

Situación Estados Unidos

Segundo Trimestre 2013
Análisis Económico

- Divergencias crecientes en la economía global
- El crecimiento económico estadounidense repuntará en el 2S13
- La normalización de la política monetaria y el sólido crecimiento ejercen presiones alcistas sobre las rentabilidades a largo plazo
- Mejoran las perspectivas fiscales de los estados, aunque persisten los desequilibrios
- La banca móvil a punto de adoptarse de forma generalizada
- La financiación colectiva: ¿una alternativa sostenible a la banca tradicional?

Índice

1. Editorial	1
2. Divergencias crecientes en la economía global	2
3. Situación de EE.UU.	6
Recuadro 1: un análisis más detenido del desapalancamiento y de la riqueza de los hogares	9
4. La Reserva Federal y la futura evolución de los tipos de interés a largo plazo	10
Recuadro 2: Política de compras de activos a gran escala de la Fed: ¿cuándo es el momento adecuado de abandonarla?	13
5. Los presupuestos estatales mejoran, pero están lejos de ser sólidos	16
Recuadro 3: ¿Deberían las asambleas legislativas de los estados apuntarse el éxito del aumento de ingresos?	17
6. Un debate sobre la encuesta de consumidores y servicios financieros móviles de 2013	24
7. La financiación colectiva: ¿una tecnología disruptiva para la banca comercial?	28
8. Hoja informativa	35
9. Previsiones.....	36

Fecha de cierre: 10 de junio de 2013

1. Editorial

Durante los últimos tres años, la rentabilidad de los bancos comerciales estadounidenses experimentó una notable recuperación. No obstante, las métricas habituales de rentabilidad —como la relación precio/beneficio, la rentabilidad de los recursos propios y la rentabilidad de los activos— siguen por debajo de los niveles del período previo a la crisis. Esto plantea el interrogante de si una recuperación plena es solo cuestión de tiempo o si se ha producido un cambio estructural hacia niveles de rentabilidad bancaria permanentemente inferiores en el nuevo entorno surgido tras la crisis.

En primer lugar, los ingresos de los bancos dependen del crecimiento del crédito y de la actividad económica global. En este aspecto, la perspectiva es algo pesimista, ya que la demanda de crédito aumentará a un ritmo más lento (al menos a corto plazo) que durante los años de bonanza debido a unos peores resultados potenciales y al proceso de desapalancamiento que ha obligado a las familias a reajustar sus balances.

Para contrarrestar estas fuerzas y seguir siendo competitivos, los bancos están ajustando su modelo de negocio. Este rediseño será la transformación más drástica del sector financiero de la historia moderna, ya que implica una amalgama de cambios; en particular, la adopción de nuevas tecnologías y la implementación de estrategias centradas en el consumidor, dentro de un entorno más regulado.

Respecto a la tecnología, un cambio fundamental será el aumento del uso de Internet y de dispositivos móviles, lo que seguirá impulsando el abandono de los pagos en efectivo y mediante instrumentos tradicionales (como los cheques y las tarjetas de crédito) y la adopción de opciones más sofisticadas y rentables, como los monederos móviles y los sistemas sin contacto. Además, algunas actividades básicas dejarán de serlo: los modelos de sucursal y ocupaciones se ajustarán o desaparecerán, algunos negocios periféricos podrán convertirse en fuentes de ingresos clave y surgirán nuevos negocios. Asimismo, el cambio tecnológico aumenta la productividad de los bancos, pero también fomenta la competencia de parte de las entidades no bancarias. Estos nuevos protagonistas suponen un reto para el sector, porque a menudo disponen de una ventaja comparativa en cuanto a disponibilidad tecnológica.

Para triunfar en este nuevo entorno hiperconectado y competitivo, los bancos tendrán que reforzar un enfoque centrado en el cliente y ofrecer productos simples, fáciles de usar y eficaces, con un alto nivel de transparencia y seguridad. Además, serán fundamentales otras decisiones relacionadas con el cambio de la organización interna, la atracción de talentos y la adopción de nuevas tecnologías.

Estas transformaciones reducirán los costes de las transacciones, aumentarán el valor añadido, mejorarán la satisfacción del cliente e incrementarán los ingresos. Sin duda alguna, el gran beneficiado será el cliente, incluidas las particulares y empresas que actualmente no tienen acceso a los servicios financieros o que, de tenerlo, resulta muy limitado. Además, esta transformación favorecerá un sistema financiero más eficaz, que se encontrará en una mejor posición para sustentar el crecimiento económico y la generación de riqueza.

No obstante, ahora los bancos deben afrontar las nuevas normas sobre el nivel de solvencia propuestas por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, que requerirán el aumento del capital o de los beneficios retenidos. Por otra parte, la Ley Dodd-Frank de Reforma de Wall Street y Protección del Consumidor (promulgada en julio de 2010) aumenta los costes de explotación diarios, limita los ingresos no financieros y establece nuevas normas para las inversiones realizadas con capital bancario. Además, la Ley de Responsabilidad y Transparencia de las Tarjetas de Crédito de 2009 y el Reglamento E lastran todavía más los costes de explotación y reducen los ingresos. Es de esperar que los responsables políticos intenten conseguir el equilibrio correcto al implementar nuevas normas, ya que el exceso de regulación podría provocar que los bancos las consideren desincentivos para la innovación y retrasen el cambio tecnológico, en lugar de crear entidades financieras mejores y más seguras.

Nathaniel Karp

Economista Jefe para EE.UU.

BBVA Research

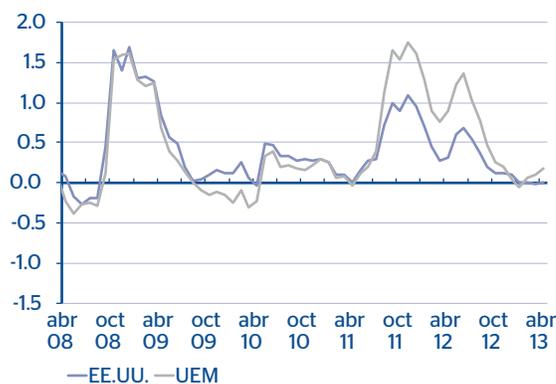
2. Divergencias crecientes en la economía global

En los últimos tres meses se han disipado algunas de las amenazas para la recuperación económica mundial, pero ahora existe una creciente divergencia entre las diferentes regiones. Hay una amplia disparidad entre los resultados económicos de EE.UU. y la zona euro, donde la debilidad ha alcanzado a las economías centrales. Además, a pesar de las dudas sobre la sostenibilidad a largo plazo del crecimiento de China, a corto plazo el país no parece dirigirse hacia un ajuste brusco. Existe cierta decepción en el resto de las economías emergentes de Asia con relación a las expectativas de crecimiento anteriores, aunque las previsiones iniciales probablemente eran demasiado altas. Japón está en la cresta de la ola del optimismo económico, aunque hasta ahora esto solo se ha manifestado más en las valoraciones de algunos activos financieros e indicadores de confianza que en la economía real.

La reacción de los mercados financieros ante eventos tales como la continua incertidumbre acerca de la definición de la política fiscal a largo plazo en EE.UU., la parálisis política interna de Italia y las crisis de Chipre y Portugal ha sido limitada. Aún así, las primas de riesgo han bajado en la zona euro, debido principalmente al apoyo del programa de TMD del BCE y a la abundante liquidez global, que está fomentando la búsqueda de rentabilidad y la consiguiente asunción de riesgos a nivel mundial. Casi todos los activos se están beneficiando de este cambio de percepción, con prácticamente una única excepción: el repunte de los indicadores de riesgo de crédito del sector bancario de la zona euro.

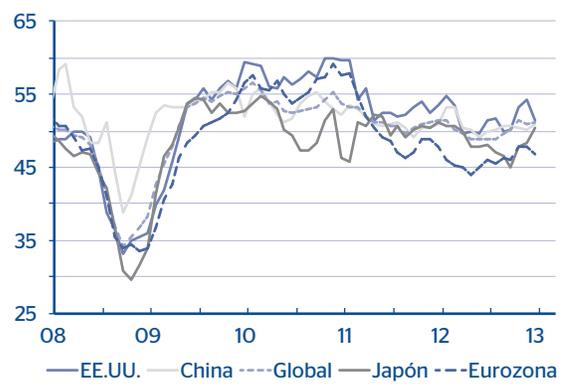
Los indicadores económicos más recientes reflejan la divergencia entre diferentes áreas. Se ha mantenido la tendencia hacia la estabilidad de la confianza de la producción manufacturera global, aunque con una creciente divergencia entre las regiones. En cualquier caso, el tono positivo de los mercados financieros y la divergencia de las perspectivas cíclicas no ha conducido todavía a ningún cambio significativo de la actividad o del comercio a nivel mundial. Según nuestro indicador de actividad global BBVA-GAIN¹, incluso los datos más recientes confirman nuestras previsiones de un crecimiento del PIB global continuado con una tasa trimestral del 0,7%. No obstante, previsiones más variables entre las principales economías, en particular debido a la revisión a la baja del crecimiento del PIB en la zona euro y también en algunas economías emergentes de Asia, han puesto freno a la solidez de la recuperación esperada para 2013 y 2014. En consecuencia, hemos revisado a la baja nuestras previsiones de crecimiento de la economía mundial, que situamos en un 3,3% para 2013 y en un 3,9% para 2014, desde un 3,6% y 4,1% respectivamente.

Gráfico 1
Indicador de tensiones financieras de BBVA



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2
Indicadores de confianza (PMI, Índice de gerentes de compras)

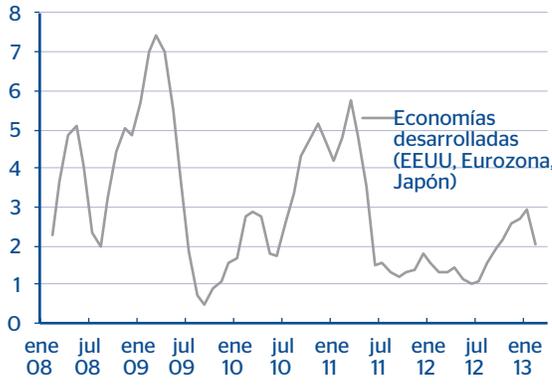


Fuentes: Markit y BBVA Research

¹ Si desea información más detallada, consulte Situación Económica del IT13 de BBVA Research, disponible en: http://www.bbvarresearch.com/KETD/fbin/mult/130306_EcWatch_BBVAGAIN_tcm348-379375.pdf?ts=2942013

Gráfico 3

Economías desarrolladas: desviación típica del índice de gerentes de compras (EE.UU., zona euro y Japón)



Fuentes: Markit y BBVA Research

Gráfico 4

Crecimiento mundial según BBVA-GAIN (% t/t)



Fuente: BBVA Research

EE.UU.: fuerte consumo privado y expansión monetaria continuada.

Aunque las cifras de crecimiento del PIB de EE.UU. en el primer trimestre de 2013 se situaron por debajo de las previsiones del mercado, confirmaron el buen tono continuado demostrado hasta ahora el consumo privado. Esto se debe a la mejora de la creación de empleo, y una situación financiera más estable de los hogares (efecto riqueza). Por otra parte, los mercados financieros de EE.UU. no se han visto afectados por el contagio externo de los eventos de riesgo de la zona euro. Sin embargo, los indicadores más recientes de las perspectivas cíclicas han descendido en marzo y abril a niveles compatibles con una caída de la actividad, por lo que esperamos una desaceleración del PIB en el segundo trimestre.

Por dos razones, mantenemos nuestras previsiones para la economía de EE.UU. en 2013 y 2014 con unas tasas de crecimiento del 1,8% y el 2,3%, respectivamente. En primer lugar, a pesar de la incertidumbre con respecto al abismo fiscal y la implementación del recorte del gasto (recortes automáticos y límites del gasto público), el consumo privado ha mostrado claros signos de solidez. En segundo lugar, como las perspectivas inflacionistas se mantienen estables, el programa de flexibilización cuantitativa (QE) podrá continuar sin problemas hasta que exista una mejora significativa de las expectativas del mercado de trabajo. Aunque algunos de los datos registrados al comienzo del año podrían haber conllevado un adelanto de la retirada de los estímulos, la información más reciente muestra que la economía estadounidense está todavía lejos de unas tasas de crecimiento lo suficientemente sólidas, por lo que la política monetaria seguirá apoyando el crecimiento.

La zona euro se estanca y el BCE entra en acción

Lo más novedoso en la zona euro es la manera en que la debilidad de la actividad económica se está extendiendo desde las economías periféricas hacia el centro de la región, especialmente a Francia, pero también a Alemania y Países Bajos. En Francia, la incertidumbre en torno a la política impositiva y la consolidación fiscal, así como la escasez de reformas, están minando la confianza de los agentes económicos. De igual modo, los indicadores de confianza de Alemania renovaron su tendencia a la baja en abril. Las exportaciones del país se resienten, a pesar de la solidez de la demanda de los países emergentes. También Holanda se ha visto abocada a la recesión como resultado de la caída de la inversión y del consumo privado, a pesar del buen comportamiento de sus exportaciones. Por último, en la periferia de la zona euro se ha producido un fuerte apetito por el riesgo, en particular por deuda soberana periférica, gracias al programa de TMD del BCE y a la abundancia de liquidez mundial, después de que Japón implementara una nueva ronda de flexibilización monetaria. La rentabilidad de los bonos a 10 años italianos alcanzó su nivel más bajo desde noviembre de 2011, a pesar de la incertidumbre política. Con una bajada similar de las primas de riesgo, la rentabilidad de los bonos españoles a 10 años se ha mantenido por debajo del 4,5% durante las últimas semanas.

Aunque la mayoría de los datos recientes sobre las ventas minoristas y la producción industrial indican que la actividad de la zona euro se estabilizó en cierta medida a principios de año, el empeoramiento de las encuestas de confianza confirma que la actividad está perdiendo impulso y que todavía está lejos una recuperación sostenida. Entretanto, las autoridades de la zona euro continúan el proceso de construir una arquitectura económica para la región (el movimiento hacia la unión bancaria). Al mismo tiempo, cobra fuerza el debate sobre el nivel de consolidación fiscal adecuado necesario para crear una ruta creíble que reduzca el déficit público y garantice la sostenibilidad de la deuda sin deteriorar la actividad económica de tal modo que haga fracasar el esfuerzo del ajuste.

En cuanto al avance hacia una unión bancaria, el acuerdo al que se ha llegado durante la crisis de Chipre ha significado la aplicación práctica de un modelo de rescate que se está negociando para todo el sector de la eurozona. Para que se concedan fondos de rescate, los acreedores bancarios (incluidos los depositantes no asegurados, si fuese necesario) deberán asumir las pérdidas. En cuanto a la consolidación fiscal, las recientes declaraciones de la Comisión Europea apoyando el retraso de la consecución del objetivo de déficit público del 3% hasta 2016 en España van en la línea de dar mayor importancia a la calidad y la composición del ajuste más que a la rápida consecución de objetivos con posibles efectos negativos sobre el crecimiento.

Con todo, nuestro escenario implica una revisión a la baja de las previsiones de crecimiento de la zona euro. Estimamos una caída del 0,1% del PIB en 2013 y una subida del 1% en 2014. Estas previsiones son 0,4 y 0,3 puntos porcentuales, respectivamente, inferiores a las que publicamos en enero. En cualquier caso, los riesgos siguen inclinados a la baja, y son muy probables más revisiones bajistas. El punto clave es que Alemania no debe seguir siendo la única fuente de crecimiento de la zona por su fácil acceso a la financiación, su alto nivel de competitividad y la mayor exposición a las fuentes con mejores resultados de la demanda global.

La reducción de las tensiones financieras es un apoyo al crecimiento. Esto se ha logrado gracias al programa del BCE, que garantiza la transmisión de la política monetaria a toda la economía. Pero la reducción de los costes de financiación y el mejor acceso al mercado de los prestatarios soberanos no son suficientes. La fragmentación de los mercados financieros se ve reflejada en la heterogénea disponibilidad y coste del crédito para particulares y empresas en toda la zona euro.

En un contexto de persistencia y extensión de la debilidad de la actividad económica y de inflación por debajo del objetivo, el BCE recortó su tipo de interés de referencia en 25 puntos básicos, hasta el 0,50%. También redujo el corredor entre el tipo principal y el tipo de interés para depósitos hasta +/-50 pb. Asimismo, el BCE anunció la ampliación de sus subastas de liquidez a un tipo de interés fijo sin restricciones durante el tiempo que sea necesario y al menos hasta julio de 2014. Además, el BCE inició consultas con otras instituciones europeas (el Banco Europeo de Inversiones y la Comisión Europea) para impulsar el mercado de instrumentos financieros respaldado por créditos corporativos, con la intención de abordar el creciente problema de la falta de crédito a las empresas en los países periféricos. Sin embargo, el efecto del recorte de tipos en la economía real podría ser limitado. Como los riesgos permanecen inclinados a la baja, el BCE ha afirmado que está dispuesto a tomar medidas adicionales si las perspectivas económicas siguen empeorando. Entre las medidas que el BCE podría implementar está el uso de tipos de interés negativos en la línea de depósito, otras medidas no convencionales y ayuda a las instituciones europeas para que otorguen créditos a las pymes.

En Asia, persisten las dudas sobre la fortaleza del crecimiento de China, mientras que en Japón reina el optimismo gracias a su enorme expansión cuantitativa.

La economía china ha perdido parte de su fuerza en el primer trimestre de 2013, en el que la inversión fue débil a pesar del aumento de la demanda externa. Sin embargo, el crecimiento se mantiene en línea con el objetivo del gobierno, el 7,5% para 2013. Las medidas implementadas para abordar la fragilidad financiera parecen haber contribuido a la desaceleración. No obstante, continúa el cambio del modelo de crecimiento hacia una economía más orientada hacia el consumo. Como la inflación ha sido también más baja de lo previsto, se ha reducido la presión para implementar condiciones monetarias más restrictivas. En consecuencia, las autoridades disponen de un amplio margen para adoptar medidas adicionales. Nuestras previsiones acerca del crecimiento de China se mantienen sin variaciones, en el 8% para 2013 y 2014.

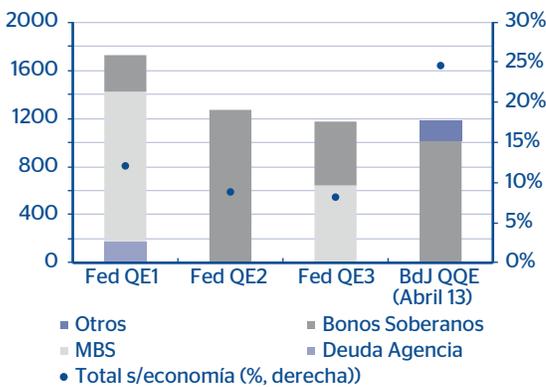
Por el contrario, la economía japonesa se beneficiará de un paquete de medidas más agresivas de lo que se esperaba. Entre ellas está la enorme expansión cuantitativa, cuyo tamaño asciende aproximadamente al 25% del PIB de Japón (cada una de las QE implementadas por la Fed representó un promedio del 10% del PIB de EE.UU.), que tiene como objetivo cambiar las previsiones de inflación y fomentar el crecimiento (véase el Gráfico 5). Esta inyección monetaria será más eficaz si va acompañada de medidas fiscales eficaces y, en particular, de reformas estructurales. Por tanto, nuestra previsión de crecimiento de la economía japonesa en 2013 y 2014 se mantiene en el 1,7%, por encima del consenso del 1,3%.

En todo caso, resulta difícil cuantificar el efecto de esta nueva medida y evaluar cómo reaccionarán los inversores, dado que aún existen muchas incertidumbres. Por ejemplo, si esta política tiene éxito en fomentar el crecimiento y la confianza a nivel nacional, podría generar mayores entradas de capital netas a nivel mundial (en vez de salidas). Además, su impacto a nivel doméstico en Japón también resulta incierto, ya que la política del Banco de Japón conlleva algunos riesgos: fuerte volatilidad de los bonos soberanos (JGB), riesgos para los balances bancarios y costes de endeudamiento del gobierno cuando los rendimientos nominales crezcan, siempre que el Banco de Japón tenga éxito en el cumplimiento del objetivo de inflación del 2%.

No obstante, el nuevo mecanismo monetario proporciona argumentos a favor de que los inversores japoneses adquieran activos externos. La demanda del Banco de Japón alejará a los inversores privados japoneses de los activos internos, ya que el Banco Central planea comprar alrededor de un 70% de todas las nuevas emisiones de bonos soberanos. Como resultado de ello, el porcentaje de bonos en posesión del gobierno japonés en 2014 será superior al 20%. Por tanto, el movimiento de fondos será también incierto. El apetito de los inversores japoneses por los bonos estadounidenses ha aumentado desde el comienzo de la crisis de la zona euro, pero también están regresando a las bolsas europeas. En concreto, invirtieron en países centrales de la zona euro, como Francia, Países Bajos y Alemania, aunque limitando las ventas de deuda periférica. Esta tendencia respecto a los países periféricos ha cambiado recientemente. En este contexto, prevemos que aumente la demanda de activos en euros, siempre que no surja de nuevo el riesgo de convertibilidad de la moneda común europea.

Gráfico 5

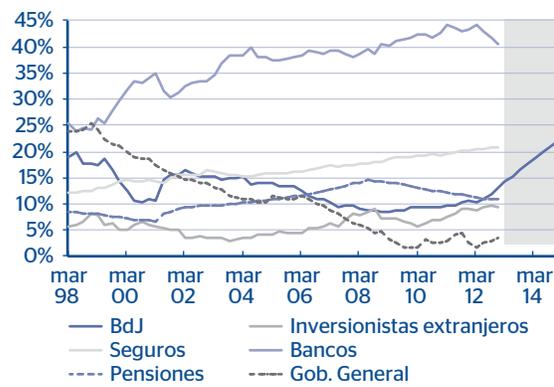
Rondas sucesivas de QE (miles de millones de USD), Fed y BdJ



Fuentes: Haver y BBVA Research

Gráfico 6

Tenedores de deuda soberana japonesa desde 1998 (%)



Fuentes: Haver y BBVA Research

La flexibilización monetaria de las economías desarrolladas favorece la asunción de riesgos, baja los tipos de interés a largo plazo y aprecia las divisas de los mercados emergentes

Los mercados financieros siguen dominados por los flujos procedentes de los bancos centrales; la inflación se sitúa por debajo de los objetivos en la zona euro, EE.UU. y Japón; el balance de riesgos para el crecimiento de EE.UU. es neutro; se ha producido una inclinación a la baja en la zona euro y las inminentes mejoras de los indicadores reales reflejan avances de los indicadores de confianza.

En este contexto, los tipos de interés a largo plazo de los bonos alemanes han caído en los últimos meses. La precipitación por obtener rendimientos en un entorno con una menor aversión al riesgo (debido en parte a las medidas del BCE) ha provocado también una pronunciada caída de la rentabilidad de los bonos emitidos por el gobierno en la periferia de Europa hasta niveles que no se habían visto desde 2010. En este marco, se han producido entradas de capital en los mercados emergentes de renta fija, especialmente en los de mayor liquidez (Turquía, Brasil y México), anticipando así las salidas de capital de Japón tras anunciarse su programa de QE, que incluye compras de deuda pública por parte del Banco Central de Japón.

Como resultado de ello, el euro ha mostrado gran solidez ante la debilidad cíclica de la zona. La menor probabilidad de escenarios de alto riesgo y una política monetaria menos acomodaticia en comparación con otros bancos centrales han ayudado al fortalecimiento del euro. En ausencia de eventos de riesgo importantes en Europa y al no haber sorpresas en la estrategia de salida de la QE por parte de la Fed, el euro podría seguir cotizándose entre 1,30 y 1,32 dólares por euro hasta finales de año. No se descartan con ello episodios de apreciación del dólar como resultado de los cambios del balance de riesgos cíclicos y las medidas adicionales de los bancos centrales.

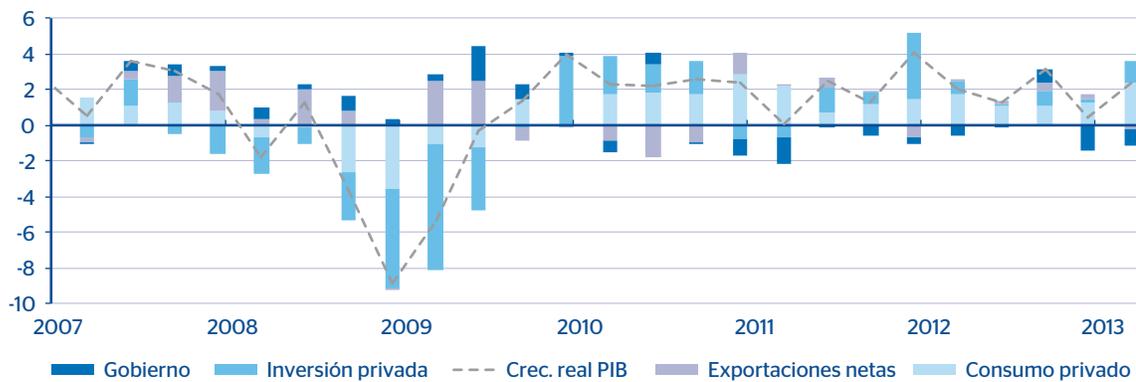
3. Situación de EE.UU.

La desaceleración temporal allana el camino para una recuperación más sólida

El segundo trimestre comenzó justo como se esperaba, con una actividad lenta pero continuada impulsando una aceleración en la segunda mitad de 2013. Tanto las empresas como los particulares están sufriendo un efecto retardado de los cambios fiscales de enero, aunque se prevé que unas y otros saldrán de este paréntesis del 2T13 a medida que avance el año. El crecimiento del primer trimestre fue relativamente sólido comparado con el final de 2012, pero los detalles subyacentes presagian tendencias de desaceleración a corto plazo. El crecimiento del PIB real en el 1T13 se sitúa en el 2,4% t/t anualizado y desestacionalizado, impulsado principalmente por el consumo privado (PCE) y la inversión en inventarios privados. Aunque la fuerte inversión residencial continúa reflejando la continua recuperación del sector de la vivienda, la inversión fija no residencial se desaceleró de forma significativa en el 1T13, lo que sugiere que las empresas estaban anticipando una moderación de la actividad para el 2T13. Del mismo modo, el crecimiento más bien modesto de las importaciones experimentado en el primer trimestre es un indicador de la incertidumbre del sector privado en lo que respecta a la demanda de los consumidores en los próximos meses. El crecimiento de las exportaciones también fue muy lento, seguramente no suficiente para recuperarse de la caída del 4T12, y respalda nuestras previsiones de desaceleración de la actividad a escala mundial. Por último, no fue ninguna sorpresa que el sector público lastrase el crecimiento durante el 1T13 por segundo trimestre consecutivo. Prevemos que el recorte presupuestario y otros problemas fiscales tendrán su mayor impacto sobre el crecimiento durante el 2T13, ya que se seguirán produciendo recortes de gastos a nivel federal y estatal/local.

Gráfico 7

Crecimiento del PIB real y aportaciones (variación % t/t anual. y desest. y puntos porcentuales)



Fuentes: BEA y BBVA Research

El consumo privado sigue siendo el aspecto positivo de esta recuperación impulsada por el consumo. El crecimiento del consumo se aceleró hasta el 3,4% t/t anualizado y desestacionalizado en el 1T13, el ritmo más alto desde el 4T10, gracias al gran gasto en bienes y servicios. El gasto en servicios constituyó la mayor parte del crecimiento total del consumo privado durante el primer trimestre, al repuntar el destinado a vivienda y servicios públicos. El gasto en bienes duraderos sigue estando dominado por los productos recreativos, registrando el componente de automoción una alta volatilidad de un trimestre a otro. En general, el consumo privado ha seguido aportando la mayor contribución al PIB durante el año pasado, al reducirse la inversión privada y las exportaciones netas. Aparte de la desaceleración prevista para el 2T13, esperamos que el crecimiento del consumo privado se situará cerca del 2,0% durante la segunda mitad de 2013 y en 2014, a medida que avanzamos hacia una actividad económica más autosostenible.

Otros indicadores económicos para el 2T13 confirman una desaceleración temporal. Aunque el gasto personal real y las ventas minoristas se han mantenido en general estables a nivel interanual, los datos mensuales son algo más decepcionantes. En concreto, las ventas de vehículos han caído considerablemente en los últimos meses, ya que los consumidores evitaron los artículos caros (aunque es probable que se produzca un repunte durante los meses de verano). Del mismo modo, las ventas de vivienda nueva y usada solamente han experimentado ligeros aumentos en lo que va de 2013, aunque en gran medida es consecuencia de la

limitada oferta del mercado. La demanda está sobre todo allí, especialmente con la amenaza de unos tipos hipotecarios más altos, lo que anima a los compradores de vivienda a tomar decisiones más inmediatas. Es probable que los precios de la vivienda sigan aumentando, y deberían contribuir a aliviar algunos de los problemas de oferta, ya a que los propietarios de vivienda se mostrarán más dispuestos a volver a sacar sus viviendas al mercado. Además, las continuas mejoras de la situación del empleo, aunque sean graduales, seguramente aumentarán la confianza de los consumidores a la hora de comprar.

Gráfico 8

Tendencias de los indicadores económicos a corto plazo

Indicator	Assessment	Indicator	Assessment
ISM		Tasa desempleo (%)	
ISM No manufacturero		Nómina no agrícola (Var. mensual en miles)	
Utilización capacidad		Ventas autos (Millones)	
Producción industrial (Var. % anual)		Ingreso disponible real (Var. % anual)	
Nuevas órdenes bienes capital (Var. % anual)		Gasto personal real (Var. % anual)	
Inicio casas (Var. % anual)		Ventas minoristas sin auto y gas (Var. % anual)	
Precios casas: S&P Case-Shiller (Var. % anual)		Indice confianza consumidor	

Fuentes: Haver Analytics y BBVA Research

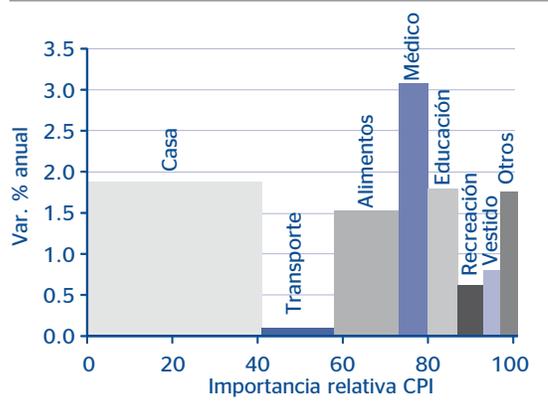
La inflación también ha contribuido a un entorno de lento crecimiento a corto plazo. Los últimos datos del IPC han indicado bajadas de la cifra general durante los últimos meses, ya que las presiones energéticas permanecen controladas. La inflación subyacente también se ha moderado en cierta medida, pero seguimos observando presiones alcistas del alojamiento y los servicios de atención médica. La distribución de precios del IPC apunta últimamente hacia un incremento, aunque se han reducido las perspectivas inflacionistas. Las presiones salariales, que son más una confirmación de las expectativas de inflación que una predicción directa de la propia inflación, se han mantenido muy bajas. Actualmente, con las expectativas de inflación a largo plazo estables y un importante volumen de recursos ociosos en el mercado de trabajo, se ha reducido la presión para que las empresas incrementen los salarios. Aunque estos detalles subyacentes apuntan a una inflación muy baja durante los próximos meses, esperamos que las preocupaciones inflacionarias sean temporales. Sin embargo, por otra parte, no se espera que se intensifiquen las presiones alcistas incluso mientras continúa la QE3 de la Fed. A medida que nos adentremos en el 2S13 y repunte de nuevo el crecimiento, la Fed empezará a abandonar sus compras de activos y compensará cualquier subida de precios significativa.

En cuanto a los riesgos nacionales e internacionales, la política fiscal sigue siendo uno de los factores de mayor incertidumbre. A pesar de que los últimos años de intensos enfrentamientos políticos han dejado una huella negativa en la opinión pública, aún no se aprecian esfuerzos importantes de ninguno de los partidos por llegar a un acuerdo. Recientemente, la Oficina Presupuestaria del Congreso (CBO) ha publicado unas previsiones presupuestarias actualizadas para los ejercicios fiscales 2013-2023, destacando unas perspectivas más favorables para el saldo presupuestario del gobierno, pero principalmente a corto plazo, ya que el largo plazo permanece relativamente invariable. Se prevé que en 2013 los ingresos serán casi un 4% más altos de lo que se estimaba en febrero, mientras que los gastos serán un 2,8% más bajos. En última instancia, la CBO calcula que el déficit fiscal se aproximará al 4,0% del PIB este año, en comparación con la estimación del 5,3% de febrero. Nuestras previsiones se alinean en su mayoría con las de la CBO para 2013-2015. El Congreso aprobó oficialmente unos recortes automáticos del gasto por valor de 85.000 millones de dólares para su

implementación en el ejercicio fiscal de 2013, pero el resto del recorte del gasto previsto para la próxima década probablemente se determinará año a año. Actualmente se están celebrando las negociaciones presupuestarias, acabando el plazo de aprobación el 30 de septiembre. La fecha de suspensión del techo de deuda ha vuelto a pasar, pero el Tesoro puede arreglárselas para pagar sus deudas hasta septiembre. Por desgracia, la situación se está perfilando inquietantemente de un modo similar a la de los últimos veranos, en los que aumentó la inestabilidad política. En línea con los últimos años, cabe esperar que en los próximos meses vuelvan a producirse fisuras políticas cuyo resultado será posponer una vez más la solución.

Gráfico 9

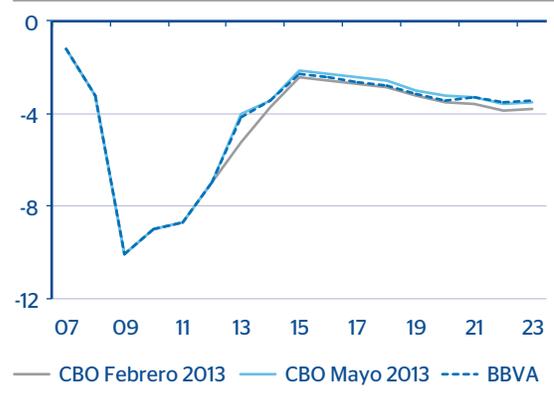
**Aportaciones al IPC
(importancia relativa y variación % a 12 meses)**



Fuentes: BLS y BBVA Research

Gráfico 10

**Previsiones presupuestarias
de la CBO (% del PIB)**



Fuentes: CBO y BBVA Research

Recuadro 1: un análisis más detenido del desapalancamiento y de la riqueza de los hogares

Las finanzas de las familias han recorrido un largo camino desde el período más duro de la crisis, en 2008 y 2009. Una enorme acumulación de crédito permitió que la actividad de consumo aumentara vertiginosamente durante los años que precedieron al derrumbe, culminando con la explosión de la burbuja y unos niveles extremos de deuda que reembolsar. Con este proceso de desapalancamiento se produjo una recuperación increíblemente lenta de la actividad relacionada con el consumo, pero finalmente estamos empezando a ver la luz al final del túnel. La riqueza neta total de los hogares ha alcanzado su nivel máximo anterior a la recesión, cercano a los 70 billones de dólares, después de caer alrededor de un 25% entre el 3TO7 y el 1TO9. El desapalancamiento, medido como la ratio del servicio de la deuda de las familias, también se ha recuperado totalmente desde su máximo histórico alcanzado a finales de 2007. No obstante, la ratio de obligaciones financieras indica que el componente relacionado con el consumo es aún algo preocupante en comparación con la ratio de las hipotecas, que ha igualado su nivel mínimo desde antes que el mercado comenzara a recalentarse antes de 2008. El desapalancamiento hubiera sido mucho más acusado desde el principio si no fuera por los préstamos a estudiantes que produjeron una alta tasa de crecimiento del crédito al consumo concedido por el gobierno.

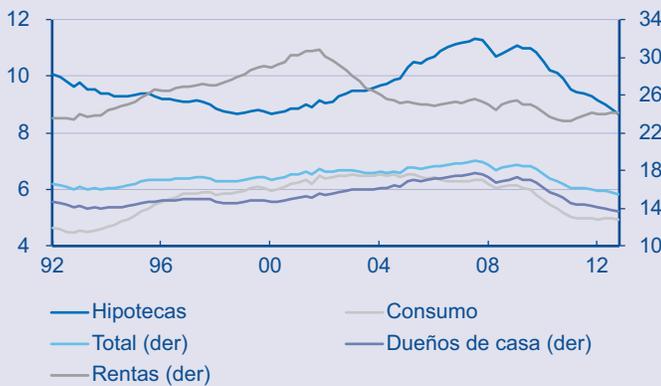
Mientras que es posible que el desapalancamiento global haya alcanzado su punto de equilibrio, aún tenemos unas expectativas relativamente modestas en cuanto al consumo. Se espera que el gasto personal aumente de forma muy gradual en el horizonte de predicción, manteniéndose bastante por debajo de los 11 billones de dólares, al menos hasta 2017. Esto

sugiere que los consumidores se mostrarán reacios a asumir demasiada deuda adicional, ya que tienen que responder a antiguas obligaciones contraídas. Por otra parte, la llegada de reformas fiscales adicionales también podría ejercer una presión a la baja sobre el consumo si se prevén futuros aumentos de impuestos.

Es importante tomar nota de los cambios de las finanzas personales a la hora de ajustar nuestras previsiones de lo deparará el futuro. Analizando más en profundidad la composición de las finanzas de los hogares, podemos observar que se han producido algunas tendencias de cambio en las últimas décadas. El patrimonio bursátil (es decir, acciones, fondos de inversión, crédito sobre valores, seguros de vida y fondos de pensiones) ha constituido la mayor cuota de riqueza de las familias desde que se produjo el punto de inflexión, a comienzos de la década de 1990. No es de extrañar que la riqueza inmobiliaria cayera significativamente cuando el valor de las propiedades se desplomó con la crisis de 2008, pero ha regresado a proporciones similares a las que se produjeron en la década de 1960 y también a finales de la de 1990. Considerando la lenta, aunque continua, mejoría de las condiciones del sector inmobiliario, así como las lecciones aprendidas por prestamistas y prestatarios desde el colapso del mercado de la vivienda, no prevemos que el porcentaje de patrimonio inmobiliario aumente mucho en un futuro próximo. El patrimonio bursátil seguirá siendo la principal contribución a la riqueza neta total de los hogares, en especial cuando la política de la Reserva Federal continúa siendo flexible y favorecedora de la actividad del mercado.

Gráfico 11

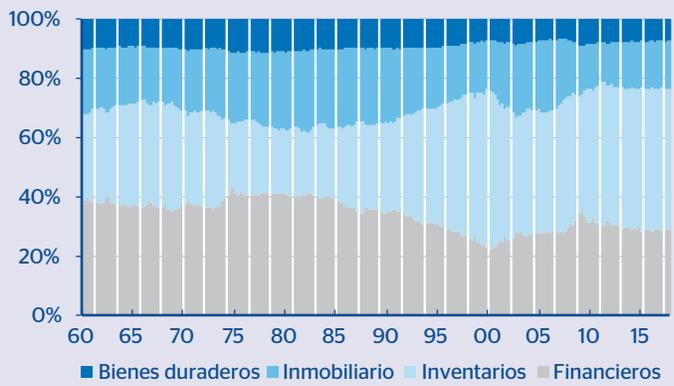
Ratio de obligaciones financieras (%)



Fuentes: FRB y BBVA Research

Gráfico 12

Composición del patrimonio total de las familias (%)



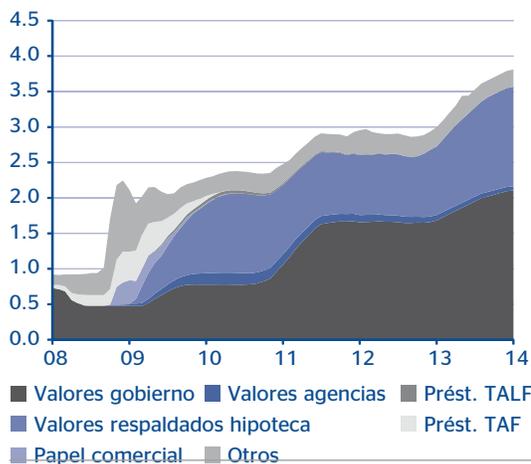
Fuentes: BEA y BBVA Research

4. La Reserva Federal y la futura evolución de los tipos de interés a largo plazo

2014 marcará el quinto aniversario del tipo de referencia próximo a cero aplicado por el Banco de la Reserva Federal. Antes de 2014, el balance de la Reserva Federal probablemente superará los 3,8 billones de dólares, y las compras de activos a largo plazo se prevé que alcancen los 880.000 millones de dólares. Al haber restringido el tipo de los fondos federales en la banda inferior en torno a cero, la Reserva Federal ha ido más allá de simplemente regular la trayectoria prevista de los tipos a corto plazo. La intervención monetaria actual pretende explícitamente modificar las primas a plazo y la forma de la curva de rentabilidad. El Programa de ampliación de los plazos de vencimiento (MEP) junto con las Compras de activos a gran escala (LSAP) han cambiado radicalmente la composición del balance de la Reserva Federal. En comparación con enero de 2008, cuando el 81% de los valores tenía un vencimiento de 5 años o menos y un 54% de los cuales eran de 1 año o menos, actualmente el 51% de los valores tiene un vencimiento de 10 años o más y solo un 4% tiene un vencimiento de 1 año o menos. La composición del balance debe permanecer invariable, ya que las compras de activos continuarán hasta el final de 2013.

Gráfico 13

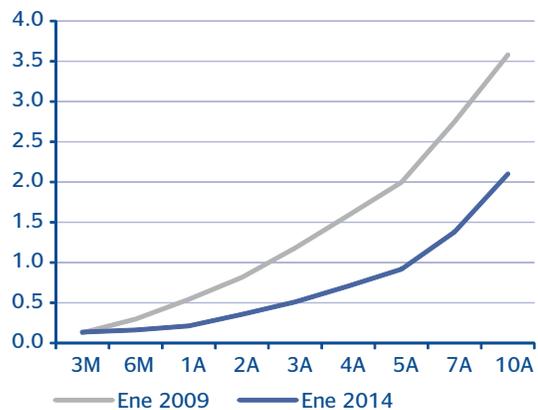
Factores que aportan fondos de reserva (en billones de dólares)



Fuentes: Reserva Federal y BBVA Research

Gráfico 14

Flexibilización cuantitativa y la curva de rentabilidad (%)



Fuentes: Reserva Federal y BBVA Research

Una vez que se alcancen los umbrales económicos de una tasa de desempleo del 6,5%, sumada a la previsión de inflación estable de entre un 2 y un 2,5% esbozada por el FOMC, la Fed se preparará para normalizar su política monetaria, cuyo primer paso será abandonar el límite inferior igual a cero de los fondos federales y subir gradualmente el tipo de referencia. Mientras que los tipos a corto plazo seguirán de cerca la trayectoria del tipo de referencia, el interrogante más complejo y esencial es: ¿cuál será el efecto de la normalización de la política monetaria en el tramo largo de la curva de rendimiento?

La trayectoria del tipo de interés a largo plazo es una reflexión compuesta de varias dinámicas económicas: la trayectoria prevista de los tipos a corto plazo, las perspectivas de inflación, las expectativas de crecimiento económico y la prima de riesgo. En circunstancias normales, los tipos de interés a corto plazo se considerarían la principal herramienta de política monetaria controlada por la Reserva Federal, mientras que los tipos de interés a largo plazo dependerían de las expectativas de los tipos a corto plazo. Sin embargo, la implicación actual de la Fed en los mercados de deuda pública y de cédulas hipotecarias ha aplanado la curva de rentabilidad al ejercer una presión a la baja directa sobre el tramo largo de la curva.

La variación de la rentabilidad a largo plazo también están vinculada a los fundamentos macroeconómicos de la actividad económica y la inflación. Tanto las interacciones de los factores macroeconómicos con las rentabilidades como de las rentabilidades con la actividad económica son importantes; no obstante, la causalidad de las variables macroeconómicas respecto a las rentabilidades es bastante mayor que en la dirección contraria (Diebold y otros, 2006). Resulta esencial no hacer caso omiso de este vínculo bidireccional entre los factores macroeconómicos y las rentabilidades. De hecho, obsérvese que la siguiente interacción bidireccional muestra que las variables macroeconómicas explican más de la mitad de la varianza del rendimiento a largo plazo (Ang y otros, 2007).

La trayectoria futura de los tipos de interés a largo plazo

Para encontrar la posible trayectoria de los tipos de interés a largo plazo examinaremos tres escenarios supeditados a tres trayectorias diferentes de crecimiento económico, así como la política de la Reserva Federal vinculada a cada uno de los estados macroeconómicos.

El escenario de referencia del BBVA refleja nuestras previsiones de un crecimiento económico moderado continuo, unido a unas expectativas inflacionistas bien controladas por la Fed. De acuerdo con el escenario de referencia del BBVA, la economía alcanzará su nivel de producción potencial en el 2T16. Este escenario está en consonancia con nuestras expectativas de que la Reserva Federal comience a reducir la QE3 hacia el final del 3T13 y la dé por terminada en el 1T14. En consecuencia, el primer aumento del tipo de los fondos federales se prevé para el 3T15, mientras que la Reserva Federal se espera que comience a reducir el balance en el 2T16. El escenario de "Fuerte crecimiento" o "HI" asume un mayor crecimiento del PIB real comparado con el escenario central y, por tanto, una caída más rápida de la tasa de desempleo y presiones inflacionistas sobre la economía. Por consiguiente, requiere medidas más rápidas por parte de la Reserva Federal, reduciendo la QE3 a principios del 3T13 y finalizándola en el 4T13. En el escenario "HI" el primer cambio del tipo de referencia ocurrirá en el 2T14 y el comienzo de la reducción del balance en el 4T14. El último escenario de "Escaso crecimiento" o "LO" asume una tasa de crecimiento del PIB real positiva pero muy baja. Según el supuesto "LO", el bajo nivel de crecimiento del PIB no es capaz de reducir más la tasa de desempleo y sigue ejerciendo presiones inflacionistas sobre la economía. En estas circunstancias, prevemos que se prolonguen las compras de QE3 por parte de la Reserva Federal y que no haya ningún cambio del tipo de referencia en el horizonte.

Tabla 1

Tres trayectorias de crecimiento económico y política de la Reserva Federal

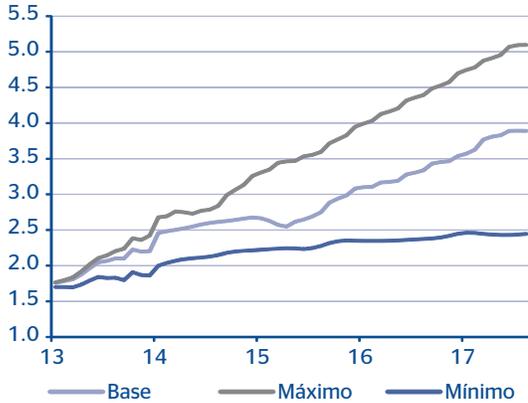
	Fuerte crecimiento HI	Escenario de referencia del BBVA	Escaso crecimiento LO
Crecimiento del PIB real	Elevado	Moderado	Bajo
Desempleo	Rápido ↓	Moderado ↓	Sin cambios
Inflación	Moderada ↑	Sin cambios	Sin cambios
1ª QE3 ↓	3T13	3T13	1T15
Final QE3	4T13	1T14	ND
1ª FFR ↑	2T14	3T15	Sin cambios
Inicio de ventas	4T14	2T16	ND
Hacia el 4T17			
FFR ↑	375 pb	225 pb	0 pb
10 A ↑	333 pb	213 pb	75 pb

Fuente: BBVA Research

Para captar el efecto de los tres escenarios esbozados sobre la dinámica de la curva de rentabilidad y, posteriormente, sobre los tipos a largo plazo, empleamos un modelo de factor latente. El modelo de estructura de plazos de tres factores empleado es una aproximación empírica a la forma de la curva de rentabilidad. De este modo, incorpora las primas de riesgo y responde a los cambios de nivel, pendiente y curvatura de la curva de rentabilidad. El modelo también incorpora las variables macroeconómicas de la actividad económica real (PIB real), inflación (variación a/a del IPC) y tipo de referencia de la Reserva Federal (tipo de los fondos federales) para sopesar las vinculaciones bidireccionales entre las rentabilidades y los factores macroeconómicos (Diebold y otros, 2006, Diebold y Rudebusch, 2013). En consecuencia, encontramos que el factor del nivel está muy correlacionado con la tasa de inflación y el factor de la pendiente está muy correlacionado con los cambios de la actividad económica real (Ang y Piazzesi, 2003, Diebold y otros, 2006, Diebold y Rudebusch, 2013). La tabla anterior ilustra la variación prevista de la rentabilidad del bono cupón cero del Tesoro de EE.UU. a 10 años en el horizonte de predicción con respecto a cada uno de los estados macroeconómicos.

Gráfico 15

Previsión de la rentabilidad del bono cupón cero del Tesoro de EE.UU. a 10 años (%)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 16

Variación de las curvas de rendimiento de 2013 a 2017 (%)



Fuente: BBVA Research

Los gráficos anteriores muestran la trayectoria prevista de la rentabilidad del bono cupón cero del Tesoro de EE.UU. a 10 años para los escenarios esbozados. El fuerte crecimiento del PIB del escenario “HI”, junto con el ajuste de la política de la Reserva Federal antes de lo previsto produce una subida más rápida de las rentabilidades a 10 años en comparación con el escenario central. El escenario “HI” también elevó aún más y aplanó la curva de rentabilidad con la caída del diferencial a 10 años-3 meses en 60 puntos básicos entre enero de 2014 y enero de 2017. Por otra parte, el débil crecimiento y la prolongada política monetaria muy acomodaticia mantuvieron el tipo previsible de la rentabilidad a 10 años del escenario “LO” por debajo de la previsión del escenario central. El escenario “LO” también dio lugar a un movimiento alcista muy modesto y una ligera subida de la curva de rentabilidad (un aumento de 36 puntos básicos del diferencial a 10 años-3 meses de enero de 2014 y enero de 2017).

Conclusiones

La vinculación bidireccional entre los fundamentos macroeconómicos y la curva de rendimiento juega un papel esencial para determinar la trayectoria futura del tipo de interés a largo plazo. La previsión de la rentabilidad del bono del Tesoro a 10 años se ve afectada por las complejas interrelaciones económicas de la trayectoria prevista del tipo de referencia de la Reserva Federal, las expectativas de crecimiento económico, las perspectivas de inflación y la prima de riesgo. El modelo de estructura de plazos de tres factores empleado muestra que las previsiones del nivel y la pendiente de las curvas de rentabilidad cambian según los distintos estados macroeconómicos y las subsiguientes respuestas de la política monetaria. De este modo, el efecto de la normalización de la política monetaria de la Reserva Federal sobre los tipos a largo plazo y la dinámica de la curva de rentabilidad es complejo y multidimensional.

Referencias

Ang, Andrew, Geert Bekaert y Min Wei. 2007. “Do Macro Variables, As set Markets or Surveys Forecast Inflation Better?” *Journal of Monetary Economics*, 54(4), páginas 1163-1212.

Ang, Andrew y Monika Piazzesi. 2003. “A No-Arbitrage Vector Autoregression of Term Structure Dynamics with Macroeconomic and Latent Variables”, *Journal of Monetary Economics*, 50(4), páginas 745-787.

Diebold, Francis X., Glenn D. Rudebusch y Borağan S. Aruoba. 2006. “The Macroeconomy and the Yield Curve: A Dynamic Latent Factor Approach”, *Journal of Econometrics*, 131(1-2), páginas 309 - 338.

Diebold, Francis X. y Glenn D. Rudebusch. 2013. *Yield Curve Modeling and Forecasting: The Dynamic Nelson-Siegel Approach*, Princeton University Press: Princeton y Oxford.

Recuadro 2: Política de compras de activos a gran escala de la Fed: ¿cuándo es el momento adecuado de abandonarla?

El comunicado del FOMC de septiembre de 2012 marcó el inicio de la tercera ronda de flexibilización cuantitativa (QE3) por parte del Banco de la Reserva Federal. A esto le siguió la habitual conferencia de prensa en la que el Presidente Bernanke afirmó que el fundamento sobre el que se asienta la QE3 es reducir el tramo superior de la curva de rentabilidad y, por consiguiente, facilitar la mejora del mercado de la vivienda y lograr una “mejora sustancial” de las perspectivas laborales. Bernanke también se refirió a tres dificultades: la política fiscal nacional, Europa y la desaceleración global. En el séptimo mes de la QE3, y quinto de inyección continuada de 85.000 millones de dólares al mes en la economía de EE.UU., se mantiene un interrogante crucial: ¿es la QE3 todavía necesaria? Y en caso afirmativo, ¿cuándo será el momento adecuado de abandonarla? Nuestro análisis sugiere que se está inclinando la balanza de la eficacia de las compras: los costes y riesgos potenciales que pueden surgir están a punto de superar los beneficios de la QE3 en 2013.

Dificultades

El índice de incertidumbre política de EE.UU. de BBVA Research indica que están desapareciendo las dificultades que genera la política fiscal nacional. Por otra parte, los riesgos de la política fiscal -el abismo fiscal, paralización del gobierno, recorte de gastos y el plazo del techo de la deuda- también han remitido. De hecho, recientemente la Oficina Presupuestaria del Congreso (CBO) revisó su previsión de déficit fiscal para 2013 del 5,3% al 4% del PIB. Además, el déficit acumulado durante el período de 2014-2023 se redujo en 618.000 millones de dólares comparado con la previsión de febrero, gracias al aumento de ingresos y reducción de gastos. De forma similar, el índice de tensión financiera de BBVA Research muestra que las tensiones

financieras procedentes de Europa se mantienen moderadas. La crisis de la deuda soberana europea aún no está resuelta, pero parece manejable, mientras que las tensiones financieras recrudescidas por la crisis de Chipre y las elecciones de Italia también se han desvanecido.

En suma, la falta de crecimiento económico en Europa y la desaceleración general de la actividad económica global siguen siendo dificultades reconocibles y continuarán ejerciendo una presión negativa sobre la cuenta corriente de EE.UU. No obstante, las dificultades principales que podrían suponer riesgos para la estabilidad financiera interna han quedado atrás.

Perspectivas del mercado de trabajo

La altamente flexible política monetaria de 2013 continúa, y por ahora los Presidentes y Gobernadores de la Reserva Federal siguen dando detalles sobre el variado conjunto de indicadores que consideran que apunta a una “mejora sustancial” de las perspectivas del mercado de trabajo. Animados por varios meses de cifras positivas de empleo no agrícola y de reducción de la tasa de desempleo al 7,5% desde el 8,1% en agosto de 2012, varios de los Presidentes moderados de la Reserva Federal están dispuestos a considerar la disminución de las compras mensuales de activos. Al mismo tiempo, es esencial observar que los efectos de la política monetaria pueden retrasarse hasta tres años. Por lo tanto, estas mejoras del mercado de trabajo podrían no ser atribuibles al alto nivel actual de flexibilidad monetaria. Sin embargo, la mejoría de las condiciones del mercado de trabajo reflejan el efecto de transmisión positiva de la sala de reuniones del FOMC a la economía general.

Gráfico 17

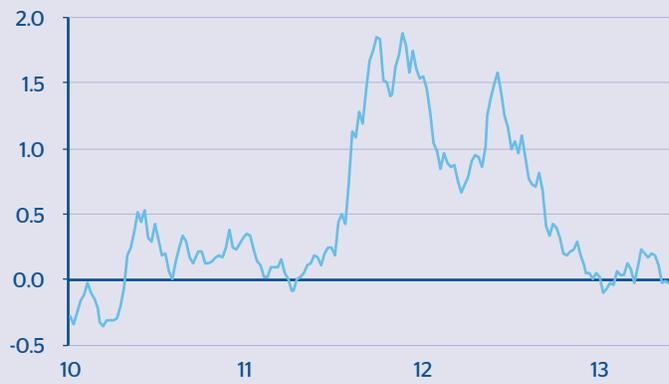
Índice de incertidumbre política de EE.UU.



Fuente: BBVA Research

Gráfico 18

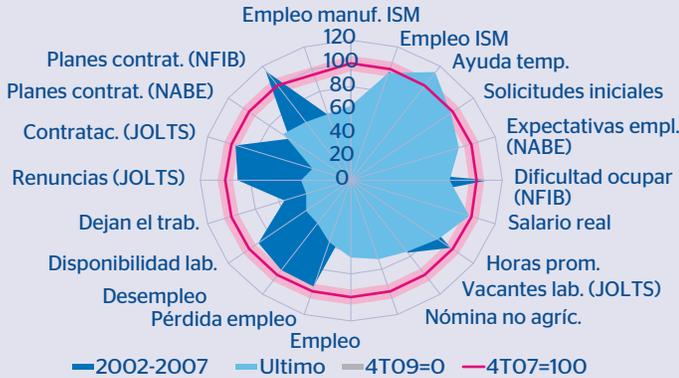
Índice de tensiones financieras de la UEM



Fuente: BBVA Research

Gráfico 19

Mejora del mercado de trabajo

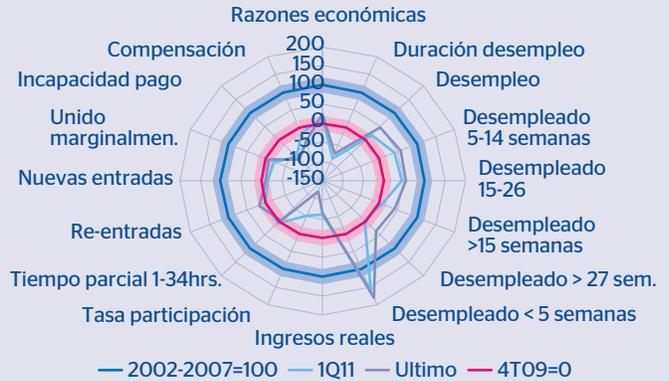


Fuentes: BLS, Departamento de Trabajo, NABE, NFIB, ISM, TCB y BBVA Research

Un análisis de los indicadores del mercado de trabajo apunta hacia un aumento de la relatividad de los factores estructurales de la tasa de desempleo en comparación con los cíclicos. En consecuencia, los gráficos radiales del mercado de trabajo indican la profundización de los factores estructurales de la tasa de desempleo (tasa de participación, duración del desempleo y pagos por invalidez), y una fuerte mejora de los indicadores que podría atribuirse al desempleo cíclico, como por ejemplo los parados de corta duración. El nivel relativo de los indicadores adelantados (empleo de ISM, ayuda temporal, demandas iniciales, expectativas de empleo), así como indicadores de la condición general del mercado (salario real, nómina, empleo) mejoró por encima de sus niveles medios de 2002 a 2007. Los indicadores adelantados superaron el nivel máximo anterior a la recesión. Los indicadores de confianza del mercado de trabajo mejoraron comparados con el nivel más bajo del mercado de trabajo, pero aún están por debajo del 50% del nivel máximo. Varios indicadores de utilización del trabajo no han mejorado

Gráfico 20

Utilización del trabajo



Fuentes: BLS y BBVA Research

desde los niveles del 4T09, subrayando la necesidad de abordar los problemas estructurales existentes en el mercado de trabajo. Citando a James Bullard (Presidente del Banco de la Reserva Federal de St. Louis), "por sí sola, la política monetaria no puede solucionar eficazmente las múltiples ineficiencias del mercado de trabajo".

Los miembros del FOMC siempre recalcan que la tasa de desempleo es un determinante clave, pero no es el único indicador que se debe evaluar. La instantánea actual de las características del mercado laboral implica que la mayor eficacia de continuar con el programa de compras de activos a gran escala (CAGE) es discutible. Aunque las compras de activos actuales tardarán algún tiempo en influir en el mercado de trabajo, existen cambios estructurales obvios. Bernanke declaró recientemente que "la política monetaria no puede ser una panacea". ¿Estarán las medidas del FOMC en línea con dicha afirmación?

Gráfico 21

Confianza del mercado inmobiliario y financiero



Fuentes: Oficina del Censo, WSJ y BBVA Research

Perspectivas del mercado financiero

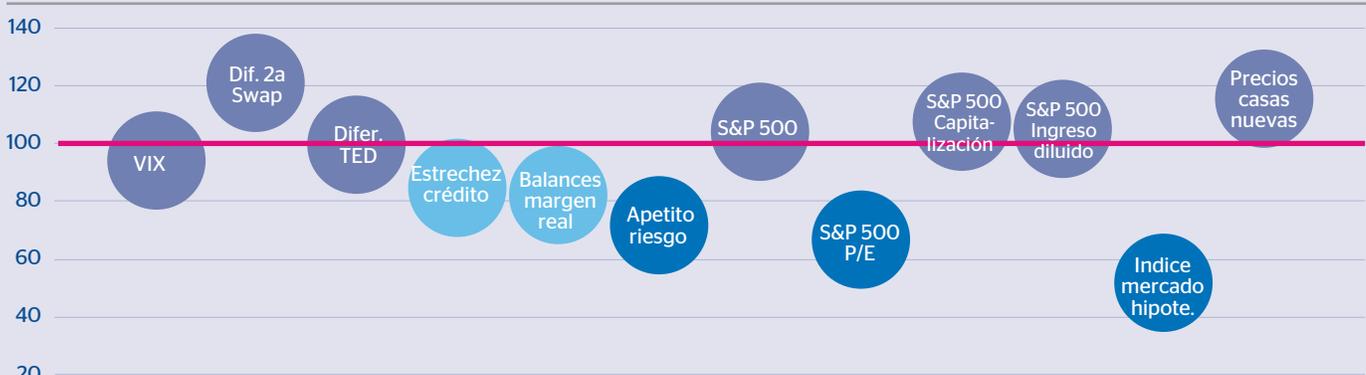
El efecto positivo de la QE3 sobre el mercado de la vivienda y el resto de los sectores de la actividad económica afectados por los tipos de interés es indiscutible. El siguiente gráfico muestra el efecto de la QE3 sobre las nuevas unidades de vivienda autorizadas junto con el índice VIX. El resultado de la QE3 es el deseado: impulsa el número de viviendas autorizadas, mientras que el índice VIX, el “indicador de miedo”, se redujo a niveles anteriores a la crisis. No obstante, los períodos prolongados de tipos de interés bajos tienen un riesgo potencial para los mercados y, además, es difícil predecir si continuará la tendencia de mejora una vez que se retire la flexibilidad monetaria.

El último gráfico ilustra el estado actual de los indicadores financieros y de vivienda con relación a sus niveles máximos alcanzados durante la burbuja recalentada (para cada uno de los indicadores). Varios de los indicadores, a saber: diferencial

swap del USD a 2 años, diferencial TED, índice compuesto S&P 500, capitalización bursátil, beneficio diluido y precio medio de las ventas de viviendas unifamiliares nuevas, se sitúan por encima de sus niveles anteriores a la crisis. Sin embargo, las mediciones ajustadas a la inflación, como la relación precio/beneficio de S&P 500, el índice del mercado de la vivienda de constructores de viviendas y los saldos deudores reales de las cuentas de margen, así como las mediciones del apetito de riesgo como el diferencial de mercado alcista-bajista y la restricción de los créditos C+I de los bancos, están por debajo de la marca de recalentamiento. No cabe duda de que las mejoras de los mercados de crédito y renta variable dependen del programa CAGE actual, pero el nivel de dependencia no se constatará hasta que la Fed lo abandone. Con todo, puede que a la Fed le resulte difícil aceptar que en ocasiones no existen las victorias totales y que la política correcta es salir.

Gráfico 22

El nivel de calentamiento actual de los indicadores financieros



Fuentes: TCB, S&P, Robert Shiller, NAHB, WSJ, Haver Analytics y BBVA Research

Según la métrica evaluada de la actividad económica y de la aversión al riesgo, podemos concluir que la QE3 ha tenido el efecto deseado y su impacto sobre los mercados de renta variable y vivienda ha sido más eficaz que las medidas anteriores implementadas por el FOMC. No obstante, es igual de importante tener en cuenta el aumento de los costes de la

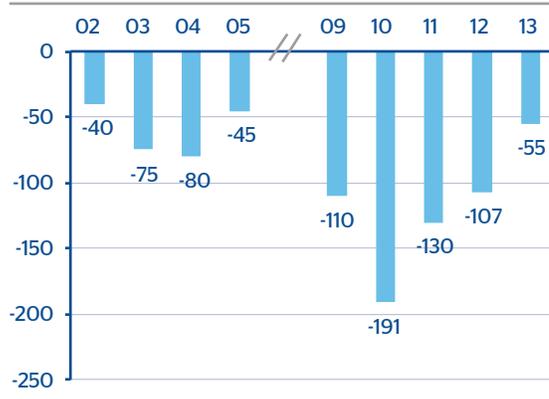
QE3. En la actualidad, el efecto neto parece ser positivo, pero prevemos que se reduzca en los próximos meses. Como resultado, cabría esperar que el FOMC empiece a reducir el programa de compra de activos en torno al segundo semestre de 2013, salvo que se produzca alguna crisis económica.

5. Los presupuestos estatales mejoran, pero están lejos de ser sólidos

La perspectiva de los presupuestos de los estados está empezando a mejorar después del excesivo apalancamiento sistémico anterior a la crisis y la prolongada reducción de ingresos durante la recesión y recuperación. Durante la recesión, por norma general los estados experimentaron una desaceleración de los ingresos debido a la menor inversión de capital e inferiores niveles de empleo. Fue así que se redujeron los ingresos obtenidos por los impuestos sobre la renta y de sociedades. Asimismo, los gastos aumentaron rápidamente debido a la implementación de estabilizadores económicos previamente provisionados. El resultado ha sido el agravamiento del déficit fiscal. La recesión actual produjo los efectos recesivos esperados; sin embargo, cinco años de crecimiento negativo de los ingresos y un excesivo apalancamiento y asunción de riesgos, dificultaron la recuperación de los estados.

Gráfico 23

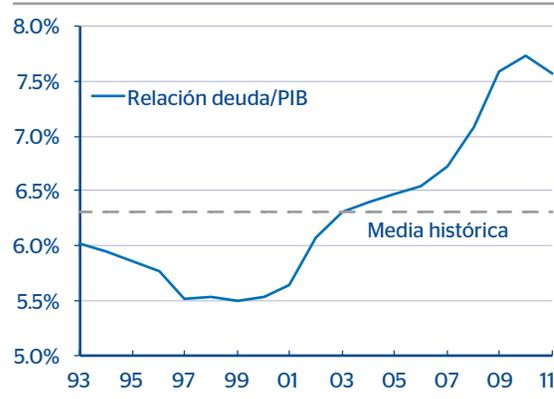
Déficit presupuestario durante la recesión previa



Fuente: Center for Budget and Policy Priorities

Gráfico 24

Deuda pendiente de los estados respecto al PIB

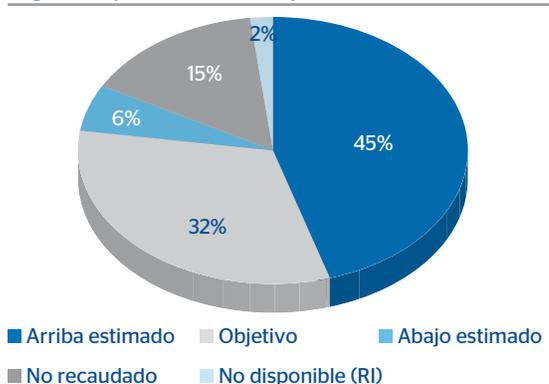


Fuentes: BBVA Research y Haver Analytics

Para decirlo en pocas palabras, las grandes pérdidas de ingresos, el aumento de los gastos fiscales y una mala planificación produjeron desequilibrios fiscales sin precedentes. En total, los 50 estados de EE.UU. perdieron aproximadamente 420.000 millones de dólares de ingresos entre 2008 y 2010, asumiendo una tasa de crecimiento histórica del 8%. En otras palabras, si los ingresos continuaran a sus tasas previas a la recesión, los niveles de ingresos actuales serían de 420.000 millones de dólares. Las principales pérdidas de ingresos también coincidieron con mayores niveles de gasto causados por iniciativas económicas diseñadas para compensar las pronunciadas caídas de la actividad económica (estabilizadores económicos). El Gráfico 1 indica unos déficits presupuestarios acumulados totales de 593.000 millones de dólares desde 2009.

Gráfico 25

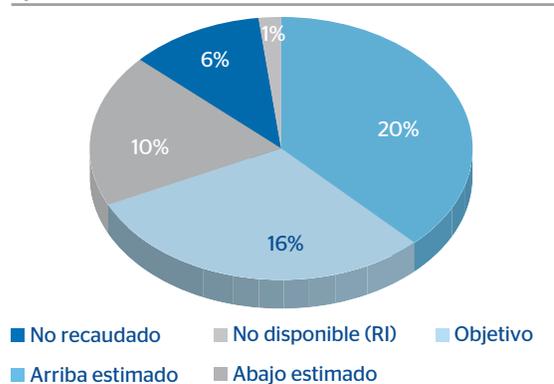
Ingresos por IRPF en el ejercicio fiscal de 2013



Fuente: National Conference of State Legislatures

Gráfico 26

Ingresos por impuestos de sociedades en el ejercicio fiscal de 2013



Fuente: National Conference of State Legislatures

Recuadro 3: ¿Deberían las asambleas legislativas de los estados apuntarse el éxito del aumento de ingresos?

Una y otra vez, el rumbo correcto de la política fiscal ha sido el debate principal de la política de EE.UU. entre demócratas y republicanos desde 2011. Expertos de ambos partidos han sugerido modos de estimular el crecimiento mediante una austera política fiscal de una parte, y una política fiscal basada en el gasto por la otra. De este modo, el gasto es la cura del mal de la economía según el argumento conservador, y la causa según el otro.

Estimamos los efectos de una política fiscal estatal ortodoxa frente a flexible calculando el impacto que tiene sobre el crecimiento reducir los ingresos o aumentar los gastos. En esencia, estamos suponiendo que el crecimiento económico real depende de los cambios de la política fiscal y no del ciclo de ingresos. De este modo, la aceleración de las medidas se puede asumir como un cambio de política en lugar de una fluctuación cíclica normal. Para calcular el efecto medio en los estados y en el tiempo, aprovechamos la eficiencia de una regresión de panel. En una configuración de panel podemos controlar la heterogeneidad inadvertida en los estados. En otras palabras, debe haber poco o ningún sesgo inadvertido, asumiendo que controlamos los determinantes principales del crecimiento.

La regresión es la siguiente: el crecimiento real contemporáneo depende de la aceleración de los ingresos reales y los cambios del gasto en los cuatro períodos anteriores. Se añadieron controles ideológicos y de desempleo de los estados. Los resultados de la Tabla 1 sugieren que, a corto y medio plazo (1-2 años), los aumentos de empleo tienen un mayor impacto absoluto sobre el crecimiento con relación a los cambios de

política. A largo plazo, los cambios de política fiscal y de gasto tienen un efecto positivo, pero lastran otras variables y no tienen un impacto significativo sobre el crecimiento. Además, en el contexto de desgravaciones fiscales vs. aumentos del gasto, nuestros resultados indican que las políticas basadas en el gasto tienen un efecto relativo mayor sobre el crecimiento. Específicamente, un aumento de una unidad de la tasa de aceleración del gasto -un estímulo de facto- tiene casi un efecto dos veces mayor que el que producen los cambios de la política de ingresos. Por tanto, aunque ambos afectan positivamente al crecimiento, en nuestra opinión el impacto del estímulo basado en el gasto es mayor que el estímulo basado en los impuestos o los ingresos.

Los resultados de un tercer conjunto de regresiones de panel también sugiere un elemento más dentro del bucle de retroalimentación: los resultados presupuestarios se basan más en el crecimiento económico que en las políticas retroactivas. En una gran configuración de panel, al controlar la ideología de los estados¹ y la política fiscal, el empleo y la renta personal son los determinantes más significativos estadísticamente determinantes del crecimiento de los ingresos. Respecto al crecimiento de los ingresos, el empleo es el motor principal. Por ejemplo, nuestros resultados sugieren que un aumento de un uno por ciento del empleo incrementa los ingresos totales, de impuestos de la renta, de sociedades y al consumo un 4,4%, 1,1%, 5,6% y 0,4% mientras que un aumento de la renta solo incrementa las citadas categorías un 0,0%, 0,7%, 0,0% y 0,3%, respectivamente.

Tabla 2

El impacto de la política fiscal sobre los ingresos y gastos

	(1) Ingresos totales	(2) IRPF	(3) Imp. sobre Sociedades	(4) Imp. sobre ventas	(5) Gastos
t-1	-0.34* (-4.35)	-1.06* (-3.24)	-0.21** (-2.09)	-1.34** (-2.48)	-1.14* (-3.77)
t-2	-1.47* (-5.81)	-1.48* (-3.24)	-0.49* (-3.90)	-1.75** (-2.25)	1.35** (2.09)
t-3	-1.95* (-5.66)	-1.45* (-3.52)	-0.52* (-6.17)	-1.21 (-1.27)	2.44* (3.65)
t-4	-1.30* (-5.81)	-0.92** (-2.08)	-0.30* (-4.93)	-0.92 (-1.81)	1.95* (3.05)
Empleo	0.91* (8.28)	0.98* (8.32)	0.98* (8.31)	0.76* (5.55)	0.75* (6.62)
gov_partyc	0.016* (3.25)	0.018* (4.98)	0.036* (5.62)	0.037* (7.24)	0.018* (6.63)
_cons	10.2* (10.66)	9.57* (11.14)	6.11* (8.88)	11.5* (6.17)	1.77 (0.80)
N	250	215	230	250	250
R ² ajust.	0.508	0.548	0.556	0.384	0.420

Nota: estadística t entre paréntesis; * p<01; ** p<05
Fuente: BBVA Research

Tabla 3

Los efectos del crecimiento económico sobre los ingresos y gastos

	(1) Ingresos totales	(2) Ingresos por IRPF	(3) Ingresos por imp. sobre soc.	(4) Ingresos por imp. sobre vtas.	(5) Gastos
Empleo	2.40* (4.32)	1.77* (6.58)	6.64* (6.31)	0.89* (3.59)	-1.71* (-8.64)
PIB real	-0.31 (-0.58)	-0.46 (-2.00)	-0.96 (-1.01)	0.13 (0.59)	0.53** (2.10)
Renta personal real	1.42* (4.11)	1.24* (4.30)	1.47 (1.29)	0.26** (2.23)	0.87* (5.28)
Ideología edos.	0.0026 (0.11)	-0.049* (-3.17)	-0.12 (-1.84)	0.076* (6.84)	0.0031 (0.41)
t-2	-0.56* (-16.75)	0.013 (0.26)	0.096 (0.98)	0.23* (4.46)	0.42* (9.80)
_cons	-4.71 (-1.62)	-7.73* (-4.62)	-43.3* (-6.36)	0.32 (0.23)	5.81* (7.38)
N	450	387	414	450	450
R ² ajust.	0.442	0.513	0.415	0.548	0.802

Nota: estadística t entre paréntesis; * p<01; ** p<05
Fuente: BBVA Research

¹ Representamos la ideología del estado usando la ideología del gobernador de un determinado estado

Tabla 4

Clasificaciones de tensión fiscal

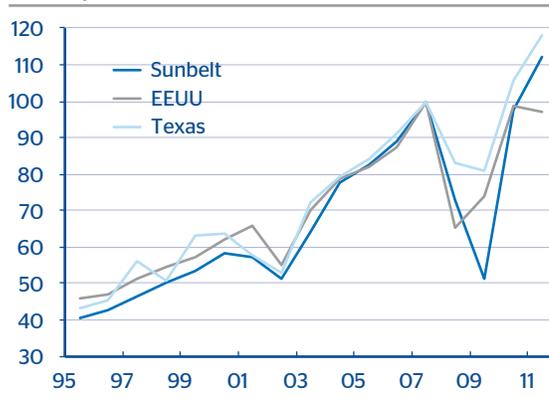
Estado	Estructural		Componentes cíclicos		A 3 meses Crecim.
	Clasificación gral.	Clasif. estructural	Diferencial de la tendencia		
			Demandas iniciales de desempleo	Ciclo de ingresos	
	Mejor = 1		Mejor = 1		
TN	1	2	1	3	21
NE	2	4	43	5	34
TX	3	7	41	7	9
NC	4	3	4	39	12
MI	5	6	3	24	38
SD	6	5	8	35	16
IA	7	10	31	17	11
SC	8	13	2	14	27
OH	9	9	10	20	49
ND	10	20	26	9	8
CO	11	22	44	4	4
FL	12	16	50	8	18
ID	13	17	17	33	2
OR	14	23	14	23	1
IN	15	19	23	19	25
WI	16	11	28	31	31
UT	17	18	47	22	6
VA	18	15	20	30	20
AR	19	12	15	40	44
DE	20	26	11	15	17
OK	21	24	9	18	41
MN	22	29	27	11	5
MT	23	8	39	45	26
GA	24	27	40	21	14
NH	25	28	42	12	28
KS	26	32	45	6	22
AZ	27	21	48	38	19
PA	28	25	29	29	48
NY	29	30	37	26	32
VT	30	35	33	28	15
AK	31	1	18	50	39
NV	32	33	49	43	3
AL	33	31	5	44	45
ME	34	34	24	36	50
MS	35	38	7	32	43
WV	36	37	16	34	46
NM	37	36	30	46	36
WY	38	14	36	49	37
WA	39	39	13	37	10
MO	40	40	19	13	40
HI	41	42	38	2	33
RI	42	43	25	10	23
CT	43	45	34	16	35
MA	44	47	22	27	13
KY	45	46	12	25	47
IL	46	48	21	1	42
NJ	47	41	35	47	24
MD	48	44	46	48	30
LA	49	49	6	42	29
CA	50	50	32	41	7

Fuentes: BBVA Research, Haver Analytics y Bloomberg

En términos de tensión fiscal, Hawai, California y Maryland continúan teniendo importantes brechas presupuestarias, además de mayores factores de riesgo cíclicos, y por ello ocupan el quintil superior en términos de tensión fiscal. Otros factores que lastran las perspectivas fiscales de estos estados son cargas impositivas ya elevadas y poca flexibilidad con los tipos impositivos actuales. California, por ejemplo, tiene un tipo marginal impositivo máximo del 13% para las rentas superiores a 1 millón de dólares. Hawai tiene un tipo marginal impositivo máximo superior al 10%. Unos impuestos comparativamente altos respecto a otros estados dificultarán políticamente las subidas de impuestos adicionales y las harán económicamente ineficaces. Este impulso negativo y el escaso margen de mejora de los ingresos complicará la situación fiscal del estado. Para complicar aún más las cosas, existe una dependencia de las transferencias federales, que podrían reducirse durante la década cuando el gobierno federal empiece a recortar el gasto.

Gráfico 28

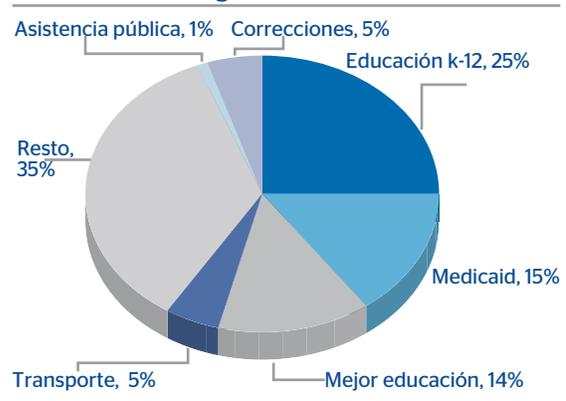
Índice de ingresos de la región del Sunbelt, Texas y EE.UU., 2007=100



Fuentes: BBVA Research y Haver Analytics

Gráfico 29

¿Dónde van los ingresos?

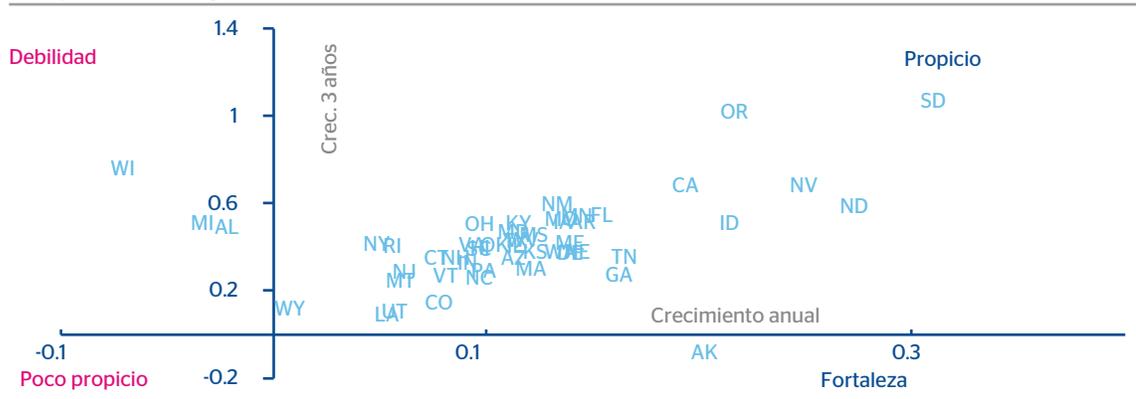


Fuente: Center for Budget and Policy Priorities

En la región del Sunbelt, las perspectivas fiscales permanecen bifurcadas. Por una parte, estados como Texas, Colorado y Florida se encuentran en los quintiles superiores en términos de solidez fiscal. El gran potencial de aumento de los ingresos y la solidez estructural son la fortaleza principal de dichos estados. Sin embargo, Arizona, California y Nuevo México, se encuentran en la parte inferior según nuestro índice de tensiones fiscales. La lucha contra los déficits estructurales y los factores de riesgo cíclicos repercute sobre las perspectivas fiscales de los estados. La dinámica de ingresos de California, Nuevo México y Arizona es similar: las pérdidas se concentraron en los impuestos sobre la renta y al consumo. En concreto, el aumento de ingresos por los impuestos sobre la renta se redujo un 24,4%, 20,4% y 20,0% en Arizona, California y Nuevo México, respectivamente.

Gráfico 30

Perspectiva de ingresos: crecimiento en tres años vs. crecimiento interanual



Fuentes: BBVA Research y Haver Analytics

No es momento de clamar victoria...

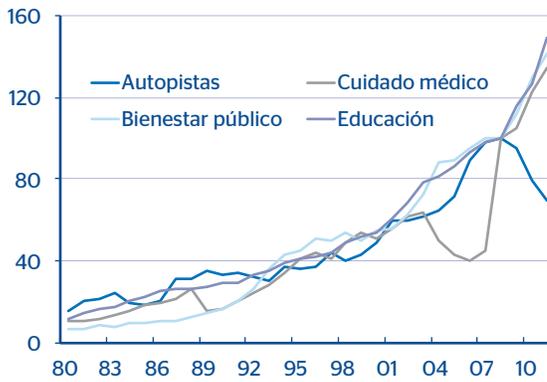
Aunque la perspectiva de ingresos se inclina al alza, los desequilibrios fiscales como los fondos de emergencia agotados, pasivos de pensiones infradotadas o sin respaldo y niveles de gasto insostenibles aún perduran. Parece existir un creciente consenso entre las asambleas legislativas de que el fuerte aumento de los ingresos de 2013 indica que los retos presupuestarios están disminuyendo. Sin embargo, detrás de esta gran generación de ingresos estaba el anhelado deseo de cambiar los beneficios financieros en 2012 y 2013, en previsión de mayores impuestos. Por tanto, declarar la victoria sobre los retos presupuestarios podría ser prematuro. Además, los estados deben tomar difíciles decisiones a largo plazo sobre cómo gestionar la crisis y también sobre cómo equilibrar la prudencia fiscal con iniciativas estructurales como la educación y las infraestructuras.

En cuanto a los gastos, durante la recesión se creaban muchos programas diseñados para compensar las desaceleraciones cíclicas a medida que crecía el desempleo y aumentaban las tasas de pobreza. Por ejemplo, los servicios sociales totales aumentaron en 89.000 millones de dólares entre 2007 y 2010. En parte debido a los mencionados estabilizadores económicos, y en parte debido a una provisión demasiado generosa antes de la recesión en previsión de una crisis, el gasto en servicios sociales se disparó hasta el 3,2% del PIB hasta 2010. Aunque la tasa de crecimiento se ha ralentizado hasta tasas previas a la recesión, la nueva legislación federal, como la Ley de sanidad asequible y recorte del gasto, podría ejercer de nuevo presiones alcistas sobre el gasto estatal. Las presiones acumuladas indican que independientemente de las recientes tendencias, los estados todavía tienen muchos obstáculos que salvar.

El transporte, un sector clave, estaba infrafinanciado en gran parte de los estados durante la recesión. Específicamente, se redujo la inversión en autopistas, bajando hasta un 1,1% del PIB. El cambio de las mejoras en infraestructuras al gasto en servicios sociales es beneficioso económicamente en una desaceleración cíclica. Sin embargo, a largo plazo, si no se mantienen y amplían las carreteras y autopistas existentes el crecimiento potencial de un determinado estado se podría erosionar poco a poco (vínculo al resumen de infraestructuras).

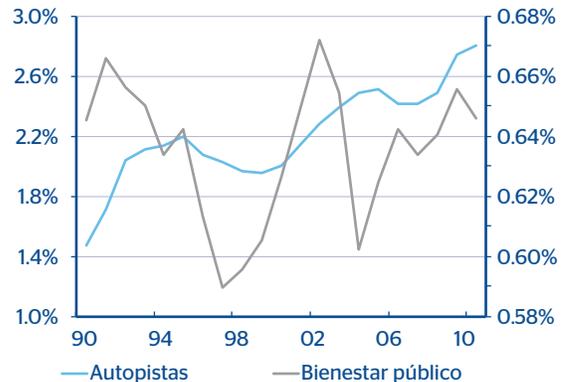
En Texas, cinco años de descenso de la financiación en autopistas es probable que lastre el crecimiento potencial del estado. Además, si no se actualizan las infraestructuras existentes podría afectar a la viabilidad económica del TLCAN, dado que desde 2012 viajan a través de la frontera de Texas y México mercancías por un valor de 114.500 millones de dólares. Dado que esto supone casi una décima parte de los resultados económicos del estado y el 1% del crecimiento en EE.UU., las consecuencias no serían para nada insignificantes. Asimismo, las altas concentraciones de extracción y refinación de petróleo y gas requerirán una mejor infraestructura de transporte. Si no se solventan dichas preocupaciones se reduciría el atractivo industrial de estas áreas a largo plazo.

Gráfico 31
Índice de gastos de Texas, 2007=100



Fuentes: BBVA Research y Haver Analytics

Gráfico 32
Gasto en educación y transporte como porcentaje del PIB



Fuentes: BBVA Research y Haver Analytics

El gasto educativo también se redujo un 6,0% del PIB durante la recuperación. La falta de aumento de las inversiones en educación puede afectar al crecimiento. Boustan, Hoxby y Vandembussche ¹ estiman que por cada 1.000 dólares de inversión en educación, el crecimiento aumenta 0,04 pp para el gasto en investigación y 0,07 pp para el gasto en carreras de cuatro años, suponiendo que estado tenga un gran potencial. Para los estados alejados de la frontera tecnológica, el efecto es muy diferente. Para el gasto en investigación, la relación es realmente negativa entre el gasto y el crecimiento y solo aumenta 0,03 pp para la inversión en carreras de cuatro años. En esencia, las decisiones para invertir en educación son heterogéneas en los diferentes estados. No obstante, los estados deberán desviar recursos a la educación para mantener la competitividad a largo plazo.

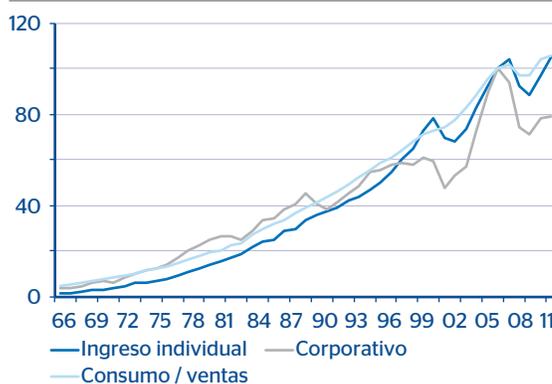
Existen opciones económicamente eficaces para obtener ingresos que compensarían la necesidad de elegir entre iniciativas estructurales. Una opción, implica centrar la imposición en bienes y servicios con poca elasticidad. Centrarse en bienes demandados poco flexibles debe mejorar la eficacia y reducir también la susceptibilidad de los ingresos respecto al ciclo empresarial. Por ejemplo, si los estados se centran más en una fiscalidad de tipo Pigouvian que grava bienes como el tabaco y el alcohol, que en general se consumen independientemente de la renta o el precio, debería tener efectos positivos en las fases de crecimiento y efectos moderados durante la desaceleración económica. De este modo, si aumenta la pérdida de empleos y se reducen los ingresos, no debe producirse una fuerte corrección a la baja de los ingresos fiscales.

Otra opción es centrar la estructura impositiva en el consumo en lugar de en impuestos basados en la renta. Los ingresos por impuestos de sociedades son, en promedio, más volátiles que los impuestos sobre el consumo dentro del ciclo empresarial. Además, los impuestos sobre la renta suelen ser más volátiles que los impuestos basados en el consumo y también más susceptibles al ciclo empresarial. Por tanto, si se sesga la distribución de impuestos hacia los impuestos basados en el consumo se debería reducir la volatilidad de los ingresos de los estados.

Tres resultados principales podrían evolucionar a partir del cambio. En primer lugar, una menor volatilidad permitiría una mejor gestión fiscal y disponibilidad. En segundo lugar, generaría una recuperación más inmediata y sólida de los ingresos durante las fuertes desaceleraciones. En tercer lugar, gravar el consumo en lugar de la renta debe mejorar el bienestar social. En general, de forma similar a la fiscalidad de tipo Pigouvian, el gobierno debe gravar actividades que sean menos beneficiosas económicamente. En particular, con unos altos niveles de apalancamiento de los hogares, sería más prudente intentar reducir el consumo en lugar de la mano de obra o la inversión en el entorno actual.

Gráfico 33

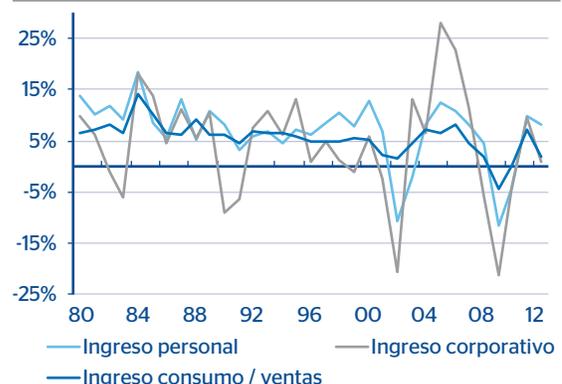
Ciclo de ingresos de los estados



Fuentes: BBVA Research y Haver Analytics

Gráfico 34

Volatilidad de los ingresos de los estados



Fuentes: BBVA Research y Haver Analytics

¹ Aghion, P.; Boustan, C. y otros. "The Causal Impact of Education on Economic Growth: Evidence from the U.S." Brookings Papers on Economic Activity, Primavera de 2009

Resumen:

En general, la situación fiscal en EE.UU. ha mejorado bastante desde 2012. Estados como California están registrando grandes superávits presupuestarios por primera vez desde la recesión. Además, la CBO revisó al alza sus perspectivas presupuestarias de EE.UU., apoyando las revisiones con ingresos mayores de lo esperado y menor gasto asociado a los recortes. Los presupuestos estatales también son más sólidos según nuestro índice de tensiones fiscales de los estados. Sin embargo, tal como hemos informado en nuestros resúmenes regionales, las perspectivas de los estados permanecen muy bifurcadas, con un potencial de crecimiento heterogéneo y realidades presupuestarias.

Para regresar a las normas fiscales previas a la recesión, los estados deben redoblar sus esfuerzos para impulsar el potencial económico a largo plazo bajo una provisión fiscal más prudente. Para reducir las brechas existentes hay algunas opciones beneficiosas económicamente como gravar bienes y servicios demandados poco flexibles. Al hacerlo, se debería disminuir la volatilidad de los ingresos y fortalecer los ingresos en crisis. Una opción adicional implica cambiar a un sistema tributario basado más en el consumo que repunte con mayor rapidez, después de la recesión, y menos volátil con el tiempo. Moderar la volatilidad de los ingresos es solo la mitad de la tarea fiscal pendiente. Equilibrar la fiscalidad y el gasto dentro de un entorno fiscal más cuidadoso también será un determinante clave de la eficacia de los estados a la hora de atraer a los individuos y empresas. Por último, los estados más prudentes que se centren en regenerar los presupuestos y la solidez fiscal, en lugar de regresar a las viejas normas, estarán en la posición más viable económicamente, capaz de competir en una economía global muy competitiva.

6. Un debate sobre la encuesta de consumidores y servicios financieros móviles de 2013

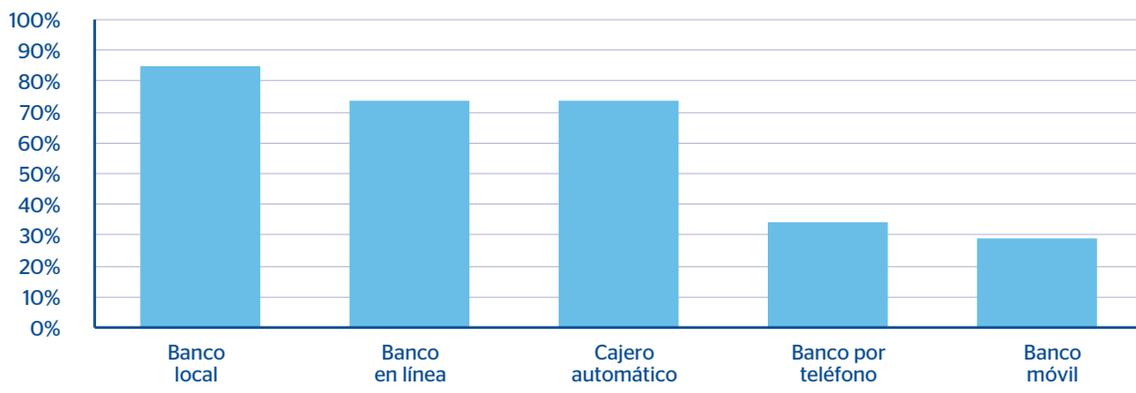
Los teléfonos inteligentes y las tabletas se han hecho tan ubicuos como su antecesor, el ordenador de sobremesa. El sector de los servicios financieros ha tomado nota y ha empleado la tecnología móvil para integrar una nueva forma de interacción con el cliente: la banca móvil. Con una gama más amplia de teléfonos móviles disponibles para cualquier nivel de renta, los consumidores tienen mayor acceso a la información financiera personal al alcance de la mano. Según la encuesta de la Junta de la Reserva Federal realizada en 2012 y publicada en 2013, la generación de usuarios móviles es bastante más prolífica de lo previsto. De acuerdo con los datos, el 87% de los adultos y el 90% de los que tienen entre 18 y 44 años dispone de acceso regular a un teléfono móvil, un porcentaje sorprendente teniendo en cuenta lo joven que es la tecnología. Ahora que los consumidores pueden usar la banca móvil para controlar sus cuentas e iniciar transacciones en su dispositivo, era solo cuestión de tiempo que su dispositivo se convirtiera en un proveedor y sistema de pago portátil. Lo pagos por móvil incluso han generado algunas alternativas a los establecimientos tradicionales, ya que la facilidad de uso y una mejor seguridad fomenta los proveedores móviles y electrónicos. La banca móvil, por tanto, ha posibilitado la habilidad de tomar decisiones financieras bien fundamentadas basadas en su condición pecuniaria, creando un consumidor racional moderno.

La banca móvil: qué es y por qué se usa

La encuesta sobre banca móvil de la Fed funciona como una evaluación de esta nueva ola de progreso tecnológico y subraya los efectos que ha tenido sobre su corta pero ajetreada vida. La Fed define la banca móvil como un “servicio que permite a los consumidores obtener información sobre la cuenta financiera y realizar transacciones con su entidad financiera”. Los servicios incluyen funciones que una vez estuvieron limitadas a los sitios web bancarios y las sucursales locales como consultar información sobre la cuenta, transferir fondos e incluso asesoramiento financiero. Sin embargo, con el uso de teléfonos inteligentes y posteriormente de datos inteligentes, los bancos han podido ofrecer funciones aún más atractivas como los depósitos en cheques por móvil y descuentos de agradecimiento al cliente en proveedores específicos. Estos servicios se han hecho más habituales cuando los bancos han creado plataformas de banca móvil, estimulando la demanda de los usuarios de productos móviles de entidades de servicios financieros muy variadas. Aunque la normativa suele frustrar la adopción de tecnologías por parte del sector bancario, el reciente esfuerzo de los bancos por atraer a los usuarios móviles prueba lo imprescindible que es un cambio paradigmático del entorno móvil.

Gráfico 35

Las 5 principales plataformas de banca



Fuentes: Reserva Federal y BBVA Research

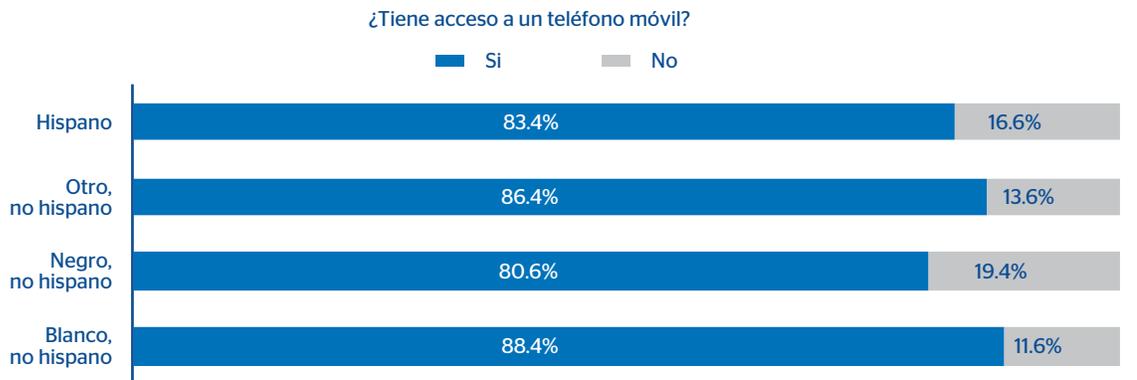
Aunque el cambio a la banca móvil es cada vez mayor, la inmensa mayoría de los consumidores decidió no usar la nueva plataforma. De hecho, más del 85% de los encuestados había visitado su sucursal local durante el último año a pesar del hecho de que una abrumadora mayoría tenía acceso a un teléfono móvil y casi la mitad a un teléfono inteligente. En realidad, la banca móvil representa la forma menos común de interacción; el 29% de los encuestados afirmaron que habían usado la banca móvil en los últimos 12 meses. Sin embargo, desde la última encuesta de 2011, el porcentaje de los que confirmaron haber usado la banca móvil se incrementó un 7%, un rápido aumento dadas las dificultades desde el punto de vista de la normativa y seguridad. Al ritmo actual, la plataforma móvil basada en web superará a la banca telefónica convencional como la cuarta opción más popular para los usuarios en el próximo informe de la Fed de 2014, e intentará dejar atrás a la banca electrónica poco después. Visto el ritmo acelerado de la adopción de los teléfonos inteligentes, la banca móvil podría superar a la banca convencional, por ejemplo el modelo de sucursal, en esta década. Su uso ganará aún más popularidad a medida que los teléfonos inteligentes se abaraten y sean más fáciles de fabricar: el uso de la banca móvil es significativamente mayor entre los usuarios de teléfonos inteligentes (48%) comparado con los de teléfonos móviles más simples (29%).

Cuando se trata de tecnología, la muestra de destino está cambiando

Al margen del uso técnico de la banca móvil, existe una tendencia sociológica que se ha descubierto en el estudio de la Fed que también pudiera dictar el futuro que puede contemplar la banca móvil. Según los datos, aunque la población blanca no hispana sigue siendo el segmento más numeroso que usa la banca móvil, queda lejos de la minoría en cuanto a la adopción de teléfonos inteligentes o de los servicios móviles que ofrecen. La población afroamericana e hispana son los dos segmentos en los que aumenta más rápido el uso de la banca móvil, lo que incluye alguna de sus modalidades más recientes como las compras y pagos por móvil.

Gráfico 36

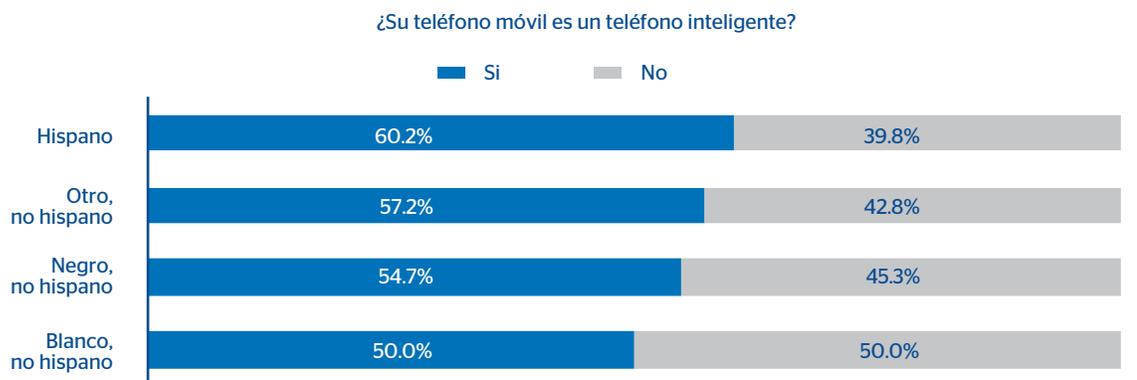
Penetración de la telefonía móvil por demografía



Fuentes: Reserva Federal y BBVA Research

Gráfico 37

Penetración de la telefonía móvil por demografía



Fuentes: Reserva Federal y BBVA Research

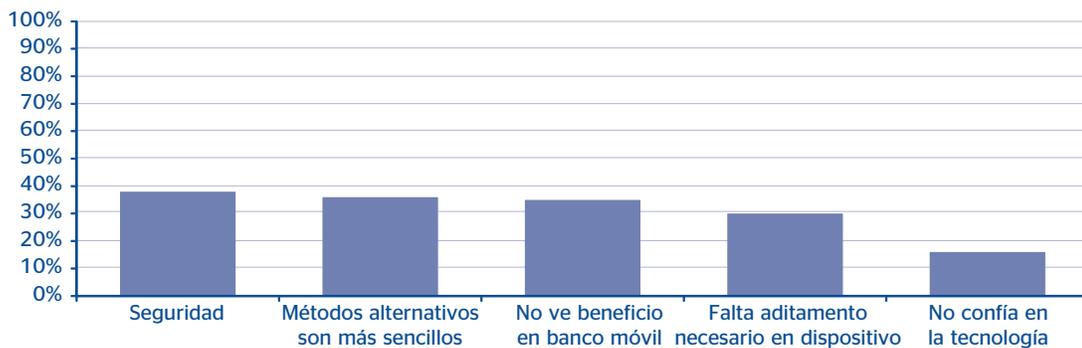
La creciente proporción de individuos que están adoptando los teléfonos inteligentes son minorías jóvenes con una creciente demanda de datos e información actualizada, incluido su bienestar financiero. Visible a la derecha de los gráficos correspondientes, la minoría de encuestados está más dispuesta a tener teléfonos inteligentes que cualquier otro grupo, aunque marginalmente tiene menos acceso a los teléfonos móviles. Esto contradice la tendencia de cómo se adopta normalmente la tecnología, ya que los nuevos productos y la tecnología suelen excluir por su precio a los jóvenes y a los grupos con menores ingresos. No obstante, a medida que los teléfonos inteligentes se abaratan y son menos dependientes de los caros servicios incluidos, parece que una minoría de jóvenes con pocos ingresos están dispuestos a comprar un teléfono inteligente y usar la banca y los pagos por móvil más que sus padres o la mayoría de lo demás jóvenes.

Usar o no usar, esa es la cuestión.

A pesar de que más del 85% de usuarios de la telefonía móvil afirmaron haber consultado el saldo de sus cuentas mediante plataformas de banca móvil en los últimos 12 meses, la mayoría de los servicios bancarios ofrecidos eran infrautilizados. Por ejemplo, la transferencia de fondos fue la segunda forma de banca móvil más popular, pero fue usada un 34% menos que consultar el saldo de las cuentas, lo que subraya que la falta de tracción que la banca móvil ha logrado obtener hasta ahora. Otros servicios notificados incluyen alertas de texto (29%), pago de facturas en línea a través de un sitio web o móvil (24%) y el ingreso de un cheque a través de una aplicación móvil (21%). Aunque la mayoría de los servicios ofrecidos eran similares a los disponibles en páginas web de los bancos, la sensación de que estos servicios son ahora móviles es una perspectiva más tentadora, a pesar de que no le faltan críticos.

Gráfico 38

Principales motivos aducidos para no usar la banca móvil



Fuentes: Reserva Federal y BBVA Research

La seguridad y utilidad son las causas principales de la escasa adopción de los servicios bancarios móviles. Los que afirmaron que no habían usado la banca móvil en los últimos 12 meses el motivo que citaron con más frecuencia fue que sus necesidades bancarias ya estaban satisfechas (54%). Aquellos que desean información financiera actualizada pero evitan el uso de la banca móvil lo hacen debido a su percepción de seguridad. De hecho, cuando se les preguntó por qué no usaban la banca móvil, el 49% citó la seguridad, mientras que el 14% afirmó que no confiaba en la tecnología en general. Sin embargo, estas preocupaciones son tratadas continuamente por los bancos y cada vez son menos justificadas, vistos los crecientes esfuerzos por garantizar que la información es segura. Cuando se les preguntó qué servicios estarían dispuestos a probar si se solucionaban las cuestiones de seguridad, los resultados fueron sorprendentemente parecidos a los que la banca móvil ya ofrece. La mayoría de usuarios, una vez minimizadas las amenazas a la seguridad, estarían dispuestos a que se remitieran a su dispositivo móvil los saldos de cuenta o notificaciones de transacciones. En consecuencia, dados los rápidos esfuerzos de la mayoría de las plataformas de banca móvil por solventar estas preocupaciones de seguridad, el crecimiento de la banca móvil superará todas las dificultades cuando los indecisos adopten esta tecnología.

Los dispositivos móviles están reescribiendo el manual de instrucciones para el modelo de banca

Igual que Internet trajo una nueva ola de innovación que condujo a la banca electrónica, los dispositivos móviles abrieron la puerta a una gama infinita de datos y aplicaciones de usuario. Mike Maples Jr. y Roger McNamee, dos emprendedores de alta tecnología, describen el concepto de innovación como una "ola" y lo dividen en tres

fases distintas: infraestructura, plataformas de habilitación y aplicaciones. Según la encuesta, los bancos han logrado trascender las primeras dos fases rápidamente dada la disponibilidad de plataformas e innovación que ya existían. Por consiguiente, los bancos están pasando en la actualidad a la fase de las aplicaciones en la que los bancos están penetrando el mercado y logrando la adopción por parte de los consumidores.

La pregunta que se debe plantear, como consecuencia de la creciente penetración de la banca móvil, es qué futuro les deparará a los canales tradicionales como la sucursal. La respuesta no es fácil. Aunque las sucursales pueden perder importancia en el futuro, los bancos simplemente no pueden variar todos sus esfuerzos hacia la creación de una banca móvil y electrónica y, en consecuencia, dejar de operar a nivel físico. Si existe un motivo que justifica la existencia de las sucursales en la era de la banca móvil es el hecho de que las personas aún desean una ubicación física en la que puedan depositar y reclamar su dinero siempre que lo deseen.

Este es el motivo por el que algunos bancos han optado por transformar la sucursal, en lugar de eliminarla. Lo han hecho adaptando la sucursal local para que se convierta en un puerto rápido y sencillo para las necesidades financieras implementando la tecnología. Por ejemplo, abrir una cuenta con un banco suele requerir una visita a una sucursal, pero poco más, salvo el esfuerzo del cliente. Pero con la nueva tecnología y unos procesos más eficientes, el acto de abrir una cuenta, que solía tardar media hora, ahora dura menos de la tercera parte del tiempo. Con un software más potente que nunca, optimizar los procesos recompensará al banco con una mayor generación de clientes y a estos con un acceso más fácil.

La innovación de la tecnología móvil, que originó la banca móvil, también ha abierto la puerta a que otras compañías asuman ciertas características de un portal bancario. La competencia indirecta de las empresas puede usurpar la plataforma que los bancos están intentando perfeccionar. Ya se están solicitando servicios que están ofreciendo entidades no bancarias. ¿Cómo seguirán siendo competitivos los bancos dada la posible competencia de entidades no bancarias? El concepto de relevancia es esencial para responder a la pregunta, y la solución se puede extraer del modelo actual. Para establecerse en el nuevo paradigma, los bancos deben cambiar su foco de atención a ofrecer una plataforma móvil simple pero completa que no deje nada que desear y, por tanto, poco que perfeccionar por parte de aplicaciones. Si el informe de la Fed es ya una indicación, los bancos ya están en el camino correcto.

No hay duda, el futuro de la banca está en manos de los consumidores

La encuesta sobre servicios financieros móviles de la Fed confirma la creciente importancia de la adopción de la banca móvil, en particular entre los jóvenes y los desbancarizados. También ratifica que los bancos se han adelantado a los acontecimientos en cuanto a las tecnologías móviles. De hecho, como revela el informe, las aplicaciones de la banca móvil han alcanzado un nivel de sofisticación mayor del que los clientes convencionales desean adoptar. Esto inexorablemente aporta luz sobre el dilema de la sucursal: ¿deben los bancos continuar financiándose y ampliándose de modo similar, abriendo sucursales locales y dotándolas de personal para atender al 85% actual de los que afirmaron usar las instalaciones? O bien ¿deben prestar atención a la tendencia reciente de la informática móvil y empezar a mejorar su presencia en un espacio completamente diferente y para un cliente totalmente diferente en la creencia de que la sucursal local se está volviendo obsoleta?

La respuesta de los consumidores apunta a un cambio hacia la experiencia móvil a pesar del temor a que la información financiera pueda estar amenazada por piratas informáticos y ladrones. Si los bancos pueden ofrecer unos medios perceptiblemente más seguros para acceder a la información financiera, la banca móvil tiene la oportunidad de incorporar dos de los métodos más usados de la banca en pocos años. La banca móvil aumentará la productividad del sector, ya que los bancos dispondrán de más información y métodos para atender a los usuarios de forma eficiente; no obstante, estas tecnologías también conllevan más competidores: plataformas altamente sofisticadas con modelos de negocio innovadores y con costes operativos muy bajos. Por último, el gran beneficiado será el cliente. Gracias a la banca móvil, los consumidores pueden utilizar de forma más eficaz sus medios financieros, beneficiarse de las ofertas definidas por el usuario y eliminar la tensión de los cheques y las fechas de pago. Las tecnologías móviles han empoderado a los consumidores a un nivel que no tiene precedente en la historia, animando a los bancos a adoptar estrategias centradas en el consumidor para tener éxito. Si se implementa correctamente, sin impedimentos normativos o amenazas de seguridad, la banca móvil y los pagos tienen la capacidad de extender la era actual de los datos inteligentes a uno de los negocios más antiguos del mundo.

7. La financiación colectiva: ¿una tecnología disruptiva para la banca comercial?

Introducción

En mayo de 2013, Google anunció una inversión de 125 millones de dólares en la empresa de financiación colectiva entre particulares Lending Club. El mismo mes, Google Ventures (la división de capital riesgo de Google), junto con Union Square Ventures y otros ICR, invirtió 7,5 millones de dólares en la financiación de Serie A de CircleUp, una plataforma de financiación colectiva que permite a las pequeñas empresas vender acciones a inversores acreditados. ¿Las inversiones de Google en financiación colectiva marcan el comienzo de una era en la que los gigantes tecnológicos proporcionarán servicios financieros? ¿Es la financiación colectiva una seria amenaza para los bancos comerciales? ¿Tiene la capacidad de desplazar a los bancos a la hora de satisfacer las necesidades financieras de las empresas y particulares? Estas son algunas de las preguntas que motivan este ensayo.

En la primera parte, ofrecemos una definición de la financiación colectiva, así como ejemplos de algunas de las plataformas más populares. A esto le sigue una descripción de las tendencias actuales de la financiación colectiva, incluido el análisis de la Ley JOBS de 2012: una legislación que favorece que las pequeñas empresas se financien a través de sitios de financiación colectiva. En la segunda parte, afirmamos que la financiación colectiva basada en préstamos y acciones son innovaciones disruptivas para los bancos comerciales siguiendo la definición de innovación disruptiva de Clayton Christensen de la década de los noventa. En la tercera sección, exploramos una serie de alternativas para hacer frente a la innovación disruptiva y terminamos con una lista de temas para ampliar el debate.

La sabiduría de la multitud

El cambio tecnológico está transformando la interacción entre los bancos y sus clientes. Los bancos han tenido gran éxito en la integración de las tecnologías móviles y electrónicas en su negocio habitual. En la actualidad, la banca móvil está desplazando rápidamente a la sucursal bancaria como el canal principal de interacción entre los bancos y unos consumidores cada vez más empoderados. Según la encuesta de consumidores y servicios financieros móviles de la Fed de finales de 2012, casi dos tercios de los clientes bancarios usaron la banca electrónica durante un período de 12 meses, mientras que un tercio de los clientes bancarios declararon haber usado la banca móvil (véase *Un debate sobre la encuesta de consumidores y servicios financieros móviles de 2013, Situación de EE.UU.* en el 2T13). La banca electrónica y móvil son ejemplos de tecnologías sostenibles (Christensen, 1997), entendidas como aquellas que mejoran los procesos y productos de una compañía. Sin embargo, Internet también ha traído un nuevo conjunto de tecnologías y modelos de negocio disruptivos que cuestionan el modo habitual de hacer las cosas: este es el caso de la financiación colectiva.

La financiación colectiva, o crowdfunding, es la práctica de financiar un proyecto recaudando dinero de un gran grupo de personas (comúnmente conocido como “la multitud”). La financiación puede adoptar la forma de donaciones, préstamos o dinero a cambio de acciones. La financiación colectiva se realiza normalmente a través de plataformas basadas en Internet.

Existen cuatro categorías de financiación colectiva: basada en recompensas, beneficencia, préstamos o acciones. En la financiación colectiva basada en recompensas, se contribuye con fondos a cambio de bienes o servicios futuros. En la financiación colectiva basada en la beneficencia, los individuos y organizaciones aceptan donaciones del público en general. La recompensa y la beneficencia son las formas más comunes de financiación colectiva y son una buena opción para organizaciones sin ánimo de lucro, causas sociales, proyectos artísticos y desarrollo de productos. Compañías como Kickstarter e Indiegogo son un buen ejemplo de financiación colectiva basada en recompensas. Desde su creación, estas compañías han ayudado a que miles de proyectos creativos sean financiados por millones de personas a través de sus plataformas.

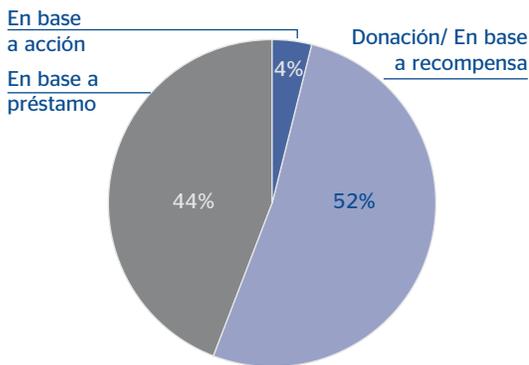
La financiación colectiva basada en préstamos permite a las personas y empresas prestar dinero y pagarlos con un interés. Los sitios de préstamo entre particulares como Lending Club o Prosper se usan para financiar pequeñas empresas, reformas de viviendas, tratamientos médicos, vacaciones y compras de bienes duraderos. Los préstamos se aprueban basándose en la calificación crediticia del prestatario y no se exigen

garantías. Por otra parte, la financiación colectiva basada en acciones permite a las empresas obtener capital vendiendo acciones a inversores acreditados. En general, las empresas que desean participar en plataformas basadas en acciones deben cumplir ciertos requisitos como generar cierta cantidad de ingresos y pasar una serie de comprobación de referencias.

Los datos publicados por la firma de consultoría Massolution muestran que en 2012, la cantidad de fondos recaudados a través de plataformas de financiación colectiva fue de 2.700 millones de dólares. De ellos, el 52% o unos 1.400 millones de dólares han sido recaudados a través de plataformas basadas en donaciones/recompensas, otro 44% fue recaudado a través de plataformas basadas en préstamos y el 4% restante procede de plataformas basadas en acciones. En términos de crecimiento, entre 2011 y 2012, los fondos recaudados a través de plataformas basadas en donaciones/recompensas aumentó un 85%, la financiación colectiva basada en préstamos creció un 111%, mientras que la basada en acciones se incrementó un 30%. Massolution espera que los volúmenes de financiación colectiva aumenten un 81% en 2013 hasta los 5.000 millones de dólares. En la actualidad, la mayor parte de la financiación colectiva se realiza en Norteamérica y Europa.

Gráfico 39

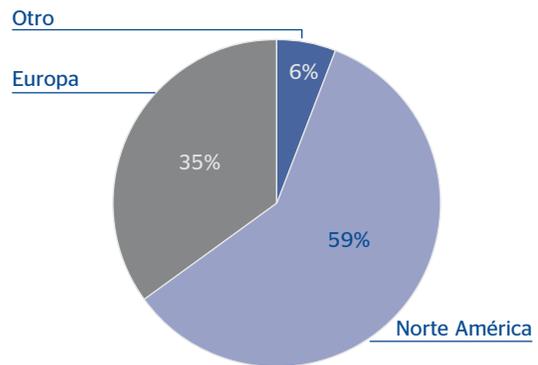
Fondos recaudados a través de plataformas de financiación colectiva en 2012 por tipo



Fuente: Massolution. 2013CF The Crowdfunding Industry Report

Gráfico 40

Fondos recaudados a través de plataformas de financiación colectiva en 2012 por región



Fuente: Massolution. 2013CF The Crowdfunding Industry Report

En la actualidad, la financiación colectiva basada en acciones está limitada a inversores acreditados, lo que significa personas con elevado patrimonio neto. También está restringida por prohibiciones de anuncios generales y anuncios públicos. Esto explica en parte por qué la financiación colectiva basada en acciones ha aumentado a un ritmo menor que otros tipos de financiación colectiva. No obstante, la situación podría cambiar.

El 5 de abril de 2012, el Presidente Obama refrendó la Ley Jumpstart Our Business Startups Act que favorece que las pequeñas empresas se financien a través de la financiación colectiva. La Ley JOBS Act pretende facilitar a las pequeñas empresas el acceso a los mercados de capital. En primer lugar, crea una nueva definición de "pequeñas empresas" que denomina compañías de crecimiento emergente, empresas con unos ingresos anuales no superiores a 1.000 millones de dólares. En segundo lugar, modera algunas de las normas que regulan las ofertas públicas iniciales y posibilita que las empresas aumenten el número de accionistas permitidos sin que tengan que registrarse en la SEC. La Ley JOBS Act también crea una nueva excepción de la Ley Securities Act de 1933 que fomenta el uso de plataformas de financiación colectiva basadas en acciones. Además, la ley permite que inversores no acreditados individuales compren acciones en pequeñas cantidades en proporción a sus ingresos anuales o patrimonio neto. Aunque parezca tan atractiva para las pequeñas empresas y los inversores no acreditados, la implementación de la Ley JOBS todavía se mantiene a la espera porque la SEC aún está redactando las normas necesarias que las disposiciones sean aplicables. Este es un factor de incertidumbre para el futuro de la financiación colectiva basada en acciones.

La intervención del Estado en el préstamo a las pequeñas empresas no es nueva. Por ejemplo, los programas de ayuda financiera de la Administración a las pequeñas empresas son un testimonio del interés del gobierno por apoyar a las pequeñas empresas. Además, cinco años de política monetaria flexible han bajado los tipos de interés y suavizado las condiciones de crédito para los emprendedores. No obstante, a pesar del estímulo fiscal y monetario, el préstamo continúa siendo moderado. La Ley JOBS es un tipo de respuesta diferente a este problema en el sentido de que reconoce explícitamente el potencial de un modelo de negocio emergente e innovador para satisfacer las necesidades de capital de un sector que aporta 3 de cada 4 empleos del país.

Tabla 5

Resumen de las disposiciones principales de la Ley JOBS de 2012

El anuncio público en la Ley del Mercado de Valores de 1933	<ul style="list-style-type: none"> Indica a la SEC que revise la Norma 506 de la Regulación D para permitir el anuncio general de las ofertas exentas de registro en virtud de la Norma 506. Se permite el anuncio general siempre que los compradores de dichas ofertas sean inversores acreditados.
Financiación colectiva	<ul style="list-style-type: none"> Una nueva excepción de la Ley del Mercado de Valores de 1933, sección 4(6), permite la venta de valores en pequeñas cantidades a grandes grupos de inversores no acreditados a través de plataformas de financiación colectiva. Los valores se deben vender a través de intermediario financiero o portal de financiación que cumpla los requisitos de la nueva sección de la Ley del Mercado de Valores. Las empresas pueden recaudar hasta 1 millón de dólares al año. Los inversores no acreditados individuales pueden invertir en proporción a sus ingresos anuales o patrimonio neto. <ul style="list-style-type: none"> La cantidad que supere los 2.000 dólares o el 5% del patrimonio o ingresos netos si son menores de 100.000 dólares. Hasta un 10% del patrimonio o ingresos netos si es mayor o igual a 100.000 dólares. Los inversores están sujetos a un tope de 100.000 dólares
Las OPV para las compañías de crecimiento emergente	<ul style="list-style-type: none"> Crea una nueva categoría de emisor denominada "compañía de crecimiento emergente", una entidad con unos ingresos anuales inferiores a 1.000 millones de dólares durante su ejercicio fiscal más reciente. Las compañías de crecimiento emergente pueden presentarse a una oferta pública inicial bajo unas reglas más ventajosas que las empresas de crecimiento no emergente : <ul style="list-style-type: none"> Formalizar la declaración de registro con la SEC hasta los 21 días anteriores a una presentación itinerante inicial con solo dos años de estados financieros auditados. Omitir ciertas revelaciones exigidas por Sarbanes-Oxley y Dodd-Frank. Las compañías de crecimiento emergente no tendrán que cumplir totalmente las normas de notificación de la SEC hasta: <ul style="list-style-type: none"> Alcanzar unos ingresos anuales de 1.000 millones de dólares o más. Recaudar más de 1.000 millones de dólares en deuda no convertible durante un período de tres años Ser considerada un gran declarante acelerado al tener al menos 700 millones de dólares en acciones en circulación en manos públicas Llegar al último día del ejercicio fiscal en el que se cumpla el quinto aniversario de la fecha de determinación de precio de la OPV.
Número de accionistas	<ul style="list-style-type: none"> Según la legislación vigente, las compañías con al menos 500 accionistas y unos activos totales que superen los 10 millones deben registrarse en la SEC. La Ley JOBS permite que una empresa que tenga 2.000 accionistas en total o 500 que no sean inversores acreditados no tenga que registrarse en la SEC

Fuente: BBVA Research y Haynes & Boone, LLP

¿Deben preocuparse los bancos por la financiación colectiva?

Después de considerar cómo funciona la financiación colectiva y lo importante que se ha convertido para los individuos, inversores y el gobierno, el paso siguiente es analizar algunas de las implicaciones de la financiación colectiva para el sector bancario. En los siguientes párrafos argumentamos que la financiación colectiva basada en préstamos y acciones son tecnologías disruptivas para el sector bancario con el potencial de desplazar a los bancos como fuente principal de financiación de créditos personales y a pequeñas empresas.

El término tecnología disruptiva o innovación disruptiva fue acuñado por el catedrático de la Escuela de Negocios de Harvard Clayton Christensen. Se define como "un proceso por el cual un producto o servicio se arraiga inicialmente en aplicaciones simples desde la parte inferior de un mercado y, a continuación, escala implacablemente en el mercado, desplazando finalmente a los competidores establecidos".¹ Cada cierto período de tiempo las grandes compañías deben decidir qué hacer con las innovaciones disruptivas de la

¹ www.claytonchristensen.com/key-concepts/

parte inferior del mercado. ¿Deben adoptarlas e integrarlas en su negocio principal? O, deben ignorarlas y seguir haciendo lo que hacen mejor? En términos generales, es el “dilema del innovador” planteado por el catedrático Christensen en 1997.

Una propuesta de valor diferente

Las innovaciones disruptivas suele ofrecer propuestas de valor diferentes que los sectores que perturban. Con frecuencia, estas propuestas de valor se centran en la simplicidad. Al contrario que los bancos, las empresas de financiación colectiva no ofrecen productos financieros elaborados como tarjetas de crédito, créditos inmobiliarios, seguros o fondos de inversión. En su lugar, limitan su oferta a un producto simple, ofertando un préstamo personal básico que se puede usar para diferentes propósitos, o servicios de intermediación para compañías que busquen capital a través de la venta de acciones. Por ejemplo, LendingClub ofrece préstamos entre particulares de hasta 35.000 dólares y los prestatarios pueden usar estos créditos para diferentes propósitos: gastos médicos, rehabilitación de la vivienda, vacaciones, consolidación de deudas, pago de tarjetas de crédito, crecimiento empresarial, etc. La simplicidad de la propuesta de valor de la financiación colectiva reside en dos pilares: regulación y tecnología.

Al igual que los bancos, la financiación colectiva basada en préstamos y acciones ofrece servicios de intermediación financiera a empresas y particulares; sin embargo, lo hacen de forma diferente. La financiación colectiva se basa en Internet para conectar potencialmente con grandes grupos de empresas y particulares con necesidad de capital o inversión. Esto es diferente del modelo bancario tradicional que se centra en una combinación de servicios basados en Internet, como los servicios móviles y electrónicos y servicios tradicionales como sucursales y cajeros.

Otra diferencia importante entre los bancos y la financiación colectiva tiene que ver con la regulación. Las plataformas de financiación colectiva no captan depósitos y, por tanto, no están reguladas por la FDIC o la Reserva Federal. Aunque se espera que la SEC regule la financiación colectiva basada en acciones, aún no está claro quién regulará todo el sector. Esta especie de vacío regulatorio reduce significativamente el coste del cumplimiento normativo y permite a las plataformas acelerar el tiempo de procesamiento. La combinación de ausencia de ubicación física y costes regulatorio restringidos permite a las empresas de financiación colectiva mantener bajos los costes operativos y ofrecer mejores condiciones a sus clientes.

Alcanzado la parte inferior del mercado

Una característica importante de las innovaciones disruptivas es que empiezan atendiendo a la “parte inferior del mercado”, es decir, a segmentos que las grandes empresas pueden considerar no rentables. Las necesidades de estos segmentos difieren significativamente de las de los clientes convencionales. En el sector bancario esa parte inferior incluye a segmentos de personas sin acceso a bancos y pequeñas empresas, a los que la financiación colectiva parece atender con relativo éxito. Por ejemplo, empresas como Kiva, usan la financiación colectiva para crear microcréditos que benefician a comunidades necesitadas de todo el mundo. Con este tipo de plataformas, un abogado norteamericano pudo financiar a un campesino de Zimbabue para comprar semillas. Compañías como Kiva son un ejemplo de empresas sociales con el objetivo de ayudar a comunidades sin acceso al crédito y reducir la pobreza.

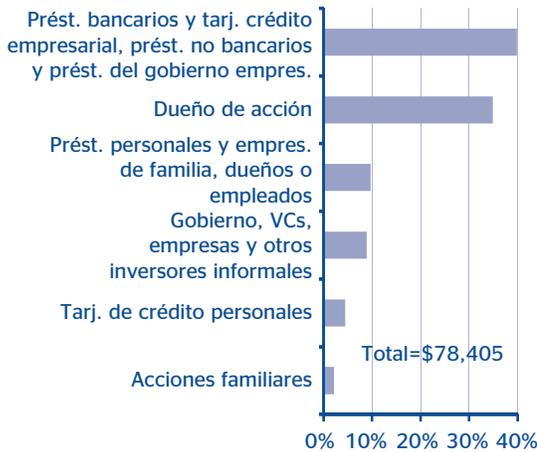
Las pequeñas empresas suelen estar también en la “parte inferior del mercado”. Como puede que pasen un par de años para que las nuevas pequeñas empresas generen un flujo de caja estable, necesitan varias inyecciones de capital en sus primeras fases para crecer y operar en un entorno muy competitivo. Esto las convertiría en el objetivo ideal del sector bancario excepto por el hecho de que los índices de fracaso son elevados y es difícil evaluar la capacidad de las pequeñas empresas de devolver sus créditos, una situación conocida como el problema de la “opacidad informativa”.² Esto crea una paradoja. Por una parte, las pequeñas empresas todavía confían en los bancos como sus proveedores principales de financiación (directamente a través de préstamos a pequeñas empresas o indirectamente a través de tarjetas de crédito personales), pero por otra parte, los préstamos a pequeñas empresas solo representan una fracción mínima de los activos de las instituciones depositarias, en especial en el caso de los grandes bancos.

No es de sorprender que la mayor parte del préstamo a las pequeñas empresas recaiga en los bancos de comunidades pequeñas que resuelven el problema de la opacidad informativa estableciendo una estrecha relación con los prestatarios locales. En Estados Unidos, aproximadamente la mitad de las pequeñas empresas obtienen algo o nada del crédito que solicitan, y casi un tercio de ellas ni siquiera lo solicitan por temor al rechazo.

² Reserva Federal

Gráfico 41

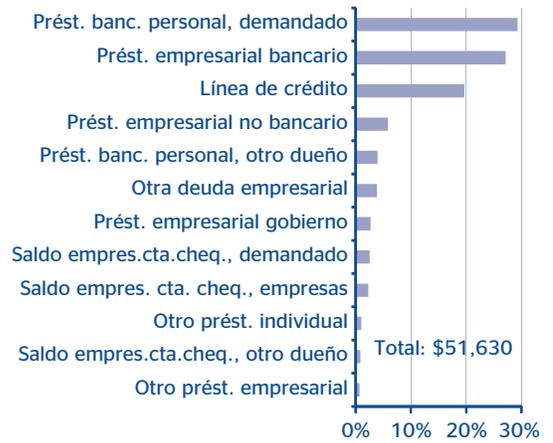
Fuentes de financiación de nuevas empresas (2008): media de todas las empresas



Fuente: The Kauffman Firm Survey, Kauffman Foundation

Gráfico 42

Fuentes de financiación de nuevas empresas (2008): descomposición de la deuda externa media; media de todas las empresas



Fuente: The Kauffman Firm Survey, Kauffman Foundation

Las plataformas de financiación colectiva basadas en préstamos o acciones se han convertido en alternativas atractivas para las pequeñas empresas que tendrían muy difícil obtener un crédito bancario. El modo en que las empresas de financiación colectiva han sabido atender a este mercado tiene que ver con un enfoque diferente de la gestión del riesgo. En la financiación colectiva basada en préstamos, el riesgo de financiar un proyecto no es asumido por una única institución depositaria (y sus clientes), sino por inversores que, por voluntad propia, deciden qué proyectos financiar según su tolerancia al riesgo y otras consideraciones, como el compromiso con la sociedad, la geografía, intereses sectoriales o preocupaciones medioambientales. El problema de la opacidad informativa no se resuelve, pero las empresas de financiación colectiva lo salvan dividiendo el riesgo en pequeños trozos y vendiéndoselos a un grupo de inversores potencialmente grande. En otras palabras, el riesgo se pasa de la institución financiera a la "multitud", donde se diluye.

Tabla 6

Experiencia de solicitud de crédito general 2009-11

	Solicitó cualquier crédito	Obtuvo algo o nada del crédito que solicitó	No lo solicitó por temor al rechazo
Todas empr.	56.5	46.9	29.4
Número de empleados			
0-1	48.3	26.2	19.5
2-4	53.3	61.4	36.4
5-9	61.3	49.4	35.6
10-19	63.4	38.7	17.7
20-49	67.2	42.7	25.9
50-250	77.2	32.0	20.3

Nota: los datos son representativos de pequeñas empresas empleadoras con 1 a 250 empleados además del propietario o propietarios en el año de la encuesta.
Fuente: Reserva Federal con datos de National Federation of Independent Business, encuestas financieras anuales de 2009, 2010 y 2011.

Tabla 7

Préstamo medio a peq. empresas y tenencia de microcréditos como % de los activos de las org. de banca comercial de EE.UU. de diferentes tamaños, 2011 (% excepto cuando se indica)

Clases de activos	Número de organizac. bancarias*	Prést. a peq. emp. respecto a activos	Tenencia de microcréditos resp. a activos
Todas las organizaciones	5,670	16.0	3.6
250 millones o menos	3,785	16.9	4.5
De 250 a 1.0 mmd**	1,418	15.1	2.1
De 1.0 a 10.0 mmd**	399	11.5	1.4
Más de 10.0 mmd	68	5.5	0.9

Nota: los préstamos a pequeñas empresas son prést. comerciales de 1 millón de dólares o menos; los microcréditos, un subconjunto de préstamos a pequeñas empresas, son de 100,000 dólares o menos. Las org. de banca comercial de EE.UU. están aseguradas por bancos registrados nacionalmente en EE.UU., excepto las instituciones de tarjetas de crédito y sucursales en EE.UU. y agencias de bancos extranjeros.
*Las org. banc. incluyen holdings bancarios y bancos independientes.
**Bancos con activos de 1.0 mmd en la clase de tamaño de 250 a 1.0 mmd, y bancos con activos de 10.0 mmd se incluyen en la clase de tamaño de 1.0 a 10.0 mmd.
Fuente: Reserva Federal con datos de los Informes de las visitas (30 de junio); base de datos de National Information Center

En la financiación colectiva basada en acciones, a los emprendedores se les permite vender una parte de su negocio en forma de acciones a inversores acreditados. Esta es una gran innovación en la financiación de las pequeñas empresas. Las empresas de reciente creación se esfuerzan por ser rentables, el riesgo de crédito suele ser demasiado elevado para la deuda bancaria tradicional, en la que deben pagarse tipos de interés de forma periódica. Un riesgo de crédito mayor se refleja en unos tipos de interés más altos y, por consiguiente, un mayor coste de financiación. Por lo tanto, tiene sentido que las pequeñas empresas formen parte de una estructura de acciones-financiación o una combinación de ambas. La financiación colectiva basada en acciones es especialmente atractiva para las pequeñas empresas con gran potencial.

El futuro

Resulta difícil predecir si la financiación colectiva evolucionará hasta un punto en que se convierta en una alternativa a los clientes convencionales de los bancos. Como mencionamos anteriormente, estos clientes pueden que continúen yendo a los bancos para satisfacer su demanda de una gama más compleja de productos financieros: tarjetas de crédito, préstamos para vehículos, hipotecas, líneas de crédito con garantía hipotecaria, gestión de tesorería o servicios para comerciantes; productos que las plataformas de financiación colectiva no ofrecen todavía. No obstante, las cosas podrían cambiar en cinco o diez años. Las plataformas de financiación colectiva podrían evolucionar de manera natural para convertirse en la principal fuente de servicios financieros para las nuevas generaciones. ¿Contrarían estos individuos hiperconectados un fondo de inversión o se unirían a la multitud para invertir en empresas que están en consonancia con sus preferencias y preocupaciones? ¿Los futuros emprendedores seguirían usando sus tarjetas de crédito personales o acudirían a plataformas como Kickstarter o Indiegogo para obtener fondos? Es razonable esperar que con el tiempo, las plataformas de financiación colectiva aumenten la complejidad de su oferta de productos. Esto dependería del ritmo del progreso tecnológico y la normativa. Aunque aún son diminutos, los mercados de la financiación colectiva podrían crecer lo suficiente para crear riesgo sistémico. Esto abriría la puerta al tipo de normativa intrincada y densa que aqueja actualmente al sistema bancario. No obstante, si se regula en exceso este mercado en una etapa inicial podría acabar destruyendo un nuevo y eficaz modo de conectar a los ahorradores con los deudores.

¿Qué pueden hacer los bancos comerciales ante la financiación colectiva?

Las plataformas de financiación colectiva no son bancos, y sin embargo ofrecen préstamos y servicios de intermediación a particulares y pequeñas empresas como lo haría cualquier otro banco. Actualmente atienden a la "parte inferior del mercado", pero eso no significa que no puedan alcanzar los segmentos superiores. De hecho, en el momento en que las plataformas de financiación colectiva atraigan a los clientes convencionales será demasiado tarde para apuntarse a la nueva tendencia. Y existe un riesgo real de que los bancos dejen de ser la fuente principal de préstamos personales y a pequeñas empresas. Por lo tanto, es importante que los bancos comerciales dediquen recursos a comprender y poder beneficiarse de este tipo de tecnologías disruptivas.

El modelo de transformación dual, desarrollado por Gilbert, Eyring y Foster (2012) proporciona una guía para las empresas que deseen hacer frente a la innovación disruptiva. En la primera parte del modelo (transformación A), los bancos deben intentar fortalecer su negocio principal. Esto tiene sentido, porque es difícil pensar que la empresa afectada de pronto dejará de hacer lo que sabe hacer mejor. La transformación A requiere que los bancos sean introspectivos y evalúen qué cosas hacen mejor que el disruptor y qué otras no.

En la segunda fase (transformación B), los bancos deben invertir realmente en recursos en el modelo disruptivo y mantener el nuevo proyecto aislado del negocio principal. En el espacio de financiación colectiva, los bancos podrían desarrollar su propia plataforma que les permitiría entender cómo funciona el entorno de financiación colectiva y cuáles son las necesidades de este mercado que no han sido capaces de satisfacer. Ambas transformaciones deben permitir un intercambio de capacidades que pretende compartir liderazgo, capital humano y prácticas recomendadas entre las dos empresas sin interferir en las operaciones del otro. El modelo de transformación dual permite a las empresas afectadas salvar tanta parte del negocio principal como puedan además de alimentar la nueva operación y prepararla para convertirla en la nueva fuente de crecimiento.

Por último, implementar este modelo no es tarea fácil. En primer lugar, los gestores deben estar convencidos de que la financiación colectiva es disruptiva y que representa un reto real para el negocio principal. En segundo lugar, la empresa debe decidir si merece la pena invertir en el modelo disruptivo. Esto es una tarea difícil porque los bancos, al igual que muchas grandes empresas de sectores diferentes, trabajan con el dinero de los inversores. Por tanto, convencer a los inversores de que pongan dinero en operaciones con poca rentabilidad a corto plazo pero con gran potencial en el futuro es algo que solo unas pocas empresas pueden hacer.

Conclusión

La financiación colectiva es una innovación disruptiva que los bancos comerciales no pueden ignorar. Quizás, por primera vez en la historia, las empresas y particulares tienen acceso a una fuente de capital sin precedentes generada por las pequeñas contribuciones de millones de individuos en todo el mundo. Son buenas noticias para los individuos y emprendedores, que quizás nunca tuvieron que preocuparse por no poder acceder a las fuentes de crédito tradicionales o usar soluciones de financiación más caras para financiar sus proyectos. También son buenas noticias para los pequeños inversores que busquen una mayor rentabilidad que los productos de inversión convencionales. Para los bancos, la financiación colectiva representa un reto. De aquí en adelante, se enfrentarán a un nuevo competidor con menores costes operativos, un enfoque diferente de la gestión del riesgo y una oferta de productos más simple. En qué medida las plataformas de financiación colectiva desplazarán a los bancos comerciales en los segmentos minoristas y de pequeñas empresas todavía está por ver. No obstante, los bancos deben estar preparados para esta tendencia y aprovecharla a su favor.

Referencias:

Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal. 2012. Informe del Congreso sobre la disponibilidad del crédito a las pequeñas empresas, disponible en: www.federalreserve.gov/publications/other-reports/.../sbfreport2012.pdf

Christensen, Clayton M. 1997. *The Innovator's Dilemma. The Revolutionary Book that Will Change the Way You Do Business*, 1ª ed. Nueva York: Harper Business.

Cunningham, William Michael. 2012. *The JOBS Act: Crowdfunding for Small Businesses and Startups*, 1ª ed. Nueva York: Apress.

Gilbert, Clark; Eyring, Matthew; Foster, Richard N. 2012. "Two Routes to Resilience. Rebuilt Your Core While You Reinvent Your Business Model", *Harvard Business Review*, 90(12), páginas 67-73.

Oden, David H. y Hansen, Doug. 2012. "An Overview of the New JOBS Act". Haynes & Boone's Newsroom, disponible en: <http://www.haynesboone.com/jobs-act/>

Robb, Alicia M. y Robinson, David T. 2008. "The Capital Structure Decisions of New Firms", *The Kauffman Firm Survey*, noviembre.

8. Hoja informativa

Tabla 8

Índice PMI de producción manufacturera global (principales 10 socios comerciales de EE.UU. en el 1T13) datos del Censo

Principales socios comerciales		Último (mayo)	Hace 3 meses (feb)	Hace 6 meses (nov)
1	Canadá	53.2	51.7	47.5
2	China	49.2	50.4	50.5
3	México	51.7	53.4	55.6
4	Japón	51.5	48.5	46.5
5	Alemania	49.4	50.2	46.8
6	Corea del Sur	51.1	49.9	48.2
7	RU	51.3	47.9	49.3
8	Francia	46.4	43.6	44.7
9	Brasil	50.4	52.5	52.2
10	Arabia Saudí	57.3	58.5	57.0
Media 10 princ.		51.2	50.7	49.8

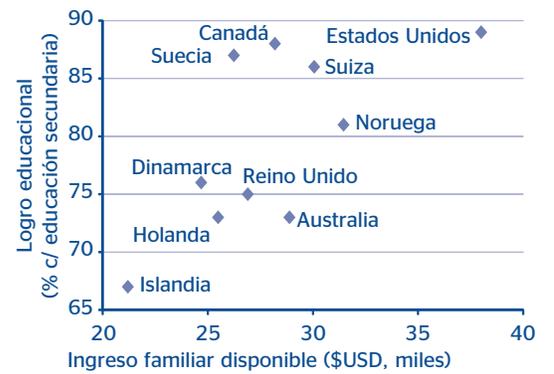
Nota: 50+ = expansión

Caida m/m; Aumento m/m; Sin variación m/m

Fuente: BBVA Research

Gráfico 43

Education Attainment and Household Disposable Income



Fuente: The Kauffman Firm Survey, Kauffman Foundation

Tabla 9

Índice para una vida mejor de OCDE de 2013 (datos OCDE)

Clasif. general	Indicador	Renta neta disponible de los hogares		Renta	Ingresos personales	Comunidad	Educación	
				Tasa de desempleo a largo plazo		Calidad de la red de apoyo	Nivel educativo	Años en educación
1	Australia	28,884		1	43,908	94	73	18.5
2	Suecia	26,242		1	37,094	92	87	19.2
3	Canadá	28,194		1	42,253	94	88	17.0
4	Noruega	31,459		0	43,990	93	81	17.9
5	Suiza	30,060		2	50,323	94	86	17.2
6	Estados Unidos	38,001		3	54,450	90	89	17.1
7	Dinamarca	24,682		2	45,802	94	76	18.8
8	Holanda	25,493		1	44,321	94	73	17.8
9	Islandia	21,201		2	37,290	98	67	19.4
10	Reino Unido	26,904		3	44,743	95	75	16.6

Clasif. general	Indicador	Medio ambiente		Sanidad	Satisfacción vital	Seguridad		Equilibrio trabajo/vida
		Contaminación aire	Calidad del agua	Esperanza de vida	Satisfacción vital	Tasa de agresiones	Tasa de homicidios	Tiempo para el ocio y el cuidado personal
1	Australia	14	91	82.0	7.2	2.1	1.0	14.41
2	Suecia	10	95	81.9	7.6	5.1	1.0	15.11
3	Canadá	16	89	81.0	7.4	1.3	1.6	14.25
4	Noruega	15	96	81.4	7.7	3.3	0.6	15.56
5	Suiza	22	95	82.8	7.8	4.2	0.7	14.78
6	Estados Unidos	18	87	78.7	7	1.5	4.8	14.27
7	Dinamarca	16	94	79.9	7.5	3.9	0.9	16.06
8	Holanda	30	90	81.3	7.5	4.9	1.1	15.66
9	Islandia	16	97	82.4	7.6	2.7	0.3	14.06
10	Reino Unido	13	97	81.1	6.8	1.9	1.2	14.83

Mejor; Peor

Fuente: BBVA Research

9. Previsiones económicas (variación % a/a)

Cuadro 10

	2012	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	2013	2014		2012	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	2013	2014
EE.UU.								Alabama							
PIB real	2.2	1.8	1.8	1.6	2.0	1.8	2.3	PIB real	1.2	1.0	1.5	2.2	2.4	1.8	2.1
Empleo no agrícola	1.7	1.5	1.6	1.6	1.5	1.6	1.5	Empleo no agrícola	0.7	0.3	0.5	0.9	0.9	0.7	0.8
Renta personal nominal	3.7	2.8	2.9	3.9	2.0	2.9	4.6	Renta personal real	0.8	1.6	1.2	2.5	1.7	1.8	1.8
Índice precios vivienda	2.8	7.4	7.3	7.4	7.1	7.3	8.7	Índice precios vivienda	3.6	3.4	3.1	5.5	6.5	4.7	5.1
Ventas de viviendas	9.7	6.0	9.1	11.1	12.3	9.6	6.1								
Arizona								California							
PIB real	2.6	2.7	2.6	3.0	3.3	2.9	3.8	PIB real	3.5	3.7	3.5	3.5	3.4	3.5	3.4
Empleo no agrícola	2.1	1.8	1.8	2.1	1.7	1.9	2.2	Empleo no agrícola	2.1	1.9	1.8	1.6	1.5	1.7	1.6
Renta personal real	1.9	2.9	2.4	3.7	2.8	2.9	2.9	Renta personal real	2.2	3.5	3.7	3.6	2.9	3.4	2.7
Índice precios vivienda	14.5	19.8	18.4	19.7	18.6	19.1	15.0	Índice precios vivienda	5.8	16.6	17.6	24.2	23.3	20.4	18.0
Colorado								Florida							
PIB real	2.1	2.8	2.9	3.2	3.0	3.0	2.8	PIB real	2.4	2.6	2.5	3.1	3.3	2.9	3.1
Empleo no agrícola	2.3	2.6	2.8	2.9	2.7	2.7	2.3	Empleo no agrícola	1.8	1.7	1.8	2.2	2.4	2.1	2.3
Renta personal real	2.1	3.7	3.4	4.0	2.8	3.5	2.4	Renta personal real	1.4	3.4	3.7	4.6	3.7	3.8	3.8
Índice precios vivienda	5.6	11.9	8.8	11.9	10.4	10.7	7.9	Índice precios vivienda	7.6	9.6	7.8	11.3	11.7	10.1	10.2
New Mexico								Texas							
PIB real	0.2	1.0	1.2	1.5	1.5	1.3	1.7	PIB real	4.8	4.6	4.1	4.2	4.2	4.3	4.1
Empleo no agrícola	0.1	0.4	0.7	1.2	0.9	0.8	1.0	Empleo no agrícola	2.8	3.1	3.1	3.0	3.0	3.0	2.7
Renta personal real	1.2	2.4	2.1	3.5	2.6	2.7	2.8	Renta personal real	3.0	3.7	4.3	4.6	4.0	4.2	3.8
Índice precios vivienda	0.7	2.4	1.8	2.1	2.3	2.2	3.8	Índice precios vivienda	5.2	6.2	5.5	8.5	7.6	7.0	5.8

Fuente: BBVA Research, BEA, BLS, NAR, Census Bureau y FHFA

Cuadro 11

Estructura económica

	U.S.	AL	AZ	CA	CO	FL	NM	TX
PIB (2012, miles de millones de \$)	15,076	179	256	1,909	265	746	80	1,321
Población (2012, en miles)	313,914	4,822	6,553	38,041	5,188	19,318	2,086	26,059
Población activa (abril 2013, en miles)	155,028	2,165	3,031	18,629	2,763	9,412	943	12,722
Empleo no agrícola (abril 2013, en miles)	135,350	1,893	2,495	14,602	2,363	7,515	811	11,146
Tasa de desempleo (abril 2013, en miles)	7.6	7.2	7.9	9.4	7.1	7.5	6.9	6.4
Total visados de obra nueva, (en lo que va de año abril 2013)	201,163	2,928	6,273	11,869	5,170	18,693	1,224	31,342
Variación visados de obra nueva (en lo que va de año, a/a (%))	28.2	14.1	24.6	55.1	47.1	48.0	1.2	18.6
Porcentaje de vivienda en propiedad (1T13)	65.0	72.6	66.8	54.2	63.7	66.8	68.6	63.1
Precios de la vivienda (1T13 variación a/a (%))	6.7	3.4	19.8	16.6	11.9	9.6	2.4	6.2
Exportaciones de bienes (1T13, miles de millones de \$)	383.1	4.7	4.7	39.4	2.0	15.5	0.6	66.1
Variación de las exportaciones (1T13, variación a/a (%))	0.5	-2.7	4.2	-1.3	4.2	-4.5	-23.0	2.0

Fuentes: 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.

Este informe ha sido elaborado por la unidad de BBVA Research Estados Unidos

Economista Jefe

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

Kim Fraser
kim.fraser@bbvacompass.com

Jason Frederick
jason.frederick@bbvacompass.com

Marcial Nava
marcial.nava@bbvacompass.com

Shushanik Papanyan
Shushanik.Papanyan@bbvacompass.com

Boyd Stacey
boyd.stacey@bbvacompass.com

Alejandro Vargas
alejandro.vargas@bbvacompass.com

Formación y diseño:
Fernando Tamayo

BBVA Research

Economista Jefe del Grupo
Jorge Sicilia

Economías Desarrolladas:

Rafael Doménech
rdomelech@bbva.com

Estados Unidos
Nathaniel Karp
nathaniel.karp@bbvacompass.com

España
Miguel Cardoso
miguel.cardoso@bbva.com

Europa
Miguel Jiménez
mjimenezg@bbva.com

Economías Emergentes:

Alicia García-Herrero
alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

Análisis Transversal Economías Emergentes
Álvaro Ortiz Vidal-Abarca
alvaro.ortiza@bbva.com

México
Carlos Serrano
carlos.serranoh@bbva.com

Asia
Stephen Schwartz
stephen.schwartz@bbva.com.hk

Coordinación LatAm
Juan Ruiz
juan.ruiz@bbva.com

Argentina
Gloria Sorensen
gsorensen@bbva.com

Chile
Jorge Selaive
jselaive.@bbva.com

Colombia
Juana Téllez
juana.tellez@bbva.com

Perú
Hugo Perea
hperea@bbva.com

Venezuela
Oswaldo López
oswaldo_lopez@bbva.com

Sistemas Financieros y Regulación

Santiago Fernández de Lis
sfernandezdelis@bbva.com

Sistemas Financieros
Ana Rubio
arubiog@bbva.com

Pensiones
David Tuesta
david.tuesta@bbva.com

Regulación y Políticas Públicas
María Abascal
maria.abascal@bbva.com

Áreas Globales:

Escenarios Financieros
Julián Cubero
juan.cubero@bbva.com

Escenarios Económicos
Sonsoles Castillo
s.castillo@bbva.com

Innovación y Procesos
Clara Barrabés
clara.barrabes@bbva.com

Datos de contacto:

BBVA RESEARCH USA
2200 Post Oak Blvd.
Houston, TX 77025
United States.
Email: researchusa@bbvacompass.com
www.bbva.com/research