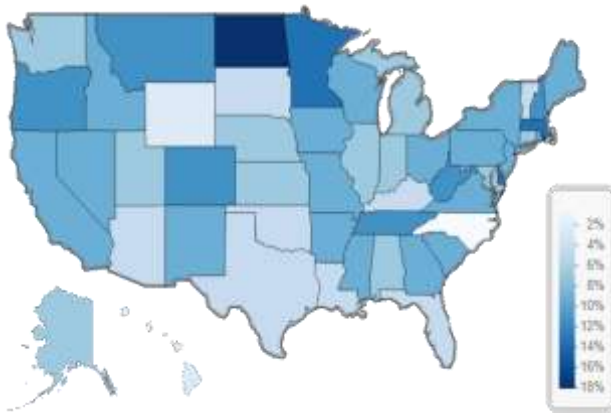
Por último, supongamos que las negociaciones no llegan a buen puerto, las tensiones se vuelven a activar y las amenazas lanzadas en agosto de 2019 se implementan a partir de 2020. De acuerdo con el Representante Comercial de EE. UU., esta nueva lista cubre casi todos los bienes que aún no están cubiertos por los aranceles del art. 301 salvo unos pocos bienes (aproximadamente 300.000 millones de USD) con un 15% de derechos de importación y eleva todos los aranceles existentes del 25% al 30%. Los funcionarios chinos contraatacaron con la amenaza de imponer un arancel del 10% sobre un valor adicional de 75.000 millones de USD en bienes.

Suponiendo que cada país reacciona ante la amenaza que se le plantea, estas medidas provocarán que casi todas las importaciones objetivo de China se desvíen internacionalmente y que se reduzcan las exportaciones a China al mismo nivel que los efectos de los aranceles de la lista 3 (alrededor del 54%).

Dado que las contramedidas chinas no logran igualar la cobertura de las amenazas estadounidenses, es probable que la implementación de estos aranceles de la «Lista 4» afecte desproporcionadamente a los importadores. Suponiendo que la demanda de los consumidores no se desplome como resultado de los aumentos de precios, debemos esperar que persista la disparidad entre los fabricantes y la agricultura.

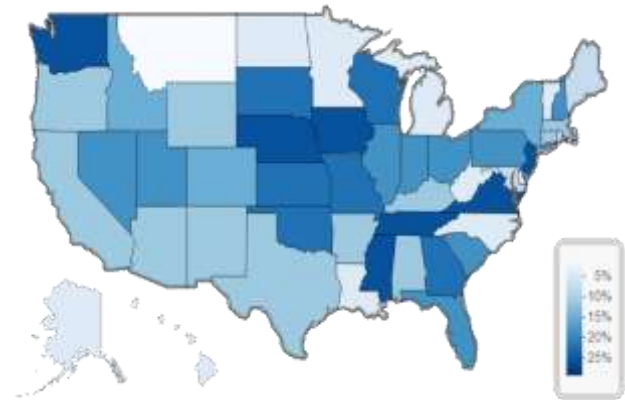
Los aranceles restantes de China sobre los productos agrícolas afectarán desproporcionadamente a la costa oeste y probablemente contribuyan a contracciones continuadas como las que se apreciaron en el último año. El apalancamiento de EE. UU. en combinación con los aumentos temporales que benefician a los fabricantes nacionales de bienes afectados supone una ligera ventaja para determinadas regiones. La región de los Grandes Lagos y el Medio Oeste de EE. UU., con una dependencia excepcionalmente alta de las importaciones chinas y una concentración de fabricantes afectados, probablemente experimentarían un gran impulso temporal en la producción y las nóminas.

Gráfica 6.6 **EXPORTACIONES SUJETAS A LOS ARANCELES DE RESPUESTA DE LA LISTA 4 (%)**



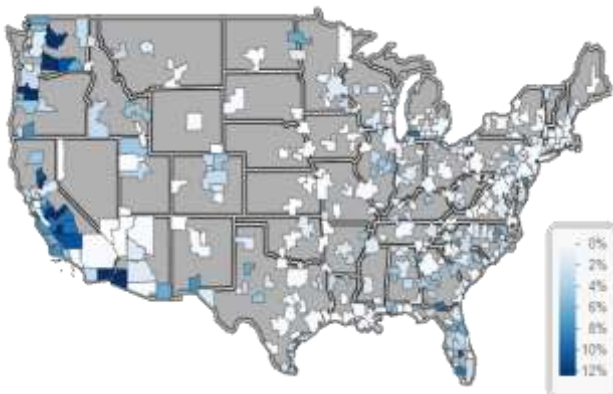
Fuente: Censo de EE. UU. y BBVA Research

Gráfica 6.7 **IMPORTACIONES SUJETAS A LOS ARANCELES DE LA LISTA 4 (%)**



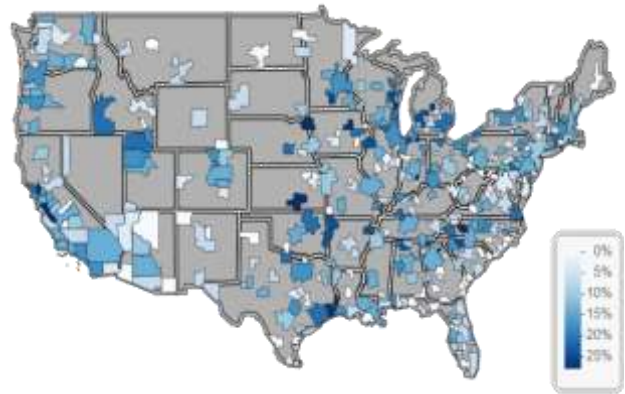
Fuente: Censo de EE. UU. y BBVA Research

Gráfica 6.8 **EXPOSICIÓN DE LAS NÓMINAS A LA AGRICULTURA AFECTADA POR LA LISTA 4 (%)**



Fuente: BLS de EE. UU. y BBVA Research

Gráfica 6.9 **EXPOSICIÓN DE LAS NÓMINAS A LA FABRICACIÓN AFECTADA POR LA LISTA 4 (%)**



Fuente: BLS de EE. UU. y BBVA Research



## Conclusión

La mayoría de los estudios de casos han revelado que las políticas comerciales proteccionistas pueden servir para restablecer la producción, aunque esto conlleva un coste agregado para la economía mayor que el que produciría la repatriación del empleo de otro modo. La exhaustiva selección de importaciones objetivo de los aranceles estadounidenses ha dado como resultado una pérdida general para los consumidores y productores nacionales. Sin embargo, hemos observado que surgen patrones regionales que se extienden más allá de los objetivos explícitos de la guerra comercial.

Parece que los aranceles sobre bienes chinos han aumentado las nóminas de los fabricantes nacionales afectados. Esto está en consonancia con las investigaciones que vinculan la política proteccionista con un aumento temporal de la producción nacional, aunque parece que el impulso inicial a la fabricación estadounidense finalmente ha desaparecido. No se podría decir lo mismo de la agricultura estadounidense, que sufrió más por la disminución de la demanda internacional. Las tensiones comerciales parecen estar disminuyendo, ya que a los líderes de ambos países les cuesta justificar la continuación del conflicto entre los temores a una mayor debilidad económica. Si bien el proceso de reducción de la tensión es incierto, el público puede estar seguro de que las concesiones realizadas por ambas partes solo pueden servir para beneficiar a los consumidores e impulsar la mayoría de las perspectivas económicas regionales. Aun así, una pregunta obvia es «¿valió la pena?».

## 7. Sostenibilidad: si parece carne y sabe a carne... probablemente no sea carne

### Introducción

El sector cárnico se ha visto perturbado. Un grupo de empresas del área biotecnológica ha desarrollado de forma eficaz carne elaborada a partir de plantas o del cultivo in vitro de células animales. La carne alternativa no es nueva. Sin embargo, lo que hace única a la nueva generación de productos es que sus creadores lograron lo que hace unos años parecía imposible, es decir, reproducir la textura y el sabor de la carne sin sacrificar animales. Si esta innovación tiene éxito, estas empresas revolucionarán el sector alimentario de una forma comparable a la forma en que Amazon y Tesla transformaron el comercio minorista y el panorama automovilístico.

### El consumo de carne como señal de progreso

La humanidad nunca había comido tanta carne como ahora. Según los datos recopilados por la Organización de las Naciones Unidas para la Agricultura y la Alimentación (FAO), calculamos que el consumo global de carne (sin incluir el pescado ni el marisco) aumentó de 71,3 millones de toneladas métricas en 1961 a 341,6 millones de toneladas métricas en 2018.<sup>21</sup> Parte de este crecimiento refleja un aumento de 4.700 millones de la población mundial durante el mismo período. Sin embargo, el crecimiento de la población es solo parte de la historia. De hecho, durante estos 57 años, la demanda de carne aumentó más rápido que la población (un 2,8% frente al 1,6% anual), lo que da lugar a un aumento del consumo per cápita del 1,1% anual. Hoy en día, una persona media consume unos 45 kg (99 libras) de carne al año, unos 20 kg (44 libras) más que hace sesenta años.

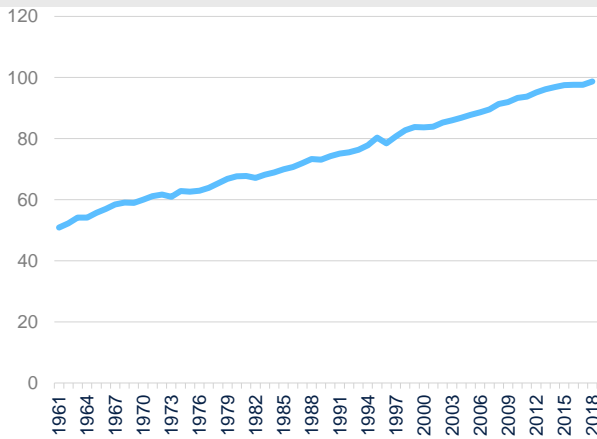
Desde el punto de vista económico, esto puede considerarse una «buena» noticia, ya que significa que los ingresos disponibles han aumentado en todo el mundo, especialmente en los países en vías de desarrollo. Existe una correlación positiva entre el aumento de los ingresos y el consumo de carne. A medida que las familias aumentan su poder adquisitivo, tienden a cubrir más sus necesidades de proteínas mediante carne, aves de corral y otros productos lácteos, y menos mediante alimentos básicos.

Según la OCDE, el consumo de carne de China (ternera, cerdo, aves de corral y oveja) per cápita aumentó un 3,1% al año, pasando de 16,5 a 48,9 kg (36,3 a 107,8 lb) entre 1990 y 2018. Aunque el cerdo sigue siendo la principal fuente de proteínas animales del país, el consumo per cápita de ternera y aves de corral también ha aumentado.<sup>22</sup>

21: Datos de la FAO en 2017. Una tonelada métrica equivale a 1.000 kg.

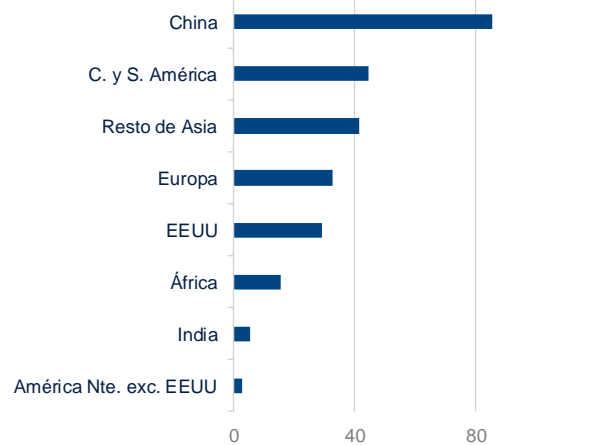
22: OCDE (2019), consumo de carne (indicador). DOI: 10.1787/fa290fd0-en. Consultado el 8 de noviembre de 2019.

Gráfica 7.1 **CONSUMO GLOBAL DE CARNE (LIBRAS PER CÁPITA)**



Excepto pescado y marisco. Fuente: FAO

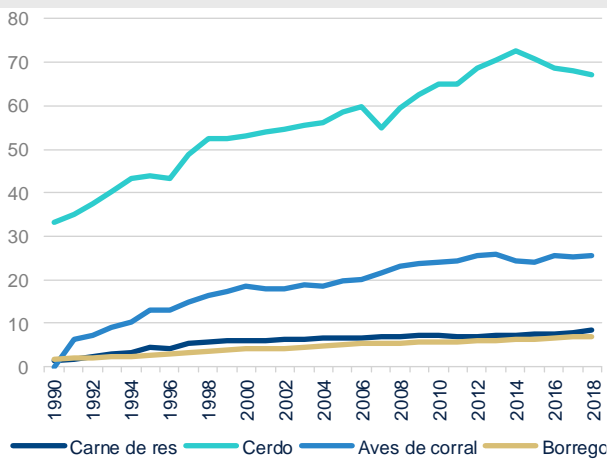
Gráfica 7.2 **CONSUMO GLOBAL DE CARNE (CAMBIO, MILLONES DE TONELADAS MÉTRICAS EN 1961-2017)**



Excepto pescado y marisco. Fuente: FAO

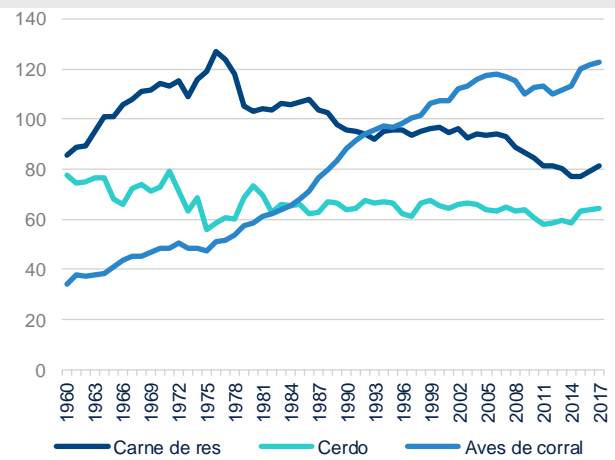
En EE. UU., los datos del Departamento de Agricultura de EE. UU. muestran un aumento anual del 0,4% en la disponibilidad per cápita de carne roja y aves de corral (un factor representativo del consumo de carne), de 95,8 a 122,3 kg (211,3 a 269,6 lb) en el período mencionado anteriormente. Sin embargo, al contrario de la tendencia al alza observada en otros países, el consumo medio de carne por persona alcanzó su máximo en 2004. Además, los estadounidenses también han cambiado la composición de sus ingestas de carne. Como parte del consumo total por persona, la ternera alcanzó su punto álgido en 1976, mientras que el consumo de pollo ha alcanzado niveles récord.

Gráfica 7.2 **CONSUMO DE CARNE EN CHINA (PER CÁPITA, LIBRAS)**



Fuente: OCDE

Gráfica 7.3 **TAMAÑO DE CARNE EN EE. UU. (DISPONIBILIDAD PER CÁPITA, PESO EN CANAL, LIBRAS)**



Fuente: Departamento de Agricultura de EE. UU.

Según el North American Meat Institute, en 2017, el sector cárnico y avícola procesó 9.000 millones de pollos, 32,2 millones de unidades de ganado y terneros, 241,7 millones de pavos, 2,2 millones de ovejas y corderos y 121 millones de cerdos en el país.<sup>23</sup> Se estima que la producción económica del sector ronda 1 billón de USD.

## El problema de la producción de carne insostenible

Aunque un mayor consumo de carne es una señal de progreso económico, también tiene efectos adversos significativos en el medioambiente.

Dado que se prevé que la población alcance los 9.700 millones en 2050, la producción cárnica tendría que duplicarse para mantener constante el consumo per cápita. Cubrir la demanda global de carne ejercería una presión considerable sobre el medioambiente y malograría los esfuerzos para mitigar los efectos del cambio climático. La producción de ganado es uno de los principales elementos que contribuyen a la deforestación, la desertización, la erosión, la contaminación del agua y el aire, las emisiones de gases de efecto invernadero y la pérdida de biodiversidad.

La producción de ganado compite directa e indirectamente con los ecosistemas por los recursos vitales. Aproximadamente, un tercio de la superficie terrestre libre de hielo del planeta se utiliza para que pascen el ganado, mientras que un tercio de la tierra cultivable se utiliza para cultivos que sirven para alimentar el ganado.<sup>24</sup> Las explotaciones ganaderas son la causa más importante de la deforestación en la selva del Amazonas, lo que representa el 80% de las tasas de deforestación.<sup>25</sup> En EE. UU., alrededor de un tercio del terreno de los 48 estados contiguos se utiliza para pastos. En conjunto, los pastos y las tierras de cultivo para producir pienso cubren el 41% del terreno de EE. UU. en los 48 estados contiguos.<sup>26</sup>

Aproximadamente el 90% de la huella hídrica de la humanidad está relacionada con la agricultura. Así, el 30% está relacionado de una forma u otra con los productos animales. En todo el mundo, la mayor parte del agua consumida por el ganado procede de la lluvia (~83%). El consumo de agua superficial y subterránea tiene una cuota menor (7%), pero en función de la región, podría ser lo suficientemente importante como para tener un impacto en los acuíferos y los ecosistemas acuáticos. Sin embargo, la mayor presión sobre los recursos hídricos proviene de cómo se alimentan los animales. Del agua necesaria para producir carne, el 1,1% es para beber, el 0,03% es para mezclar el pienso y el 0,75% es para el mantenimiento de las granjas.<sup>27</sup> Por lo tanto, el 98% de la huella hídrica del ganado reside en la producción de pienso. La producción industrial de ganado contamina el agua superficial y subterránea a través de la gestión incorrecta del estiércol y el vertido de compuestos de fertilizantes y pesticidas empleados en la producción de forraje y el grano.<sup>28</sup>

23: The United States Meat Industry at a Glance. <https://www.meatinstitute.org/index.php?ht=d/sp/i/47465/pid/47465>

24: H. Charles, J. Godfray, Paul Aveyard, Tara Garnett, Jim W. Hall, Timothy J. Key, Jamie Lorimer, Ray T. Pierrehumbert, Peter Scarborough, Marco Springmann, Susan A. Jebb (2018). «Meat Consumption, health and the environment». Science. Vol. 361. Número 6399. 20 de julio. DOI: 10.1126/science.aam5324.

25: Yale School of Forestry & Environmental Studies. «Cattle Ranching in the Amazon». Disponible en: <https://globalforestatlas.yale.edu/amazon/land-use/cattle-ranching>

26: Dave Merrill y Lauren Leatherby (2018). «Here's How America Uses Its Land». Bloomberg. 31 de julio. Disponible en: <https://www.bloomberg.com/graphics/2018-us-land-use/>

27: H. Charles, J. Godfray, Paul Aveyard, Tara Garnett, Jim W. Hall, Timothy J. Key, Jamie Lorimer, Ray T. Pierrehumbert, Peter Scarborough, Marco Springmann, Susan A. Jebb (2018). *Op. cit.*

28: P.W. Gerbens-Leenes, M.M. Mekonnen, A.Y. Hoekstra (2013). «The Water footprint of poultry, pork and beef: A comparative study in different countries and production systems». Water Resources and Industry 1-2, págs. 25-36. Disponible en: [www.elsevier.com/locate/wri](http://www.elsevier.com/locate/wri)

La producción insostenible de ganado agrava el cambio climático, ya que genera los tres gases de efecto invernadero más importantes (dióxido de carbono, dióxido de nitrógeno y metano) y es la principal fuente de emisiones de metano a la atmósfera. La producción de ganado es responsable del 15% de las emisiones equivalentes de CO2 principalmente a través de la deforestación y el estiércol.

La ganadería industrial también afecta a la biodiversidad a través de la deforestación y la propagación de enfermedades a especies salvajes. También contribuye a la extinción masiva de especies animales y vegetales. Un ejemplo es la presencia de una «zona muerta» en el Golfo de México (la más grande del mundo), que abarca entre 6.000 y 7.000 millas cuadradas, donde el oxígeno es tan limitado que la vida marina no sobrevive. La zona muerta se encuentra en la desembocadura del río Misisipi, y se creó debido a grandes cantidades de nitrógeno y fósforo resultantes, en gran medida, de las actividades agrícolas.

## Ni veganismo ni vegetarianismo, sino flexitarianismo

¿Se puede producir carne de forma eficaz sin criar ni sacrificar animales? ¿Podemos evitar las consecuencias medioambientales de comer carne sin tener que renunciar a ella? El cambio al veganismo o vegetarianismo no es una opción para la mayoría de los omnívoros. No obstante, una serie de empresas de biotecnología puede haber obtenido mejores respuestas. Estas empresas buscan alternativas para cambiar la forma esencial en la que se produce la carne.

Una de estas alternativas, y quizás la más viable en la actualidad, es la carne de origen vegetal. Aunque hay varias empresas en todo el mundo, incluidas algunas de las grandes empresas del sector alimentario, que intentan desarrollar alternativas de origen vegetal a la carne roja, las aves de corral e incluso el pescado y el marisco, Beyond Meat e Impossible Foods (ambas ubicadas en California) destacan por sus logros. Ambas empresas han obtenido un amplio respaldo por parte de los inversores tecnológicos, así como del propio sector alimentario.

Aunque los sustitutos de la carne han estado presentes en el mercado durante décadas, los avances en biotecnología han permitido a estas dos empresas recrear la composición molecular de la carne con las grasas, los carbohidratos y los minerales que también están presentes en las plantas. Ambas empresas obtuvieron notoriedad cuando lograron producir hamburguesas con el mismo aspecto y sabor que la carne animal.

Sus hamburguesas de origen vegetal han tenido una gran acogida entre los consumidores, y ambas empresas han crecido considerablemente en tan solo unos años. Beyond Meat empezó a cotizar en bolsa en 2019 y alcanzó una capitalización bursátil de 4.800 millones de USD el 8 de noviembre. Por su otra parte, Impossible Foods ha recaudado 687,5 millones de USD en varias rondas de financiación.<sup>29</sup> Ambas empresas han introducido sus productos en los mercados de EE. UU. y otros países gracias a una serie de asociaciones con restaurantes, cadenas de comida rápida y tiendas de comestibles.

La demanda está creciendo rápidamente. Según Plant Based Food Association y The Good Food Institute, las ventas minoristas de alimentos de origen vegetal aumentaron un 11% en 2018, con un mercado valorado en 4.500 millones

---

29: Fuente: [www.crunchbase.com](http://www.crunchbase.com)

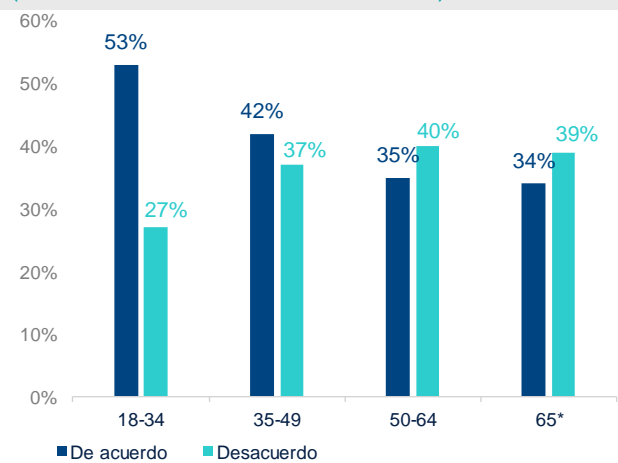
de USD. Solo el segmento cárnico tenía un valor de 800 millones de USD.<sup>30</sup> Ha habido casos en los que tanto Beyond Meat como Impossible Foods han tenido dificultades para satisfacer la demanda.

Claramente, los consumidores estaban preparados para la carne de origen vegetal. En EE. UU., la demanda de carne roja se ha reducido, lo que refleja las crecientes preocupaciones sobre salud, sostenibilidad y bienestar de los animales y los empleados. Como resultado, ha surgido una nueva clase de consumidor: el flexitariano.

Aunque los flexitarianos comen verduras principalmente, a veces consumen carne y aves de corral. Su objetivo no es hacerse vegetarianos ni veganos, pero prefieren incrementar la ingesta de proteínas procedentes de fuentes no animales. Quieren sentirse bien con sus opciones alimentarias sin tener que realizar cambios drásticos en sus dietas.

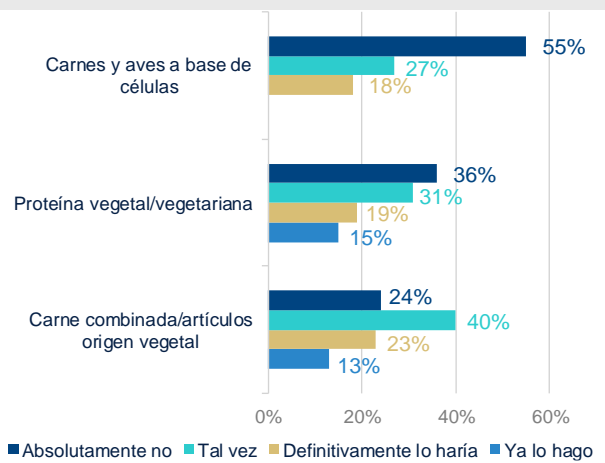
Actualmente, este grupo está compuesto principalmente por individuos jóvenes y acomodados. Aproximadamente el 15% de la generación Z y el 10% de los millenials encajan en esta categoría, en comparación con el 6% de la generación del «baby boom». Los hogares que favorecen las alternativas a la carne suelen tener formación universitaria y, según el Food Marketing Institute, el 54% de los compradores de carne de origen vegetal pertenecen a familias con ingresos anuales superiores a 70.000 USD.

Gráfica 7.4 **LOS RESTAURANTES DEBERÍAN OFRECER MÁS OPCIONES VEGANAS/VEGETARIANAS (CUOTA DE ADULTOS DE EE. UU.)**



Fuente: YouGov

Gráfica 7.5 **¿COMPRARÍA...?**



Fuente: Teaganne Finn (2019), «Food Labels Made for Meat Frustrate Plant-Based Food Advocates». Bloomberg. 30 de octubre, con datos del Food Market Institute.

## Nota breve sobre la carne cultivada

Otra forma de producir carne sin matar animales es cultivarla in vitro directamente a partir de células animales. La carne cultivada en laboratorios es la siguiente frontera de la carrera para desarrollar el sustituto perfecto de la carne animal. Se trata de un esfuerzo de alta tecnología que utiliza algunas de las mismas técnicas que ya se han aplicado

30: Cifras del 12 de julio de 2019. Fuente: [www.plantbasedfoods.org](http://www.plantbasedfoods.org)

en la medicina regenerativa. Sin embargo, debido a su intensidad de I+D y a su elevado coste de desarrollo, los prototipos aún no se han comercializado.

Además, otro reto importante para la carne cultivada es la aceptación por parte del consumidor. Según una encuesta realizada por el Food Marketing Institute, el 55% de los encuestados «en ningún caso» comprarían carne ni aves de corral que se hubieran cultivado en un laboratorio, en comparación con el 36% en el caso de proteínas vegetales y vegetarianas y el 24% en el caso de productos cárnicos y de origen vegetal combinados.<sup>31</sup>

## ¿La carne alternativa marcaría la diferencia?

El consumo de carne alternativa podría aportar múltiples ventajas al medioambiente. Por ejemplo, las hamburguesas normales de origen vegetal y las cultivadas en laboratorio requieren una cantidad significativamente menor de tierra y agua para su elaboración y generan menos emisiones de gases de efecto invernadero que una hamburguesa de ternera convencional. Esto, junto con los esfuerzos por que otros sectores alcancen el nivel de emisiones cero, podría contribuir significativamente a mitigar los efectos del cambio climático y salvar miles de especies en todo el mundo. Según National Geographic, 0,5 kg (1 lb) de ternera requiere 6.810 l (1.799 galones) de agua, mientras que el Environmental Working Group estima que 0,5 kg (1 libra) de ternera produce 12,3 kg (27 lb) de emisiones equivalentes a las de CO<sub>2</sub>.

Tabla 7.1 **CARGA AMBIENTAL DE LA CARNE**

	Emisiones de gas efecto invernadero (kg de CO <sub>2</sub> equivalente por kg)	Extracciones de agua dulce (litros por kg)	Uso del suelo (m <sup>2</sup> por kg)
Res	99.5	1451	326
<b>Carne*</b> Cerdo	12.3	1796	7.8
Pollo	9.9	660	6.7
<b>Más allá de hamburguesa</b>	3.5	9.7	2.7
<b>Hamburguesa imposible</b>	3.5	107	2.5

\*Promedio global, 1 kg de grasa y carne deshuesada y despojos comestibles. Fuente: The Economist (2019). «Plant-based meat could create a radically different food chain», 12 de octubre, con datos proporcionados por Ron Milo, Weizmann Institute y Alon Shepon, Universidad de Harvard.

Desde el punto de vista de la salud, la carne de origen vegetal podría ser más saludable que la carne animal, pero desde luego no es una panacea. La «no carne» carece de algunos componentes nocivos, como el colesterol o el gluten, pero contiene grasas y altas concentraciones de sodio. La buena noticia es que los avances en biotecnología permiten mejorar las recetas, lo que las hace más saludables. El consumo de carne de origen vegetal podría ayudar a reducir la incidencia de enfermedades cardiovasculares y cáncer que se asocian al consumo de carne roja. Otro aspecto positivo de la carne cultivada y de origen vegetal es que podría ayudar a reducir la resistencia a los antibióticos en seres humanos como resultado del uso de antibióticos en la producción de ganado.

31: Teaganne Finn (2019), «Food Labels Made for Meat Frustrate Plant-Based Food Advocates». Bloomberg, 30 de octubre. Disponible en: <https://www.bloomberg.com/news/audio/2019-10-31/labels-for-meat-frustrate-plant-based-food-advocates-radio>

Desde el punto de vista económico, se espera que surja una nueva cadena de valor en los próximos años. Las empresas emergentes ya están produciendo ingredientes sofisticados (proteínas, sabores, etc.) que Beyond Meat e Impossible Foods necesitan para fabricar sus productos. Los posibles beneficios económicos de la «no carne» fomentarán inversiones sustanciales en I+D. Y, puesto que el sector de la carne alternativa se basa en la alta tecnología, promete crear propiedad intelectual y puestos de trabajo en campos STEM. En EE. UU., los estados que producen las materias primas para elaborar productos de origen vegetal se beneficiarían, mientras que los especializados en la producción de ganado y el envasado de carne podrían sufrir, incluidos los miles de trabajadores de explotaciones ganaderas y empresas dedicadas al procesamiento de carne.

No es de extrañar que la industria alimentaria se esté moviendo rápidamente para aprovechar las oportunidades de negocio derivadas de la carne alternativa, en particular, de las opciones de origen vegetal. Los grandes productores cárnicos, como Tyson Foods o Cargill, han realizado inversiones en la cadena de valor de productos de origen vegetal. El primero fue uno de los inversores iniciales de Beyond Meat<sup>32</sup>, mientras que el segundo es propietario de Prius, el mayor productor de proteínas de guisantes y proveedor de Beyond Meat. Las principales marcas del sector de los alimentos procesados, como Unilever o Kellogg's, han invertido en empresas o han desarrollado sus marcas de productos de origen vegetal. En agosto, Burger King lanzó la Impossible Whopper (con hamburguesas de Impossible Foods) y tiene previsto añadir más variantes de origen vegetal a su menú. En septiembre, McDonald's comenzó a probar una nueva hamburguesa de origen vegetal en Canadá utilizando las hamburguesas de Beyond Meat. Carl's Jr. y White Castle también han lanzado sus versiones de hamburguesas de origen vegetal.

Sin embargo, la única forma en que la carne alternativa tenga un impacto significativo es que llegue a los platos de miles de millones de personas de todo el mundo. Empresas como Beyond Meat e Impossible Foods han intentado resolver este problema asociándose con restaurantes y cadenas de comida rápida. Sin embargo, se necesitarán más inversiones para llevar sus productos a supermercados y otros puntos de venta en todo el mundo. Además, los precios tendrían que bajar. En el momento de redacción de este informe, el precio de venta de una hamburguesa de Beyond Meat era de unos 3 USD, mientras que una hamburguesa de carne picada podría costar menos de un dólar. Aunque la carne animal sigue siendo cara para muchas personas, los productores también se han vuelto más eficientes, lo que les permitiría competir durante un tiempo.

Otro reto no menos importante tiene que ver con la cultura y las preferencias. Para muchas personas de todo el mundo, la carne es un elemento esencial de la cultura y la identidad. Por lo tanto, los nuggets de pollo, las salchichas o las hamburguesas sin carne deben ser sustitutos casi perfectos para atraer a consumidores que nunca dejarían la carne. Sin embargo, ampliar la disponibilidad de productos no será fácil. Reproducir la forma y la textura de los diferentes tipos y cortes de carne promete ser un gran reto tecnológico.

La normativa aún debe evolucionar para ofrecer la confianza que requieren los inversores y la seguridad que necesitan los consumidores. Por suerte, este proceso parece estar evolucionando rápidamente, ya que la FDA y el USDA han acordado elaborar un conjunto estándar de normas. El etiquetado es quizás el problema más polémico al que se enfrenta el sector en este momento. Las autoridades reguladoras deben idear definiciones claras de la «no carne». «De origen vegetal», «libre de productos animales», «con células cultivadas en laboratorio» o «cultivada en laboratorio» son solo algunos ejemplos de lo complejo que puede ser el problema del etiquetado. Las definiciones no

32: The Economist (2019): «Plant-based meat could create a radically different food chain». 12 de octubre.



son triviales, ya que el etiquetado podría tener un profundo impacto en los comportamientos y las actitudes de los consumidores con respecto a estos productos.

El propio sector ganadero deberá enfrentarse al creciente sector de la carne alternativa. En EE. UU., los productores cárnicos han ejercido presión para evitar el uso de la palabra «carne» en la nomenclatura de productos que no procedan de un canal de animal. Actualmente, nueve estados han aceptado esta restricción. La resistencia aumentará a medida que prospere el nuevo sector.

## Conclusiones

Un número cada vez mayor de personas buscan reducir su consumo de carne animal. Esta tendencia se debe a la salud y a la ética. Los sustitutos de la carne ya existen desde hace varios años, pero solo muy recientemente un grupo de empresas emergentes biotecnológicas respaldadas por algunos de los inversores más influyentes logró reproducir el sabor, la textura y el aspecto de algunos tipos de carne sin matar a ningún animal.

Si estos esfuerzos llegan a buen puerto, estas empresas tienen el potencial de modificar la cadena alimentaria humana y revolucionar la forma en que se utilizan los recursos naturales para alimentar a una población en crecimiento, con implicaciones positivas para el medioambiente y la salud humana.

A medida que avanza la tecnología que hay detrás de la carne alternativa, las nuevas generaciones tendrán una visión diferente de lo que implica comer carne. Seguirán experimentando las mismas reacciones sensoriales al comer una hamburguesa, quizás incluso mejores. Sin embargo, la práctica de matar a un animal para producir esa jugosa hamburguesa, desperdiciando enormes cantidades de recursos naturales en el proceso, se verá como algo del pasado, una práctica extendida entre sus antepasados menos civilizados.

## 8. Previsiones

**Cuadro 8.1 PREVISIONES MACRO DE ESTADOS UNIDOS**

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019 (p)	2020 (p)	2021 (p)	2022 (p)
PIB real (% anualiz. y desestac.)	2.2	1.8	2.5	2.9	1.6	2.4	2.9	2.3	1.8	1.9	1.9
PIB real (contribución, pp)											
Consumo privado (PCE)	1.0	1.0	2.0	2.5	1.9	1.8	2.1	1.8	1.7	1.5	1.4
Inversión fija bruta	1.6	1.1	1.0	0.9	-0.2	0.8	0.9	0.4	0.3	0.7	0.7
No residencial	1.2	0.5	1.0	0.3	0.1	0.6	0.9	0.3	0.3	0.6	0.6
Residencial	0.3	0.3	0.1	0.3	0.2	0.1	0.0	-0.1	0.1	0.0	0.0
Exportaciones	0.5	0.5	0.6	0.1	0.0	0.5	0.4	0.0	0.1	0.4	0.5
Importaciones	-0.5	-0.3	-0.8	-0.9	-0.4	-0.8	-0.8	-0.3	-0.4	-0.7	-0.7
Gobierno	-0.4	-0.5	-0.2	0.3	0.3	0.1	0.3	0.4	0.2	0.1	0.0
Tasa de desempleo (% , promedio)	8.1	7.4	6.2	5.3	4.9	4.4	3.9	3.7	3.7	3.8	4.0
Nómina no agrícola promedio (miles)	181	192	251	227	193	179	223	163	151	135	113
Precios al consumidor (% a/a)	2.1	1.5	1.6	0.1	1.3	2.1	2.4	1.8	2.0	2.2	2.1
Subyacente al consumidor (% a/a)	2.1	1.8	1.8	1.8	2.2	1.8	2.1	2.2	2.0	2.2	2.1
Balance fiscal (% PIB)	-6.8	-4.1	-2.8	-2.4	-3.2	-3.4	-3.8	-4.6	-4.6	-4.5	-4.9
Cuenta corriente (bdp, % PIB)	-2.6	-2.1	-2.1	-2.2	-2.3	-2.3	-2.4	-2.5	-2.7	-2.7	-2.8
Tasa objetivo Fed (% , fdp)	0.25	0.25	0.25	0.50	0.75	1.50	2.50	1.75	1.75	1.75	2.25
Índice precios viv. Core Logic (% a/a)	4.0	9.7	6.7	5.3	5.4	5.9	5.7	3.5	3.1	3.1	3.2
Valores tesoro 10 años (rend. % , fdp)	1.72	2.90	2.21	2.24	2.49	2.40	2.83	1.61	1.78	2.04	2.41
Precio del Brent (dpb, promedio)	111.7	108.7	99.0	52.4	43.6	54.3	71.1	64.1	56.9	60.8	60.0

(p): previsión  
 Fuente: BBVA Research

**Cuadro 8.2 CRECIMIENTO DEL PIB REAL POR ESTADOS EN EEUU, %**

	2014	2015	2016	2017	2018	2019 (p)	2020 (p)	2021 (p)	2022 (p)
Alabama	-1.0	1.3	0.5	1.8	2.0	2.2	1.6	1.5	1.4
Alaska	-2.8	0.7	-1.8	-0.2	-0.3	3.8	1.6	1.0	1.4
Arizona	1.2	2.2	3.3	3.0	4.0	4.0	2.6	2.5	2.2
Arkansas	0.8	0.4	0.5	0.9	0.9	1.3	1.1	1.2	1.2
California	4.0	5.0	3.0	3.6	3.5	2.7	2.8	2.9	3.1
Carolina del Norte	1.9	3.1	1.1	1.9	2.9	2.7	2.4	2.3	2.1
Carolina del Sur	2.4	3.2	2.8	2.6	1.6	2.2	1.9	1.8	1.7
Colorado	4.4	4.4	2.4	3.1	3.5	3.8	3.2	3.1	3.0
Connecticut	-1.5	1.8	-0.2	-0.6	1.0	2.3	1.3	1.2	1.1
Dakota del Norte	7.2	-3.0	-7.1	-1.6	2.5	4.2	2.3	1.5	1.8
Dakota del Sur	1.1	2.6	0.3	-0.4	1.3	4.4	4.2	3.3	3.0
Delaware	7.7	3.0	-2.9	-0.1	0.3	3.2	2.0	1.6	1.6
Florida	2.6	3.9	3.4	2.5	3.5	3.1	2.8	2.7	2.5
Georgia	2.9	3.3	3.3	2.9	2.6	3.6	2.8	2.6	2.5
Hawái	0.3	3.4	2.3	1.6	1.0	1.3	1.0	1.0	1.0
Idaho	2.6	3.0	3.7	2.4	4.1	3.3	3.3	3.1	2.8
Illinois	1.3	1.0	0.3	0.6	2.1	2.0	1.2	1.2	1.2
Indiana	3.0	-1.0	1.7	1.6	1.9	1.5	1.0	1.0	1.0
Iowa	5.2	2.1	0.4	-0.3	1.4	2.2	2.3	2.0	1.9
Isla Rhode	0.2	1.5	0.0	0.8	0.6	0.8	1.6	1.6	1.6
Kansas	1.9	1.2	2.3	0.8	1.9	1.8	0.8	0.9	0.9
Kentucky	0.2	0.5	0.5	1.1	1.4	1.5	0.7	1.0	1.0
Louisiana	2.3	-0.2	-1.2	0.1	1.1	2.7	2.4	1.1	0.7
Maine	1.7	0.4	2.1	1.7	1.9	2.1	1.6	1.4	1.2
Maryland	1.1	1.7	3.1	2.0	1.6	1.7	2.1	2.1	2.1
Massachusetts	1.9	3.6	1.7	2.2	2.7	2.3	2.2	2.0	1.9
Michigan	1.5	2.3	1.9	1.6	2.7	2.3	1.3	1.1	0.9
Minnesota	2.5	1.0	2.0	2.1	2.2	2.5	1.9	1.8	1.7
Mississippi	-0.2	0.4	0.3	0.5	1.0	1.2	0.8	1.0	0.9
Missouri	0.3	1.1	-0.9	0.9	2.3	2.0	1.2	1.1	1.1
Montana	1.6	3.8	-1.1	0.4	0.9	2.3	2.0	2.0	1.9
Nebraska	2.0	2.4	0.5	0.3	1.5	2.4	2.5	2.4	2.3
Nevada	1.1	4.2	2.4	2.5	3.2	3.5	3.3	3.1	2.9
Nueva Hampshire	1.0	2.4	1.9	2.0	2.2	2.3	2.3	2.3	2.2
Nueva Jersey	0.3	1.6	0.7	1.3	2.0	1.7	1.2	1.1	1.0
Nueva York	2.2	1.5	1.4	1.4	2.1	2.5	1.9	2.0	2.0
Nuevo México	3.1	1.9	0.1	0.0	1.8	4.0	1.2	0.8	0.8
Ohio	3.6	1.2	0.7	1.6	1.8	2.8	1.6	1.4	1.2
Oklahoma	5.9	3.5	-2.8	0.2	1.8	2.8	1.9	2.3	2.2
Oregon	3.5	5.3	4.6	3.2	3.4	3.3	3.0	2.6	2.4
Pennsylvania	2.1	2.0	1.1	1.7	2.1	2.3	1.3	1.3	1.3
Tennessee	1.6	3.1	1.9	2.4	3.0	3.0	2.2	2.0	1.9
Texas	2.7	5.1	0.2	2.0	3.2	4.6	3.1	3.1	3.1
Utah	3.0	4.0	3.9	2.7	4.3	3.9	4.1	3.9	3.7
Vermont	0.0	1.1	1.6	1.3	1.2	1.6	1.4	1.5	1.5
Virginia	-0.2	1.9	0.3	1.8	2.8	2.7	2.2	2.1	2.0
Virginia Occidental	-0.4	-0.5	-1.2	1.4	2.4	3.7	1.2	1.1	0.9
Washington	3.5	4.2	3.8	4.1	5.7	3.7	2.7	2.5	2.3
Wisconsin	1.8	1.4	1.1	1.4	2.5	2.0	1.5	1.6	1.5
Wyoming	0.1	2.6	-3.8	0.5	0.3	3.3	0.1	0.6	0.9

(f): forecast

Source: BBVA Research

## AVISO LEGAL

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## Este informe ha sido elaborado por:

### Economista Jefe

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

Filip Blazheski  
filip.blazheski@bbva.com

Adrian Casillas  
adrian.casillas@bbva.com

Kan Chen  
kan.chen@bbva.com

Boyd Nash-Stacey  
boyd.nash-stacey@bbva.com

Marcial Nava  
marcial.nava@bbva.com