

Situación Estados Unidos

Primer Trimestre 2012
Análisis Económico

- El crecimiento económico se acelerará en 2012
- Los estados productores de energía experimentan la afluencia de mano de obra y capital
- El crecimiento potencial de California está bajo presión
- Las ganancias de productividad son esenciales para elevar el crecimiento potencial de EE. UU.
- La deuda relacionada con el sector inmobiliario sigue pesando sobre el balance de los bancos

Index

1. Editorial.....	1
2. Perspectivas mundiales	2
3. Situación de EE. UU.....	4
4. Situación Regional: Disección de las tendencias de empleo.....	8
5. California toma la delantera, pero la tecnología por sí sola no será suficiente.....	10
6. ¿Es la productividad la respuesta para impulsar el crecimiento económico de EE. UU.?.....	15
7. Perspectivas bancarias 2012.....	19
8. Hechos Factsheet.....	23
9. Previsiones económicas.....	24

Fecha de cierre: 10 de febrero de 2012

1. Editorial

En 2011, por primera vez en 62 años, EE. UU. se convirtió en exportador neto de productos del petróleo. Además, la producción de crudo aumentó por tercer año consecutivo, algo que no se había visto desde mediados de la década de 1980, y alcanzó el nivel más alto en ocho años

La transformación de EE. UU. en exportador neto es producto de tres motores principales. En primer lugar, se prevé que la demanda interna de productos refinados crecerá lentamente. En segundo lugar, el sólido crecimiento de las economías emergentes y su pujante clase media están creando nuevas fuentes de demanda de productos de petróleo refinado. En tercer lugar, el sector de la energía de EE. UU. es un líder mundial y muestra una rápida capacidad de aprovechar los cambios tecnológicos.

Como resultado de la grave recesión, la demanda interna de combustibles refinados ha caído con fuerza. Aunque la demanda se ha recuperado, su tasa de crecimiento se modera dado que el ritmo de crecimiento económico sigue estando por debajo del promedio anterior a la crisis. Además, en ciertos productos como la gasolina, la demanda ha cambiado permanentemente a la baja debido al alto contenido de etanol en el combustible de los automóviles, a las mejoras de la eficiencia de consumo de combustible de los vehículos, a las fuentes de energía alternativas y al cambio de las preferencias de los consumidores hacia opciones de transporte más energéticamente eficientes y ecológicas.

A nivel mundial, el rápido crecimiento de la clase media en las economías emergentes está impulsando la demanda de automóviles, gasolina y transporte aéreo; este crecimiento relativamente fuerte apoya las exportaciones de productos de petróleo de EE. UU. para satisfacer tanto la demanda final como la intermedia. Por ejemplo, las exportaciones de gasolina y de diésel bajo en azufre satisfacen el consumo final, mientras que otros productos como el coque de petróleo se utilizan como bienes intermedios. Las economías emergentes son el principal destino de la gasolina. En 2011, México representó cerca del 60% del total de las exportaciones de gasolina y otro 15% fue a Brasil, Ecuador y Guatemala combinados. Las exportaciones de coque de petróleo (que se utiliza en la producción de acero) se destinan a los centros de producción manufacturera del mundo: en 2011, China y Japón contabilizaron el 24% del total de las exportaciones de coque de petróleo, mientras que Italia y España combinados consumieron alrededor del 13%.

Muchos sectores no podrían transformarse en una potencia mundial en un contexto de fúnebre demanda y bajas perspectivas de crecimiento interno; sin embargo, el sector de la energía de EE. UU. ha mostrado una notable capacidad para adaptarse a unas condiciones cambiantes. Los elevados precios de la energía hacen que las nuevas tecnologías de perforación sean rentables y, por consiguiente, impulsan la producción interna. Estas nuevas tecnologías garantizan una fuente de crudo más estable y reducen los riesgos de interrupción de la oferta derivados de la crisis mundial. Por otro lado, gracias a los fuertes flujos de efectivo y al aumento de las ganancias, las empresas energéticas están mejorando la eficiencia de las instalaciones existentes y construyendo otras nuevas. Este ciclo genera un bucle de retroalimentación positivo que aumenta la flexibilidad de la refinación, la utilización de la capacidad y los resultados finales. Por consiguiente, la industria mantiene una ventaja competitiva sobre las contrapartes extranjeras.

Como consecuencia de estas tendencias, la creación de empleo y la inversión en el sector de la energía se mantienen saludables. En conjunto, la extracción de petróleo y gas y las actividades de apoyo operativo sólo representan el 0,3% del total del empleo no agrícola; sin embargo, estos sectores generaron más del 13% del total de empleos entre 2009 y 2011. Además, entre 2001 y 2011, las plantillas de estos dos sectores se incrementaron un 72% en comparación con el descenso del 0,5% en el resto de la economía. El capital afluye al sector: a finales de 2011, la inversión fija real en minería y pozos de minas casi alcanzó los niveles anteriores a la crisis, pero cayó cerca de un 40% en el resto de los sectores. La creación de empleo en todos los niveles de destrezas y los efectos de segundo orden en todos los demás sectores amplifican el impacto general de este auge.

No obstante, esta prosperidad aparentemente sin fin podría no estar exenta de costes. Las preocupaciones medioambientales se han intensificado. Estados Unidos es el segundo mayor emisor de gases de efecto invernadero, por detrás de China, y la contaminación comenzó a incrementarse con la recuperación económica. Además, algunos estudios han llegado a la conclusión de que las nuevas tecnologías de perforación como la fracturación hidráulica provocan la contaminación de las aguas subterráneas. Por consiguiente, es imprescindible que el gobierno actúe con rapidez para implementar una política energética a largo plazo que reduzca la incertidumbre en materia normativa y cree un entorno estable para el desarrollo de las energías tradicionales y alternativas. Esta política debe sopesar con cuidado las ventajas de una mayor producción interna y del liderazgo mundial con las preocupaciones medioambientales. Permitir que la industria aproveche su innovación, productividad, tecnologías limpias y exportaciones contribuirá a que EE. UU. se acerque más a la independencia energética y a asegurar su permanencia al frente de la competitividad mundial.

Atentamente,

Nathaniel Karp

Economista en Jefe para EE. UU. de BBVA

2. Perspectivas mundiales

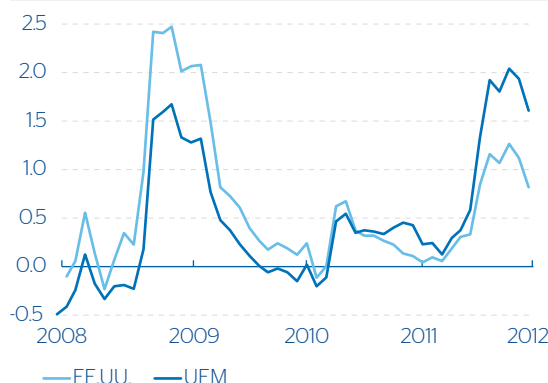
La economía mundial se desaceleró al final de 2011, pero rebotará en la segunda mitad de 2012, apoyada en las economías emergentes

La economía mundial se desaceleró marcadamente en los últimos trimestres de 2011. Esto fue el resultado de un crecimiento más débil en Europa (con caída ya en el cuarto trimestre) y la desaceleración en las economías emergentes, hasta el entorno del 1% trimestral a finales de año, su menor tasa de crecimiento desde la crisis de 2008. Sin embargo, los determinantes de esta moderación común no pueden ser más diferentes en ambas áreas. Por un lado, Europa está empezando a sentir los efectos de unas tensiones financieras persistentemente elevadas desde septiembre (véase Gráfica 5) dada la falta de avances decisivos para resolver su crisis de deuda soberana y de gobernanza en el área del euro. Por otro lado, la desaceleración en las economías emergentes, además del ser consecuencia del peor entorno internacional, es en parte resultado de un tono menos acomodaticio de las políticas económicas hasta el primer semestre de 2011, orientadas a evitar el sobrecalentamiento.

De cara al futuro, esperamos una acción decidida de las autoridades europeas que poco a poco disminuya las tensiones financieras en Europa y también la aversión al riesgo global, condicionando una recuperación global en el segundo semestre de 2012. La mayor contribución a la recuperación, sin embargo vendrá de las economías emergentes, ya que sus tasas de crecimiento recuperarán su diferencial histórico de alrededor de cuatro puntos porcentuales con respecto a las de los países desarrollados, al tiempo que sus políticas económicas vayan girando hacia un mayor apoyo al crecimiento. Al mismo tiempo, a pesar de que EE.UU. crecerá menos que en recuperaciones anteriores, se desacoplará de la recesión en Europa en la primera mitad del año. Por todos estos factores, respecto a nuestras previsiones en noviembre, revisamos a la baja el crecimiento mundial en 0.6pp en 2012 y 0.3pp en 2013, hasta 3,5% y 4,1%, respectivamente (gráfica 2).

Gráfica 1

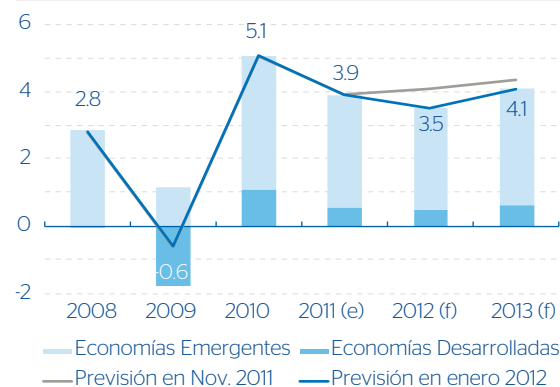
Índice BBVA de tensiones financieras



Fuente: BBVA Research

Gráfica 2

Crecimiento mundial (%)



Fuente: BBVA Research y FMI

La zona del euro representa el principal riesgo para el escenario económico global dada la falta de avances decisivos en la resolución de su crisis de deuda

Incluso con la revisión a la baja de las tasas de crecimiento en Europa y los países emergentes, los riesgos sobre la previsión de crecimiento mundial siguen estando sesgados marcadamente a la baja. Estos riesgos seguirán dependiendo de la evolución de la crisis financiera y soberana en Europa, que no ha disminuido significativamente y tiene el potencial de profundizar la recesión en marcha y contagiar a otras regiones a través de los vínculos comerciales, exposición financiera y un incremento en la aversión global al riesgo.

Aunque ha habido algunos avances desde octubre, -principalmente la provisión de liquidez a largo plazo por parte del BCE y algunos acuerdos para una mayor disciplina fiscal- es necesario que haya avances más decididos en las tres principales líneas de acción para resolver la crisis en Europa. En primer lugar, en el frente soberano, las preocupaciones sobre la solvencia de Grecia deben ser eliminadas finalizando e implementando el acuerdo con los tenedores privados de bonos. Al mismo tiempo, se deben disponer de los recursos para erigir un cortafuego de tamaño suficiente para abortar el riesgo de contagio a las economías con problemas de liquidez. En segundo lugar, deben seguir impulsándose las reformas para favorecer el crecimiento, incluidas las destinadas a la reparación de los balances de las instituciones financieras, pero teniendo cuidado de evitar el riesgo de un repentino desapalancamiento y una reducción del crédito al sector privado. Finalmente, son necesarios mayores avances en la gobernanza de la zona euro para fortalecer la unión monetaria, estableciendo una hoja de ruta clara para una unión fiscal.

Las perspectivas para Europa mejorarían si el pacto fiscal que previsiblemente se acuerde en la cumbre de la UE de marzo es finalmente aprobado a nivel nacional y se implementa rápidamente, junto con las reformas económicas propuestas por los países periféricos para reducir su vulnerabilidad y aumentar su crecimiento a largo plazo. La rápida implementación de esa parte del “gran acuerdo” implícito entre los países centrales de Europa y la periferia permitirá que la discusión gire hacia la implementación de dos medidas urgentes para reducir el estrés soberano en Europa. En primer lugar, un aumento rápido de los recursos disponibles para construir un cortafuegos soberano alrededor de Grecia, quizás con una acción más decidida por parte del BCE; en segundo lugar, tener en cuenta el efecto negativo de un ciclo más débil sobre la capacidad de la mayoría de los países europeos para cumplir los objetivos de déficit acordados con la UE.

El mantenimiento de tensiones financieras elevadas ha empujado a Europa hacia la recesión. La brecha de crecimiento con EEUU se ampliará en los próximos dos años

Las tensiones financieras en Europa siguen en niveles mayores que los observados después de la caída de Lehman Brothers en 2008 (Gráfica 5). Esto, junto con el efecto del ajuste fiscal en los países periféricos, implica una revisión a la baja de nuestras proyecciones de crecimiento en Europa respecto a hace tres meses. Ahora prevemos un crecimiento negativo al menos en el primer semestre de 2012, y del -0.5% para el año en su conjunto, con una recuperación lenta en 2013. Sin embargo, es importante señalar que estas proyecciones dependen de una rápida resolución de la crisis y una notable reducción de las tensiones financieras a partir de la segunda mitad de 2012, para evitar un efecto más agudo sobre el crecimiento. Dentro de Europa, el crecimiento entre el centro y la periferia seguirá mostrando fuertes diferencias, en parte debido al fuerte ajuste fiscal en marcha en ésta última.

Las economías emergentes avanzan hacia un aterrizaje suave, apoyadas en la demanda interna. Las políticas económicas girarán hacia el apoyo al crecimiento

Un aspecto distinto de la crisis actual es que la confianza dentro de las economías emergentes ha sido muy resistente, en comparación con la registrada durante la caída de Lehman Brothers en 2008. Uno de los posibles determinantes de esta resistencia es lo sorpresivo de la quiebra de Lehman (algo ausente en la crisis europea) y la diferente velocidad a la que cada uno de los dos episodios se ha desarrollado (la crisis europea avanza en “cámara lenta”). Esto ha permitido que la demanda interna en las economías emergentes se haya mantenido robusta, aun cuando algunos de los efectos de una mayor aversión global al riesgo se han reflejado en los mercados financieros en la región, a través de menores flujos de entrada de capital, algunas repercusiones negativas en el financiamiento del comercio internacional, la reducción de precios de los activos y mayor volatilidad de los tipos de cambio.

La desaceleración en las economías emergentes en 2011 hizo que su diferencial de crecimiento con respecto a las economías avanzadas llegase a cerca de tres puntos porcentuales a finales de 2011, por debajo de los usuales cuatro puntos porcentuales observados desde el comienzo de la década del 2000. Esperamos que la aversión global al riesgo siga siendo elevada, pero vaya disminuyendo lentamente en la segunda mitad de 2012, en línea con la esperada reducción gradual de las tensiones en Europa. Además, las políticas económicas aprovecharán los márgenes de maniobra que se vayan abriendo (como la reducción de las presiones inflacionistas y cierto espacio fiscal) y girarán cada vez más hacia el apoyo al crecimiento, en contraste con el endurecimiento experimentado en la primera parte de 2011. Esto permitirá que la demanda interna continúe apoyando el crecimiento de la región, frente a un entorno exterior aún difícil. En este contexto, esperamos que las economías emergentes recuperen tasas de crecimiento cercanas al 2% trimestral a finales de 2012 (desde el 1% al cierre de 2011), y que crezcan un 6.2% para el año en su conjunto. La principal excepción a este buen desempeño se concentrará en los países emergentes de Europa, que se verán más afectados por sus mayores vínculos comerciales y financieros con la zona del euro.

3. Situación de EE. UU

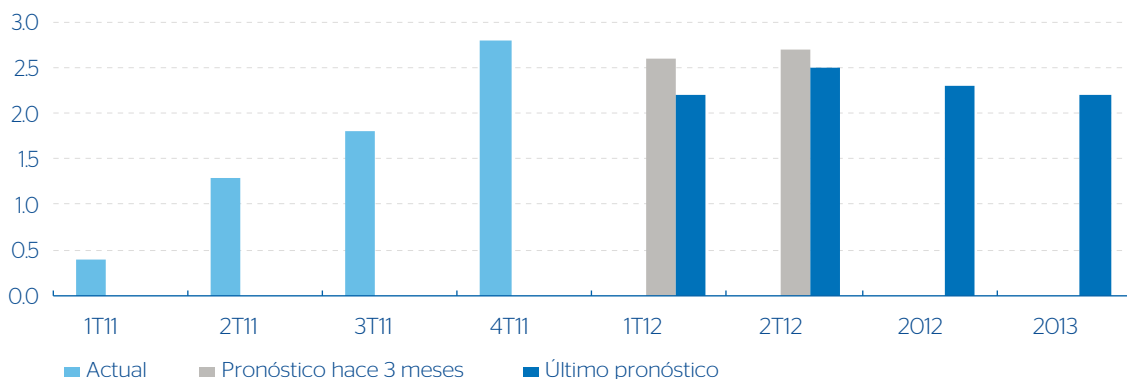
No hay indicios claros de un impulso significativo en el 1T12

La actividad económica ha mejorado desde el punto más bajo de mediados de 2011, y las expectativas de consumidores y empresas van en aumento. Aun así, los últimos datos no han sido muy entusiastas, y los datos del empleo y de la vivienda todavía se sitúan muy por debajo de los niveles máximos anteriores a la recesión. De hecho, se prevé que el ritmo de crecimiento probablemente se desacelerará en el 1T12.

El crecimiento del 4T11 fue el más fuerte de 2011, con un 2,8% intertrimestral anualizado, y este impulso debería continuar en parte en 2012. En concreto, el consumo privado debería ser similar, con un fortalecimiento continuado del consumo de bienes duraderos. Aunque las recientes caídas de los niveles de confianza de los consumidores indican ciertas dudas de cara al futuro, la mejora de las condiciones del mercado de trabajo debería contrarrestar la inquietud. Si bien la crisis de Europa no ha afectado a todos los aspectos de la actividad interna, prevemos que persistirán las presiones a la baja sobre las exportaciones. Nuestro escenario central para el crecimiento económico es el mismo que en el informe anterior.

Gráfica 3

Crecimiento del PIB real (variación trimestral a una tasa anual)



Fuente: BBVA Research

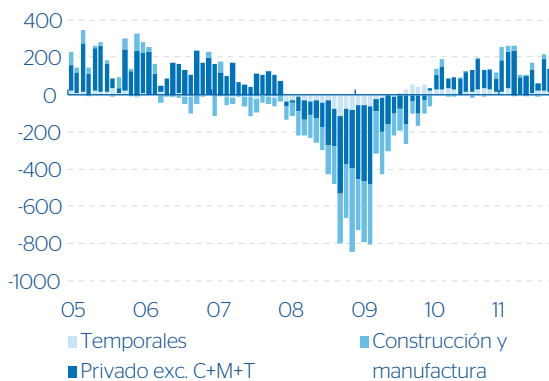
La situación del empleo ha mejorado gradualmente, con un crecimiento del empleo no agrícola relativamente estable y una caída de la tasa de desempleo hasta el 8,3% en enero. Sin embargo, los niveles totales del empleo no agrícola sólo han repuntado un 36% en los dos últimos años en comparación con el nivel máximo anterior a la recesión. Los datos de las demandas de desempleo han sido en su mayor parte positivos, aunque no hay claros indicios de que los planes de contratación de las empresas vayan a ser menos conservadores en el futuro próximo. Muchos han argumentado que el nivel de demandas iniciales por desempleo por debajo de 400.000 combinado con el descenso abrupto de la tasa de desempleo indica un mercado de trabajo más sólido de lo anticipado en 2012; sin embargo, nuestra perspectiva es más conservadora. La falta de reformas estructurales, el efecto de la cambiante demografía en la tasa de participación de la población activa, la incertidumbre política y una mayor tasa de desempleo no aceleradora de la inflación (NAIRU) son aspectos que están entrelazados con la función del crecimiento potencial. Una población activa menor o unos niveles de desempleo estructural más altos afectan al tamaño del crecimiento potencial de Estados Unidos. Las persistentes dificultades del mercado de trabajo también afectan a la posibilidad de conseguir el consenso político necesario para abordar reformas profundas.

Incluso con el impulso que se produjo en enero en el empleo no agrícola, el aumento del empleo sigue siendo más débil que en el 1T11, y sólo ofrece cierta esperanza de crecimiento del empleo en el futuro. La contratación sólo se ha incrementado un 12% desde el final de la recesión en junio de 2009, y el desempleo estructural sigue siendo una preocupación importante. La curva de Beveridge actual todavía apunta a un incremento del desempleo estructural, lo que indica ineficiencia en el mercado de trabajo debido al desajuste entre los empleos disponibles y los desempleados. La tasa de desempleo actual podría reflejar un desempleo más estructural que el de las décadas pasadas, pero el crecimiento medido según la remuneración de la mano de obra indica un considerable exceso de recursos ociosos. La visión que mantenemos desde hace tiempo es que la NAIRU actualmente es más alta que las previsiones publicadas de la Reserva Federal y prevemos que suban

ligeramente durante varios trimestres. Además, esperamos que el aumento de los ingresos medios por hora refleje más adecuadamente las expectativas de inflación. En general, esperamos que el empleo no agrícola crezca modestamente en el 1T12, pero no será suficiente para provocar caídas significativas de la tasa de desempleo. Aunque prevemos que la creación de empleo seguirá siendo escasa, será mejor que la se produjo en 2010-11 y coincidirá con un crecimiento económico moderado.

Gráfica 4

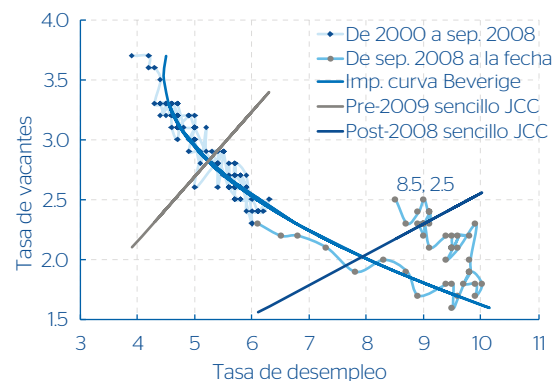
Empleo no agrícola privado (variación mensual en miles)



Fuente: BBVA Research y BLS

Gráfica 5

Curva de Beverige Nacional

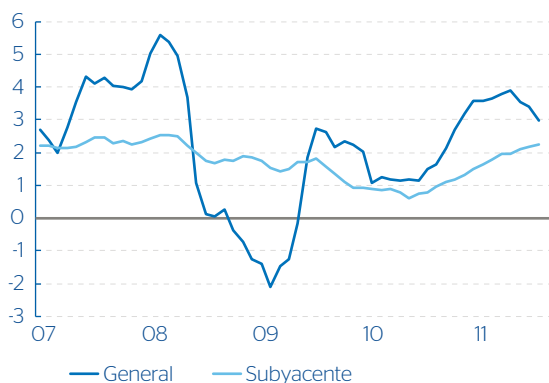


Fuente: BBVA Research y BLS

La previsión de inflación de nuestro escenario central es en su mayor parte similar a las previsiones anteriores. El índice general de precios seguirá cayendo en el 1T12. A pesar de los elevados costes del alquiler y del reciente repunte de los precios del gas, mantenemos nuestras previsiones de desaceleración de la inflación en los próximos meses dado el entorno económico previsto, con riesgos a la baja y una gran capacidad ociosa de la economía. Aunque la inflación de los precios al consumo subyacentes se ha incrementado, los precios subyacentes se mantienen dentro de la zona de confort de la Fed. Se prevé que los precios de las materias primas caerán a lo largo del 1T12, en especial con la desaceleración y la incertidumbre de las economías mundiales. Sin embargo, los elevados precios del gas podrían perdurar y ejercer presiones alcistas sobre el índice general de precios durante un tiempo más prolongado de lo previsto. Los costes del empleo se han incrementado en los últimos trimestres, pero las tasas de crecimiento se mantienen bajas en comparación con las tendencias históricas. La distribución de precios del índice de precios al consumo muestra una reciente tendencia al alza, pero las expectativas de inflación indican que ésta se mantendrá baja a medio y a largo plazo.

Gráfica 6

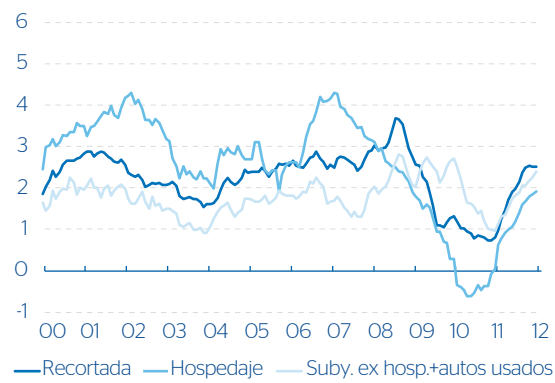
Índice de precios al consumo (variación interanual)



Fuente: BBVA Research y BLS

Gráfica 7

Media recortada, precios del alojamiento e IPC subyacente (variación interanual)



Fuente: BBVA Research y BLS

La estimación del crecimiento del PIB real del 4T11 por debajo de lo previsto está en línea con la opinión de Bernanke de que las perspectivas de crecimiento son ambiguas y la recuperación no es "autosostenible", por lo que la Fed tendrá que revisar a la baja sus previsiones de crecimiento para 2012 y 2013. Seguimos considerando que las previsiones del FOMC con respecto al crecimiento del PIB de EE. UU. son demasiado optimistas, en especial si tenemos en cuenta el freno fiscal que supondrán las medidas de austeridad previstas en 2013. Bernanke considera que el sector de la vivienda es en parte responsable de que se haya deteriorado el vínculo entre la política monetaria y la actividad económica. Los efectos de las medidas de flexibilización cuantitativa adicionales serán escasos si no se resuelven los retos del mercado de la vivienda. La Fed ha implementado varias medidas para mantener bajos los tipos de interés tanto a corto como a largo plazo, con el fin de incentivar la compra de viviendas. También compró cédulas hipotecarias por valor de 1,25 billones de dólares entre 2009 y 2010 para aumentar la liquidez y mantener disponible la financiación hipotecaria. Naturalmente, aunque estas medidas han llevado a unos tipos hipotecarios más bajos, la Fed sabe que, dada la sobreoferta actual, el efecto de cualquier medida de estímulo adicional sobre dichos tipos será limitado e insuficiente para restablecer el equilibrio en el mercado de la vivienda. Por consiguiente, la Fed está a la espera de aplicar más estímulos fiscales dirigidos específicamente al sector inmobiliario.

En su última reunión, la Fed también dio a conocer por primera vez las previsiones de los miembros del FOMC con respecto al tipo objetivo de los fondos federales, que muestran que el tipo se mantendrá en el 1% o por debajo hasta finales de 2014. Como indican los precios de los futuros, los mercados esperaban un primer aumento de tipos alrededor del 1T2014, por lo que la declaración cambia considerablemente las expectativas sobre los tipos de interés, aplazándolas en el tiempo. La evolución del FOMC indica que ha aumentado la probabilidad de otra ronda de compras de activos a gran escala, pero la Fed aún no está preparada para embarcarse en estas compras hasta que surja un evento de riesgo de cola o los datos indiquen claramente una importante desaceleración del crecimiento de EE. UU. Creemos que la Fed se mantendrá a la espera hasta comienzos del 4T14. Además, las intervenciones de la Fed y las incertidumbres mundiales mantendrán los tipos bajos a largo plazo, aunque sí esperamos una tendencia al alza muy moderada en las rentabilidades. En el escenario de riesgo, esperamos que las rentabilidades a 10 años caigan apenas por debajo del 1,5%.

Gráfica 8

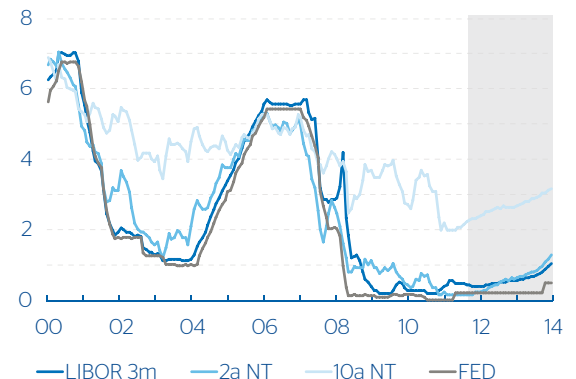
Futuros de fondos federales y valores del Tesoro a 10 años (%)



Fuentes: BBVA Research y Haver Analytics

Gráfica 9

Previsiones de tipos de interés seleccionados (%)



Fuente: BBVA Research

El FOMC ha perfilado claramente los objetivos a largo plazo de su política. En concreto, considera que una tasa de crecimiento interanual del 2% para la inflación del consumo privado es muy coherente con su mandato de inflación. Aunque da el mismo peso a la inflación y al desempleo máximo, el FOMC siempre aplica flexibilidad al concepto según las condiciones iniciales que afronte la política en cada momento. El anuncio de los objetivos de la política monetaria a largo plazo también implica que el FOMC no vinculará sus esfuerzos a una tasa de desempleo específica, pues la Fed reconoce que el desempleo a corto plazo puede estar determinado por otros factores aparte de la política monetaria. Por lo tanto, el FOMC se centrará en la tasa natural de desempleo como una referencia orientativa para la maximización del empleo. La desviación de un objetivo u otro es tolerable y la respuesta de la política monetaria frente a una desviación dependerá de la velocidad de convergencia del objetivo concreto. Dada la preocupación de la Fed por el desempleo, no esperamos que continúe favoreciendo una política monetaria flexible aunque la inflación supere el objetivo.

El FOMC ha perfilado claramente los objetivos a largo plazo de su política. En concreto, considera que una tasa de crecimiento interanual del 2% para la inflación del consumo privado es muy coherente con su mandato de inflación. Aunque da el mismo peso a la inflación y al desempleo máximo, el FOMC siempre aplica flexibilidad al concepto según las condiciones iniciales que afronte la política en cada momento. El anuncio de los objetivos de la política monetaria a largo plazo también implica que el FOMC no vinculará sus esfuerzos a una tasa de desempleo específica, pues la Fed reconoce que el desempleo a corto plazo puede estar determinado por otros factores aparte de la política monetaria. Por lo tanto, el FOMC se centrará en la tasa natural de desempleo como una referencia orientativa para la maximización del empleo. La desviación de un objetivo u otro es tolerable y la respuesta de la política monetaria frente a una desviación dependerá de la velocidad de convergencia del objetivo concreto. Dada la preocupación de la Fed por el desempleo, no esperamos que continúe favoreciendo una política monetaria flexible aunque la inflación supere el objetivo.

La Fed también ha hecho hincapié en que la política monetaria no pretende abordar la situación fiscal del país. Lamentablemente, la política arriesgada sigue provocando incertidumbre fiscal, y no esperamos reformas significativas hasta después de las elecciones presidenciales que se celebrarán en noviembre de 2012. Lo más probable es que el Congreso acuerde ampliar las prestaciones por desempleo y el recorte temporal de las deducciones salariales durante el resto del año. Calculamos que estas medidas añadirán de 0,2 a 0,6 puntos porcentuales al crecimiento del PIB real en 2012.

La actividad del sector de la vivienda seguirá lastrando la recuperación a lo largo de 2012. A pesar de los recientes repuntes de la demanda de vivienda, los niveles siguen próximos a los mínimos históricos y están lejos de la recuperación si se comparan con los niveles máximos anteriores a la recesión. El elevado exceso de inventarios, las estrictas condiciones crediticias y un proceso de ejecuciones hipotecarias ineficaz pesa sobre el precio de la vivienda. Los precios atractivos, en combinación con los bajos tipos hipotecarios, todavía no han impulsado la demanda lo suficiente como para estimular el mercado. Siguiendo el consejo de la Fed, la Administración Obama anunció una ampliación del programa de modificación de préstamos hipotecarios, conocido como HAMP por sus siglas en inglés, para ayudar a los prestatarios con pérdida patrimonial y cargados de deudas. Este anuncio es la primera medida que toma el gobierno en 2012 para apoyar el mercado de la vivienda, evitar ejecuciones hipotecarias y ayudar a los propietarios de vivienda a reparar sus balances. El programa HAMP inicial ha avanzado con lentitud. Se esperaba que llegara a 4 millones de propietarios, pero sólo se han efectuado unas 900.000 modificaciones satisfactorias y, por tanto, este nuevo plan es un intento de llegar a más prestatarios e incita a la participación de los prestamistas.

Los anteriores intentos relacionados con el programa de refinanciación, conocido como HARP por sus siglas en inglés, tuvieron un limitado impacto sobre la actividad del sector de la vivienda. Aunque la eliminación de determinadas comisiones y limitaciones podría haber animado a los deudores a refinanciar, los cambios, en última instancia, no tuvieron en cuenta a las familias con patrimonio negativo o sin préstamos respaldados por el gobierno. Así pues, muchos propietarios de vivienda siguieron con pérdidas patrimoniales. Además de ampliar el plazo de solicitud un año más hasta finales de 2013, las nuevas normas del HAMP ampliarán enormemente los criterios de acceso al programa para incluir prestatarios con pérdidas patrimoniales, propietarios de vivienda con elevados ratios de pago de deuda-renta e inversores que poseen propiedades para alquiler, y también triplicarán el pago a los bancos (así como a Fannie Mae y Freddie Mac) para reducir el principal (de 0,21 \$ por dólar condonado a 0,63 \$). Naturalmente, el pago más elevado ofrece un incentivo a los prestamistas para modificar las hipotecas de los prestatarios con pérdida patrimonial y de aquellos con elevados ratios de deuda-servicio. Si el programa incluye planes de conversión de alquileres a gran escala para las propiedades en manos del sector inmobiliario, podría apoyar el precio y la actividad de la vivienda.

El sector inmobiliario no residencial parece que va un poco mejor que el residencial, aunque todavía persiste la debilidad. El constante incremento de la morosidad de las cédulas hipotecarias comerciales en el segmento de oficinas está relacionado con la pérdida de empleos en los servicios financieros, concretamente en los sectores financiero e inmobiliario. La débil creación de empleo en estos sectores mantendrá elevadas las tasas de desocupación de las oficinas en el transcurso de 2012; sin embargo, el rendimiento difiere significativamente en los distintos mercados regionales.

En general, nuestras perspectivas de crecimiento para 2012 son más favorables si las comparamos con 2011. Mantenemos nuestra previsión de crecimiento del PIB real en el 2,3%. Sin embargo, la actividad económica está limitada por los riesgos bajistas, entre los que se incluyen la lenta creación de empleo, la tensión del mercado de la vivienda y la persistencia de las incertidumbres mundiales. Además, es probable que el aumento de la incertidumbre política continúe a medida que se caldea la campaña presidencial de 2012. No obstante, aunque los riesgos siguen inclinados a la baja en 2012, no es probable que se produzca otra crisis como la de Lehman.

4. Situación Regional: Disección de las tendencias de empleo

Durante el pasado año, la tasa de desempleo experimentó caídas escalonadas, hasta quedarse justo por encima del 9% en enero de 2011 y sobrepasar apenas el 8% en enero de 2012

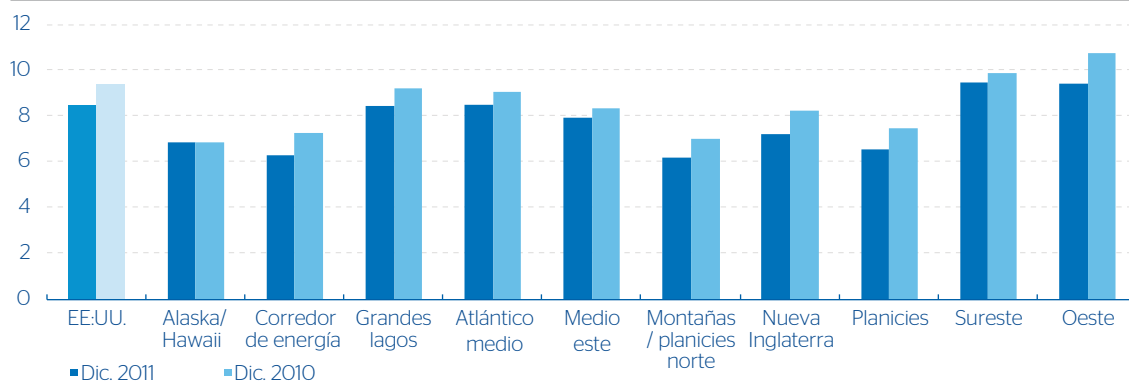
Sin embargo, este rápido descenso enmascara la debilidad subyacente de la economía, pues muchos de los que buscaban empleo han abandonado el mercado laboral y la tasa de participación de la población activa ha seguido cayendo hasta situarse por debajo del 64%. Además, la ratio empleo-población sigue siendo baja y se ha mantenido prácticamente plana desde finales de 2009, en torno al 59%, muy por debajo de su nivel máximo anterior a la recesión, que superaba el 63%.

Esta estadística determina el debate sobre si el desempleo estructural está frenando el crecimiento. No hay duda de que una fuerza laboral compuesta por un menor número de personas reduce la capacidad productiva de la economía de EE. UU., y cuanto más tiempo pase un trabajador desempleado, con mayor rapidez se depreciarán sus destrezas. Si analizamos el empleo por ocupación y por sectores, es obvio que el grueso del empleo se ha perdido en la construcción y en las actividades de apoyo administrativo, y ciertamente las pérdidas adicionales de empleo en la construcción y en los servicios financieros e inmobiliarios no ayudan a mejorar la situación. No obstante, se está creando empleo a nivel regional en construcción, sanidad, diseño de software y extracción de energía, entre otros sectores, y muchas personas tendrán que hacer una transición a estos sectores para cubrir la demanda de mano de obra.

Una mirada a las distintas regiones de EE. UU. nos ofrece una visión de cuáles son los sectores que están impulsando la creación de empleo y dónde se prevé que continuará el crecimiento este año. Hemos clasificado los 50 estados de EE. UU. en 10 regiones, y los estados se agrupan tanto por criterios geoGráficos como temáticos. Por ejemplo, el cinturón de la energía se compone de los principales estados con reservas energéticas: Texas, Colorado, Nuevo México, Luisiana, Wyoming, Utah y Oklahoma. A finales de 2011, las regiones con las tasas de desempleo más bajas, muy por debajo del 6,5%, fueron la región de las montañas y de las llanuras del norte y este cinturón de la energía. En la primera región, el explosivo crecimiento de Dakota del Norte debido a la producción de energía contribuye a elevar el promedio de la región. El desempleo de la región de los llanos se mantiene por debajo del 7%, pues los elevados precios de las materias primas han impulsado la demanda de tierras de labranza y la producción agrícola. Las regiones que luchan contra una elevada tasa de desempleo por encima del 9% son el oeste (con California y Nevada a la cabeza) y el sudeste (encabezado por Florida, Georgia y Mississippi).

Gráfica 10

Tasas de desempleo por regiones, desestac., (%)



Fuente: BBVA Research

Varios sectores clave contribuyen a la elevada tasa de desempleo. En primer lugar, la actividad de la construcción continúa débil en términos interanuales: los elevados inventarios de viviendas sin vender pesan sobre el repunte de este mercado. Además, las altas tasas de desocupación de los segmentos de oficinas y comercio minorista del sector inmobiliario comercial agravan el problema, ya que la necesidad de nuevos centros comerciales y edificios de oficinas es mínima cuando la demanda interna se mantiene baja. Una inflexión en estas áreas dependerá de la creación de empleo en los principales sectores que utilizan oficinas, como los servicios financieros y otros servicios profesionales. No obstante, el empleo en la construcción experimentó el año pasado modestas ganancias en algunas regiones. Calculamos que por cada incremento del 1% en el empleo de la construcción anual, la tasa de crecimiento de un estado se incrementa en aproximadamente 9 puntos básicos.

La región con la tasa más alta de crecimiento en cuanto a empleo en la construcción es el área de las montañas/llanuras del norte, sobre todo porque el empleo en la construcción ha aumentado más de un 20% en Dakota del Norte debido a la afluencia de nuevos residentes que necesitan lugares para vivir, trabajar y comprar. Por si solo este crecimiento añadiría cerca de dos puntos porcentuales (pp) a la tasa de crecimiento del estado. La región del sudeste sigue siendo la más deprimida, pues los precios continúan cayendo en esa área y las tasas de desocupación de las oficinas están entre las más elevadas de la región. Los precios de la vivienda comenzaron a caer en Georgia y Alabama más tarde que en otros estados; por consiguiente, se prevé que continuarán cayendo a lo largo de 2012. En Florida, el elevado número de ejecuciones hipotecarias se añade al inventario de la vivienda y, por tanto, el empleo en la construcción seguirá siendo escaso en esta región durante 2012. La caída del empleo en el sector de la construcción redujo el crecimiento del PIB de la región en 0,3 pp en 2011, y anticipamos que también será un lastre neto en 2012.

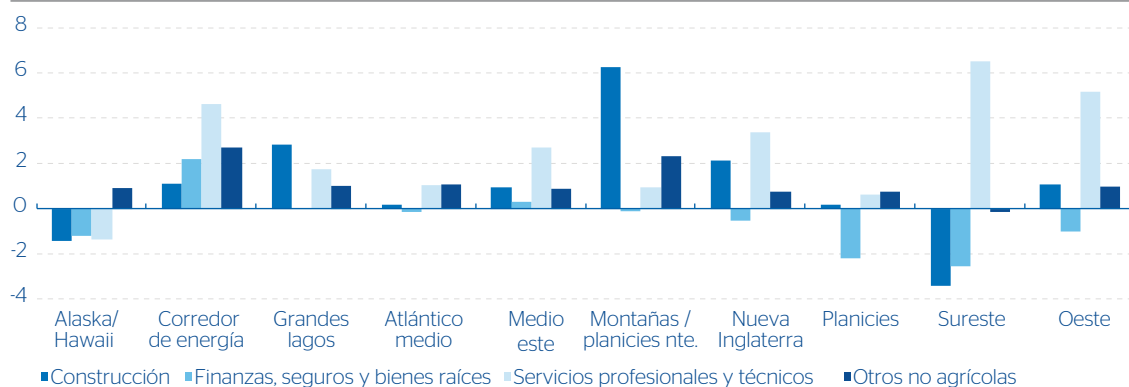
Desafortunadamente, como la contribución de los servicios financieros y del sector inmobiliario al PIB está cayendo, la pérdida de empleo en estos sectores podría continuar a lo largo de todo 2012. Nuestras estimaciones indican que por cada incremento del 1% en los servicios financieros e inmobiliarios, aumenta el crecimiento del PIB de los estados en 7 y 3 puntos básicos, respectivamente. El siguiente Gráfica ilustra que el crecimiento del empleo relacionado con las finanzas, los seguros y el sector inmobiliario sólo aumentó notablemente en la región del cinturón de la energía en 2011 (aportando aproximadamente 0,2 pp al crecimiento) y siguió con dificultades en las regiones del sudeste y del oeste.

Aparte del aumento del empleo en el sector de la minería relacionado con el auge energético, otro aspecto favorable para el empleo ha sido el crecimiento del mismo en los servicios técnicos y profesionales, concretamente en los servicios relacionados con la ingeniería y el diseño de aplicaciones informáticas. Un incremento del 1% en el empleo de este sector aporta entre 7 y 10 puntos básicos a la tasa de crecimiento del PIB. El mayor crecimiento en estos sectores profesionales se ha producido en realidad en la región con peores resultados: el sudeste. Georgia, y sobre todo Atlanta, ha añadido alrededor de 19.000 empleos solo en estos sectores. En Florida también ha habido una considerable creación de empleo en los servicios profesionales y técnicos; sin embargo, un factor que ha contribuido en gran medida son los servicios jurídicos, relacionados sin duda con el lento proceso de las ejecuciones hipotecarias y con el importante número de préstamos morosos. Así pues, a pesar de las caídas del empleo que se han producido en otros sectores, el rápido crecimiento de estos añadió en torno a 0,5 pp a la tasa de crecimiento de la región el año pasado.

En el oeste, la fuerte creación de empleo en los servicios técnicos y profesionales también está fomentando el empleo en otros sectores. Estos empleos de altos salarios en campos como la programación informática, la investigación y el desarrollo científico y los servicios de ingeniería contribuyen directamente al fortalecimiento de la demanda en California, Oregón y Washington, e impulsan la tasa de crecimiento del PIB de la región en cerca de medio punto porcentual.

Gráfica 11

Evolución del empleo por regiones, sectores seleccionados (variación interanual)



Fuente: BBVA Research

En resumen, la creación generalizada del empleo no se está produciendo en todos los sectores de cada región. El cinturón de la energía es la única zona en que el crecimiento del empleo en términos interanuales es positivo en la construcción, las finanzas, el sector inmobiliario y los servicios técnicos y profesionales. No obstante, las concentraciones industriales específicas de las regiones están impulsando el crecimiento económico y, de hecho, nuestros índices de actividad mensual indican que la expansión continúa en 49 estados y se está fortaleciendo en casi 2/3 de los estados a comienzos de 2012. Aunque se prevé que a nivel nacional el ritmo medio de crecimiento económico se mantendrá apenas por encima del 2% en 2012, algunas regiones de Estados Unidos están preparadas para crecer a tasas divergentes, pues la gran demanda de producción específica de cada sector impulsará la expansión en el próximo año.

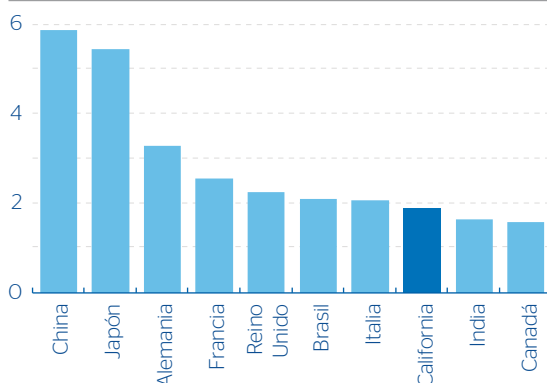
5. California toma la delantera, pero la tecnología por sí sola no será suficiente

Perspectivas de California

A pesar de la gravedad de la recesión, California sigue siendo una de las economías más importantes del mundo. El PIB del estado es el noveno mayor del mundo (casi 2 billones de dólares en 2010), y su renta per cápita la octava mundial (51.000 \$ en 2010). Las ventajas competitivas de California en relación con otros estados están ayudando a su economía a superar el impacto de la recesión y a situarse en una posición de crecimiento.

Gráfica 12

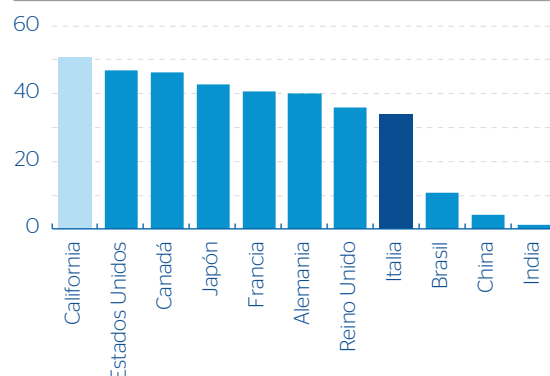
PIB de 2010 (miles de millones de dólares; ordenado por posición mundial; EE. UU. (nº 1), 14,5 billones)



Fuente: BBVA Research

Gráfica 13

PIB per cápita 2010 (miles de dólares)



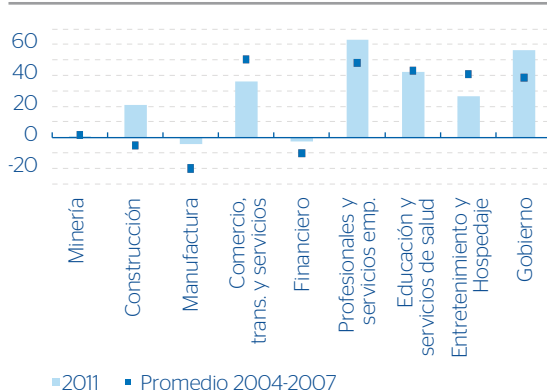
Fuente: Banco Mundial y BBVA Research

Buenas noticias para 2012

Según nuestro escenario central, el crecimiento de California será superior al de la media de EE. UU. El año pasado, California mostró los primeros indicios de una recuperación económica sostenida. La economía creó 263.000 puestos de trabajo durante el ejercicio, el mayor incremento neto de los 50 estados. En comparación con los aproximadamente 1,3 millones de empleos perdidos durante la recesión, el avance de 2011 sugiere una mejora modesta, pero positiva. Aunque la tasa de desempleo ha disminuido, sigue alta, con un 11,1%. La situación laboral varía en función de los sectores. Por una parte, los servicios profesionales y empresariales, el comercio minorista y mayorista, el ocio y la hostelería, y la educación y la atención sanitaria representan el 60% del total de los puestos de trabajo creados en 2011. La administración pública fue responsable del 20% de los empleos netos creados durante el año debido al repunte de la contratación de los gobiernos locales. Por la otra, el empleo en la producción manufacturera, la construcción y los sectores financiero, de seguros e inmobiliario sigue sin repuntar. Por ejemplo, en la construcción se crearon sólo 21.300 nuevos empleos, una cantidad considerablemente pequeña en relación con los 388.000 perdidos desde 2006.

Gráfica 14

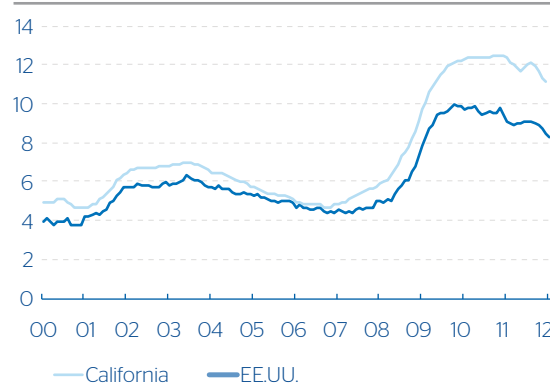
Empleo no agrícola en 2011 en relación con la media de 2007-2004 (variación anual, en miles)



Fuente: Oficina de Estadísticas Laborales

Gráfica 15

Comparativa entre el paro en California y en EE. UU. (% desest.)

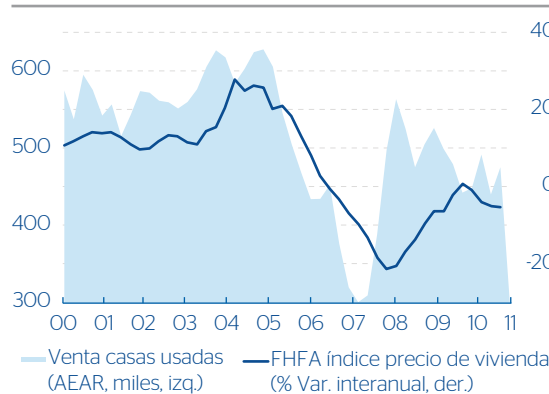


Fuente: Oficina de Estadísticas Laborales

Las magras cifras de empleo del sector de la construcción se deben a la fragilidad del mercado de la vivienda. Aunque los visados de obra nueva y las ventas de vivienda de segunda mano se han incrementado moderadamente, los precios de la vivienda siguen bajando a nivel interanual a medida que las ejecuciones hipotecarias suman unidades a las existencias. De hecho, la tasa de ejecuciones hipotecarias está bajando, conjuntamente con la morosidad. Según el índice del precio de la vivienda S&P Case-Shiller, los precios han caído poco más del 5% en las áreas metropolitanas de Los Ángeles, San Diego y San Francisco. A nivel estatal, se prevé que los precios de la vivienda retrocederán en torno a un 5% interanual en 2012. El descenso de la morosidad refleja una mejora del mercado de la vivienda, aunque las restricciones del crédito limitan su evolución.

Gráfica 16

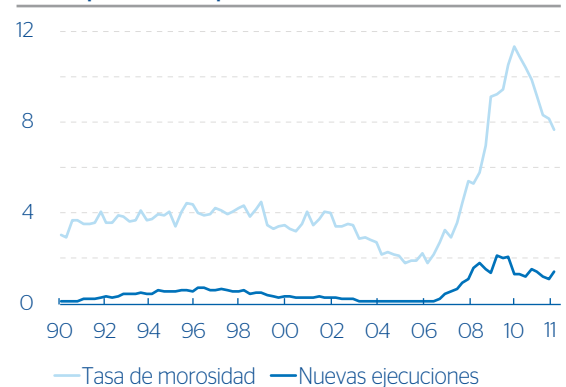
Visados de obra nueva y ventas de vivienda usada



Fuente: National Association of Realtors y FHFA

Gráfica 17

Morosidad y nuevas ejecuciones hipotecarias (% de préstamos pendientes)

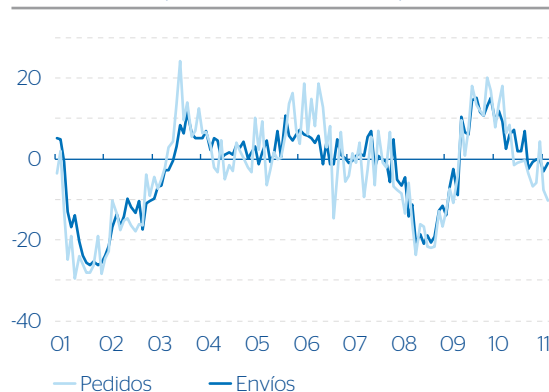


Fuente: Mortgage Bankers Association

Se prevé que la demanda de productos de tecnología punta, esencial para las exportaciones de California, se mantendrá sólida, pues la demanda interna se fortalece y los mercados emergentes siguen creciendo a una tasa prevista del 6,2%. No obstante, las exportaciones de productos de tecnología punta parecen haberse desacelerado, en parte debido a la apreciación del dólar y a la desaceleración de Europa, que lastra el total de las exportaciones.

Gráfica 18

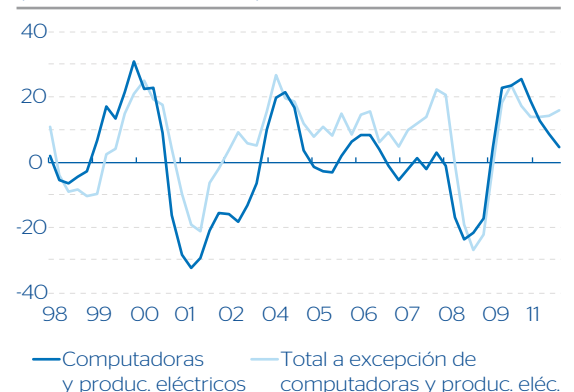
Envíos y pedidos de productos informáticos y electrónicos (variación interanual)



Fuente: Oficina del Censo

Gráfica 19

Exportaciones (variación interanual)



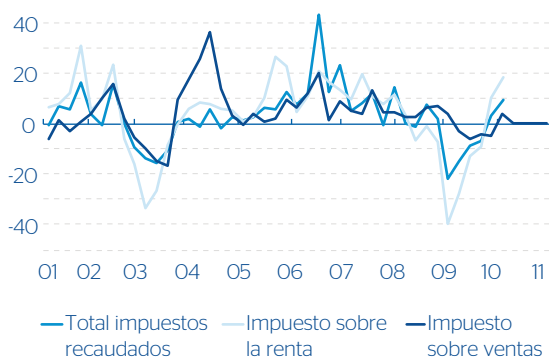
Fuente: Wiser Trade

En el terreno fiscal, el aumento del empleo y del consumo conllevaron un incremento de la recaudación tributaria. No obstante, según las previsiones todavía hay entre 9.200 y 12.800 millones de dólares de diferencia en el fondo general que deben solucionarse de aquí al comienzo del ejercicio fiscal 2013. Para reducir este déficit, el gobierno propone una serie de aumentos de impuestos: un impuesto temporal sobre la renta personal a los californianos más ricos, más un aumento permanente de los impuestos sobre las ventas y el uso. Además, la propuesta incluye recortes en los programas de asistencia social. Si los votantes rechazan estas propuestas el próximo noviembre, se practicará un recorte automático de 5.300 millones de dólares que afectará desproporcionadamente a escuelas y colegios comunitarios.

Aunque las autoridades están adoptando las medidas necesarias para mitigar el déficit, los recortes del gasto en áreas fundamentales como la educación y la asistencia social posiblemente tengan repercusiones negativas a largo plazo. En particular, los recortes en educación podrían afectar a la formación del capital humano, a la productividad y al crecimiento. Además, los recortes en los presupuestos universitarios pueden conllevar una pérdida de competitividad y la reducción de la capacidad de captar a los mejores talentos. Para evitar recortes draconianos en áreas estratégicas, el gobierno debe aumentar sus ingresos, pero el sistema político no permite una solución rápida y eficaz. La democracia directa de California exige que los residentes voten toda propuesta de aumentar los ingresos incrementando los impuestos, y conseguir que una mayoría de residentes vote a favor de incrementar los impuestos podría resultar difícil, en particular en épocas de crisis económica.

Gráfica 20

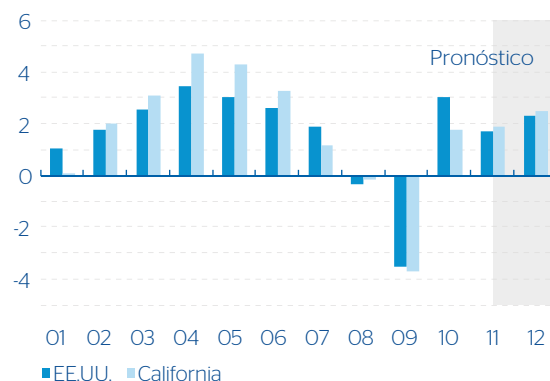
Ingresos fiscales (variación interanual)



Fuente: Haver Analytics

Gráfica 21

PIB (variación interanual)



Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

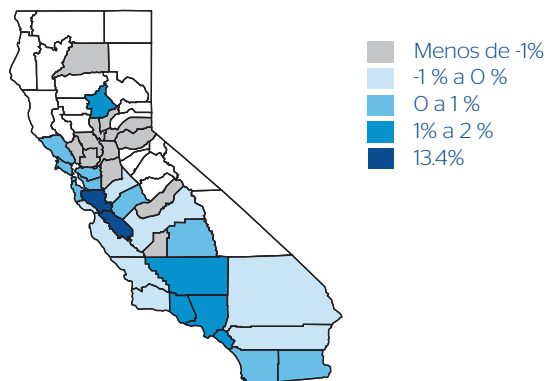
California a largo plazo

Nuestras estimaciones apuntan hacia un crecimiento del PIB potencial del 2,6% durante la próxima década. Son cifras superiores a las de nuestras previsiones para todo EE. UU., que actualmente se sitúan en el 2,2%. Existen tres factores fundamentales que justifican esta diferencia: la demografía, la concentración de sectores de alto valor añadido, y el comercio internacional.

California sigue siendo un imán para inversores y trabajadores especializados en sectores de tecnología punta. Aproximadamente el 40% de las inversiones de capital riesgo (8.400 millones de dólares en 2010) van hacia Silicon Valley. Según la TechAmerica Foundation, en 2010 existían 42.000 establecimientos y 931.000 trabajadores en el sector de tecnología punta californiano. El salario medio fue de 110.600 \$ anuales, un 119% superior a la media del sector privado. El volumen total de las nóminas en el sector de tecnología punta de California se elevó a 102.900 millones de dólares, el mayor del país. Las compañías de alta tecnología de California emplean unos 78 de cada 1.000 trabajadores del sector privado, ocupando el séptimo puesto en la nación. El área metropolitana de San José-Sunnyvale-Santa Clara aportó el 1,2% del crecimiento del PIB del estado (1,9%) en 2010. Se prevé que la tecnología punta realizará una fuerte contribución a la economía de California, sustentada en las inversiones de capital nacional y el crecimiento internacional.

Mapa 1

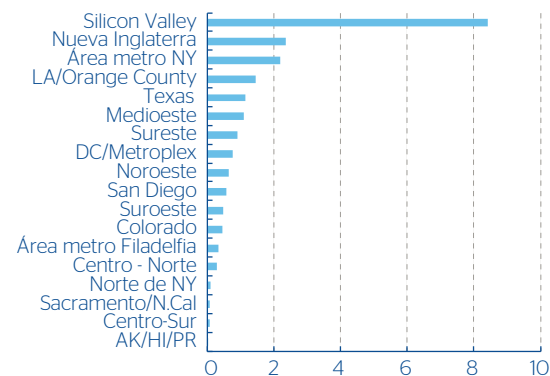
Crecimiento del PIB 2009-2010 % anual de crecimiento del PIB por MSA (sombreado por condados; blanco = sin datos)



Fuente: BBVA Research

Gráfica 22

Inversiones de capital de riesgo en 2011 (miles de millones de \$)

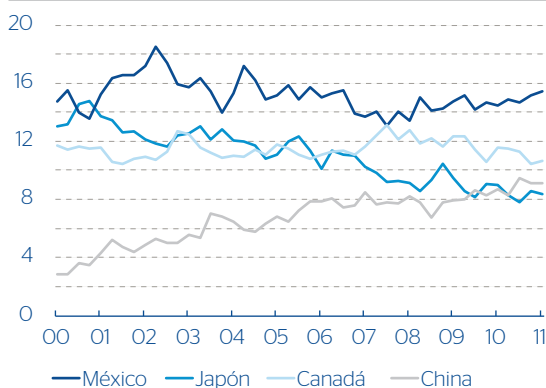


Fuente: National Venture Capital Association

Entre otros sectores de éxito radicados en California se incluyen el agrícola y el alimentario. En 2010, la agricultura del estado generó ingresos de casi 38.000 millones de dólares, casi el 12% del total de la renta agraria de EE. UU. Los productos agrícolas y los alimentos procesados son el segundo rubro de exportación, tras la informática y la electrónica. Además, California tiene una ventaja competitiva en medios de comunicación y entretenimiento. En Hollywood se genera casi la mitad de la producción cinematográfica de EE. UU., y se prevé que en 2016 este sector generará 30.900 millones de dólares.

Gráfica 23

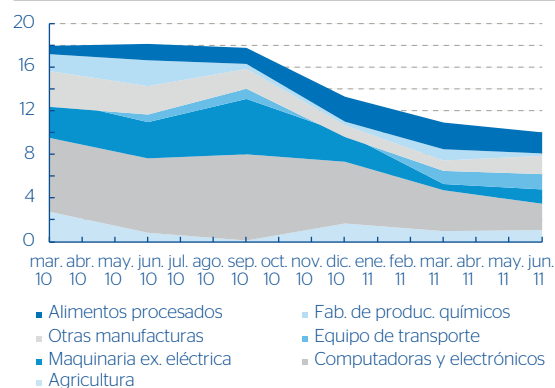
Cuota de exportaciones, por destino (%)



Fuente: BBVA Research

Gráfica 24

Aportación al crecimiento de las exportaciones (pp de variación interanual)

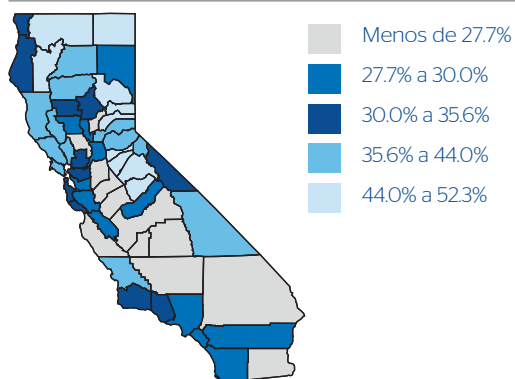


Fuente: BBVA Research

El comercio internacional seguirá sustentando el crecimiento económico de California durante muchos años, gracias a la sólida demanda mundial y a una posición geográfica privilegiada con acceso directo a los mercados asiáticos y a los socios del TLCAN. En 2010, el estado exportó productos valorados en 143.300 millones de dólares, el 11% del total de las exportaciones estadounidenses. Los productos informáticos y electrónicos suponen un tercio del total de las exportaciones del estado, seguidos de los productos agrícolas. Estos sectores se benefician de la demanda global de alimentos y tecnología, impulsada por el rápido crecimiento económico de los mercados emergentes y por una boyante clase media. Por ejemplo, las exportaciones a países como México y China siguen ganando impulso.

Mapa 2

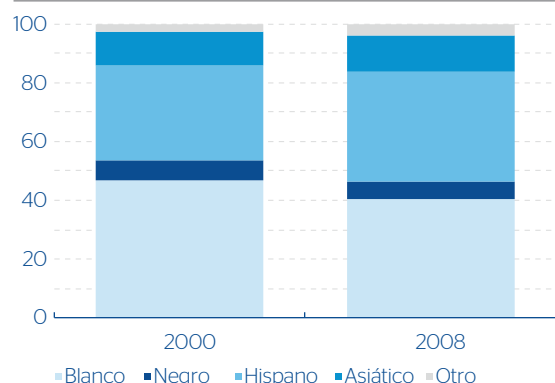
Porcentaje de mayores de 50 años (2010, por quintiles)



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

Gráfica 25

Composición de la población (Porcentaje de la población por raza)



Fuente: BBVA Research

California sigue beneficiándose de un crecimiento demográfico que, según las previsiones, alcanzará el 0,94% hasta 2030. Esta cifra es superior al 0,64% previsto para EE. UU., aunque el panorama demográfico está cambiando y supone ciertos retos. Al igual que el resto del país, la población de California envejece. La mediana de personas mayores de 50 años en todos los condados se incrementó desde el 27% al 32% en una década. En 2010, 14 condados contaban con más del 40% de su población mayor de 50. El cambio más significativo se produjo en el norte. El envejecimiento de la población disparará la demanda de servicios médicos, aunque también supondrá una sustancial presión para el presupuesto fiscal. En segundo

lugar, aumenta el porcentaje de hispanos en la población total. Durante la década pasada, los hispanos representaron casi el 80% del incremento demográfico natural de la población. Según la Encuesta de la Comunidad Americana, los hispanos tienen un mayor porcentaje de jóvenes en la fuerza de trabajo, lo que beneficia la recaudación tributaria y suministra trabajadores a sectores con alto insumo en mano de obra. Sin embargo, su media de nivel educativo está por debajo de la media nacional, lo cual conlleva menores perspectivas de renta. La inmigración extranjera neta se ha mantenido estable, lo que ha permitido que la agricultura, la construcción y la producción manufacturera se beneficien de un flujo constante de mano de obra barata. Sin embargo, el refuerzo de las medidas de seguridad en la frontera, el endurecimiento de la política de inmigración a nivel estatal y la ausencia de una reforma exhaustiva de la inmigración a escala nacional, podrían incrementar significativamente los costes de contratación.

Desde 2000 hasta 2008, una media de 54.000 blancos y 7.337 afroamericanos han abandonado el estado cada año. Aunque las motivaciones no fueron especificadas, existen motivos para creer que la emigración fue el resultado de las incidencias económicas adversas que empezaron con el estallido de la burbuja puntocom, continuaron con la crisis de la vivienda y desembocaron en la recesión. Por el contrario, la migración neta de hispanos se mantuvo positiva durante el período, con una media de 145.000 personas que se radicaron cada año en el estado. La crisis de la vivienda redujo este flujo a una media de 105.000 entre 2007 y 2008. Sin embargo, es probable que las cifras hayan mejorado en los años subsiguientes. Si estas tendencias continúan, en 2012 los hispanos constituirán el 40% de la población total del estado, convirtiéndose en un grupo "minoritario mayoritario" con la mayor cuota de población.

Conclusión

Los puntos fuertes internos de California están contribuyendo gradualmente a la expansión de la economía. Las empresas han vuelto a contratar y las exportaciones crecen sólidamente. Sin embargo, los riesgos todavía se inclinan a la baja. El mercado de la vivienda sigue frágil y podría tardar varios años en recuperarse. Entretanto, aunque el déficit presupuestario del estado se ha reducido significativamente, la situación actual obligará a nuevos recortes del gasto y a aumentos de los impuestos que podrían dañar la competitividad del estado en la economía global. A largo plazo, las perspectivas de California son positivas gracias a tres factores fundamentales: primero, la concentración de sectores de alto valor añadido; en segundo lugar, un crecimiento demográfico superior al de la media nacional, lo cual supone una oferta continua de mano de obra que amortiguará los efectos del envejecimiento de la población; y, por último, el fuerte impulso del comercio internacional, que se beneficiará del crecimiento sostenido de los mercados emergentes. La combinación de estos factores se traducirá en un potencial de crecimiento del PIB superior al de la media nacional.

6. ¿Es la productividad la respuesta para impulsar el crecimiento económico de EE. UU.?

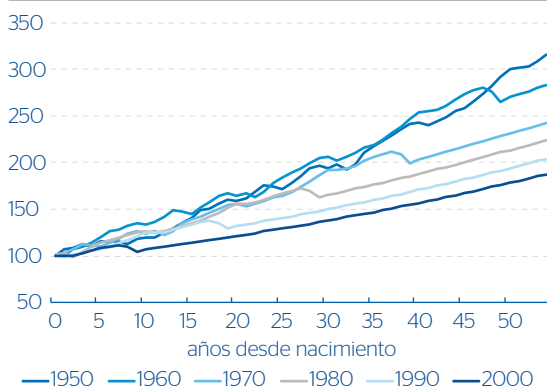
Las generaciones más jóvenes experimentarán un crecimiento menos favorable de su nivel de vida

Durante 2011, la economía estadounidense se aceleró gradualmente hasta alcanzar un crecimiento del PIB del 2,8% en el 4T, pero sólo registró un 1,7% anual. Nuestros modelos indican que la economía se expandirá a un ritmo más rápido en 2012, aunque todavía no se observa una vía de crecimiento sostenible y sólido a largo plazo. A largo plazo, las actuales tendencias apuntan hacia una tasa de crecimiento inferior a la que experimentaron las familias estadounidenses antes del siglo XXI. Este hecho plantea diversos interrogantes: ¿cuáles serán los principales motores del crecimiento económico de EE. UU., y a qué ritmo crecerá la economía en el futuro? ¿Seguirá siendo EE. UU. la superpotencia del mundo? Estas son sólo algunas de las muchas preguntas que podríamos formular, y para evaluarlas expondremos sucintamente los principales determinantes del crecimiento a largo plazo, y nos centraremos en la productividad de la economía estadounidense.

Con la dinámica actual, las generaciones más jóvenes experimentarán un crecimiento menos favorable de su nivel de vida. La reciente crisis financiera barrió una parte significativa del patrimonio financiero de las familias y redujo el potencial de crecimiento de EE. UU. al aumentar el desempleo estructural y disminuir la tasa de participación de la población activa. Además, la generación del baby boom está comenzado a jubilarse y hay pocos trabajadores con formación superior para reemplazarla. Las estrictas normas de inmigración y el aumento de oportunidades de empleo para trabajadores formados y altamente capacitados en el exterior implica que muchos talentos extranjeros no llegarán a EE. UU. Estos cambios reducirán el potencial de crecimiento de EE. UU. y, por consiguiente, habrá menos avances en el nivel de vida en comparación con generaciones anteriores. La Gráfica 26 muestra cómo el nivel de vida (medido en términos de PIB per cápita) de los hogares estadounidenses ha evolucionado entre las distintas generaciones a lo largo de 55 años. Un cálculo rápido indica que una persona que nació en 1950 experimentó un incremento del 223% en su nivel de vida al cumplir 55 años, en tanto que una persona nacida en 2000 experimentará solamente un 90% de aumento en su nivel de vida en 2055. Este hecho está claramente presente en la evolución histórica del PIB real (véase la Gráfica 27). Entre 2001 y 2011, la economía estadounidense creció, como media, solamente un 1,6% anual. Incluso si excluyésemos la crisis financiera, la tasa media de crecimiento ha sido considerablemente inferior a la media histórica.

Gráfica 26

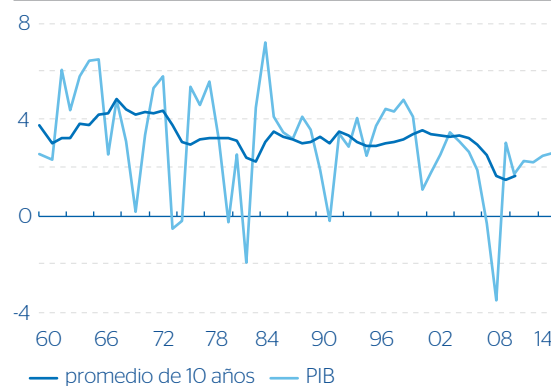
Evolución del PIB real per cápita, por año de nacimiento (año de nacimiento = 100)



Fuentes: BBVA Research y BEA

Gráfica 27

PIB real (variación interanual)



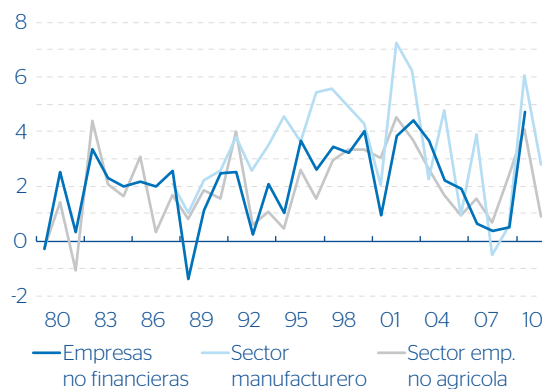
Fuentes: BBVA Research y BEA

La única solución para que EE. UU. incremente su crecimiento sería una mejora pronunciada de la productividad. El crecimiento potencial depende de la mano de obra, de la tecnología (o productividad) y del capital, pero la productividad es uno de los factores más importantes que determinan el nivel de vida de las familias. Todo incremento de la productividad impulsa el crecimiento económico sin necesidad de capital ni de mano de obra adicionales. Por consiguiente, todo aumento de la productividad conlleva un incremento de la producción por persona, o del nivel de vida del país.

En general, la productividad puede definirse como el resultado de un determinado conjunto de factores de producción, y suele medirse de dos maneras diferentes. El factor único de productividad mide el resultado producido por unidad de un determinado factor de producción. Uno de los parámetros de factor único de productividad más citados es la productividad del trabajo, y la medida que se emplea más habitualmente es la producción real por hora trabajada. La Gráfica 28 muestra que la productividad laboral de EE. UU. se ha incrementado un promedio del 4,1% desde el inicio de la recuperación (3TO9) hasta el cuarto trimestre de 2011, un aumento significativamente superior a la media histórica del 2,2%. Esta tendencia es más evidente en el sector manufacturero, donde la productividad de la mano de obra aumentó un 6,0% en 2010. Este parámetro ganó impulso durante la recuperación, ya que muchas empresas consiguieron mantener o incrementar la producción a pesar de despedir empleados. Durante el mismo período, el promedio de horas trabajado volvió a los niveles anteriores a la recesión, lo cual implica que los empleados estaban trabajando con mayor intensidad. Esta tendencia posiblemente acabará cuando las empresas empiecen a contratar más personal, con lo que la aportación de la productividad del trabajo al crecimiento económico disminuirá.

Gráfica 28

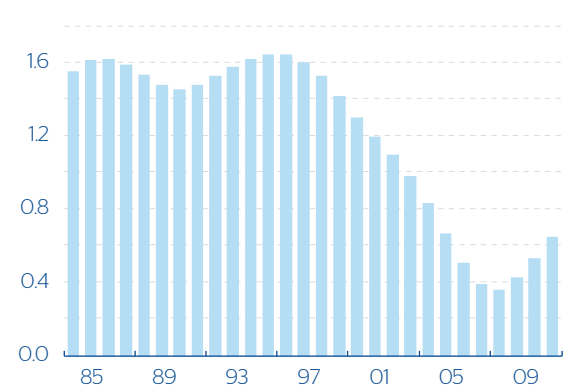
Productividad real por hora, todos los empleados (desest.; 2005 = 100; variación interanual)



Fuentes: BBVA Research y BLS

Gráfica 29

Aportación de la PTF a la evolución del PIB real (%)



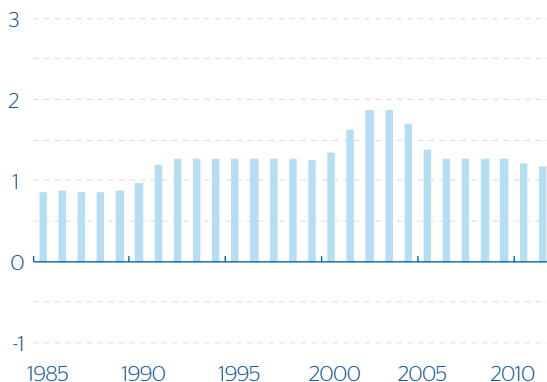
Fuente: BBVA Research

Aunque se utiliza ampliamente, el parámetro de productividad laboral se ve afectado por la intensidad de uso de capital en la producción. Dos países pueden tener la misma tecnología de producción, pero uno de ellos, al tener más capital, tiene una productividad laboral mayor. Por consiguiente, en ocasiones el parámetro de productividad laboral puede ser engañoso. Muchos países publican cifras de productividad multifactorial (o productividad total de los factores, PTF), que no varía en función de la intensidad de un determinado factor de producción. Medimos PTF empleando una función general de producción, ampliamente utilizada en la literatura económica.

$$Y_t = A_t F(K_t, L_t)$$

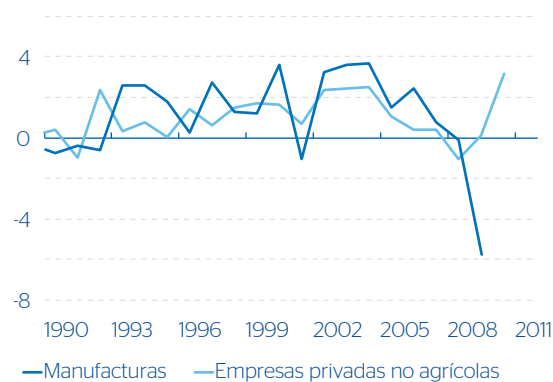
donde Y_t es la producción, L_t la mano de obra, y K_t el capital, todos ellos factores observables. Todo cambio de la producción que no pueda explicarse por el capital o el trabajo se medirá como tecnología, A_t , (es decir, PTF), un residuo de la ecuación precedente. Nuestros cálculos indican que la PTF aportó 1,1 puntos porcentuales como media al crecimiento económico anual de EE. UU. en los últimos 45 años. Sin embargo, en los últimos 5 años su contribución retrocedió hasta 0,4 pp. La Oficina Presupuestaria del Congreso (CBO) publica los cálculos de la PTF siguiendo una metodología similar. Según la CBO, la PTF se incrementó como media un 1,27% anual en los últimos 27 años. Es más: en los últimos 5 años la PTF se mantuvo estable en el 1,25% anual, lo que indica que los avances de la productividad impidieron que la economía estadounidense cayese en una recesión profunda. En el mismo período, el crecimiento económico fue del 0,6% anual como media.

Gráfica 30

**Productividad total de los factores
(variación interanual)**

Fuente: CBO

Gráfica 31

**Productividad multifactor (2005 = 100)
(variación interanual)**

Fuente: BBVA Research y BLS

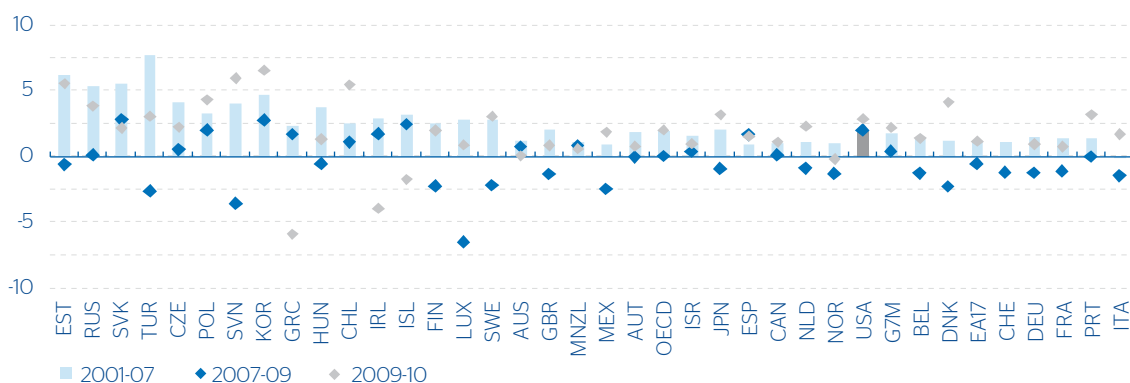
La Oficina de Análisis Económicos (BEA) también mide la productividad multifactor, pero con lapso de tiempo más prolongado. La medición de la productividad multifactor de la BEA se remonta a 1948, y se han publicado los datos hasta 2010. Esta información revela que la productividad del sector manufacturero ha mantenido una tendencia a la baja, en tanto que se ha registrado un incremento de la misma en el sector empresarial no agrícola y en todo el sector empresarial privado. Nuestras estimaciones indican que la productividad multifactor seguirá siendo uno de los factores que más contribuyen al crecimiento económico de EE. UU. Sin embargo, no será suficiente para impulsar el crecimiento hasta las cifras anteriores a 2000 si consideramos las actuales tendencias del mercado laboral y la cambiante demografía. Para incrementar significativamente la productividad, EE. UU. debe abordar sus debilidades estructurales.

EE. UU. debe hallar su nueva revolución informática

La economía estadounidense se ha beneficiado del surgimiento de la tecnología informática (TI) en la década de 1990. Sin embargo, el solo impulso de la TI no puede empujar a toda la economía. Por consiguiente, EE. UU. tiene que encontrar nuevos métodos para promover la evolución de la TI y buscar revoluciones en otros sectores que estimulen el crecimiento económico generalizado a largo plazo.

El elemento más importante de la productividad multifactor es el capital humano, que incluye el bagaje educativo, la formación y la experiencia de los trabajadores. En este momento, EE. UU. tiene algunos de los trabajadores más productivos del mundo —en gran medida, gracias a su riqueza de conocimientos—, pero la brecha con otros países se está cerrando. La Gráfica 32 muestra la productividad de la mano de obra y el crecimiento del PIB per cápita de una serie de países seleccionados.

Gráfica 32

**Aportación de la productividad laboral al PIB per cápita
(variación interanual)**

Fuente: OCDE

Uno de los motivos del estrechamiento de la brecha es el crecimiento relativamente más rápido en el extranjero. Hay mercados emergentes, como Brasil, Rusia y China, que compiten con EE. UU. para atraer a trabajadores con talento y formación con el fin de crear sus propias reservas de capital humano. En las dos últimas décadas, estos países sufrieron el consabido problema de la fuga de cerebros, cuando sus trabajadores con más talento acudían en masa a EE. UU. Sin embargo, desde hace un par de años, esos mismos trabajadores vuelven a sus países tras recibir educación universitaria estadounidense. La política inmigratoria de EE. UU. está estrechamente relacionada con este problema, ya que las estrictas normas para obtener visados impiden que personas bien formadas puedan trabajar en EE. UU., por lo cual optan por volver a sus países.

Además de considerar su política en materia de inmigración, las autoridades estadounidenses pueden fomentar políticas que aclaren las normas, incentiven nuevas inversiones y promuevan el gasto en investigación y desarrollo (I+D). De cara al futuro, el gasto en I+D es fundamental para lograr avances en la productividad y, por consiguiente, para elevar el nivel de vida del país. En 2007, EE. UU. dedicó el 2,7% de su PIB a I+D, ocupando el octavo lugar del mundo tras Israel, Suecia, Corea del Sur, Finlandia, Japón, Suiza e Islandia. En muchos países, el sector público aporta financiación a la I+D, y estos fondos son fundamentales para que el sector privado haga nuevos descubrimientos. Durante 2008, el gasto público en I+D creció un 1,5% anual. Sin embargo, como consecuencia de las medidas de austeridad, los recursos dedicados a este rubro han sido limitados. Considerando que EE. UU. todavía deberá afrontar considerables déficits públicos en el futuro previsible, habrá más presiones para implementar recortes adicionales.

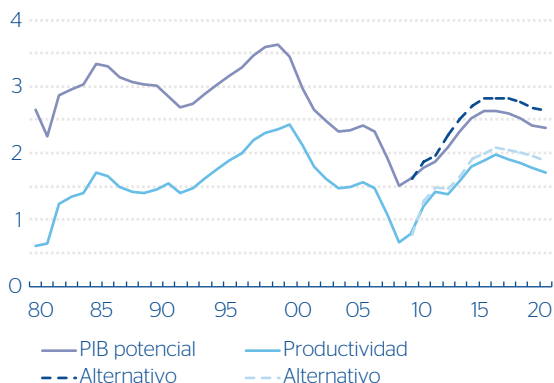
El origen de un significativo incremento de la productividad se ha asociado a los progresos en la tecnología informática, sumados a los avances en estilos de gestión, gestión de inventarios, competencia, desregulación y flexibilidad de los mercados. En todas estas áreas, la economía estadounidense se sitúa en los primeros puestos mundiales. Sin embargo, los continuos avances en estos campos mejorarán la competitividad y la eficacia.

En resumen, la economía de EE. UU. se enfrenta a una tarea difícil. Si tenemos en cuenta las actuales tendencias de la tasa de participación de la población activa, el desempleo estructural, la desaceleración del crecimiento de la productividad y el cambio demográfico, las nuevas generaciones posiblemente experimenten una mejora de su nivel de vida menos favorable en comparación con sus padres. Creemos que el crecimiento potencial de la economía estadounidense se situará en torno a una media entre el 2,2 y el 2,3% anual durante los próximos 10 años. Esta tasa es considerablemente inferior a su media histórica. Un incremento de la productividad podría ser la respuesta para subir el PIB per cápita, pero EE. UU. debería abordar sus desafíos estructurales, como la política de inmigración y los grandes déficits fiscales, y centrarse en mejorar la innovación y las infraestructuras para impulsar la productividad.

Según nuestros cálculos, si EE. UU. consiguiese abordar con éxito estos problemas, el crecimiento potencial podría acelerarse. Las Gráficas 33 y 34 reflejan este escenario. En este caso, el crecimiento de la productividad se aceleraría hasta el 1,4% anual durante la próxima década, y la aportación del capital al PIB potencial subiría por encima del 1% anual debido al aumento de la inversión. En total, el crecimiento potencial llegaría al 2,6% anual en la próxima década, lo cual llevaría a una aceleración del aumento del nivel de vida de las generaciones más jóvenes.

Gráfica 33

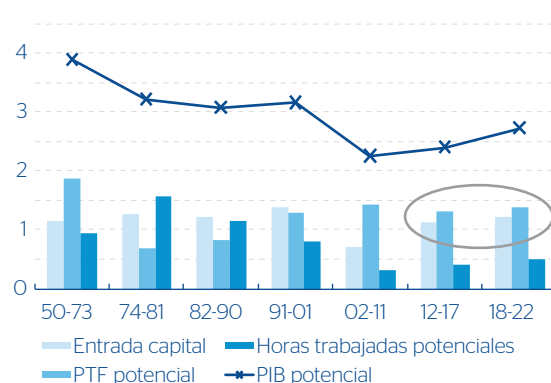
PIB potencial y productividad (variación interanual)



Fuentes: CBO y BBVA Research

Gráfica 34

Aportaciones según el escenario alternativo (%)



Fuentes: CBO y BBVA Research

7. Perspectivas bancarias 2012

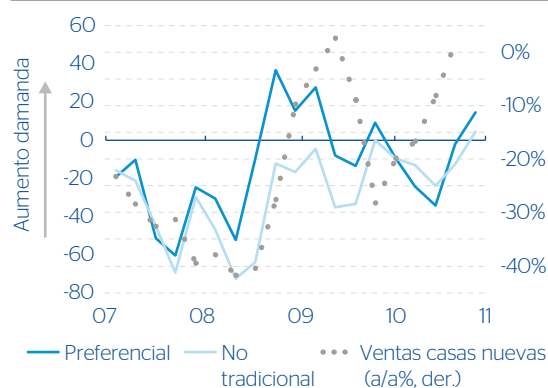
En general dividimos nuestros principales indicadores de tendencias de los bancos comerciales en dos bloques: indicadores prospectivos e indicadores retrospectivos. Nuestros tres principales indicadores prospectivos son las previsiones de préstamos mensuales, la Encuesta sobre préstamos bancarios y nuestras estimaciones de desapalancamiento de las familias. La Encuesta sobre préstamos bancarios es prospectiva debido a que el sesgo restrictivo implícito de la encuesta afecta a los futuros créditos. El desapalancamiento es un indicador de las circunstancias en que nos encontramos, una recesión de balance, que afecta significativamente a la conducta de consumo. Nuestros indicadores retrospectivos se derivan de indicadores de la calidad de los activos de los bancos comerciales, que miden el progreso de los bancos en el saneamiento de sus balances después de la crisis.

Loan Standards and Survey-Based Loan Demand Indicators

La última Encuesta sobre préstamos bancarios (SLOS, por sus siglas en inglés) de la Reserva Federal nos da una perspectiva de futuro por el hecho de que el actual sesgo restrictivo tiende a afectar la futura evolución del crédito, pues unas normas más flexibles suelen preceder a un mayor crecimiento del mismo. La encuesta también nos ofrece una perspectiva de la demanda de préstamos. En este particular, la demanda de préstamos residenciales se desvía de la demanda de préstamos para propiedades no residenciales (PNR). La demanda de PNR se encuentra en su punto más alto desde finales de la década de 1990. Nuestra opinión es que esta situación refleja más una inversión oportunista en un momento de gran vulnerabilidad del segmento de PNR que un indicio de demanda fundamental. Parte de esta inversión oportunista puede verse en la rápida recogida de beneficios de las inversiones en PNR, ya que los especuladores los eligen para obtener ganancias anómalas a largo plazo. Sin embargo, el segmento de PNR se enfrenta a fundamentos anémicos de cara a los próximos años debido a la evolución del empleo en el sector servicios y a los excedentes de existencias. Desde la perspectiva del mercado residencial, una cierta parte del problema tiene que ver con la respuesta de los consumidores a la decisión de comprar hoy una vivienda. Teniendo en cuenta que las previsiones de apreciación de precios están trastornadas, que se ha puesto en entredicho el concepto de propiedad de la vivienda y que se ha roto la norma social de que las inversiones inmobiliarias son seguras, estos factores socavan los puntos de referencia conductuales que normalmente mantienen en marcha al mercado de la vivienda. Aunque no podemos saber todo esto a partir de la Encuesta, podemos observar que las condiciones para la concesión de líneas de crédito hipotecario de bajo riesgo y préstamos al consumo con garantía hipotecaria siguen siendo estrictas. Además, los bancos dan cuenta de una mezcla de descenso y de aumento de la demanda de créditos hipotecarios de bajo riesgo.

Gráfica 35

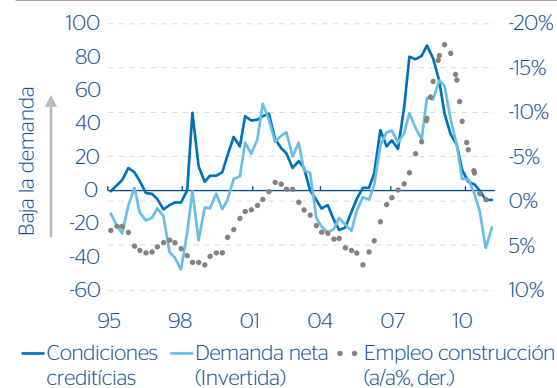
Demanda de créditos residenciales



Fuente: Reserva Federal y BBVA Research

Gráfica 36

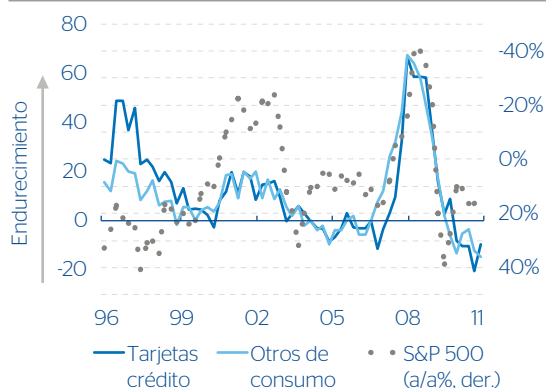
Demanda y oferta de PNR



Fuente: Reserva Federal y BBVA Research

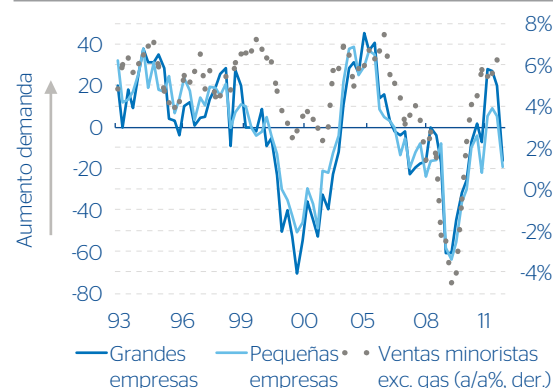
Pese al considerable endurecimiento en el sector inmobiliario, una “modesta parte de los bancos” notificó una flexibilización de la normativa sobre algunos créditos al consumo. En general, la demanda de los créditos al consumo no se vio modificada, aunque se produjeron algunos incrementos en la demanda de tarjetas de crédito y de créditos para vehículos, lo cual contrarrestó los declives en otros tipos de créditos al consumo. Aunque el gasto en consumo privado ha resultado mejor de lo previsto en los últimos meses, seguimos creyendo que los consumidores se mostrarán reacios al endeudamiento hasta que se hayan reducido las incertidumbres con respecto a las perspectivas para el futuro. La publicidad por correo de ofertas de tarjetas de crédito está alcanzando niveles elevados, lo que indica que aumenta la competitividad para captar clientes pese a la relativa atonía de la actividad de los créditos al consumo. La demanda de créditos comerciales e industriales se vio debilitada en comparación con el trimestre anterior, en su mayor parte por el incremento en los fondos generados internamente entre clientes. En general, la mayoría de los bancos reconocieron que el determinante principal de la actividad durante el tercer trimestre fueron unas “previsiones económicas menos favorables o más inciertas”. El ligero endurecimiento de la normativa y la disminución de la demanda en los créditos comerciales e industriales es coherente con nuestra suposición de que el préstamo C+I se va a desacelerar en los próximos meses. El crédito C+I está creciendo actualmente a una tasa del 10% interanual, un ritmo potencialmente más rápido de lo que podrían justificar las expectativas de crecimiento económico en el futuro.

Gráfica 37

Demanda de créditos al consumo

Fuente: Reserva Federal y BBVA Research

Gráfica 38

Demanda de créditos C+I

Fuente: Reserva Federal y BBVA Research

Evolución de los préstamos y depósitos

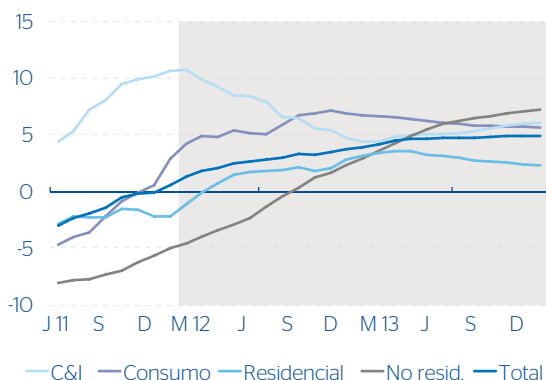
Los resultados de la SLOS son directamente relevantes para la evolución del crecimiento del crédito. Como ya hemos explicado, creemos que los créditos comerciales e industriales han estado creciendo a un ritmo superior al previsto como nivel de equilibrio por nuestros modelos. Sin embargo, este ritmo parece estar desacelerándose a medida que el crecimiento interanual se acerca a su máximo. A pesar de las mejoras en la actividad económica, las empresas mantienen una actitud conservadora en materia de contratación y planes de expansión de capital, lo que limita la capacidad de crecimiento de los créditos C+I. El crecimiento de estos créditos continúa cayendo a nivel interanual. Aunque las propiedades con dificultades financieras siguen pesando en el mercado, empiezan a aumentar las oportunidades de inversión. Considerando estas tendencias, seguimos previendo una vuelta al territorio de crecimiento interanual positivo para el 3T12. La actividad en el sector residencial ha experimentado mejoras significativas en los últimos meses, aunque los datos todavía están por debajo de los niveles anteriores a la recesión. Aunque los precios asequibles y los bajos tipos hipotecarios han hecho más atractiva la inversión en el sector residencial, la amenaza de un aumento de la morosidad ha limitado el crédito bancario. Una nueva ronda de intervenciones de la Reserva Federal en el mercado hipotecario podría agilizar el crédito en el sector residencial, aunque nuestras previsiones indican una tendencia de crecimiento interanual negativo al menos hasta mediados de 2012.

El crédito al consumo ha vuelto finalmente al terreno de crecimiento interanual positivo por primera vez desde el 4T de 2009. En general, creemos que las tasas interanuales aumentarán en el curso de 2012, a medida que los consumidores relajen sus hábitos de gasto. Sin embargo, depende en gran parte de que la reciente mejora en las cifras del empleo y otros datos vinculados con el consumo sea o no indicio de una solidez más permanente de la economía. Además, este crecimiento del crédito al consumo será notablemente inferior a la tasa de crecimiento previa a la crisis. Parte del temor de los consumidores puede verse en las tendencias de los depósitos que, con un crecimiento interanual del 6,5%, se han mantenido relativamente estables en los últimos meses. Los depósitos a la vista son el principal motor, aunque esperamos que las cifras se equilibren hacia mediados de 2012, ya que

la motivación para mantener efectivo se moderará con el tiempo si las condiciones financieras se normalizan. Los depósitos de ahorro, que históricamente han crecido al mismo ritmo que la población, siguen acelerándose a medida que se vislumbran incertidumbres financieras. La evolución de los depósitos a corto y largo plazo se enfrenta a los considerables obstáculos de una curva de rentabilidad muy plana.

Gráfica 39

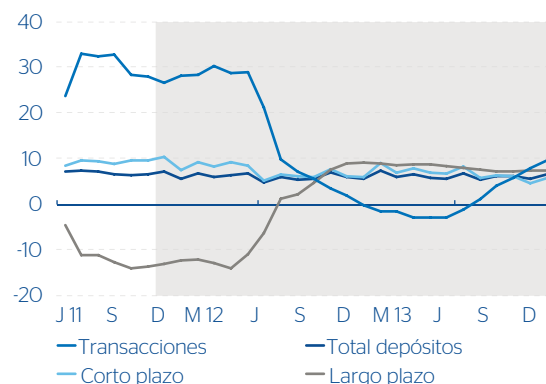
Previsiones de créditos (variación interanual)



Fuente: BBVA Research

Gráfica 40

Previsiones de depósitos (variación interanual)



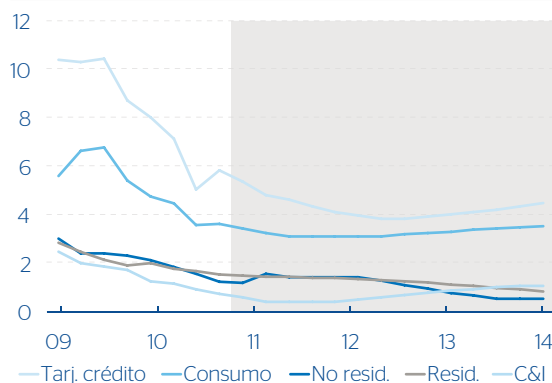
Fuente: BBVA Research

Calidad de activos y desapalancamiento

El crecimiento del crédito no solamente depende de la actividad, sino también de la calidad de los activos existentes. Partimos de la amplia perspectiva de la relación deuda-renta de las familias. La mayoría de la deuda de las familias está relacionada con la propiedad inmobiliaria, aunque también influyen los créditos al consumo normales y aquello que encuadramos en "otras deudas". Hacemos previsiones de todos los componentes de la deuda, así como del nivel de renta personal disponible, cuya relación determina la ratio total deuda-renta de las familias. Los datos estadísticos más recientes sobre flujos de fondos de la Reserva Federal indican una ratio deuda-renta de 1,10 en el 3T de 2011. Creemos que esta ratio llegará a 1,0 en torno a finales de 2014 o principios de 2015. Considerando el alto peso de las hipotecas en la deuda total de las familias, el descenso es principalmente el resultado de las hipotecas. Este es especialmente el caso si consideramos que el crédito al consumo de algunos importantes tomadores está aumentando. Si miramos en retrospectiva los dos últimos años, el desapalancamiento ha sido más pronunciado entre el primer trimestre de 2010 y el primer trimestre de 2011, aunque ahora parece desacelerarse y progresar de manera ordenada.

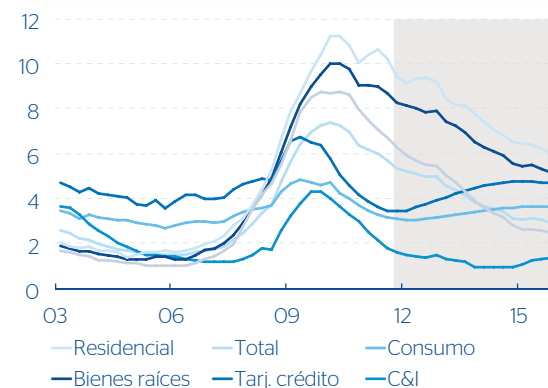
Mientras que los consumidores desapalancan sus balances, los bancos comerciales sanean poco a poco sus carteras inmobiliarias. Sin embargo, la mejora de la calidad de los activos inmobiliarios de los bancos comerciales ha sido, hasta el momento, más lenta que en otras categorías de préstamos. Según el Perfil bancario trimestral de la Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) correspondiente al 3T2011, los índices de morosidad de los PNR y residenciales siguen elevados. Ambos tipos de créditos requieren un periodo de procesamiento prolongado después de llegar a la fase de improductivos. Los créditos residenciales pasan por un proceso de ejecución hipotecaria muy lento dentro del sistema legal. Lo positivo es la moderada mejora de la tasa de amortización de los créditos residenciales y PNR. Aunque los precios están bajando, el grueso del choque sobre la renta y los precios ya ha quedado atrás y permite un procesamiento más ordenado de créditos gravemente morosos. Además, los inversores vuelven a determinados mercados, lo que posibilita a los bancos desinvertir los créditos improductivos. Nuestras previsiones de desamortización de PNR y créditos residenciales apuntan a que continuarán mejorando en 2012 y 2013. La mejora de la calidad de los activos de los bancos depende en este momento de los bienes raíces, ya que las amortizaciones de créditos al consumo y C+, así como la morosidad, se aproximan más a sus niveles normales.

Gráfica 41

Previsiones de amortizaciones (%)


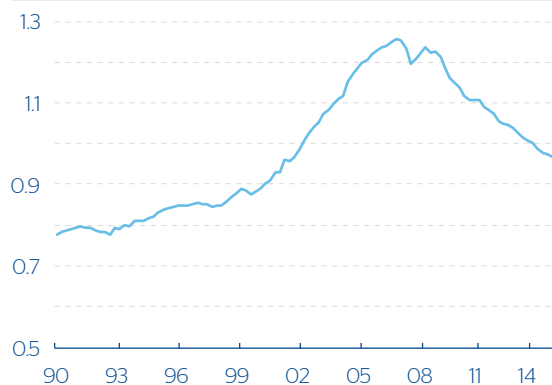
Fuente: BBVA Research

Gráfica 42

Previsiones de morosidad (%)


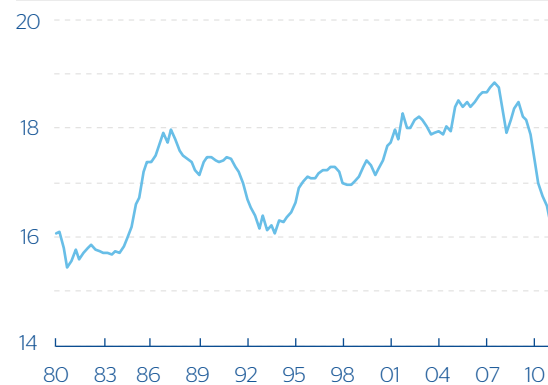
Fuente: BBVA Research

Gráfica 43

Ratio deuda-renta


Fuente: BBVA Research

Gráfica 44

Ratio de obligaciones financieras


Fuente: Reserva Federal y BBVA Research

Bottom line

En las últimas semanas, la Reserva Federal ha hecho hincapié en la necesidad de promover iniciativas de vivienda para aliviar la carga de la actual deuda hipotecaria de los consumidores y mitigar el exceso de oferta en el mercado de la vivienda. Desde la perspectiva de la banca, la deuda relacionada con el sector inmobiliario sigue lastrando los balances de los bancos. La carga sobre los consumidores y sobre los bancos constituyen los motivos por los cuales el mecanismo de transmisión desde la política monetaria a la actividad económica está dañado. Los principales indicadores de calidad del riesgo y de evolución del crédito antes descritos sugieren que, considerando los datos con los que contamos hoy, estas condiciones no desaparecerán durante el próximo año.

8. Hechos

Gráfica 45

Condiciones Económicas y los Resultados de las Elecciones Presidenciales

	1968	1972	1976	1980	1984	1988	1992	1996	2000	2004	2008
Voto Presidencial											
Demócratas	43%	38%	50%	41%	41%	46%	43%	49%	47%	48%	53%
Republicanos	43%	61%	48%	51%	59%	53%	37%	41%	48%	51%	46%
Producción											
Crecimiento del PIB	4.8%	5.3%	5.4%	-0.3%	7.2%	4.1%	3.4%	3.7%	4.1%	3.5%	-0.3%
Manufacturas (ISM)	55.1	62.8	56.8	44.5	55.8	56.2	52.6	50.1	51.7	59.1	45.5
Producción Industrial	5.5%	9.6%	7.8%	-2.5%	8.9%	5.2%	2.8%	4.5%	4.0%	2.3%	-3.7%
Empleo											
Crecimiento del empleo (a/a)	3.2%	3.4%	3.2%	0.7%	4.7%	3.2%	0.3%	2.0%	2.2%	1.1%	-0.6%
Crecimiento empleo privado (a/a)	3.0%	3.4%	3.6%	0.4%	5.5%	3.4%	0.1%	2.3%	2.1%	1.3%	-0.9%
Tasa de desempleo (%)	3.6	5.6	7.7	7.2	7.5	5.5	7.5	5.4	4.0	5.5	5.8
Mercado											
Dow Jones (a/a%)	3.1%	7.5%	21.5%	5.6%	-1.0%	-9.5%	12.1%	27.8%	2.6%	14.7%	-14.6%
VIX	13.9	16.5	21.2	17.0	21.6	19.4	21.6	13.5	23.2	28.0	13.8
Confianza del Consumidor											
Actual	167	89	75	69	92	128	31	121	181	95	70
Expectativas	115	111	107	77	109	107	82	94	111	97	50

Fuente: BBVA Research, Federal Reserve, Census, BLS, Universidad de Michigan

Gráfica 46

EE.UU., Clasificación de la Competitividad Mundial

Doce pilares	Clasificación Mundial		
	2011	2010	Variación
Instituciones	39	40	↑
Infraestructura	16	15	↓
Entorno macroeconómico	90	87	↓
Salud y educación primaria	42	42	↔
Educación superior	13	9	↓
Eficiencia mercado bienes	24	26	↑
Eficiencia mercado laboral	4	4	↔
Desarrollo mercado financiero	22	31	↑
Tecnología	20	17	↓
Tamaño del mercado	1	1	↔
Sofisticación del negocio	10	8	↓
Innovación	5	1	↓

Fuente: Foro Económico Mundial

Gráfica 47

Índice de Competitividad Mundial (GCI) y Subcomponentes Políticos

País	GCI 2011-2012	GCI 2010-2011	GCI 2009-2010	Tend.	Confianza en políticos	Sobornos políticos	Amiguismo	Desperdicio	Transparencia
Suiza	1	1	1	↔	13	10	11	8	3
Singapur	2	3	3	↑	1	3	3	1	1
Suecia	3	2	4	↔	4	4	1	10	7
Finlandia	4	7	6	↓	14	5	9	11	6
Estados Unidos	5	4	2	↓	50	42	50	66	50
Alemania	6	5	7	↔	37	22	19	40	28
Países Bajos	7	8	10	↑	12	13	7	14	16
Dinamarca	8	9	5	↓	9	2	4	18	8
Japón	9	6	8	↔	55	9	10	78	38
Reino Unido	10	12	13	↑	44	20	20	53	18

Fuente: Foro Económico Mundial

9. Previsiones económicas (variación % a/a)

Gráfica 48

Indicadores Macroeconómicos

	2011	1T12	2T12	3T12	4T12	2012	2013		2011	1T12	2T12	3T12	4T12	2012	2013
EE. UU.								Alabama							
PIB real	1.7	2.0	2.3	2.5	2.4	2.3	2.2	PIB real	1.4	1.6	1.6	1.7	1.6	1.7	1.8
Empleo no agrícola	1.2	1.4	1.4	1.5	1.5	1.5	1.4	Empleo no agrícola	0.0	0.2	0.0	0.2	0.3	0.2	0.5
Renta personal nominal	4.7	2.8	2.9	3.9	4.3	3.4	4.3	Renta personal nominal	1.0	1.0	1.2	1.3	1.1	1.2	1.5
Índice precios de la vivienda	-4.4	-2.1	-2.4	-1.2	-0.8	-1.6	-0.5	Índice precios de la vivienda	-5.7	-1.7	-1.8	-2.3	-1.8	-1.9	-0.6
Ventas de viviendas	2.0	4.1	8.5	8.8	4.4	6.4	4.8	Ventas de vivienda de segunda mano	-1.9	11.9	16.9	5.8	3.5	9.2	4.7
Arizona								California							
PIB real	1.8	2.3	2.3	2.2	2.0	2.2	2.3	PIB real	1.9	2.5	2.6	2.6	2.4	2.5	2.3
Empleo no agrícola	1.0	2.1	1.9	1.9	1.8	2.0	2.0	Empleo no agrícola	1.3	1.0	1.0	1.0	0.8	1.0	1.4
Renta personal nominal	2.3	2.2	1.8	1.7	1.6	1.8	1.8	Renta personal nominal	2.9	2.3	1.8	1.9	1.9	2.0	2.3
Índice precios de la vivienda	-5.7	-1.7	-1.8	-2.3	-1.8	-1.9	-0.6	Índice precios de la vivienda	-7.3	-5.5	-5.3	-4.6	-4.0	-4.9	-0.5
Ventas de vivienda de segunda mano	13.9	7.9	12.0	17.8	18.4	14.0	5.1	Ventas de vivienda de segunda mano	1.2	-0.7	11.5	3.7	2.1	3.9	2.3
Colorado								Florida							
PIB real	1.7	3.0	3.1	2.7	2.4	2.8	2.2	PIB real	1.8	2.6	2.5	2.4	2.1	2.4	2.3
Empleo no agrícola	0.8	1.0	0.8	0.5	0.5	0.7	1.3	Empleo no agrícola	0.8	1.6	1.1	1.4	1.2	1.3	1.7
Renta personal nominal	3.0	2.5	2.0	2.0	1.8	2.1	2.6	Renta personal nominal	2.1	1.9	1.5	1.2	1.1	1.4	1.5
Índice precios de la vivienda	-2.8	0.2	-0.6	-1.5	-0.8	-0.7	1.3	Índice precios de la vivienda	-6.2	0.1	-1.1	-4.7	-3.5	-2.3	-1.8
Ventas de vivienda de segunda mano	0.1	-2.0	5.6	2.3	8.7	3.7	3.2	Ventas de vivienda de segunda mano	6.8	-2.4	11.0	6.3	28.9	10.2	2.5
New Mexico								Texas							
PIB real	1.3	2.3	2.5	2.4	2.3	2.4	2.3	PIB real	2.8	3.5	3.4	2.9	2.6	3.1	2.7
Empleo no agrícola	0.3	0.6	0.4	0.3	0.4	0.4	0.6	Empleo no agrícola	2.2	2.0	1.6	1.5	1.8	1.8	1.6
Renta personal nominal	2.1	2.0	2.1	1.6	1.6	1.8	2.3	Renta personal nominal	4.0	3.6	3.2	2.8	2.5	3.0	3.6
Índice precios de la vivienda	-6.1	-2.2	-2.3	-2.0	0.0	-1.6	0.6	Índice precios de la vivienda	-1.8	-1.4	-1.0	0.0	1.6	-0.2	1.0
Ventas de vivienda de segunda mano	-0.7	-6.9	-0.4	11.0	7.7	2.5	4.0	Ventas de vivienda de segunda mano	1.8	4.7	-1.0	2.2	3.8	2.4	3.4

Nota: las previsiones están en negrita

Fuente: BBVA Research, BEA, BLS, NAR, Oficina del Censo y FHFA

Gráfica 49

Estructura Económica

	U.S.	AL	AZ	CA	CO	FL	NM	TX
PIB (2010, miles de millones de \$)	14,527	173	254	1,901	258	748	80	1,207
Población (2010, en miles)	311,592	4,803	6,483	37,692	5,117	19,058	2,082	25,675
Población activa (Diciembre de 2011, en miles)	153,887	2,138	3,159	18,219	2,727	9,233	940	12,379
Empleo no agrícola (Diciembre de 2011, en miles)	131,602	1,873	2,413	14,199	2,245	7,292	804	10,649
Tasa de desempleo (Diciembre de 2011)	8.5	8.1	8.7	11.1	7.9	9.9	6.6	7.8
Total de obra nueva, (en lo que va de año Dic 2011)	430,157	8,109	10,499	23,288	9,724	33,640	3,505	65,617
Variación de obra nueva (en lo que va de año Dic. % a/a)	-6.9	-2.8	-2.7	-11.4	3.7	6.2	-13.5	-1.9
Porcentaje de vivienda en propiedad (4T11)	66.0	72.8	66.2	54.8	64.9	68.3	67.3	64.9
Precios de la vivienda (3T11, variación % a/a)	-3.7	-5.0	-12.0	-7.0	-0.2	-3.5	-5.5	-1.6
Exportaciones de bienes (3T11, miles de millones de \$)	374.3	4.5	4.2	40.5	1.9	16.9	0.6	63.3
Variación de las exportaciones (3T11, variación % a/a)	17.5	14.3	11.4	12.4	7.4	22.6	40.6	22.0

Fuente: BEA, BLS, Censo, WiserTrade y FHFA

AVISO LEGAL

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

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

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

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

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

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

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

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

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

BBVA, S.A. es un banco sujeto a la supervisión del Banco de España y de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), y está inscrito en el Banco de España con el número 0182.

This report has been produced by the BBVA Research U.S. unit

Chief Economist

Nathaniel Karp

+1 713 881 0663

nathaniel.karp@bbvacompass.com

Hakan Danis

hakan.danis@bbvacompass.com

Jason Frederick

jason.frederick@bbvacompass.com

Jeff Herzog

jeff.herzog@bbvacompass.com

Boyd Stacey

boyd.stacey@bbvacompass.com

Marcial Nava

marcial.nava@bbvacompass.com

Kim Fraser

kim.fraser@bbvacompass.com

Art & Lay out:

Fernando Tamayo

Juan Pablo Arreola

BBVA Research

Group Chief Economist

Jorge Sicilia

Chief Economists & Chief Strategists:

Financial System and Regulation

Santiago Fernández de Lis

sfernandezdelis@grupobbva.com

Pensions

David Tuesta

david.tuesta@grupobbva.com

Financial Systems

Ana Rubio

arubiog@grupobbva.com

Regulatory Affairs

María Abascal

maria.abascal@grupobbva.com

Developed Economies:

Rafael Doménech

r.domenech@grupobbva.com

Spain

Miguel Cardoso

miguel.cardoso@grupobbva.com

Europe

Miguel Jiménez

mjimenezg@grupobbva.com

United States

Nathaniel Karp

nathaniel.karp@bbvacompass.com

Emerging Economies:

Alicia García-Herrero

alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

Cross-Country Emerging Markets Analysis

Álvaro Ortiz Vidal-Abarca

alvaro.ortiz@bbva.com

Mexico

Adolfo Albo

a.albo@bbva.bancomer.com

Macro Analysis Mexico

Julián Cubero

juan.cubero@bbva.bancomer.com

Asia

Stephen Schwartz

stephen.schwartz@bbva.com.hk

Market & Client Strategy:

Antonio Pulido

ant.pulido@grupobbva.com

Equity and Credit

Ana Munera

ana.munera@grupobbva.com

Interest Rates, Currencies and

Commodities

Luis Enrique Rodríguez

luisen.rodriguez@grupobbva.com

Asset Management

Henrik Lumholdt

henrik.lumholdt@grupobbva.com

Financial Scenarios

Sonsoles Castillo

s.castillo@grupobbva.com

Economic Scenarios

Juan Ruiz

juan.ruiz@grupobbva.com

Innovation & Processes

Clara Barrabés

clara.barrabes@bbva.com

South America

Argentina

Gloria Sorensen

gsorensen@bancofrances.com.ar

Chile

Alejandro Puente

apuente@grupobbva.cl

Colombia

Juana Téllez

juana.tellez@bbva.com.co

Peru

Hugo Perea

hperea@grupobbva.com.pe

Venezuela

Oswaldo López

oswaldo_lopez@provincial.com

Contact details

BBVA RESEARCH USA

2001 Kirby Drive, Suite 310

Houston, TX 77019

United States.

Email: researchusa@bbvacompass.com

www.bbva.com/research