

Situación Estados Unidos

1^{er} TRIMESTRE 2017 | UNIDAD DE ESTADOS UNIDOS



01
Los planes del gobierno pueden impulsar la economía de Estados Unidos, pero se mantiene un alto grado de incertidumbre

02
Por el momento, las perspectivas de la Fed de un aumento del crecimiento y de la inflación podrían verse limitadas. Sin embargo, la senda hacia la normalización seguirá siendo gradual

03
La combinación de políticas y los plazos podrían crear un grupo diferenciado de ganadores y perdedores en el ámbito estatal

Índice

1. Editorial	3
2. Contexto global: más crecimiento, mayor incertidumbre y riesgos a largo plazo	4
3. Perspectivas económicas EEUU	7
4. Situación de la banca	20
5. Perspectiva regional	22
6. Cuadros	28

Fecha de cierre: 17 de febrero de 2017

1. Editorial

Las perspectivas económicas para 2017 y años posteriores se basan en dos factores clave: si los ambiciosos planes del nuevo gobierno favorables para las empresas y destinados a impulsar la inversión y el empleo estimulan el consumo y la inversión, y si el gobierno puede mantener las instituciones que han brindado a la economía de Estados Unidos una ventaja comparativa.

Sin embargo, las condiciones macroeconómicas más amplias podrían echar un jarro de agua fría sobre la agenda política. Por ejemplo, las estimaciones sobre el impacto de los estímulos fiscales son sustancialmente más bajas, sobre todo en lo que respecta a los recortes de impuestos, en un momento en que la Fed se encuentra, o está previsto que entre, en un ciclo de subida de tipos. De hecho, algunas estimaciones apuntan a un impacto un 20% menor en el primer año y medio y del 60% a partir de entonces. Una economía cercana al pleno empleo, un ciclo económico que se encuentra en la recta final y el inevitable sobreendeudamiento a nivel federal frenarán cualquier estímulo fiscal.

Además, aunque la desregulación y un entorno propicio para las empresas favorecen un mejor rendimiento económico, el proteccionismo comercial y otras medidas políticas que limitan el funcionamiento de una economía de mercado tendrán un impacto negativo sobre el crecimiento y podrían causar daños permanentes en los cimientos de la economía de mercado estadounidense.

Por lo tanto, creemos que los ámbitos en los que el gobierno tiene mayor potencial son las reformas relacionadas con la oferta que aumentan la productividad y la participación de la población activa. Estas reformas pueden sacar a la economía de su ciclo de bajo crecimiento, haciendo que el sector empresarial sea más dinámico y que los trabajadores estén más cualificados y comprometidos. Lo que es más importante, sin un avance continuado de la productividad, los EE.UU. no serán capaces de aumentar el bienestar y las oportunidades para las generaciones futuras, lo que podría dar lugar a un clima político y a una economía más polarizados. Una sociedad y un mercado laboral menos dinámicos también podrían ampliar una brecha creciente de desigualdad.

Los vaivenes del ciclo político de Estados Unidos han sido el modelo de la democracia durante dos siglos. La transición pacífica de poder ha generado estabilidad y certidumbre, ha permitido a los ciudadanos y residentes tomar decisiones sin temor a represalias y a las empresas invertir con un alto grado de certeza. La solidez del sistema jurídico y del Estado de Derecho, junto con un bajo nivel de incertidumbre, son la base del éxito de una economía de éxito basada en normas y pro-mercado. Estos pilares, en diversos grados, han resistido con anteriores presidentes.

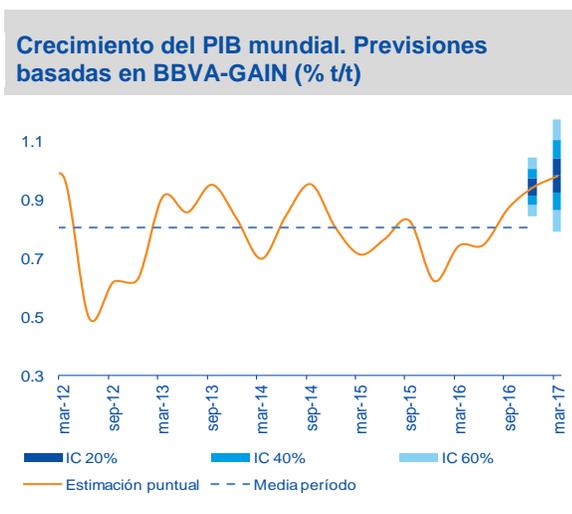
Con esto en mente, no recomendamos tomar decisiones apresuradas, una exégesis diaria de la cuenta de Twitter del presidente y una reacción exagerada a las rentabilidades diarias de los mercados. Se necesita tiempo para determinar si la agenda del gobierno se llevará a cabo a escala, la velocidad y la eficiencia que la Casa Blanca y el Congreso están promoviendo y si el sector privado aceptará estas reformas. En última instancia, se deberá juzgar al nuevo gobierno sobre la base de si crea las condiciones para que la economía de Estados Unidos siga siendo próspera para todas las generaciones futuras.

2. Contexto global: más crecimiento, mayor incertidumbre y riesgos a largo plazo

El crecimiento del PIB mundial se aceleró en el último trimestre de 2016 en un 0,9% intertrimestral, lo que sugiere unas tasas ligeramente más elevadas en el primer trimestre de este año, en comparación con las bajas tasas del 0,8% registradas durante la mayor parte del año pasado. Se trata de un notable incremento de la confianza en todos los ámbitos, y los indicadores del sector industrial están creciendo junto con una incipiente mejora del comercio mundial.

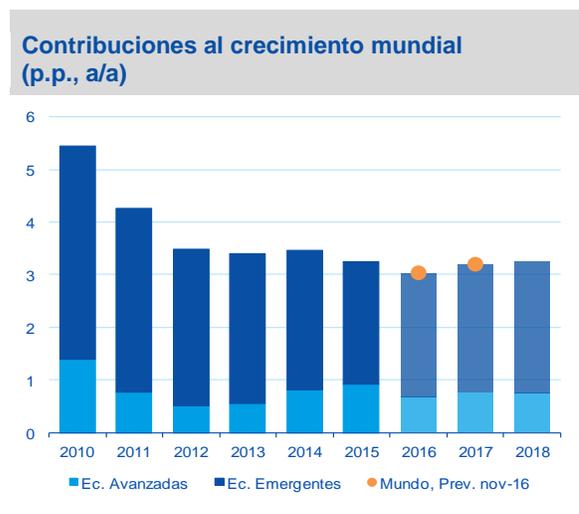
El rendimiento de los países avanzados se ha quedado rezagado: los EE.UU. se han recuperado en la segunda mitad del año (después de un primer semestre muy anémico) y en Europa las tasas de crecimiento apenas han superado el 1,5% interanual, por encima de su potencial. China también ha avanzado más de lo esperado, gracias a los estímulos monetarios y fiscales implementados durante el año pasado, que en parte también ha repercutido en otros países asiáticos. En los países latinoamericanos, las tendencias recientes son más variadas. Con todo, la economía mundial creció un 3% en 2016, por debajo del 3,3% del año 2015.

Gráfica 2.1



Fuente: BBVA Research

Gráfica 2.2



Fuente: BBVA Research y FMI

A pesar de esta aceleración, las perspectivas para 2017 y 2018 están plagadas de incertidumbre. Esto está principalmente relacionado con la política económica del nuevo gobierno de Estados Unidos, cuya aplicación práctica está todavía por ver. Se han propuesto medidas de estímulo fiscal y de desregulación en diversos sectores, lo que ha tenido una acogida positiva después de las elecciones. Desde la victoria de Trump, los tipos de interés a 10 años han aumentado en 63 puntos básicos hasta el 2,50%, lo que ha tenido un efecto de arrastre global, tanto en Europa como en los mercados emergentes. El valor de los índices de acciones ha aumentado a nivel mundial (+6,6% en los EE.UU., +8,5% en Europa), y el dólar ha subido en torno a un 2% frente a las principales monedas y el euro. Por el contrario, los mercados emergentes se han visto afectados negativamente por el resultado de las elecciones de Estados Unidos, han registrado salidas de capital y sus monedas, en particular México, han sufrido presiones a la baja.

Dicho esto, el anuncio de medidas proteccionistas (retirada del acuerdo comercial TPP en Asia, muchas dudas acerca del TTIP con Europa y solicitudes de renegociación del TLCAN, con avisos anticipados de posibles aumentos en los

aranceles), podría perjudicar gravemente el comercio internacional a medio y largo plazo y afectar a la confianza en el futuro cercano, sobre todo fuera de Estados Unidos.

La magnitud y la forma del impulso fiscal aún no se han definido, y no está claro en qué medida puede estimular la actividad o generar una mayor inflación, dado que la economía de Estados Unidos podría estar a punto de alcanzar su potencial de crecimiento. Por esta razón, desde el comienzo del año, los mercados han estado mostrando un moderado optimismo y sus dinámicas se han corregido ligeramente. Los mercados siguen siendo más cautelosos a medida que tratan de evaluar el impacto negativo de las medidas proteccionistas a medio y largo plazo.

El repunte de la inflación somete a presión a la política monetaria

La magnitud de las presiones inflacionarias representa otro factor desconocido a nivel mundial. Los costes de las materias primas se han recuperado en los últimos meses, algo más de lo previsto, tras el acuerdo de la OPEP y la mejora de la actividad. El precio del barril de Brent se situó alrededor de los 56 USD por barril a principios de 2017, aunque esperábamos una transición algo más lenta hacia su nivel de equilibrio a largo plazo (60 USD/barril, que esperamos que se alcance para finales de 2018). A esto se suma la manera en la que los efectos subyacentes de los precios de la energía están impulsando la inflación anual a tasas más cercanas a los objetivos de inflación de los bancos centrales, lo que ha aumentado las expectativas de inflación a largo plazo descontada por los mercados. Si a esto sumamos la escala de los saldos acumulados en los últimos años gracias a los programas de crecimiento cuantitativo y las perspectivas de los paquetes de estímulo fiscal, los riesgos de deflación han sido sustituidos por presiones inflacionarias, lo que plantea interrogantes sobre cómo podría responder la política monetaria.

La Reserva Federal está adoptando un enfoque cauteloso y continúa apuntando hacia una normalización relativamente gradual de los tipos (aunque recientemente han revisado ligeramente al alza sus expectativas de tipos de interés en 2017, con tres incrementos del 0,25% en 2017, hasta el 1,50%). En sus últimas comunicaciones ha reconocido una ligera mejora en las perspectivas de crecimiento e inflación, manteniendo una evaluación equilibrada de los riesgos. Nuestra previsión es que este año se producirán otros dos aumentos de los tipos, y otros dos en 2018.

A finales de 2016, el BCE aprobó una prórroga del programa de QE hasta diciembre de 2017, al tiempo que reducirá las compras de activos mensuales de 80 mil millones a 60 mil millones de euros a partir de marzo, lo que pone de manifiesto que no estamos ante una retirada gradual del programa. Aun así, las presiones de adelantar la normalización de la política monetaria ya han comenzado con un aumento de los precios en Alemania, y bien podrían intensificarse en los próximos meses cuando la inflación en la zona euro se acerque al 2%, debido a los efectos de los precios de la energía. Como parte de nuestras previsiones, esperamos que el BCE comiencen el proceso de retirada del QE a principios de 2018 y que, para finales de ese año, tome una decisión sobre el primer aumento de tipos de interés.

Con todo, nuestras previsiones de crecimiento para 2017 no han sido objeto de ninguna revisión sustancial, a pesar de que están sujetas a un mayor grado de incertidumbre de lo normal. El efecto de base del aumento del crecimiento a finales de 2016 y de su efecto inercial, junto con el estímulo fiscal previsto en Estados Unidos, nos lleva a revisar moderadamente al alza nuestras previsiones para EE.UU. y Europa, y algo más para China, mientras que las previsiones para América Latina se están revisando a la baja, debido principalmente a factores idiosincráticos.

Las perspectivas no están exentas de riesgos, especialmente el proteccionismo

Los riesgos son en gran parte a la baja y se rigen por la incertidumbre mencionada vinculada con el proteccionismo en los EE.UU., una actitud menos favorable hacia la inmigración y el peligro de que las políticas de estímulo fiscal no tengan ningún impacto sobre el crecimiento y que aumenten la inflación, o que la desregulación anunciada en varios sectores no se

gestione adecuadamente. Además, existe la posibilidad de que otros países o regiones respondan a estos impulsos proteccionistas. Un aumento previsto de la inflación puede traducirse en un endurecimiento de la política monetaria de los principales bancos centrales, lo que tendría consecuencias a nivel mundial. A largo plazo, los riesgos de acumulación de desequilibrios en China, junto con la falta de reformas estructurales y la reestructuración de empresas públicas, pueden repercutir en los flujos de capitales y de divisas, y conducir a una repentina desaceleración en el crecimiento. Europa está sujeta a considerables riesgos políticos, en un año que está repleto de citas electorales, y donde hay cada vez más partidos poderosos que proponen revertir las reformas estructurales o medidas para salir de la zona euro o de la Unión Europea. En general, los riesgos geopolíticos siguen siendo de gran magnitud.

China: desaceleración más lenta de lo esperado debido al estímulo fiscal

El crecimiento en el cuarto trimestre fue del 6,8% respecto al año anterior, que cerró 2016 en el 6,7% de promedio, ligeramente por encima de lo que se esperaba. Varios indicadores de actividad, incluyendo la producción industrial y las ventas al por menor, mejoraron en diciembre y dejan entrever tiempos mejores a principios de año. Para 2017 en su conjunto, esperamos un crecimiento del 6% (con una revisión dos décimas al alza con respecto a la previsión anterior), y en torno al 5,2% para 2018, dadas las vulnerabilidades a las que se enfrenta la economía y a la luz de una política económica más orientada a garantizar la estabilidad financiera en lugar de mantener el crecimiento. Nuestras predicciones para la inflación se mantienen sin cambios en el 2,7% en 2017 y 3,0% en 2018.

Zona euro: resistencia a numerosos choques

El crecimiento en 2016 cerró en el 1,7%, ligeramente por encima de lo que se esperaba, después de un último trimestre positivo (0,5% intertrimestral), lo que demuestra la recuperación de la actividad industrial y, en menor grado, de las exportaciones. Las cifras de los indicadores de confianza siguen siendo bastante altas, a pesar de las sorpresas políticas experimentadas en los últimos meses (el Brexit y el referéndum sobre la reforma constitucional italiana). Para 2017 y 2018 se esperan tasas de crecimiento similares (1,6% en ambos años), por encima del crecimiento potencial, gracias a unas condiciones monetarias muy relajadas, un euro devaluado y unas políticas fiscales no restrictivas. Los factores que podrían afectar a la estabilidad son el precio del petróleo (un poco más alto de lo esperado) y los riesgos políticos que afectan a muchos países de la región. En teoría, la inflación debería permanecer por debajo del objetivo del 2% en ambos años, a pesar de que alcanzará un pico a comienzos de este año, cerca de este valor debido a efectos de base y a la subida de los precios de la energía, antes de volver a caer posteriormente con carácter marginal. La clave, en este sentido, será observar cómo evoluciona la inflación subyacente, que en estos momentos se mantiene estable por debajo de 1%, y que debe acercarse a tasas por encima del 1,5% al final del período de pronóstico.

Economías emergentes: la gestión de las debilidades tendrá un impacto decisivo debido a factores internos y externos

En Turquía, las presiones inflacionistas han aumentado debido a la depreciación de la lira, lo que puede desencadenar una política monetaria más dura en 2017 en un contexto de crecimiento inferior al esperado, en torno al 2,5% en 2016 y 2017, antes de recuperar algo de fuerza en el año 2018. En México, la economía moderó su crecimiento en poco más del 2% en 2016 y podría caer aún más al 1% en 2017 debido a la incertidumbre relativa a las medidas comerciales que los EE.UU. podrían adoptar, junto con un endurecimiento de la política monetaria para anclar las expectativas de inflación. Para 2018, se estima que el crecimiento del PIB vuelva a subir alrededor del 2%. Para América Latina en su conjunto, el PIB podría haberse contraído en más de un 2% en 2016, aunque se debería recuperar y aumentar ligeramente alrededor de un 1% en 2017, gracias a una mayor contribución del sector exterior, el fin de la recesión en Brasil, la inversión privada en Argentina y los planes de inversión pública en países como Colombia.

3. Perspectivas económicas EEUU

Desenmarañar el optimismo económico y la incertidumbre

Después de recomponernos tras los resultados de las elecciones presidenciales, hemos revisado nuestra perspectiva económica al alza. Partimos de la base de que el nuevo gobierno será capaz de generar suficientes efectos positivos a partir de los estímulos fiscales, la desregulación y el gasto en infraestructuras para compensar el impacto negativo del proteccionismo y el aislacionismo. Como resultado, esperamos las tasas más altas de crecimiento del PIB real, la inflación y de los tipos de interés, junto con un dólar más fuerte, con respecto a nuestra referencia anterior. No obstante, los riesgos siguen siendo altos debido a la incertidumbre sobre la eficacia del estímulo fiscal y el grado de proteccionismo.

Tomando las promesas electorales como lo que son, si la agenda económica se centra en la reforma del impuesto de sociedades, en la rebaja del impuesto sobre la renta, el aumento del gasto en infraestructuras y el alivio de la carga reguladora para las empresas, la tasa de crecimiento de la economía sería más fuerte que en los últimos años. Sin embargo, una estrategia de comercio exterior proteccionista conlleva riesgos negativos. Por otra parte, la retórica con respecto a la inmigración no se ha suavizado y el desmantelamiento de la Ley de salud asequible (ACA), si se hace al azar, podría poner en apuros a cualquier agenda económica favorable para el crecimiento.

La economía de EEUU podría fortalecerse con las políticas del gobierno

Gráfica 3.1



Fuente: BBVA Research

A pesar de que el Partido Republicano preferiría aprobar una reforma fiscal integral permanente, no cuentan con los 60 votos en el Senado necesarios para evitar un bloqueo y, por lo tanto, es probable que se centren en una agenda menos ambiciosa. Existe la posibilidad de que los Republicanos puedan convencer a suficientes demócratas para que voten a favor de realizar cambios en el impuesto de sociedades dado el amplio consenso que existe en torno a la

necesidad de la reforma. Sin embargo, parece que la reconciliación, que solo requiere una mayoría simple en el Senado, es la opción más probable. Hay muchos inconvenientes a la hora de recurrir a la reconciliación, pero el más apremiante es el hecho de que el proceso solo se puede utilizar una vez cada ejercicio fiscal. Actualmente, el Congreso, que está controlado por los republicanos, se está centrando en la derogación de la ACA a través de la reconciliación; si esto conlleva algún ajuste en los impuestos o ingresos asociados con dicha ley, la primera oportunidad para llevar a cabo una reforma fiscal sería el año fiscal 2018.

Además de la incertidumbre legislativa, ha habido poco consenso dentro del partido y en la Casa Blanca sobre el tamaño, la mezcla, la estrategia y la magnitud del estímulo fiscal. En un escenario optimista, el estímulo fiscal aumentaría el consumo, la inversión y el empleo a corto plazo sin generar presiones inflacionistas significativas, aumentando la producción potencial al mejorar la eficiencia de la economía a largo plazo. En un escenario menos optimista, el estímulo fiscal generaría presiones inflacionistas y aumentaría los tipos de interés, el déficit y la deuda, sin alterar la trayectoria del crecimiento a largo plazo.

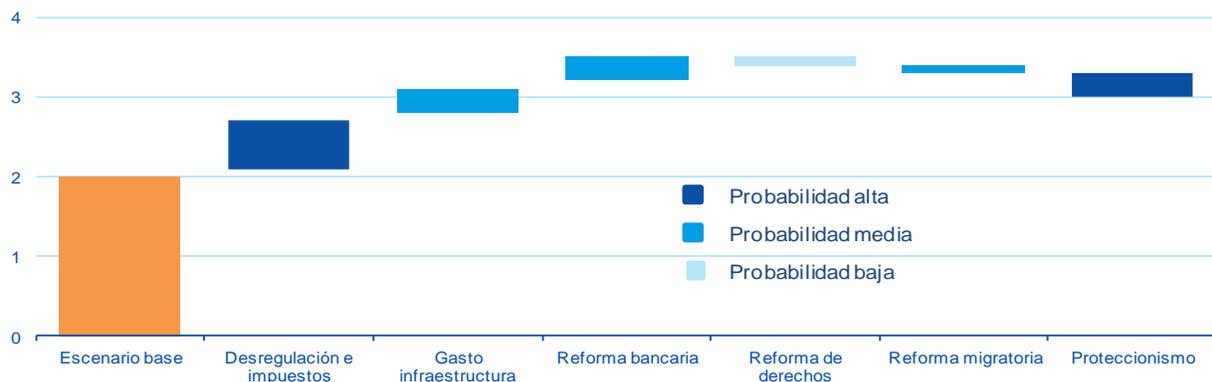
Tamaño, mezcla, estrategia y magnitud del estímulo fiscal

Aunque no existen pruebas empíricas de que el gasto en infraestructuras pueda tener un gran efecto positivo sobre el crecimiento económico, no está claro cuál será la tolerancia del sector privado, la forma en que se pagará o cuánto tiempo se necesitará para ejecutar estos proyectos. Por último, aunque la desregulación siempre tiene un gran atractivo como herramienta para impulsar la actividad empresarial y mejorar la eficiencia del mercado, la eficacia de las políticas y el alcance de las estrategias no están claros.

En gran medida, el impacto del estímulo fiscal depende de dos cuestiones fundamentales: la eficacia de las medidas y la posición cíclica de la economía. Por ejemplo, las bajadas de impuestos que benefician a las rentas más altas con una baja propensión a gastar o las rebajas de impuestos que aumentan el ahorro debido a las previsiones de aumentos de los tipos tendrán una menor repercusión sobre el crecimiento. Mientras tanto, si la atonía que todavía sufre la economía es menor, el estímulo fiscal se traducirá en mayores tasas de inflación y en subidas de los tipos de interés, lo que también limitará el crecimiento y la inversión.

Gráfica 3.2

Efecto sobre el crecimiento derivado de las propuestas políticas del Gobierno



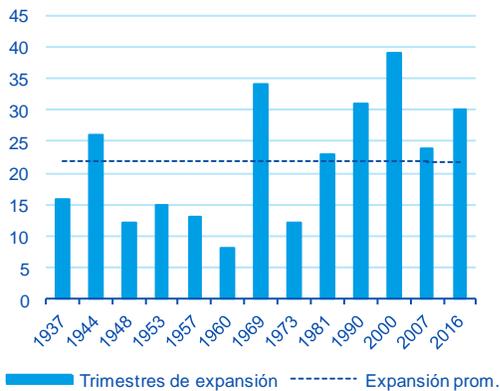
Fuente: BBVA Research

Estas preocupaciones no deben tomarse a la ligera. En primer lugar, la economía ha estado en expansión durante más de siete años, y los indicadores del mercado de trabajo sugieren que la economía está en situación de pleno empleo o cerca. Por lo tanto, la expansión fiscal con una atonía modesta podría aumentar la inflación y sus expectativas, y esto no se traduciría en un aumento de los salarios reales y en un aumento de los tipos de interés. En segundo lugar, las

propuestas políticas actuales, que implican menores ingresos fiscales y poca o ninguna reducción del gasto público, serían en gran medida procíclicas y podrían traducirse en un aumento del déficit. Teniendo en cuenta la ya de por sí elevada relación de pública con respecto al PIB, el aumento de las preocupaciones con respecto a la sostenibilidad fiscal también podría hacer subir los tipos de interés y reducir la confianza de las empresas. En tercer lugar, incluso si las nuevas políticas logran generar un mayor crecimiento real, el incremento de los diferenciales de los tipos de interés podría dar lugar a una mayor demanda de dólares estadounidenses. Esto a su vez reforzaría el valor de la moneda, reduciría el nivel de las exportaciones y debilitaría los beneficios, el empleo y la inversión.

Gráfica 3.3

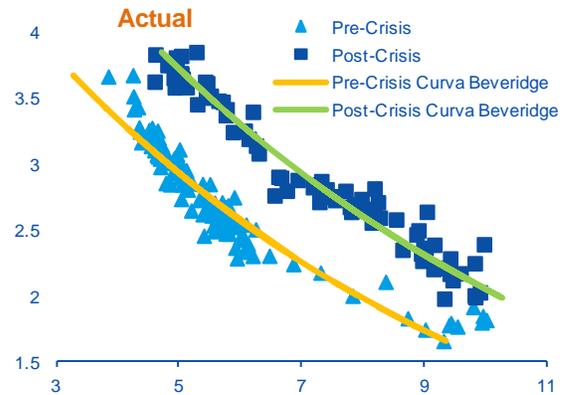
Duración de los ciclos económicos en Estados Unidos, # trimestres



Fuente: BBVA Research y BEA

Gráfica 3.4

Curva de Beveridge



Fuente: BBVA Research y BLS

Aunque hay algunos indicios que apuntan a una cierta atonía en el mercado laboral, el aumento de las presiones salariales y unas condiciones del mercado laboral más estrictas sugieren que la significativa subutilización de la fuerza de trabajo se está reduciendo. Asimismo, si el mercado laboral continúa creando empleo a un ritmo de 175.000-200.000 y la cantidad de crecimiento del empleo necesario para absorber los nuevos ingresos es de aproximadamente 100.000, entonces las 750.000-1.200.000 personas que todavía buscan empleo podrían encontrar un trabajo hacia el 1T18. Llegar a este nivel sería coherente con el nivel históricamente bajo de desempleo.

Sin embargo, existen importantes componentes de este escenario que conllevan un alto grado de incertidumbre en cuanto a cuándo y cómo se van a implementar. A continuación, presentamos nuestros escenarios económicos para los primeros cuatro años de gobierno, nuestras expectativas sobre la política fiscal y el comercio, los ganadores y perdedores a nivel de la industria y las perspectivas sobre el entorno regulatorio para el sector financiero.

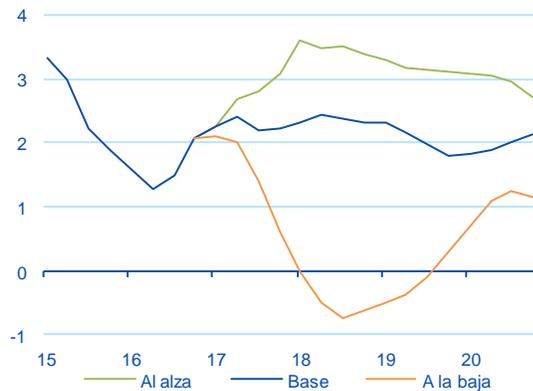
Escenarios macroeconómicos estadounidenses

Creemos que hay tres escenarios con una probabilidad de ocurrencia no trivial. En la hipótesis de base, se supone que Trump logra impulsar las expectativas empresariales, fomentando una mayor participación en el mercado laboral gracias a una subida de los salarios efectivos y a incentivos laborales, reduciendo la normativa para los sectores de la minería y la banca, y fomentando las inversiones en infraestructuras, aunque con una magnitud menor que las propuestas actuales. En igualdad de condiciones, la hipótesis de base supone también que el gobierno se enfrenta a dificultades derivadas de una política monetaria más restrictiva, un dólar más fuerte y un ciclo económico ya maduro. En el escenario optimista, el impacto de la política monetaria más restrictiva es mínimo y el valor relativo del dólar se estabiliza, lo que, en combinación con una importante agenda fiscal expansiva, empuja el crecimiento y la inflación

por encima de los niveles actuales de equilibrio a largo plazo. En lo que respecta a la parte negativa, asumimos que las tendencias proteccionistas, aislacionistas y xenófobas dominan la plataforma del gobierno, erosionando la confianza empresarial y del consumidor, mientras que la política fiscal resulta ineficaz para estimular la economía, lo que lleva a un aumento del déficit y de la deuda cada vez mayor.

Gráfica 3.5

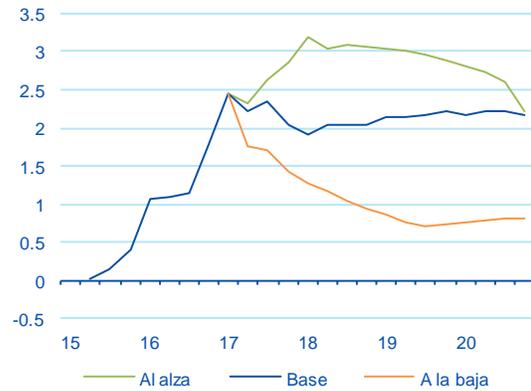
Crecimiento interanual del PIB en %



Fuente: BBVA Research

Gráfica 3.6

Índice de precios al consumidor, % a/a



Fuente: BBVA Research

Referencia: Teniendo en cuenta la posición de EE.UU. en el ciclo económico actual, el hecho de que la política monetaria sea cada vez menos acomodaticia y el sesgo de las propuestas fiscales actuales hacia las personas de mayores ingresos con propensión marginal muy limitada al consumo, asumimos mejoras únicamente moderadas para las perspectivas de crecimiento. Además, las expectativas de aumento del déficit (y, por lo tanto, de los impuestos en el futuro) impulsan el ahorro y compensan otras dificultades a las que se enfrenta la inversión privada.

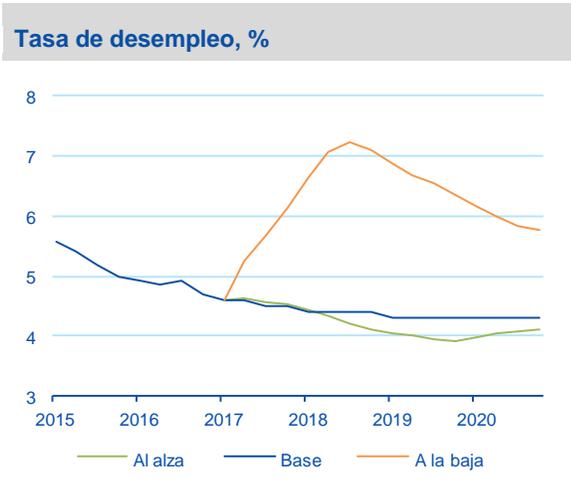
En cuanto a los detalles, se espera que la inversión pública en infraestructuras ascienda a 250.000 millones-750.000 millones de dólares en un plazo de diez años. La economía se encuentra cercana a su capacidad y los tipos están subiendo, por lo que el efecto en general será sustancialmente menor que el que se produce en un periodo con unas condiciones económicas más austeras. Sin embargo, la desregulación contribuye positivamente al crecimiento en este escenario, aunque el alcance discutido actualmente por el gobierno no se logra y, por lo tanto, el efecto se localiza en sectores tales como la defensa, la energía y la fabricación, lo que se traduce en una mejora únicamente moderada de la eficiencia. Aunque la retórica puede tener su importancia, las fricciones de procedimiento y los escollos jurídicos limitan la reforma migratoria exhaustiva y las deportaciones a niveles similares a los de la Administración Obama (2-3 millones).

Estas políticas deben ser suficientes para mantener las tendencias actuales en el mercado de trabajo, dado que asumimos que el crecimiento del empleo mantendrá su tendencia a un ritmo parecido al del segundo semestre de 2016, con aproximadamente 175.000 nuevos empleos. Aunque esta cifra está por debajo de ciclos anteriores, este nivel es coherente con un endurecimiento del mercado de trabajo y un crecimiento menor de la población activa, que se supone que avanzará a un ritmo de aproximadamente 100.000 al mes. Estas dinámicas del mercado de trabajo implican una tasa de desempleo del 4,4% para finales del año 2018.

La economía de EEUU crecerá 2,3% en 2017, frente al 1,6% en 2016

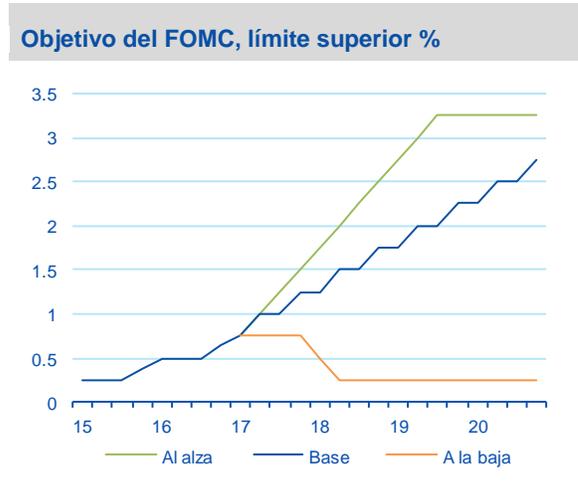
En cuando al crecimiento, el aumento de la confianza de las empresas y el estímulo fiscal moderado impulsan el crecimiento real del PIB hasta el 2,3% en 2017 y el 2,4% en 2018. La rigidez del mercado laboral y las presiones derivadas del aumento de los precios de las materias primas y de la vivienda hacen que la inflación suba por encima del 2% en este escenario.

Gráfica 3.7



Fuente: BBVA Research

Gráfica 3.8



Fuente: BBVA Research

Al alza: Dado el sesgo a favor del crecimiento del gobierno, existe la posibilidad de que la disminución de la incertidumbre política aumente la confianza de las empresas y vuelva a poner en marcha la inversión privada, aumentando la productividad y la producción potencial. En este caso, creemos que el crecimiento es mayor a medio plazo. Enfocarse en los estímulos fiscales que produzcan un impacto, una mayor desregulación y la reforma de las prestaciones sociales, así como apartarse de la campaña de retórica sobre el proteccionismo y la inmigración generan un crecimiento medio superior al 3%, que sería la cifra más alta en dos décadas. El apalancamiento también desempeña un papel en este escenario, dado que la normativa para el sector financiero se antoja laxa en un momento en el que las posiciones de capital son sólidas y hay una mayor voluntad de prestar a segmentos rentables.

Además, los esfuerzos por recuperar a los trabajadores que dejaron la fuerza laboral en el período posterior a la crisis están teniendo éxito gracias a los incentivos laborales derivados del aumento salarial y de una mayor demanda de trabajo. Esto hará la tasa de desempleo baje hasta el 3,9% en 2019, una cifra similar con el mínimo registrado en la década de 1990. Dado que los flujos de entrada en la fuerza de trabajo son de naturaleza estructural, no esperamos ver una inflación galopante a corto plazo como resultado de una tasa de desempleo situada por debajo de niveles más propios de una inflación más elevada. Sin embargo, la atonía limitada en el mercado laboral, el aumento de la demanda y las expectativas al alza de la inflación impulsan la inflación por encima del 3%.

A la baja: En este escenario, las políticas económicas puestas en práctica por el gobierno tienen un sesgo proteccionista, mientras que los efectos de los estímulos fiscales y la desregulación son muy tenues, dado el complicado entorno mundial y la madurez del ciclo económico. Las bajadas de impuestos tienen efectos menores sobre el consumo, mientras que los planes de gasto están marcados por las ineficiencias y los gastos superfluos, y el gasto en infraestructuras es mínimo debido a la falta de participación del sector privado.

Además, la regulación no tiene éxito con un sesgo hacia los sectores menos productivos, mientras que el proteccionismo y el aislacionismo se manifiestan en su forma más dañina, con deportaciones masivas y aranceles

punitivos entre China y México. La aversión al riesgo global, una cascada de proteccionismo y la pérdida de confianza subyacen a una desaceleración importante en el comercio y el crecimiento mundiales.

En un escenario a la baja, EEUU entrará en recesión en el 2S17

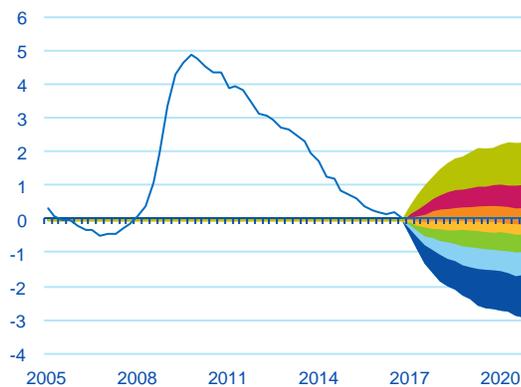
Teniendo presente lo anterior, EE.UU. entrará en un entorno de recesión a finales de 2017 y 2018. Las condiciones desinflacionistas prevalecen conforme las presiones sobre la demanda compensan el impacto derivado de unos aranceles más elevados y una contracción de la población activa. En este contexto, se debe esperar un cambio radical en los mercados financieros, ya que la combinación de un panorama económico más anémico y las presiones deflacionarias podría ejercer una nueva presión a la baja sobre la curva de rendimiento y los mercados de acciones de EE.UU. En este escenario, la tasa de desempleo sube al 7,2%, y la inflación cae por debajo del 1% hasta el 2020. Las condiciones adversas se traducen en un crecimiento anual medio del 0,5% para los primeros cuatro años de la administración Trump.

Agenda actual para poner a prueba la paciencia del FOMC

Es probable que la Fed describa el entorno actual como uno con riesgos equilibrados y elevada incertidumbre y, en este contexto, la Reserva Federal va a mantener la cautela hasta que observe cualquier riesgo real para sus perspectivas de inflación o cualquier rebasamiento importante del objetivo para la tasa de desempleo. Por lo tanto, esperamos que el FOMC continúe normalizando la política monetaria a un ritmo de dos aumentos de 25 pb al año. Obviamente, la Fed podría aumentar los tipos a un ritmo más rápido si se acumulan las presiones de inflación, el mercado laboral pierde flexibilidad más rápido de lo previsto o el comité está convencido de que el tipo de interés real de equilibrio está muy por encima del cero por ciento.

Gráfica 3.9

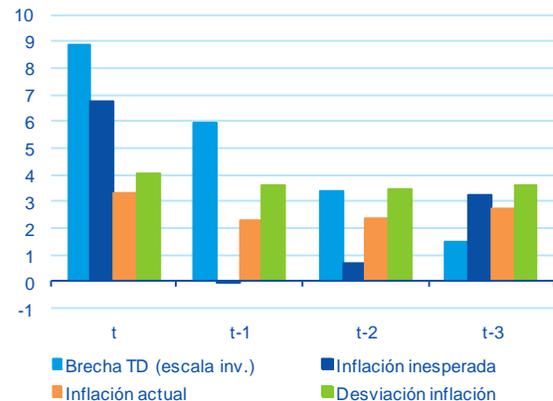
Diferencia en la tasa de desempleo, p.p.



Fuente: BBVA Research, CBO y BLS

Gráfica 3.10

Respuesta del FOMC sobre los tipos de interés*



Fuente: BBVA Research, CBO, BLS y Haver Analytics
*IRF ortogonalizado

Por el contrario, la Fed también puede decidir posponer o retrasar futuros aumentos de los tipos, si los riesgos bajistas se intensifican o si percibe que su propia estrategia podría ser perjudicial para su mandato. Por ejemplo, la existencia de perturbaciones importantes en la economía mundial o de pruebas claras de que el tipo de interés real de equilibrio no sube daría lugar a una normalización de la política a un ritmo más lento o retrasado. Además, es importante destacar que, a pesar de que los fundamentales apuntan a un curso de acción claro, para la Fed existe una fuente importante de incertidumbre con respecto a los nombramientos de los tres puestos vacantes de

gobernadores y la posibilidad de que se nombre un nuevo presidente del FOMC en 2018. Estos nombramientos podrían inclinar dramáticamente la balanza entre «halcones» y «palomas».

Sin embargo, cualquier cambio futuro en el tipo objetivo dependerá de las estimaciones del nivel de equilibrio del tipo de interés real. Por el momento, la opinión general es que este nivel es cercano a cero, y, por lo tanto, hay que aplicar la política de aumento de los tipos de interés de manera gradual para evitar el riesgo que supondría endurecer demasiado la política monetaria y de manera muy rápida.

En el escenario optimista, que se caracteriza por un aumento en el potencial, es posible que haya cierta presión al alza sobre los tipos de interés reales de equilibrio. Esto, y nuestras expectativas de un repunte de la inflación, constituyen la base de un ciclo de ajuste más rápido a un nivel más alto a largo plazo del 3,25%. En el escenario bajista con presiones deflacionistas, un PIB potencial más bajo y una demanda anémica, la Reserva Federal baja los tipos de nuevo al límite inferior cero. Se podría ampliar la acomodación de la política monetaria no convencional como la flexibilización cuantitativa, la orientación futura (*forward guidance*) y, posiblemente, los tipos de interés nominal negativos, dado el bajo nivel en el que se encuentran los tipos de interés de equilibrio y su proximidad al límite inferior cero.

El nivel del tipo de interés a largo plazo de la Fed alcanza 3,25% en escenario optimista

Curva de rendimiento: hacia adelante y hacia arriba

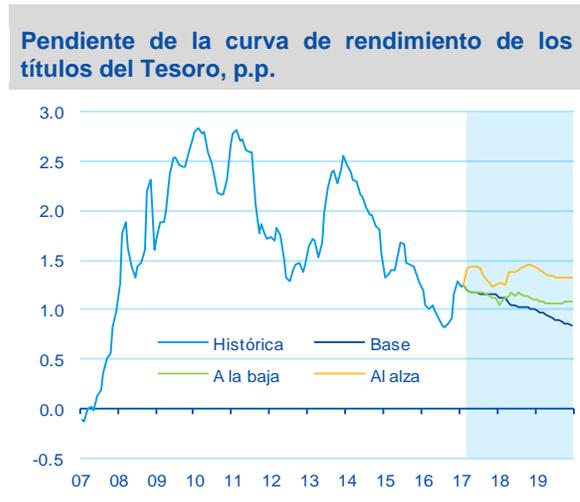
A pesar de las incertidumbres, nuestra perspectiva para la curva de rendimiento se mantiene orientada con firmeza al alza. En gran medida, esto refleja que los riesgos a la baja para la inflación han disminuido significativamente. Si a esto se une el hecho de que la tolerancia al riesgo está aumentando y que es posible que las expectativas de inflación aumenten, esperamos que la curva de rendimiento se eleve.

Gráfica 3.11



Fuente: BBVA Research, Bloomberg, FRB y FRBNY

Gráfica 3.12



Fuente: BBVA Research

El escenario central del rendimiento mantiene un ritmo moderado de incremento con respecto a los tipos a corto y medio plazo y en los tipos a largo plazo más elevados, de acuerdo con los supuestos macroeconómicos de Estados Unidos en materia de crecimiento, inflación y sobre la trayectoria del tipo oficial, teniendo en cuenta los cambios en la

trayectoria del tipo de los fondos federales. La lenta corrección en curso de las expectativas de inflación y de la prima por plazo hacia promedios históricos no se consideran un fenómeno transitorio e implican unos rendimientos más altos de los títulos del Tesoro en ausencia de perturbaciones de los mercados y de crisis externas.

Si bien no descartamos periodos de liquidaciones masivas, creemos que se tratará de brotes transitorios de confianza. En otras palabras, los rendimientos exhibirán una alta volatilidad con una tendencia al alza moderada. Si la inflación es más alta de lo esperado y la Fed sigue una política más agresiva, el aumento de los rendimientos será mayor. Sin embargo, los rendimientos también podrían mantenerse relativamente bajos si el crecimiento y la inflación se mantienen en los niveles actuales y la Fed retrasa futuros aumentos de los tipos o si hay sorpresas negativas del mercado. En resumen, nuestro escenario de referencia espera que suban los rendimientos a largo plazo, aunque a un ritmo más lento que los tipos a corto plazo, lo que implica un ritmo de subida mucho más lento que en otros ciclos de expansión.

El escenario a la baja también contempla el retorno al sentimiento de aversión al riesgo debido a posibles perturbaciones a nivel mundial (Brexit duro, resultados electorales desfavorables, etc.). En el escenario optimista, se consideran los atributos del mercado nacional, tales como un aumento más rápido de las expectativas de inflación y la prima por plazo.

¿Libre comercio o comercio justo?

Como gran admirador de Ronald Reagan, Trump se inspira en gran medida en las políticas comerciales del icono conservador. A pesar de ser un defensor del «libre mercado», la visión de Reagan sobre el comercio internacional no era inequívoca: hacía hincapié en que el «comercio justo» era tan importante como el «libre comercio». Los primeros indicios apuntan a que Trump se mantendrá fiel a sus promesas electorales, por lo que podría imponer un arancel del 45% a las importaciones chinas y un arancel del 35% sobre las importaciones mexicanas. Dado que los bienes y servicios procedentes de China y México representan el 30% de las importaciones totales de Estados Unidos, nuestra estimación sugiere que la inflación subyacente subirá 1,8 p.p. en un contexto de transmisión incompleta de los precios de las importaciones. Cuando se apliquen, en igualdad de condiciones, se espera que los aranceles por sí solos puedan reducir la producción real en 1,3 p.p. en el primer año.

Una alternativa a la imposición de aranceles específicos es la propuesta republicana (Brady-Ryan) de reforma del sistema fiscal corporativo que está sustentada en un plan fiscal de ajuste fronterizo basado en flujos (BAT). La base de este impuesto no es proteccionista, ya que se supone que, aunque el diseño es similar a un arancel implícito, el ajuste fronterizo no debería distorsionar los flujos comerciales, dado que el impuesto es simétrico con respecto a las importaciones y las exportaciones, y que el impuesto a las importaciones se ve totalmente compensado por la apreciación del tipo de cambio. En otras palabras, los importadores no se verán perjudicados porque un impuesto del 20% sobre las importaciones se vería compensado por una rebaja del 20% en el coste de los bienes importados. La naturaleza de los mercados de divisas y la probabilidad de que otros países puedan tratar de compensar o mitigar estos efectos sugieren que no se pueden respaldar los fundamentos teóricos. De hecho, William Dudley, presidente de la Fed de Nueva York, aludió a la posibilidad de que se produzcan muchas «consecuencias no deseadas».

La respuesta del tipo de cambio es muy incierta. Trump se ha quejado de que la fortaleza del dólar «nos está matando». Sin embargo, los esfuerzos de Trump para atraer más inversión extranjera a EE.UU. añadirán presión sobre la apreciación del dólar. En nuestra opinión, una repentina apreciación del 10% del USD puede disminuir las exportaciones netas como porcentaje del PIB en un 1% en tres años. Es decir, podemos esperar un déficit en cuenta corriente más alto si Trump consigue atraer más inversión extranjera. Por otro lado, la fortaleza del dólar

**Una repentina
apreciación del 10% del
USD puede disminuir
exportaciones netas 1%**

también está correlacionada con el déficit en cuenta corriente, y, por lo tanto, si los mercados perciben que la trayectoria de la cuenta es insostenible, el tipo de cambio se depreciaría. Con independencia de que se emprendan importantes intervenciones políticas, una política de tipo de cambio explícita parece poco probable, ya que centrarse demasiado en el déficit comercial podría acarrear consecuencias no deseadas para la economía.

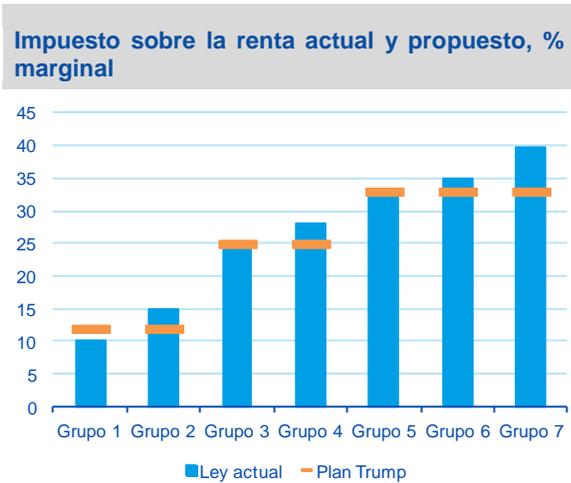
Fiscalidad: estímulos, ¿sí o no?

La promesa de estímulo fiscal de Trump incluye tanto rebajas de impuestos como gasto en infraestructuras. Por lo que respecta a las medidas fiscales, sus propuestas actuales son similares al plan republicano (Ryan-Brady) presentado a mediados de 2016, que tiene por objeto ampliar la base tributaria y reducir los tipos marginales recortando el número de tramos a cambio de eliminar la mayoría de las deducciones actuales. En cuanto al impuesto de sociedades, Trump pretende reducir el tipo promedio de este impuesto al 15%, mientras que el partido republicano ha promovido un tipo del 20% que se valorará en función del flujo de efectivo e incluirá un ajuste fronterizo. Desde las elecciones, el tema de las inversiones en infraestructuras ha recibido poca atención por parte de la administración Trump, pero en caso de aplicarse, es probable que sea una combinación de créditos fiscales y asociaciones público-privadas (APP) para que el impacto sea neutro en términos presupuestarios.

El impacto económico de los estímulos fiscales tiene un doble efecto sobre el crecimiento a corto y largo plazo: un efecto positivo directo sobre la inversión y el consumo y un efecto negativo indirecto a través del aumento de la deuda pública. Esto da lugar a diversos resultados. Las estimaciones de los multiplicadores oscilan entre 0,4 y 3,6 para el primer año, entre 0,2 a 2,3 para el segundo año y menos en los últimos años. No queda claro si la política fiscal puede tener un efecto permanente sobre las opciones económicas a largo plazo, ya que la política fiscal de Trump incrementa en torno al 2,5% la ratio de deuda pública con respecto al PIB, lo que, a la espera de que en el futuro aumenten los impuestos, reduciría los incentivos al trabajo, el ahorro y la inversión e incrementaría la proporción de ahorro dedicada a amortizar deuda y que ahuyentaría la inversión privada.

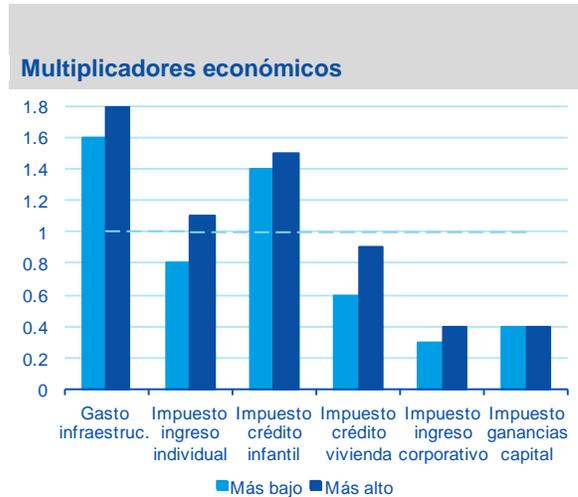
Multiplicadores de los estímulos de Trump podrían ser del 0,4-3,6 en el primer año

Gráfica 3.13



Fuente: BBVA Research y TPC

Gráfica 3.14



Fuente: BBVA Research y CBO

Impacto económico de las rebajas de impuestos: Según muchos economistas, hace mucho tiempo que en Estados Unidos hace falta una reforma fiscal, ya que el código tributario es complejo y contiene muchas lagunas.

Aunque cualquier rebaja fiscal reducirá los ingresos públicos totales, en igualdad de condiciones, las rebajas de impuestos se pueden autofinanciar en parte a través de un aumento de la base imponible y del crecimiento. Según las estimaciones del efecto que tendría aumentar la base imponible, el efecto de la pérdida de ingresos fiscales se puede mitigar en un 25-50% en un entorno de política monetaria estable. Las simulaciones de las diferentes políticas fiscales simplificadas han demostrado que los efectos a largo plazo sobre el crecimiento agregado son siempre positivos, mientras que en el corto plazo habrá grupos que tendrán que soportar la carga. El impacto económico positivo es mucho menor cuando las reformas de impuestos incorporan ajustes o mecanismos de exenciones transitorios para reducir al mínimo los efectos perjudiciales de distribución.

Los recortes a corto plazo del impuesto sobre la renta, junto con los cambios en las deducciones y prestaciones por hijos, deben servir para impulsar el crecimiento del PIB. El aumento de sueldo neto de los hogares debería dar lugar a un aumento del gasto destinado al consumo y a una mayor actividad económica. Sin embargo, este impacto económico sería débil, dado que la mayoría de las reducciones de impuestos beneficiarían a los hogares con mayores ingresos, cuyos gastos, en relación con los hogares de menor renta, son menos sensibles al aumento de los ingresos. Las oscilaciones que se estiman para los multiplicadores son amplias, siendo el efecto mayor en el primer año, con un impacto anual medio a corto plazo de entre el 0,8% y el 2,6%.

Por otra parte, el plan de Trump tendría un efecto positivo y duradero sobre el crecimiento del producto potencial al aumentar la tasa de participación laboral. La reforma fiscal atraería de nuevo al mercado de trabajo a las personas que optaron por abandonar la fuerza de trabajo, pero que son sensibles a los cambios en los salarios después de impuestos. Se ha demostrado que, tanto para los hombres como para las mujeres que no están en la fuerza de trabajo y que no son los únicos ingresos en la familia, las decisiones en materia de empleo son sensibles a un aumento de los incentivos orientados a la devolución del impuesto sobre la renta y de los gastos por hijos. Sin embargo, los incentivos de gastos para el cuidado de los hijos no afectarán a las familias de bajos ingresos, que tendrían dificultades para pagar por adelantado y luego conseguir que les devuelvan estos gastos.

En cuanto a la reforma del impuesto de sociedades, el tipo efectivo de este impuesto en Estados Unidos es del 35%, el más alto entre las naciones desarrolladas. Muchos países extranjeros ya han aplicado una rebaja del impuesto de sociedades como consecuencia de la globalización de la movilidad del capital. Esto ha dado lugar a la competencia entre países para atraer capital y ha ejercido una presión a la baja sobre los tipos del impuesto sobre sociedades. Sin embargo, la Comisión Europea y la OCDE han considerado que esta «carrera hacia el abismo» por la competencia en el impuesto sobre sociedades es perjudicial y que podría frenar la actividad del gobierno debido a la pérdida de ingresos.

A corto plazo, una rebaja del tipo del impuesto sobre sociedades puede afectar no solo a las empresas en general, sino también a los hogares, alterando los incentivos para el ahorro y la inversión. El plan de Trump aumentaría en un principio la inversión e impulsaría el crecimiento del PIB por encima de su nivel potencial. Sin embargo, el plan también incrementará sustancialmente el déficit presupuestario, lo que se traduciría en una política monetaria menos flexible y en un aumento de los tipos de interés, algo que con el tiempo ahuyentaría la inversión y reduciría el crecimiento del PIB a su nivel potencial. De media, el multiplicador anual por un recorte del 1% del tipo del impuesto de sociedades es mucho más bajo (0,3% a 0,4%), en comparación con el multiplicador de cada recorte del impuesto de la renta.

Un reto importante para la reforma del impuesto de sociedades es la brecha entre las ganancias realizadas en el sector

El principal reto de la reforma de impuesto de sociedades será brecha entre ganancias realizadas y estatutarias

empresarial y las reducciones legales. Por ejemplo, algunas estimaciones del actual tipo del impuesto de sociedades efectivo son de solo el 23%, por lo que una bajada al 20% podría resultar que no es un incentivo suficiente para que una empresa cambie sus decisiones. Del mismo modo, los incentivos para las empresas que obtienen una parte significativa de sus ingresos del extranjero pueden resultar menos atractivos, dado que tener que soportar un impuesto de

repatriación de entre el 5-10% y un tipo impositivo efectivo más elevado reduciría la rentabilidad. Al final, aunque existe un amplio consenso de que es necesaria una reforma del impuesto sobre sociedades, parece que hay una brecha creciente entre la Casa Blanca, el Congreso y dentro del sector privado sobre cuál es la política óptima.

Sin embargo, si el plan de Trump para reducir el impuesto sobre sociedades incentiva a las empresas multinacionales a retener las ganancias a nivel nacional e invertir, reduce la complejidad y desincentiva a las empresas a la hora de aprovechar las lagunas fiscales, podría haber considerables beneficios a largo plazo. En general, la reducción del tipo del impuesto de sociedades permitirá a la economía competir por proyectos rentables que generan un mayor bienestar y más beneficios sociales y que son más móviles. No obstante, el éxito general de la reforma del impuesto sobre sociedades también depende de factores complementarios relacionados, tales como los flujos de capital sin obstáculos y la estabilidad política.

Impacto económico del gasto en infraestructuras: Existe una amplia creencia de que la reconstrucción de las infraestructuras en Estados Unidos es vital para el crecimiento a largo plazo y que los mayores rendimientos económicos provienen de la inversión en infraestructuras. Aunque la evidencia sugiere que hay una gran brecha de infraestructuras, no está claro a cuánto asciende el déficit de infraestructuras, cuál es el nivel de tolerancia del sector privado, cuáles serán las fuentes de financiación detrás de estos proyectos y si la inversión se orientará a proyectos de gran valor añadido. Además, la magnitud del impacto dependerá de la a-tonía en la economía y de la política monetaria.

De hecho, el multiplicador fiscal de cada uno de los nuevos mil millones de dólares de gasto global en infraestructuras centrado en inversiones en transporte y en servicios públicos puede ser como máximo de 1,6 y podrían crearse hasta 1200 empleos. El efecto macroeconómico a largo plazo del gasto en infraestructuras depende de si existe un plan para mantener este gasto durante un periodo prolongado. Por ejemplo, ampliar el periodo de gasto para incluir un cuarto adicional de un billón de dólares produce una aceleración del 0,3% en la productividad y, por tanto, un aumento del crecimiento potencial del PIB y una reducción de la tasa de desempleo no aceleradora de la inflación (NAIRU).

El impacto en la actividad económica es positivo, si la financiación no disminuye el salario neto, incluidos los pagos de transferencia (cupones de alimentos, seguro de desempleo) y las ayudas a los estados. Sin embargo, obtener ingresos subiendo los impuestos a las empresas o por cualquier otro medio mermará el impacto económico a corto plazo. El impacto total del gasto en infraestructuras también sería menor, si la economía está operando casi a plena capacidad y la a-tonía en el mercado laboral es baja. En este caso, la inversión en infraestructuras podría ejercer presión al alza sobre los salarios y la inflación, lo que en general se traduciría en un endurecimiento más rápido de la política monetaria y esto, a su vez, encarecería los costes de los préstamos y reduciría la inversión privada.

Gráfica 3.15



Fuente: BBVA Research, BEA y Haver Analytics

Gráfica 3.16



Fuente: BBVA Research, BEA y Haver Analytics

Por el contrario, la posible supresión del Plan de Energía Limpia y de los incentivos fiscales en beneficio de la energía eólica y solar supondrán un freno para la expansión de proyectos de energía renovable en el país, creando riesgos a la baja para los sectores de energía alternativa. Además, la derogación de la Ley de salud asequible aumentaría el número de personas sin seguro, reduciendo la demanda de asistencia sanitaria y aumentando las fuentes de riesgos. Esto podría afectar a la rentabilidad de algunos profesionales de la salud. Sin embargo, las grandes empresas sanitarias, las farmacéuticas, las empresas de equipos médicos y las compañías de seguros que se enfrentan a una competencia limitada podrían absorber estas presiones.

Mientras tanto, las políticas comerciales proteccionistas podrían interrumpir las cadenas de valor globales en industrias como el sector de los automóviles, los ordenadores, los productos farmacéuticos, la ropa, las telecomunicaciones y los electrodomésticos. Estas políticas también repercutirán en sectores muy dependientes de los insumos importados, como el petróleo crudo, el acero y los productos agrícolas. Del mismo modo, las políticas de inmigración más estrictas que dan lugar a la expulsión masiva de trabajadores indocumentados podrían perturbar la agricultura, el comercio al por menor, la restauración, la construcción y los servicios para el hogar.

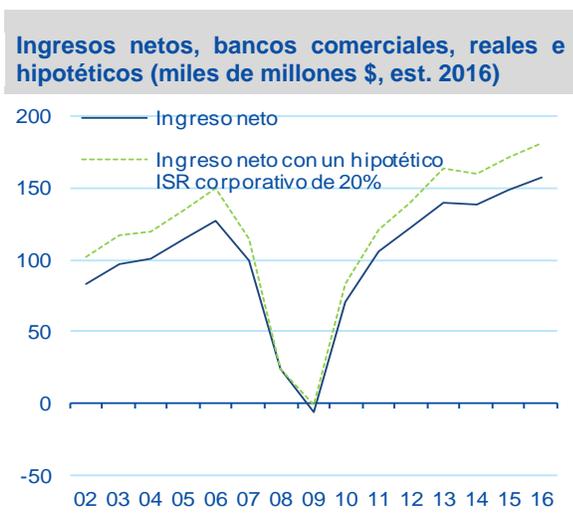
4. Situación de la banca

La banca y la *Trumponomía*

Para la banca, el panorama es favorable. En primer lugar, es poco probable que se apliquen leyes nuevas o más estrictas. En segundo lugar, hay indicadores blandos que apuntan a que el nuevo gobierno adoptará una postura más indulgente en lo que respecta a la regulación, la legislación y la aplicación de las leyes. Sin embargo, deshacer la regulación bancaria no es una prioridad para el Congreso o la Casa Blanca. En tercer lugar, la industria se beneficia significativamente de un impuesto sobre sociedades más bajo, ya que los tipos efectivos del impuesto sobre sociedades para los bancos suelen ser más altos que para otras empresas. De hecho, un impuesto de sociedades del 20% podría aumentar los ingresos netos de la banca en 25.900 millones de dólares en 2018.

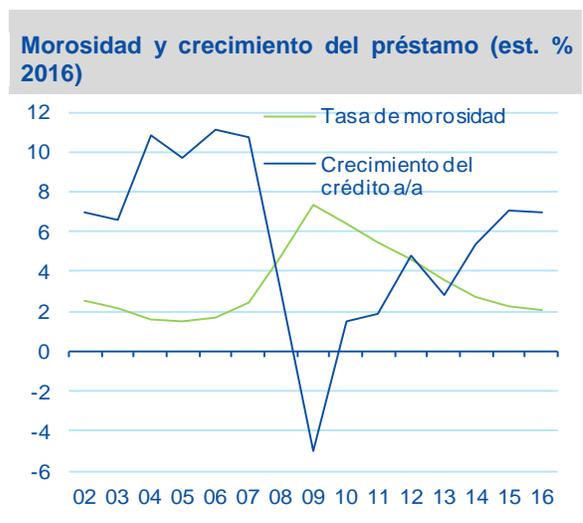
Un impuesto sobre sociedades del 20% podría aumentar los ingresos netos de la banca en 25,9 mmd en 2018

Gráfica 4.1



Fuente: Cálculos de BBVA Research y FDIC

Gráfica 4.2



Fuente: BBVA Research, FDIC y Reserva Federal

En cuanto a la banca minorista, se espera que los créditos al consumo aumenten a un ritmo medio del 6,1% en 2017, en comparación con la estimación del 6,5% en 2016, lo que refleja un fuerte crecimiento del empleo y de los ingresos reales, además de un endurecimiento de las condiciones de préstamo, especialmente de los préstamos para la compra de automóviles. Aunque los consumidores se muestran más optimistas después de las elecciones, es poco probable que esto se traduzca en un aumento del consumo o del endeudamiento. A pesar de la solidez de los datos fundamentales relativos al consumo, se espera que los préstamos para viviendas se ralenticen hasta un tipo medio del 2,1% en 2017, en comparación con el 3,7% estimado en 2016, principalmente debido a los menores índices de refinanciación. En el escenario optimista que asume grandes rebajas del impuesto sobre la renta, reformas relacionadas con la oferta y desregulación, es probable que los dos tipos de préstamos crezcan más rápido. Dicho esto, en el escenario de riesgo a la baja, el aumento del proteccionismo, la xenofobia, la aversión al riesgo, una

desaceleración de la economía y el aumento del desempleo podrían recortar el crecimiento del crédito y aumentar los riesgos de crédito, lo que se traduciría en un aumento de la morosidad.

En el lado comercial, se espera que los préstamos comerciales e industriales crezcan a un ritmo similar al de 2016 en torno al 7,9%. Un crecimiento más fuerte en el sector de la energía y una mayor propensión al riesgo pueden desembocar en un crecimiento aún mayor de los préstamos. En cuanto a los préstamos inmobiliarios comerciales (incluidos los préstamos multifamiliares), las dificultades derivadas del endurecimiento de las condiciones de préstamo ralentizarán el crecimiento de los préstamos al 7,5%, una cifra inferior a las de los dos anteriores (8,1% en 2015 y alrededor del 9,3% en 2016). En el escenario optimista, es probable que las dos categorías de préstamos aumenten a un ritmo más rápido, dado que la desregulación y las condiciones macroeconómicas más favorables pueden ser el acicate para un aumento de la inversión y del endeudamiento. Al igual que ocurre con la cartera de consumo e hipotecaria, la mayor parte de los efectos derivados de cualquier deterioro de las condiciones económicas y de la calidad del crédito probablemente se percibirán después de 2017.

En última instancia, las perspectivas para la banca dependerán del ritmo de crecimiento del PIB real, de la inflación y de los tipos de interés. Si la demanda de crédito crece más rápido, la curva de rendimiento se agudiza y la regulación se flexibiliza, la rentabilidad de los bancos podría mejorar a un ritmo más rápido. En un escenario adverso de lento crecimiento económico prolongado y de bajos tipos de interés, la demanda de préstamos seguirá restringida, al tiempo que aumentará la morosidad. Esto generaría beneficios menos cuantiosos.

5. Perspectiva regional

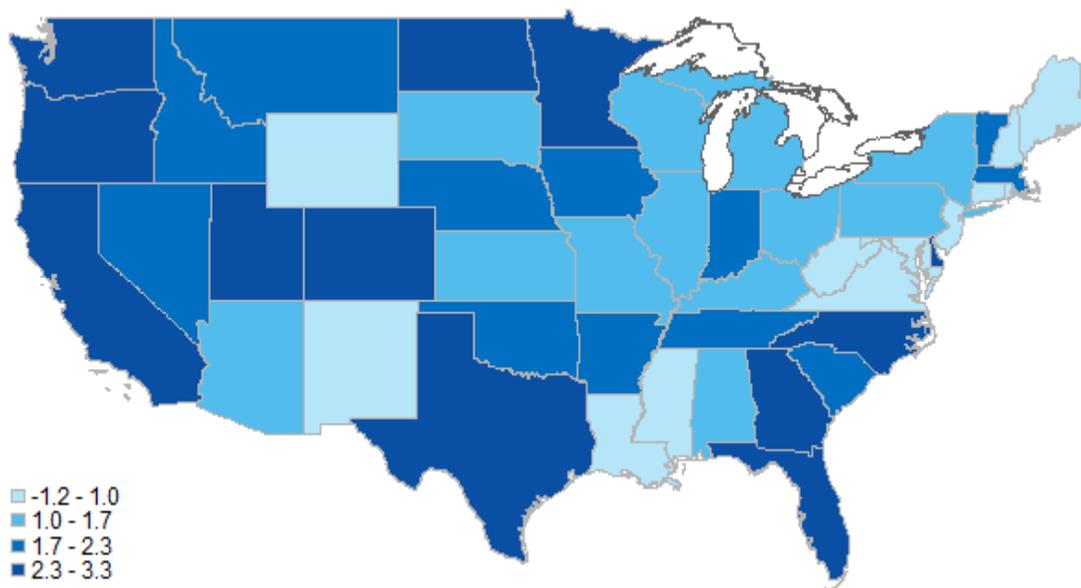
El gobierno entrante tiene el potencial de alterar el equilibrio de crecimiento estatal

Las perspectivas para las economías regionales de Estados Unidos en buena medida vendrán determinadas por tres factores clave: la profundidad y la duración del ciclo actual de materias primas, la gravedad de las presiones sobre los tipos de cambio y el grado en que persista una débil demanda a nivel mundial. La combinación de la fortaleza del dólar y la debilidad del comercio mundial crean condiciones desfavorables para los estados con importantes vínculos con la economía mundial, mientras que la reducción de los gastos de capital en el sector minero golpeará a los estados que dependen en buena medida de las materias primas. Al mismo tiempo, la bajada del precio de la energía y la fortaleza del dólar seguirán fomentando el crecimiento en las economías basadas en el consumo con una mano de obra altamente cualificada como California, Florida, Georgia y Washington.

Los mercados de trabajo en la mayoría de los estados se aproximan a condiciones no vistas desde antes de la crisis y las turbulencias se están difuminando, por lo que existe la posibilidad de 2017 pueda marcar el inicio del reequilibrio de los mercados de materias primas e industriales destinados al consumo de los años 2015-2016 y que sea un año de convergencia. Sin embargo, la probabilidad y la velocidad de la convergencia dependerán de las políticas del nuevo gobierno y de su éxito a la hora de gestionar el proceso legislativo. Con esto en mente, también destacamos los perfiles de riesgos al alza y a la baja de los 50 estados.

Gráfica 5.1

Proyectos de crecimiento del PIB real medio de los estados para 2017-2018, %



Fuente: BBVA Research

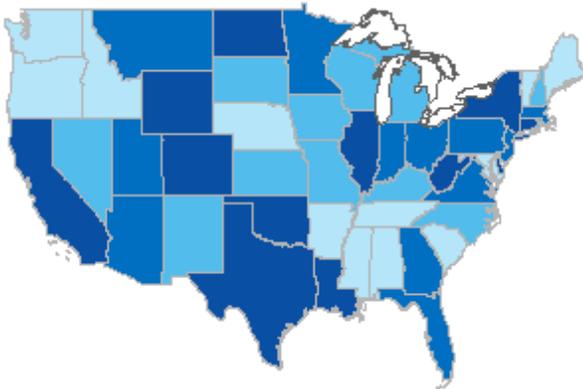
Para la mayoría de los estados, las condiciones económicas actuales son las más sólidas en décadas. Sin embargo, con el cambio de gobierno y la transición a un programa más conservador, existe la posibilidad de que se produzca un reajuste entre los estados ganadores y los perdedores. Además, es posible que la agenda del gobierno entrante genere contrapesos con políticas como las rebajas fiscales y la desregulación, que fomentan el crecimiento, mientras que otras políticas orientadas al proteccionismo y las deportaciones lo frenan.

En cuanto al sector empresarial, las condiciones están firmemente orientadas al alza, en vista de la actual fortaleza de la economía y el hecho de que hay una alta probabilidad de que las empresas obtengan muy buenos resultados con el nuevo gobierno. Los estados que tienen grandes déficit de infraestructuras, una fuerte presencia del ejército y los estrechos vínculos con los sectores financiero y del petróleo aumentarán a corto plazo. Para los estados que son ricos en materias primas, los principales desafíos serán garantizar fuentes de financiación estables y asequibles, convencer a los trabajadores cualificados para que vuelvan a la industria y gestionar de manera eficaz una transición de proyectos con ciclos de vida cortos a otros más complejos que requieren más tiempo y recursos. Estos estados son Wyoming, Alaska, Dakota del Norte y Colorado, que cuentan con grandes sectores de la minería y con potencial para aumentar la inversión y el empleo en los sectores del transporte y la construcción.

Mientras tanto, los estados en los que los gastos de defensa representan un porcentaje elevado de la actividad económica en general son susceptibles de beneficiarse de la mayor parte del plan del nuevo gobierno de «paz mediante la fuerza», que está destinado a reforzar el ejército, como Virginia, Hawái, Alaska y Alabama. Una estrategia centrada en el desarrollo de nuevas capacidades de defensa de misiles, junto con las capacidades defensivas y ofensivas cibernéticas, también beneficiaría a California, Washington, Texas, Missouri, Ohio y Nueva York, entre otros.

Gráfica 5.2

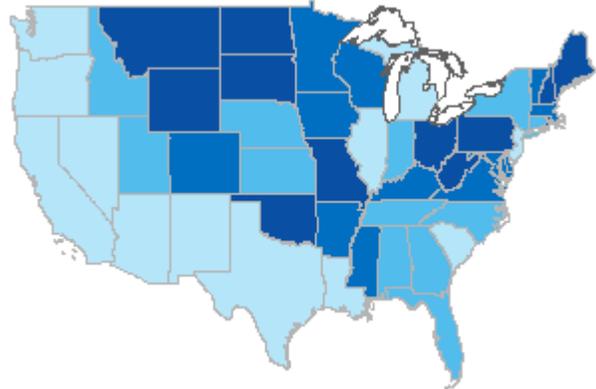
Exposición a factores de crecimiento positivos*



Fuente: BBVA Research
*Clasificación basada en la exposición a industrias favorecidas e impulso a la renta disponible mediante ahorros en los impuestos federales; el sombreado más oscuro indica el extremo más alto

Gráfica 5.3

Exposición a factores de crecimiento negativos*



Fuente: BBVA Research
*Clasificación basada en la exposición a las exportaciones a China y México y dependencia de la mano de obra inmigrante; el sombreado más oscuro indica el extremo más bajo

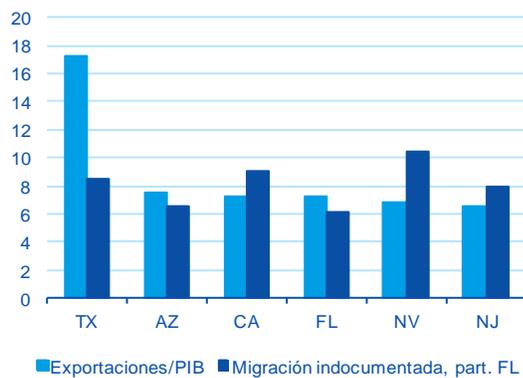
Además, zonas como Delaware, Connecticut y Nueva York, en las que hay una elevada concentración de la actividad financiera, se deberían beneficiar de las políticas del nuevo gobierno destinadas a generar un nuevo ciclo de endeudamiento e inversión.

Las bajadas de impuestos podrían aumentar la renta disponible anual en 0,4-0,5%

En cuando al aspecto fiscal, el impacto a nivel estatal podría ser importante, sobre todo para los estados con una renta per cápita elevada y una gran parte de la misma procedente de los salarios. Por ejemplo, en estados con altas cargas impositivas y rentas altas, como Connecticut, Massachusetts, Nueva York y California, los recortes de impuestos podrían aumentar la renta anual disponible en 0,4-0,5% o 400-500 dólares por trabajador, si se contempla un recorte del 3,5% del tipo marginal promedio ponderado. Incluso en un escenario más moderado, la reducción de impuestos aumentaría la renta disponible en 190 dólares anuales. Para poner esto en perspectiva, las bajadas de impuestos podrían equivaler a las ganancias experimentadas gracias a la caída de 120 centavos por galón en el precio de la gasolina en 2014-2016, lo que se tradujo en un fuerte estímulo anual de 600 dólares de la renta personal. Por último, la magnitud del impacto económico dependerá en gran medida de la propensión de los consumidores a consumir en ese estado, ya que las enormes ganancias derivadas de la bajada del precio de la energía en parte se destinaban al ahorro más que al consumo. Si las bajadas de impuestos se perciben como más permanente, el efecto sobre el consumo podría ser mucho mayor.

Gráfica 5.4

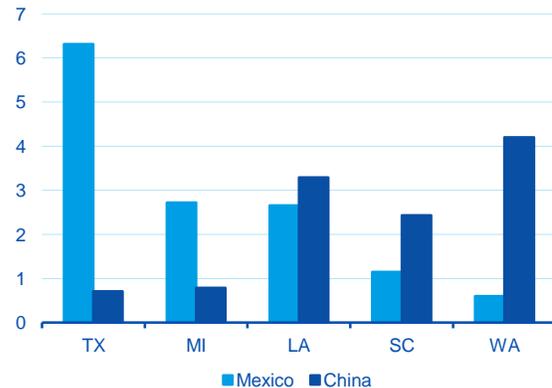
Contribución inmigrante a la fuerza de trabajo y dependencia de las exportaciones, % y cuota



Fuente: BBVA Research y Pew Research

Gráfica 5.5

Exportaciones a México y China, % del PIB



Fuente: BBVA Research y BEA

En cuanto a los riesgos bajistas, los más problemáticos son las deportaciones masivas, junto con el aumento del proteccionismo y la política comercial distorsionadora. Cualquier deportación masiva a gran escala tendría un impacto inmediato sobre la oferta de trabajo, lo que podría provocar escasez, presiones salariales, acumulación y/o fuertes salidas de capital.

Las deportaciones a gran escala bajarían el nivel del PIB en torno a 0,2 pp

Para estados como California, Texas y Nevada, que tienen poblaciones de inmigrantes sin papeles que componen alrededor del 10% de la población activa, los efectos no serán triviales. En cuanto al impacto directo, una deportación a gran escala en estos estados bajaría el nivel del PIB en torno a 0,2 p.p. El impacto directo puede percibirse como de menor calado en términos relativos, dado que los trabajadores indocumentados son de menor cualificación y en general son sustitutos del capital. Sin embargo, la escasez de mano de obra aguda o prolongada puede dar lugar a aumentos sustanciales en los precios de los alimentos y de los servicios, sobre todo si los incentivos al trabajo tienen que ser lo suficientemente considerables como para atraer a los trabajadores nativos, si se necesita tiempo para pasar de una producción que requiere más mano de obra a otra que requiera más capital o automatizada o si se

necesitan importaciones para reducir la escasez. Asimismo, un aumento en el ahorro de precaución por temor a la deportación podría tener efectos secundarios y terciarios significativos.

En cuanto a las exportaciones, de igual modo existe el riesgo de que los aranceles, los ajustes fronterizos o las guerras comerciales produzcan presiones inflacionistas, o en el peor de los casos, que desemboquen en una reducción de los flujos comerciales para los principales estados exportadores. En un escenario extremo, estados como Carolina del Sur, Kentucky y Michigan, para los que las exportaciones representan aproximadamente el 15% del PIB, podrían experimentar una contracción de calado de la actividad económica. Obviamente, esto dependerá del tamaño, la dirección y las industrias afectadas por el choque.

En un escenario sesgado hacia el proteccionismo aislado o específico dirigido contra México y China, los efectos más graves se sentirán en Luisiana, Texas y Washington, que exportan el 5% al 7% de su PIB a estos países de manera conjunta. No obstante, dada la falta de datos sobre la política comercial del nuevo gobierno, todavía no está claro cuál será la magnitud del impacto. Sin embargo, como se suele decir en EE.UU., todo es más grande en Texas, incluso el potencial impacto negativo del proteccionismo y de las deportaciones.

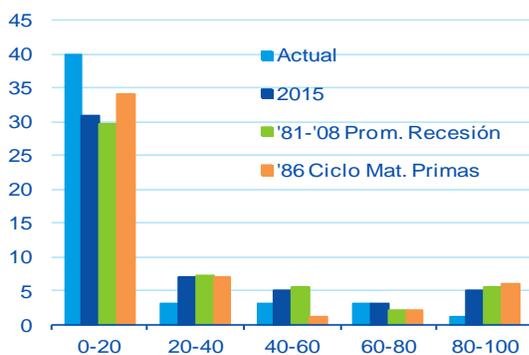
Fundamentales y reequilibrio de los factores predominantes en las perspectivas

Dado que todavía existe una gran incertidumbre con respecto a la magnitud, la combinación, la eficacia y el alcance de las políticas económicas del gobierno, creemos que las tendencias seculares y estructurales dentro de cada estado serán los factores más importantes para el crecimiento a medio plazo, dado que aprobar leyes y aplicarlas puede requerir años.

A pesar de las condiciones de recesión que se están creando en algunas de las principales áreas industriales, la mayor parte de las turbulencias han disminuido. De hecho, para los estados con grandes exposiciones a los sectores del petróleo, el gas y la minería, como Dakota del Norte, Wyoming, Alaska, Oklahoma y Luisiana, parece que lo peor del ciclo de las materias primas ha pasado. A partir del 4T16, estos estados habían perdido 60.000 puestos de trabajo en el sector minero. Sin embargo, el rápido cambio en los precios de las materias primas parece haber moderado los efectos indirectos en otros sectores.

Gráfica 5.6

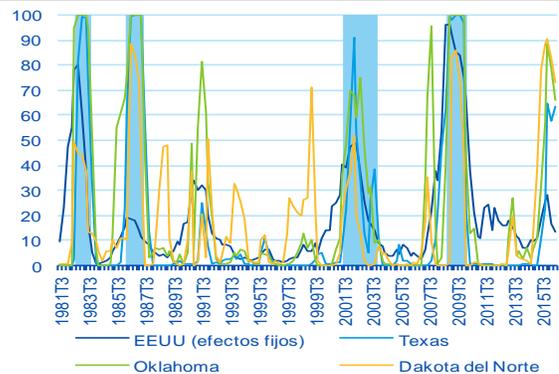
Probabilidad de recesión en los estados, # en quintil



Fuente: BBVA Research

Gráfica 5.7

Probabilidad de recesión, %



Fuente: BBVA Research

A corto plazo, todas estas zonas se beneficiarán de una mayor actividad del turismo nacional y de la construcción, ya que estos estados albergan casi un tercio de todos los puestos de trabajo relacionados con el ocio y la hostelería, y la construcción del país. Sin embargo, las concentraciones de sectores muy técnicos, tales como el diseño de sistemas informáticos, I+D privados, arquitectura, ingeniería y diseño especializado, fomentarán el aumento de la productividad en curso, lo que dará lugar a niveles más altos de crecimiento potencial y a una mejora de los niveles de vida. De hecho, en estos estados hay aproximadamente un treinta por ciento más de personas empleadas en un sector técnico que en la construcción. California, por ejemplo, alberga una quinta parte de todas las personas que trabajan en I+D con financiación privada. La inclinación hacia las industrias relacionadas con la tecnología resultará enormemente beneficiosa, y como resultado, esperamos que el crecimiento promedio durante los próximos cuatro años en California, Washington, Colorado y Utah sea del 2,9%, el 2,8%, el 2,8% y el 3,0%, respectivamente. Para Florida y Georgia, nuestras previsiones apuntan a un crecimiento del 2,9% y el 2,2%, respectivamente.

Para las partes del país que se basan en la actividad manufacturera e industrial, las perspectivas de bajada de los precios del petróleo y de las materias primas deberían haber implicado un mayor crecimiento y actividad. Sin embargo, los precios del petróleo, la política monetaria menos acomodaticia con respecto a otros grandes bancos centrales y un débil crecimiento en el extranjero desembocaron una apreciación significativa del dólar. Estas fricciones y el impacto de una desaceleración general en el comercio en 2016 limitaron los beneficios derivados de una bajada de los costes de los insumos. De hecho, los estados tradicionalmente manufactureros, como Michigan, Ohio y Wisconsin, ha experimentado un crecimiento moderado en el segundo semestre de 2015 y el primero de 2016, conforme repuntaron las presiones sobre el sector manufacturero. Otras áreas, como Alabama, Arkansas y Mississippi, fueron capaces de resistir las presiones sobre el sector manufacturero debido a la fuerte demanda interna de automóviles y otros bienes de consumo duraderos. Dicho esto, el ritmo fue más lento que el promedio estadounidense.

De cara al futuro, con la confianza cada vez mayor de los consumidores y las empresas, nuestro escenario central es que Alabama crecerá un 1,4% en 2017 y un 1,5% en 2018. Del mismo modo, Ohio y Michigan crecerán a un ritmo ligeramente inferior al promedio de Estados Unidos, un 1,7% y 1,3%, respectivamente.

Por último, aunque no esperamos que la construcción de viviendas sea un motor importante del crecimiento en 2017, algunos estados seguirán beneficiándose más de una expansión más rápida en este sector. Se incluyen Michigan, Minnesota, Georgia, Kentucky, Utah, Arkansas, Tennessee, Arizona y Florida. Como resultado, el panorama regional, salvo algún golpe imprevisto contra la confianza, debería sustentarse en una prosperidad generalizada.

6. Cuadros

Cuadro 6.1

Previsiones macro de EE.UU.										
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
PIB real (% anualiz. y desestac.)	1.6	2.2	1.7	2.4	2.6	1.6	2.3	2.4	2.1	2.0
PIB real (contribución, pp)										
Consumo privado (PCE)	1.6	1.0	1.0	2.0	2.2	1.8	1.8	1.5	1.4	1.5
Inversión fija bruta	0.7	1.5	1.0	0.7	0.8	-0.3	0.5	1.0	0.9	0.7
No residencial	0.9	1.1	0.4	0.8	0.3	-0.1	0.5	0.8	0.7	0.5
Residencial	0.0	0.3	0.3	0.1	0.4	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
Exportaciones	0.9	0.5	0.5	0.6	0.0	0.0	0.2	0.3	0.3	0.3
Importaciones	-0.9	-0.4	-0.2	-0.7	-0.7	-0.2	-0.4	-0.4	-0.5	-0.6
Gobierno	-0.7	-0.4	-0.6	-0.2	0.3	0.2	0.1	0.1	0.1	0.0
Tasa de desempleo (% , promedio)	8.9	8.1	7.4	6.2	5.3	4.9	4.5	4.4	4.3	4.3
Nómina no agrícola promedio (miles)	132	186	184	213	241	207	180	174	181	201
Precios al consumidor (% a/a)	3.1	2.1	1.5	1.6	0.1	1.3	2.3	2.0	2.2	2.2
Subyacente al consumidor (% a/a)	1.7	2.1	1.8	1.7	1.8	2.2	1.8	2.0	2.2	2.3
Balance fiscal (% PIB)	-8.4	-6.7	-4.1	-2.8	-2.4	-3.2	-2.9	-2.4	-2.8	-3.1
Cuenta corriente (bdp, % PIB)	-3.0	-2.8	-2.2	-2.8	-2.4	-2.8	-3.0	-3.1	-3.1	-3.2
Tasa objetivo Fed (% , fdp)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4	0.6	1.3	1.8	2.3	2.8
Índice precios viv. Core Logic (% a/a)	-2.9	4.0	9.8	6.9	5.4	5.6	6.7	6.0	6.1	5.2
Valores tesoro 10 años (rend. % , fdp)	2.0	1.7	2.9	2.2	2.2	2.5	2.7	3.0	3.3	3.4
Precio del Brent (dpp, promedio)	111.3	111.7	108.7	99.0	52.9	45.2	57.0	58.7	59.6	59.6

Fuente: BBVA Research

Cuadro 6.2

Crecimiento del PIB real estatal en Estados Unidos , %						
	2015	2016 (p)	2017 (p)	2018 (p)	2016 (p)	2020 (p)
Alabama	0.9	1.4	1.4	1.5	1.5	1.5
Alaska	-0.6	-2.6	-0.9	0.3	0.5	1.2
Arizona	1.4	1.5	1.7	1.6	1.5	1.8
Arkansas	0.5	2.3	2.1	2.5	2.7	2.5
California	3.8	2.5	3.3	3.1	2.8	2.4
Carolina del Norte	2.0	2.1	2.3	2.5	2.1	2.1
Carolina del Sur	2.5	2.4	1.9	1.9	2.0	1.7
Colorado	3.2	1.7	2.4	2.7	2.9	3.1
Connecticut	0.7	1.1	1.2	0.7	0.6	0.7
Dakota del Norte	-2.6	-7.3	1.2	4.1	4.1	4.3
Dakota del Sur	2.6	-1.4	1.7	1.6	1.9	1.9
Delaware	2.7	1.4	2.7	2.6	2.4	2.2
Florida	4.0	3.1	3.8	2.8	2.7	2.4
Georgia	2.6	4.0	2.3	2.4	2.0	2.0
Hawái	2.3	2.1	1.8	2.0	2.0	1.9
Idaho	2.7	2.5	2.5	2.1	1.9	1.9
Illinois	1.8	1.4	1.5	1.6	1.7	1.7
Indiana	1.4	1.5	1.9	1.9	1.7	1.6
Iowa	1.3	-1.4	2.1	1.4	1.2	1.3
Kansas	0.8	0.5	1.1	1.2	1.2	1.2
Kentucky	1.4	-0.3	1.2	1.2	1.3	1.3
Louisiana	1.0	-1.3	0.3	1.4	1.1	0.9
Maine	1.1	0.1	0.7	0.9	0.9	0.9
Maryland	2.0	0.1	0.8	0.8	0.7	0.7
Massachusetts	3.8	1.4	1.9	2.1	2.2	2.2
Michigan	1.6	1.7	1.3	1.1	1.2	1.1
Minnesota	1.9	-1.7	2.1	2.6	2.3	2.0
Mississippi	0.5	2.2	0.4	0.3	0.3	0.3
Missouri	1.7	1.2	1.0	1.5	1.0	1.0
Montana	2.0	0.8	2.4	2.3	2.3	2.3
Nebraska	0.9	1.5	2.2	2.2	2.2	2.2
Nevada	1.6	1.6	2.4	2.1	2.0	2.0
Nueva Jersey	2.0	1.3	1.0	0.9	1.2	1.2
Nueva York	0.9	1.4	1.3	1.7	1.8	1.7
Nuevo Hampshire	1.4	2.7	0.5	0.4	0.4	0.4
Nuevo Mexico	1.7	-1.3	0.9	1.0	1.0	0.9
Ohio	1.8	0.7	1.8	1.6	1.3	1.4
Oklahoma	2.2	-2.6	1.5	2.3	2.4	2.4
Oregon	4.9	4.1	2.6	2.4	2.2	1.9
Pennsylvania	2.8	-0.6	0.8	2.0	1.6	1.4
Rhode Island	1.4	0.0	0.2	0.5	0.5	0.4
Tennessee	2.7	2.0	2.3	2.1	1.8	1.8
Texas	4.8	-0.3	2.2	3.6	3.5	3.5
Utah	3.4	3.3	3.0	3.0	3.0	3.0
Vermont	0.4	2.0	1.9	1.6	1.4	1.2
Virginia	2.0	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5
Washington	3.0	4.7	3.0	2.7	2.7	2.7
West Virginia	1.4	-2.2	1.0	0.6	0.8	0.8
Wisconsin	1.1	1.1	1.1	1.3	1.3	1.3
Wyoming	-0.1	-6.6	-2.9	0.5	1.3	1.3

(p): previsión

Fuente: BBVA Research

AVISO LEGAL

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Este informe ha sido elaborado por la unidad BBVA Research EEUU:

Economista Jefe

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

Amanda Augustine
amanda.augustine@bbva.com

Filip Blazheski
filip.blazheski@bbva.com

Kan Chen
kan.chen@bbva.com

Boyd Nash-Stacey
boyd.stacey@bbva.com

Marcial Nava
marcial.nava@bbva.com

Shushanik Papanyan
shushanik.papanyan@bbva.com

BBVA Research

Economista Jefe Grupo BBVA

Jorge Sicilia Serrano

Estados Unidos

Nathaniel Karp
Nathaniel.Karp@bbva.com

España y Portugal

Miguel Cardoso
miguel.cardoso@bbva.com

México

Carlos Serrano
carlos.serrano@bbva.com

Turquía, China y Geopolítica

Álvaro Ortiz
alvaro.ortiz@bbva.com

Turquía

Álvaro Ortiz
alvaro.ortiz@bbva.com

China

Le Xia
le.xia@bbva.com

América del Sur

Juan Manuel 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

Julio Pineda
juliocesar.pineda@bbva.com

Análisis Macroeconómico

Rafael Doménech
r.domenech@bbva.com

Escenarios Económicos Globales

Miguel Jiménez
mjimenezg@bbva.com

Mercados Financieros Globales

Sonsoles Castillo
s.castillo@bbva.com

Modelización y Análisis de

Largo Plazo Global

Julián Cubero
juan.cubero@bbva.com

Innovación & Procesos

Oscar de las Peñas
oscar.delaspenas@bbva.com

Sistemas Financieros y Regulación

Santiago Fernández de Lis
sfernandezdelis@bbva.com

Coordinación entre Países

Olga Cerqueira
olga.gouveia@bbva.com

Regulación Digital

Álvaro Martín
alvaro.martin@bbva.com

Regulación

María Abascal
maria.abascal@bbva.com

Sistemas Financieros

Ana Rubio
arubiog@bbva.com

Inclusión Financiera

David Tuesta
david.tuesta@bbva.com

Datos de contacto:

BBVA Research USA
2200 Post Oak Blvd.
Houston, TX 77025
Estados Unidos
Correo electrónico: bbvaresearch_usa@bbva.com
www.bbvaresearch.com
www.bbvacompass.com/compass/research/
twitter.com/BBVAResearchUSA
bbvaresearchusa.podbean.com