

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

BBVA Research

Situación Estados Unidos

Segundo trimestre 2019

Creando Oportunidades

Índice

1. Editorial	3
2. Resiliencia económica puesta a prueba con una creciente incertidumbre y una ruptura en la distensión comercial	5
3. ¿Los mercados sueñan con una variación del dólar estadounidense?	14
4. Préstamos a las pequeñas empresas: tamaño del mercado y competidores en línea	21
5. Perspectiva de ventas de vehículos nuevos	26
6. Previsiones	31

Fecha de cierre: **10 de mayo de 2019**

1. Editorial

En julio, la expansión económica actual alcanzará los 121 meses y se convertirá en la más larga de la historia moderna. A excepción de cualquier imprevisto, el promedio del PIB ajustado a la inflación será de más de 21 billones de dólares estadounidenses (USD) en el 2019 y, a fines del año, el PIB real per cápita superará los 58,000 dólares estadounidenses.

El desempeño económico en los últimos diez años refleja tendencias de décadas determinadas por los cambios sociodemográficos, como el envejecimiento de la población y un menor crecimiento de la fuerza laboral, además de niveles de vida más altos. Esto puede explicar, por ejemplo, un mayor porcentaje de consumo destinado a bienes y vehículos recreativos, y también a servicios médicos.

Sin embargo, desde el comienzo de este siglo, la economía ha experimentado un cambio tectónico impulsado por los avances tecnológicos y la globalización, que explican el marcado aumento en la inversión privada en equipos de procesamiento de información y propiedad intelectual, como así el aumento en el comercio exterior. Además, la proporción relativa del consumo energético se sitúa en los niveles más bajos, mientras que la inversión privada en estructuras se acerca a sus mínimos históricos. En otras palabras, la creación de valor, que una vez dependió de la fabricación y construcción, y más adelante, se trasladó hacia los servicios tradicionales, hoy en día, está impulsada por la economía de los gigabytes.

Por ejemplo, si bien el PIB real aumentó un 25 % entre el 2005 y el 2018, el valor agregado de los productos electrónicos e informáticos, y los servicios de Internet y de procesamiento de datos creció un 163 % y 358 %, respectivamente. Esto, sumado a una mayor inversión en I&D, marketing y posicionamiento de marca, ha llevado a un aumento en la importancia relativa de los activos intangibles. De hecho, según algunas estimaciones, cerca del 90 % del valor de mercado de las empresas del S&P 500 proviene de activos intangibles, lo que representa un fuerte aumento respecto del 30 % de la década de 1980.

Esta transformación presenta importantes oportunidades. Las nuevas tecnologías permiten que tanto las empresas como las personas se vuelvan más productivas, lo que, a su vez, aumenta la rentabilidad y los ingresos reales, y reduce los costos. A medida que se lanzan productos nuevos y más económicos, aumentan la riqueza y los niveles de vida. Históricamente, a nivel general, los beneficios de los cambios tecnológicos siempre superaron los costos.

Sin embargo, la transformación también crea desafíos importantes. A pesar del aumento en el valor agregado que surge del sector de la tecnología de la información, la creación de trabajos directos ha disminuido. De hecho, entre el 2005 y el 2018, la nómina en este sector decayó un 8 %, mientras que la ayuda temporaria y los servicios de ocio y hostelería aumentaron un 18 % y un 28 %, respectivamente. Cabe aclarar que, mientras que los sueldos promedio en el sector de la información son un 50 % más altos que el promedio nacional, los sueldos en las otras dos categorías están casi un 30 % por debajo. Además, incluso si las nuevas tecnologías respaldan empleos indirectos de alta remuneración en otros sectores o terminan creando nuevos trabajos que no existen en la actualidad, la transición podría tomar tiempo y ser muy disruptiva. De hecho, cerca del 25 % de los trabajos están en riesgo de volverse automatizados.

En la medida en que una gran parte de los beneficios económicos van a una pequeña cantidad de trabajadores y empresas, la concentración de ingresos y poder está destinada a aumentar. Esto ya está teniendo efectos altamente

disruptivos a nivel económico, social y político. La cuota laboral en la producción total se encuentra en sus niveles más bajos en, al menos, 70 años. La formación de negocios sigue siendo muy inferior a los niveles previos a la crisis, y cerca del 75 % de las industrias han registrado un aumento en la concentración del mercado. Esto deteriora la creación de empleos, la inversión, los emprendimientos y la movilidad laboral. Además, la desigualdad de ingresos está en sus niveles más altos desde la Segunda Guerra Mundial, mientras que la capitalización de mercado de cinco empresas tecnológicas (Apple, Amazon, Microsoft, Google y Facebook) representa USD 4.3 billones, o un cuarto del total de la capitalización del mercado del S&P 500. Si bien esta proporción es común, la preponderancia de empresas tecnológicas es sorprendente. Cuando las empresas altamente exitosas y los individuos talentosos se concentran en unas pocas localidades, los gastos diarios aumentan y las ciudades se vuelven económicamente inaccesibles para la población residente. Entre el 2001 y el 2017, las 14 principales áreas metropolitanas representaban el 50 % del PIB total, mientras que las 277 ciudades en los últimos puestos solamente contribuían con el 10 %. Con el correr del tiempo, las regiones rezagadas han experimentado una mayor dislocación y daños graves en su estructura social. El impacto combinado de estas tendencias es una mayor concentración de poder económico y político que fomenta la frustración y polarización social. Si estas tendencias continúan, nuestra economía basada en los mercados y nuestras instituciones democráticas podrían estar en peligro.

Los políticos, tanto de izquierda como de derecha, han sugerido alternativas para reducir los costos de los ajustes, como una mayor inseguridad e incertidumbre financiera. Las principales propuestas promueven mayores créditos tributarios por ingresos percibidos, recortes y aumentos impositivos, y un salario mínimo más alto. Otras ideas menos convencionales incluyen incrementar los trabajos del sector público, disolver los gigantes tecnológicos, un sistema de salud universal, una matrícula gratuita para la universidad, limitar el comercio exterior y la inmigración, como también algún tipo de ingreso básico.

En vez de aumentar el gasto público indiscriminadamente o desestimar estas alternativas debido a fundamentos ideológicos, los legisladores deben centrarse en las opciones que pueden mitigar de forma más eficiente los costos del cambio para los trabajadores, las empresas y las economías locales; a su vez, deben sentar las bases para maximizar los beneficios potenciales a largo plazo. Para esto, se requiere aceptar las nuevas tecnologías y promover la I&D. Lamentablemente, el gasto federal en I&D como porcentaje de la inversión total se encuentra en sus niveles más bajos en, por lo menos, 56 años. Además, es imprescindible actualizar nuestros sistemas fiscales y regulatorios para respaldar los nuevos paradigmas, como el aumento en el capital intangible, y la concentración y desigualdad del mercado, además de tratar la creciente preocupación por la protección de la privacidad y la expansión de los discursos con incitación al odio en las redes sociales. A su vez, las políticas deberían aprovechar las nuevas tecnologías para mejorar el funcionamiento de la democracia. Por ejemplo, el uso de datos biométricos para estimular la participación de los votantes, o la tecnología blockchain para mejorar la eficiencia de la recaudación impositiva y lograr que los contribuyentes tengan una mayor incidencia en cómo se distribuye el gasto. Dado que estos desafíos son universales, es imprescindible promover la cooperación global en vez del aislamiento.

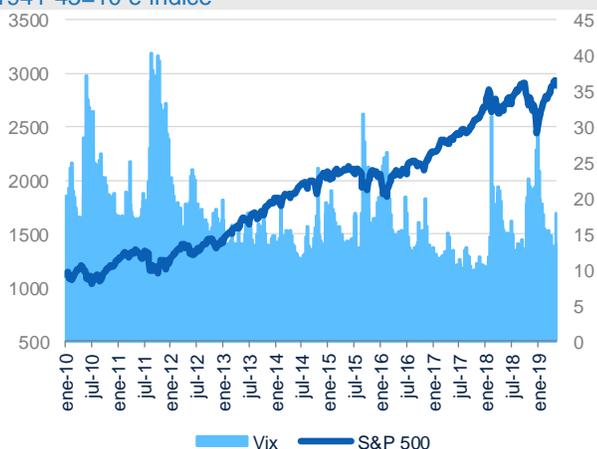
Además, igual de importante es una transformación profunda de nuestro sistema educativo y la fuerza de trabajo. En especial, promover el desarrollo de habilidades relevantes y del pensamiento creativo, nuevas capacitaciones, el aprendizaje acelerado y el desarrollo de habilidades accesibles. Esto nos permitirá pasar del sistema actual basado en una sociedad industrial a uno que potencie la capacidad de adaptación al cambio y a la incertidumbre constantes, además de permitir que las personas saquen provecho de una economía basada en el conocimiento.

2. Resiliencia económica puesta a prueba con una creciente incertidumbre y una ruptura en la distensión comercial

A pesar de los factores adversos de naturaleza cíclica, para julio, Estados Unidos habrá superado el récord anterior de la expansión moderna más larga, con 121 meses desde el final de la crisis financiera. Nuestra referencia presupone un crecimiento económico positivo en el 2019 y 2020. En especial, prevemos un crecimiento del 2.5 % en el 2019, antes de una desaceleración del 2 % en 2020. La inflación también se mantendrá coherente con nuestras expectativas previas de no alcanzar el objetivo del 2 % de la Fed. Es factible que las corrientes cruzadas y los riesgos en caída del exterior persistan durante el año, lo que permitirá que la Fed conserve la paciencia mientras finaliza la normalización de su política. Las crecientes tensiones respecto al comercio exterior entre las dos superpotencias económicas más grades y los miedos tardíos en los países en desarrollo han inclinado la balanza de riesgo hacia abajo, una tendencia que no se disipará en el futuro próximo.

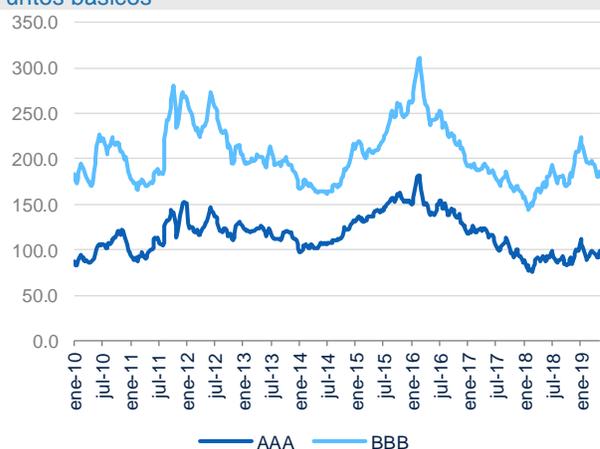
Sin embargo, las tensiones financieras se han aliviado después de la gran corrección en el mercado de valores en el cuarto trimestre del 2018. Tras mantener su postura modestamente agresiva, la Fed cambió drásticamente hacia una postura más laxa (“dovish”) en respuesta a las presiones del mercado financiero y las preocupaciones de que, con flexibilidad y capacidad limitada, no podría responder con eficiencia ante una situación que, posiblemente, generaron ellos mismos. La pausa y el cambio hacia una estrategia de tasa de interés “paciente”, además de hacia un balance general “dovish”, también llevó a un repunte poco importante en los precios de las cotizaciones, una menor volatilidad y una disminución en los diferenciales crediticios corporativos.

Gráfico 2.1 SP 500 y volatilidad, 1941-43=10 e índice



Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

Gráfico 2.2 Diferenciales de bonos corporativos, Puntos básicos



Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

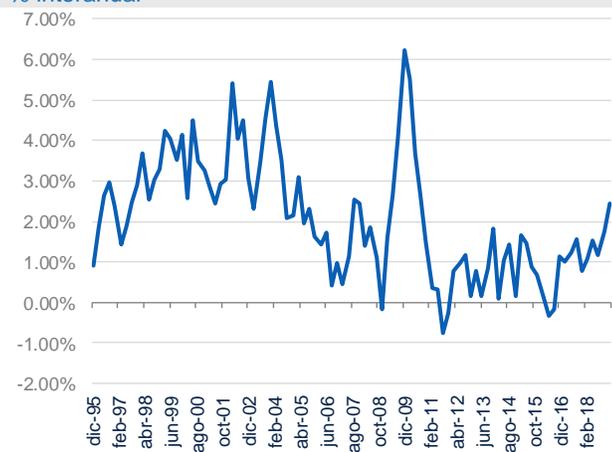
Los movimientos en el Tesoro registraron comportamientos desiguales tras el cambio en la orientación de la Reserva Federal. Los bonos del Tesoro a corto plazo con vencimiento a menos de un año registraron pocos cambios, visto que la orientación “paciente” de la Fed implica una mínima desviación de los tipos de referencia actuales. Sin embargo, las

presiones en la parte central, que incluye bonos del Tesoro a dos y cinco años, se intensificaron, ya que los mercados comenzaron a reducir los recortes potenciales de las tasas en el 2019 y 2020. La conferencia de prensa extremadamente “dovish” que se llevó a cabo en mayo aumentó la presión sobre las tasas, después de que el presidente Powell marcara un tono sorprendentemente agresivo en relación con las expectativas del mercado. Sin embargo, desde la reunión, los flujos de valores seguros experimentaron un aumento, mientras que la escalada de las tensiones comerciales entre Estados Unidos y sus principales socios comerciales (México, Canadá, la Unión Europea y China) aviva los temores de una desaceleración global.

En cuanto al apalancamiento comercial y doméstico, las condiciones se mantuvieron sin grandes cambios. La deuda corporativa no financiera interna en relación con el PIB se mantiene en un récord alto, mientras que el apalancamiento de los hogares continúa en caída y se encuentra por debajo de los niveles anteriores a la crisis. De hecho, la relación deuda/PIB de los hogares está más de 20 puntos porcentuales por debajo de los niveles anteriores a la crisis. Las tendencias en el tipo de actividad crediticia también se están desviando, ya que la deuda reciente de los consumidores está dirigida principalmente a prestatarios preferenciales, mientras que el crecimiento en la deuda corporativa se ha concentrado en los bonos de alta rentabilidad y los préstamos apalancados, generalmente, con compromisos de mantenimiento financiero (“Cov-lite”) menores o más indulgentes.

La volatilidad y la incertidumbre presentes en el primer trimestre del 2019 hicieron poco para descarrilar el impulso macroeconómico del 2018. La paralización del gobierno, que posiblemente recortó entre 0.2 y 0.4 puntos porcentuales del crecimiento del primer trimestre, se vio compensada por una acumulación de inventarios, una caída en las importaciones y otros trabajos pesados por parte de los gobiernos estatales y locales. Asimismo, las preocupaciones por el crecimiento que se materializaron en Europa y China en el cuarto trimestre del 2018 tuvieron poco impacto en las exportaciones; en sí, las exportaciones netas contribuyeron 1 punto porcentual al crecimiento del primer trimestre. Por otro lado, la productividad del trabajo no agrícola continuó su aceleración y alcanzó un 2.4 % en el primer trimestre del 2019, mientras que los negocios siguen volcándose a un modelo de expansión basado en el capital.

Gráfico 2.3 Producción real no agrícola por hora, % interanual



Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

Gráfico 2.4 Cambio en las inversiones fijas reales % interanual y cambio en el % de contribución



Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

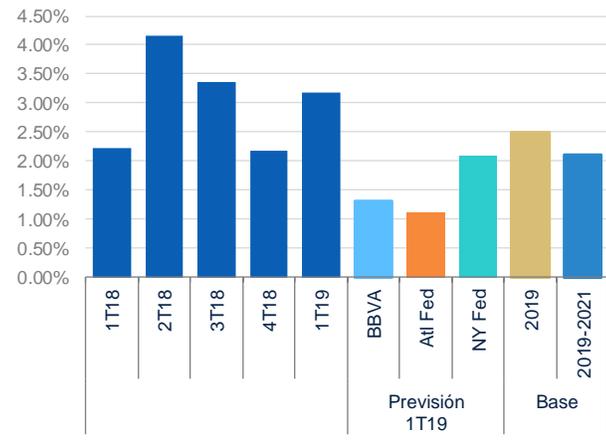
Los nuevos datos de la producción industrial experimentaron un deterioro durante 2019, a pesar de una sorpresiva alza en el crecimiento en Europa, una mayor acomodación fiscal y monetaria en dicho continente, y una perspectiva menos negativa para el crecimiento chino. Los datos subyacentes confirman que los miedos tardíos, las preocupaciones por los aranceles y el crecimiento en el exterior son factores significativos en la desaceleración del índice manufacturero ISM. Una modesta alza en los precios del petróleo debería fomentar una mayor actividad de perforación e inversión en el sector de la minería, pero los cuellos de botella en la oferta y los déficits en infraestructura en las cuencas principales de perforación, como también las vulnerabilidades financieras, podrían reducir el apetito por el gasto de capital. Asimismo, los nuevos pedidos de bienes de capital no relacionados con el sector de la defensa, sin incluir las aeronaves, experimentaron un crecimiento del 5.2 % interanual en marzo, tras haber permanecido inestables a comienzos del año, lo cual sugiere que podrían registrarse mejoras en el sector manufacturero en el segundo semestre del 2019. Sin embargo, el optimismo de las pequeñas empresas ha oscilado, y las preocupaciones relacionadas con encontrar trabajadores calificados y con el costo que esto significa están en aumento.

Además, las actuales tensiones entre Estados Unidos y China han empañado los datos de inventarios y han dificultado la determinación de si los factores fundamentales o idiosincráticos explican el aumento no significativo. De hecho, los mayoristas mercantiles de las áreas más asociadas con bienes terminados, como la electrónica y la informática, la vestimenta, los muebles y las piezas de vehículos motorizados, han registrado un aumento de dos dígitos en los inventarios. Si bien una mejora en la demanda interna podría explicar parte del crecimiento, es más factible que el fuerte aumento en los inventarios sea una respuesta a la amenaza de aumento en los aranceles sobre los bienes terminados chinos y la posibilidad de un mayor proteccionismo en el sector automotor.

Sobre una base intertrimestral, la inversión en las estructuras residenciales se contrajo durante cinco períodos consecutivos, lo cual es coherente con una recesión a nivel del sector; de modo similar, la inversión en las estructuras no residenciales experimentó una baja durante los últimos tres trimestres. Mientras el entorno de tasas en alza, el aumento del costo de capital y un mayor apalancamiento corporativo no financiero son obstáculos para el crecimiento en ambos sectores, los incentivos en la reforma impositiva del 2017 deberían haber fomentado una inversión más importante en estructuras no residenciales dadas las deducciones y los planes de depreciación más favorables. Pero, en cambio, la propiedad intelectual ha sido la única fuente confiable de inversión, una tendencia más asociada con los cambios estructurales en la inversión que con los vaivenes del ciclo económico.

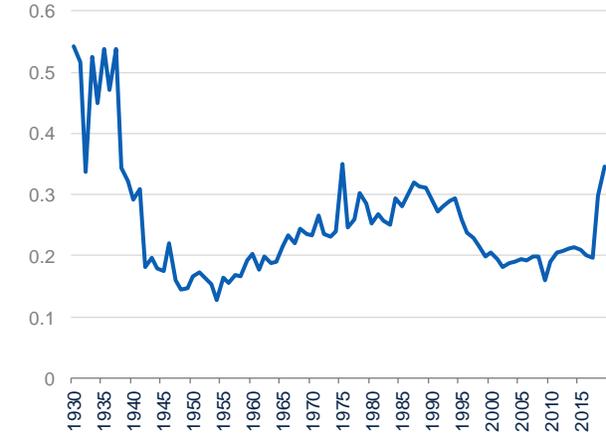
A pesar del aumento de los obstáculos, estamos manteniendo nuestro escenario de referencia de un crecimiento del 2.5 % en el 2019 y del 2 % en el 2020. Esto supone que el consumo continuará a un ritmo sólido cercano al 2.3 % y que la inversión, a pesar de los obstáculos en las estructuras residenciales y no residenciales, repuntará y alcanzará un 4.1 % en el 2019. En cuanto al comercio, la desaceleración en la demanda interna y un dólar estable deberían reducir el crecimiento de la importación a cerca del 1.8 %, lo cual es un 60 % menor que en el 2018. No obstante, el crecimiento de la exportación también se reducirá, ya que la menor demanda exterior y la reducción de los flujos de comercio internacional reducen el apetito por bienes estadounidenses. Las contribuciones del sector público al crecimiento deberían ser positivas, mientras que el estímulo proveniente del acuerdo presupuestario se mantiene durante el ejercicio 2019, antes de desaparecer en 2020.

Gráfico 2.5 Crecimiento del PIB en EE. UU., % anualizado



Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

Gráfico 2.6 Ingresos federales, derechos de aduana Porcentaje del PIB

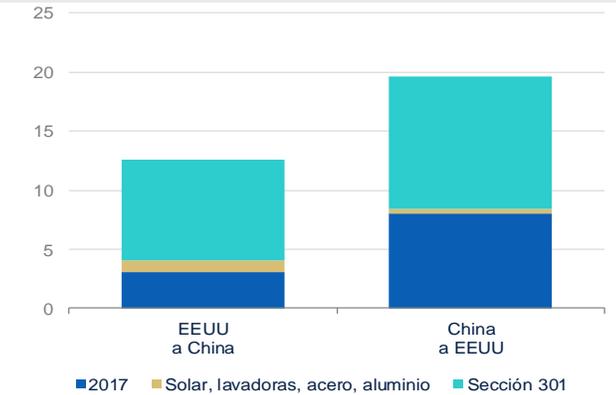


Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

Los recientes acontecimientos en la guerra comercial entre Estados Unidos y China han modificado el paradigma comercial. En un momento dado, se había progresado hacia finalizar el conflicto comercial de mutuo acuerdo. Sin embargo, tras los avances recientes y las preocupaciones de que ninguna parte pretende ceder antes las demandas de la otra, la distensión parece ser el mejor resultado.

Con esto en mente, los desequilibrios de cuenta corriente de Estados Unidos no se van a solucionar mediante una guerra comercial prolongada. Asimismo, las políticas proteccionistas dirigidas hacia China existen desde la década de 1980; el único cambio se ha producido en los bienes objetivo de Estados Unidos, que pasaron de textiles con poco valor agregado a bienes intermedios con mayor valor agregado y, potencialmente, bienes de consumo terminados. En la actualidad, Estados Unidos aumentó 42 puntos porcentuales la proporción de importaciones chinas sujetas a aranceles, lo cual aumenta la tasa impositiva vigente sobre las importaciones chinas de un 3.1 % a un 12.4 %. Sin embargo, los aranceles chinos de represalia han dado como resultado un aumento proporcional en sus derechos de aduana vigentes de un 8.0 % a un 19.6 %, lo que amplía la brecha en las tasas actuales.

Gráfico 2.7 Aranceles efectivos bilaterales, %



Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

Gráfico 2.8 Aranceles efectivos aplicados a bienes chinos %



Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

Dados los flujos comerciales desiguales, los ingresos de Estados Unidos por derechos de aduana aumentaron significativamente de USD 37,000 millones en el 2017 a USD 75,000 millones en la actualidad. Como proporción del PIB, los ingresos por aranceles alcanzaron su punto máximo desde 1995 y, si los aranceles siguen aumentando durante el 2019, seguramente vuelvan a alcanzar niveles registrados por última vez en la década de 1930. Si bien el costo final será asumido por el consumidor estadounidense, la estrategia de disociar las cadenas de valor globales y los ingresos adicionales parece ser atractiva para el Presidente. Sin embargo, las acciones específicas sobre las empresas estadounidenses que operan en China y los aranceles de represalia dirigidos hacia quienes respaldan al Presidente podrían representar un costo político.

En cuanto al mercado laboral, las condiciones siguen mejorando a pesar de los bloqueos del gobierno, la reducción en las expectativas de crecimiento para la economía global, las tensiones comerciales y la incertidumbre en torno al camino de la política monetaria. Con 205,000 puestos de trabajo por mes durante 2019, la creación de empleo se mantuvo muy por encima de la cantidad necesaria para absorber a las nuevas personas que se incorporan al mercado laboral y reducir la cantidad de trabajadores desempleados. Como resultado, la tasa de desempleo siguió en bajada y alcanzó el 3.6 %, es decir, la cifra más baja en los últimos 50 años. Además, la participación de trabajadores en edad de máximo rendimiento escaló ligeramente, mientras que la relación empleo-población alcanzó el 79.9 %, la cifra más elevada desde el 2006. A pesar del endurecimiento actual en el mercado laboral, los salarios registraron una leve desaceleración hasta alcanzar el 3.3 % en comparación con el año anterior.

Sin embargo, las cifras de trabajo más sólidas, la participación de trabajadores en edad de máximo rendimiento y los altos niveles de utilización de la mano de obra no son coherentes con los datos recientes sobre solicitudes de prestaciones por desempleo. A mediados de abril, las solicitudes de prestaciones por desempleo iniciales llegaron a 33,000 y, según el promedio móvil de tres meses, se registraron 5,000 nuevas desde abril.

Gráfico 2.9 Tasa de desempleo



Gráfico 2.10 Solicitudes por desempleo iniciales y proporción de "bajas voluntarias", en miles, %



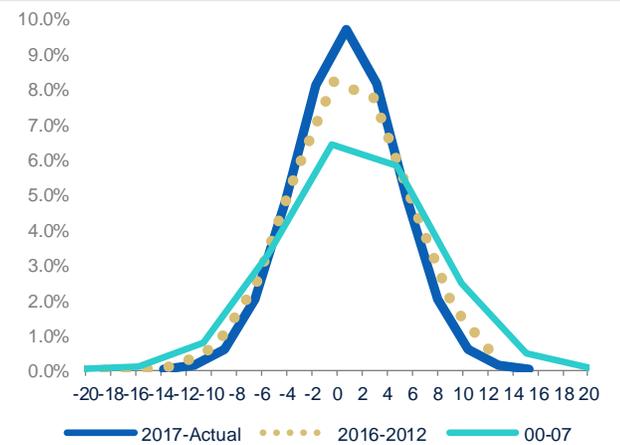
Si bien las solicitudes siguen siendo extremadamente bajas en relación con los estándares históricos, la magnitud del ajuste es preocupante. Además, las solicitudes de prestaciones por desempleo suelen ser un buen indicador adelantado de recesión y desaceleración del crecimiento, lo cual sugiere que el movimiento actual podría presagiar un punto de inflexión en las condiciones económicas y el mercado laboral. Asimismo, las "bajas voluntarias" (es decir, la

cantidad de personas que dejan su puesto voluntariamente) en proporción al empleo no han registrado cambios durante diez meses, lo cual sugiere que los trabajadores podrían estar perdiendo la confianza en la fortaleza del mercado laboral y que, por ende, no están tan dispuestos a asumir el riesgo de cambiar a un nuevo trabajo.

Como resultado, no anticipamos que la tasa de desempleo caiga muy por debajo del 3.5 %, si bien es posible que no se llegue al nivel previsto si las condiciones mejoran durante el segundo semestre del 2019. Dicho esto, nuestro escenario de referencia supone que la tasa de desempleo se mantendrá cercana al 3.6 % en el segundo y tercer trimestre de este año, y que el crecimiento del empleo experimentará una desaceleración hasta alcanzar los 161,000 puestos de trabajo hacia finales del año. Para 2020, nuestra referencia prevé que el crecimiento del empleo se ralentizará hasta el 1.3 % interanual, y que la tasa de desempleo estará cercana al 4.1 %.

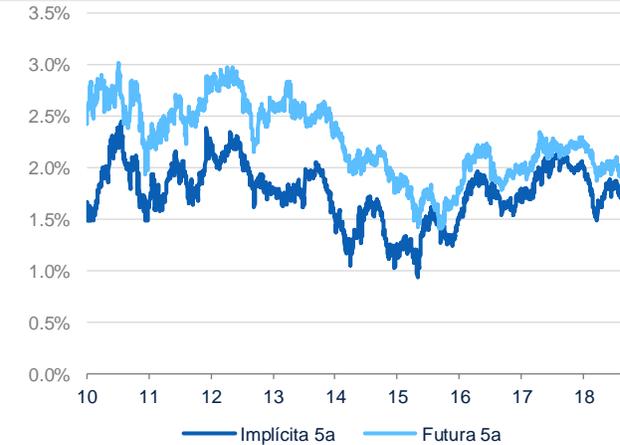
La caída de los precios de servicios energéticos y de transporte influyó en los precios al consumidor, lo cual dio como resultado la tasa anual de inflación correspondiente al trimestre más baja desde el 2017. Específicamente, en febrero, la inflación general interanual fue del 1.5 %. Sin embargo, un repunte de los precios energéticos, los productos básicos de servicios médicos, vivienda y servicios de transporte empujaron la inflación al alza hasta el 2.0 % en abril. En cuanto a la inflación subyacente, un aumento en los precios de las viviendas y las mejoras salariales invariables deberían traducirse en aumentos en los costos de los servicios, lo cual respaldaría nuestro pronóstico de un aumento estable pero moderado de la inflación en el segundo semestre del 2019. La incorporación de aranceles en una cantidad considerable de insumos intermedios y la amenaza de nuevos aranceles sobre los bienes de consumo podrían aumentar también los precios de bienes duraderos comerciables, los cuales han registrado una situación desfavorable en cuanto a la inflación durante décadas.

Gráfico 2.11 Distribuciones de inflación IPC, Normalizadas



Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

Gráfico 2.12 Expectativa de inflación basada en el mercado, %

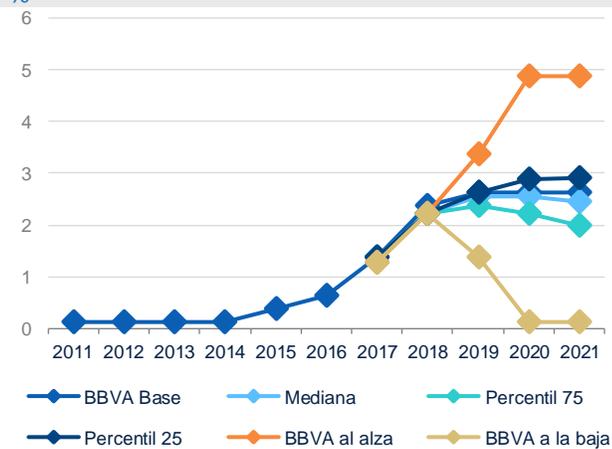


Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

Como tal, nuestra perspectiva de referencia para la inflación en el 2019 se mantiene inalterada a pesar de las cifras generales más fuertes registradas en marzo y abril. Si bien todavía persiste un posible aumento de las presiones en la demanda, los precios de las importaciones siguen en caída, lo cual sugiere que algunos de los principales exportadores a EE. UU. están absorbiendo el impacto de los aranceles en sus márgenes. Además, a pesar de que las presiones de los sueldos han aumentado en términos nominales, los sueldos reales han experimentado un fuerte incremento, lo cual coincide con los aumentos persistentes en la productividad laboral. Una preocupación en relación

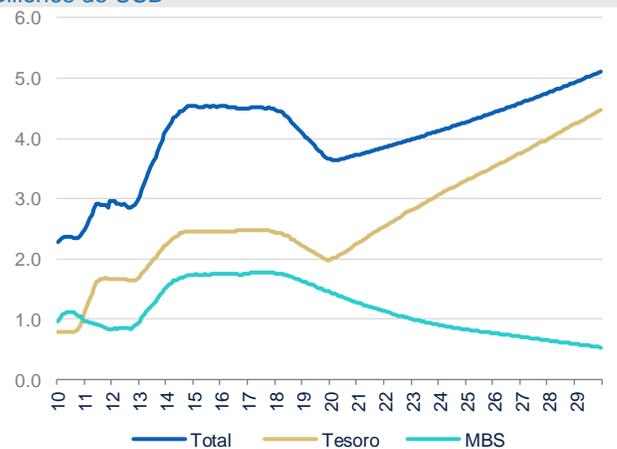
con la inflación es el aumento en la cantidad de propietarios de pequeñas empresas que planean aumentar, o que efectivamente aumentarán, las retribuciones en los próximos tres meses. Casos anteriores de expectativas sólidas de aumentos en los salarios estuvieron asociados con el endurecimiento de la política monetaria y la recesión. Con esto en mente, prevemos que los precios de consumo generales experimenten una suba del 1.8 % en el 2019 y del 2.0 % en el 2020. Para el IPC subyacente, nuestro escenario prevé un crecimiento del 2,1 % en el 2019 y del 1,9 % en el 2020.

Gráfico 2.13 Tasa de fondos federales, %



Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

Gráfico 2.14 Proyección de activos de la Reserva Federal, Billones de USD



Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

Tras el drástico cambio que se produjo en diciembre, la Fed ha disfrutado de un período estable en cuanto a implementación y comunicación de la política monetaria. Como anticipamos, en su última reunión, el FOMC no modificó el rango objetivo de los fondos federales de entre 2.25 % y 2.50 %; este se mantuvo paciente “mientras determina qué ajustes serán los apropiados para el rango objetivo de los fondos federales”. La reducción de la estrategia de endurecimiento cuantitativo del comité comenzó en mayo y finalizará en septiembre, y marcará el cierre oficial del programa de expansión cuantitativa (QE) del comité.

Durante la conferencia de prensa, el Presidente reiteró que mantener la expansión económica es uno de los objetivos principales del comité, en el contexto de mercados laborales fuertes y precios estables. La probabilidad de que se produzca un cambio en la política monetaria en el segundo semestre del 2019 es elevada, y existe la posibilidad de que las condiciones se inclinen en una dirección o la otra. Ciertamente, las expectativas del mercado para la política monetaria futura han oscilado con las corrientes cruzadas globales, y han pasado de una probabilidad de reducción de las tasas del 20 % antes de que concluya el año en enero a cerca del 80 % en mayo. Por el contrario, la mayoría de las encuestas indican que la Fed no bajará las tasas este año, y que los próximos meses podrían convertirse en un período que lleve a otro giro de 180 grados por parte de Powell.

Tras la caída durante el primer trimestre, la inflación general y subyacente posiblemente cobre cierto impulso hacia el cuarto trimestre, lo cual podría darle argumentos a la Fed para continuar ajustando su política de tasa de interés y alcanzar su objetivo de equilibrio, lo que llevaría a un aumento más en la tasa este año o a comienzos de 2020. Asimismo, en relación con la perspectiva benigna de la Fed sobre la convergencia con el PIB potencial a final del año, los indicadores actuales sugieren que las condiciones podrían sorprender positivamente. De hecho, muchas de las corrientes cruzadas que justificaron el cambio abrupto en las políticas limitaron las preocupaciones por el crecimiento

en Europa, la volatilidad financiera, los aterrizajes forzados en China y el Brexit. Además, a pesar de la falta de una fuerte presión salarial, los mercados laborales se mantienen fuertes. Las presiones políticas provenientes de la Casa Blanca para reducir las tasas, al menos, 1 punto porcentual, y retomar la flexibilización cuantitativa podrían forzar al comité a combatir cualquier sensación de disolución de su independencia con una orientación de la política monetaria más agresiva.

El giro “dovish” en cuanto a la política monetaria también aumentó la propensión al riesgo en los mercados financieros, ya que la compresión entre los bonos corporativos de alto rendimiento y el interés de referencia se reanudó, lo cual impulsó los diferenciales a valores históricamente bajos. Los precios elevados de los activos y la actividad crediticia más arriesgada en el sector corporativo renovarían los miedos en los que los funcionarios de la Fed hicieron hincapié en el segundo semestre del 2018. Esto podría llevar tanto a un mayor enfoque en instrumentos macroprudenciales, a un posible cambio más agresivo en la orientación o a subidas defensivas de las tasas.

Dadas la perspectiva del riesgo y las expectativas del mercado actuales, es más factible que se dé un ajuste moderado hacia abajo. Para hacer frente a la caída en las expectativas de inflación o a una amenaza real de deflación, la Fed podría bajar las tasas entre 25 y 50 puntos básicos a fin de anclar las expectativas. Sin embargo, el riesgo real de tendencias a la baja para las tasas sigue recayendo en obstáculos de naturaleza cíclica y el riesgo de recesión. Las preocupaciones entre los miembros del comité sobre los riesgos de incumplimientos empresariales, el deseo de mantener la expansión actual y la falta de herramientas disponibles para hacer frente a las crisis futuras alterarán la función de reacción de la Fed y su deseo de bajar las tasas con rapidez y convicción. Si bien existe una mayor preocupación en torno a la liquidez del mercado, las interconexiones y la posibilidad de un impacto global que genere incertidumbre y desestabilización (conflicto geopolítico, o en torno al comercio o al Brexit) en el sector financiero, existe la posibilidad de utilizar las tácticas de la década de 1990 y reducir modestamente las tasas a fin de prevenir una crisis de liquidez y un golpe a la confianza en medio de un mayor crecimiento de la productividad y presiones inflacionarias atenuadas.

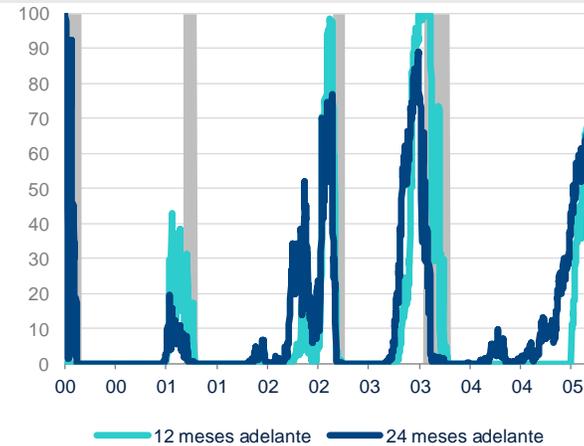
Las mejoras en la perspectiva global podrían permitir que la Fed refuerce sus defensas contra la próxima recesión, lo que aumentaría las tasas una o dos veces más, y posiblemente, reduciría la distribución al vencimiento de su balance general a fin de permitir una posible extensión del vencimiento durante la próxima crisis. Además, es factible que la Fed comunique sus intenciones para sus próximos objetivos y herramientas de política monetaria, como el objetivo de nivel de precios, el objetivo de PIB nominal o el objetivo de inflación promedio para varios años.

En cuanto a los riesgos, la balanza sigue inclinada apenas hacia abajo a pesar de las sorpresas positivas a comienzos del 2019. En relación con una posible recesión económica, nuestros modelos siguen sugiriendo que los riesgos de crisis son altos y están en aumento. A finales de abril, las proyecciones a 12 y 24 meses se acercaban al 60 %. Dado que anticipamos que la Fed intente prolongar la expansión actual y que los legisladores tanto locales como extranjeros están preparados y dispuestos a responder a cualquier señal de desaceleración con un mayor nivel de acomodación, nuestra referencia base sigue incorporando una probabilidad menor al 50 % de que se produzca una crisis antes de 2021.

En relación con el catalizador de la próxima recesión, la incertidumbre de las políticas locales, la toma excesiva de riesgos en los mercados financieros y los crecientes miedos tardíos representan los mayores riesgos para mantener la expansión. A nivel global, los resultados imprevistos de la retirada del Reino Unido de la UE, una escalada en las tensiones comerciales globales o un conflicto geopolítico representan los mayores riesgos para el ciclo actual. Si bien los errores de políticas monetarias son posibles, la Fed ha demostrado un alto grado de flexibilidad y está dispuesta a responder ante una perspectiva más débil con recortes de las tasas. En consecuencia, creemos que es poco probable

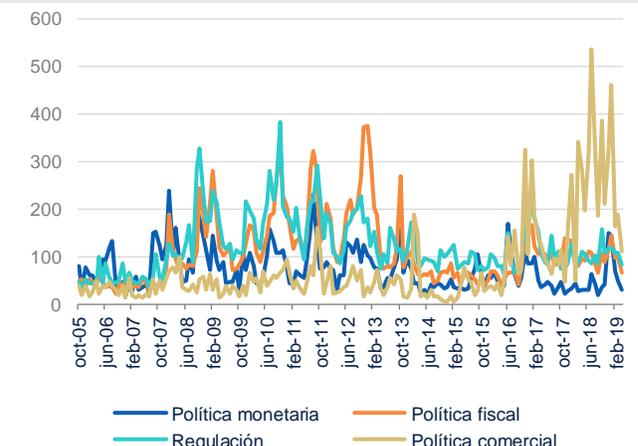
que se dé un escenario de riesgo de baja que incluya una Fed demasiado agresiva, especialmente, si se tienen en consideración los riesgos atenuados para la inflación.

Gráfico 2.15 Probabilidad de recesión, %



Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

Gráfico 2.16 Tajante incertidumbre política, Índice 1985=1000



Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

Si bien es poco probable que el estímulo del próximo ciclo tenga niveles altos de apalancamiento corporativo, sigue siendo una preocupación en cuanto a amplificadores potenciales y la transmisión del impacto. A diferencia del 2007, cuando el sector doméstico tenía una parte desproporcionada de la deuda, actualmente, la balanza está mucho más equilibrada. Con esto en mente, la actividad crediticia ha sido coherente con la toma de riesgos tardía, incluido un aumento en la generación de garantías, los compromisos de préstamos débiles y los perfiles de riesgo para los prestatarios más elevados. En última instancia, el tamaño de la corrección lo determinará cuán negativo sea el impacto sobre el sector corporativo doméstico y la capacidad de la Fed de responder ante la restricción de liquidez con una respuesta de política monetaria que sea suficiente (reducciones de las tasas, orientación a futuro, expansión del balance general, etc.).

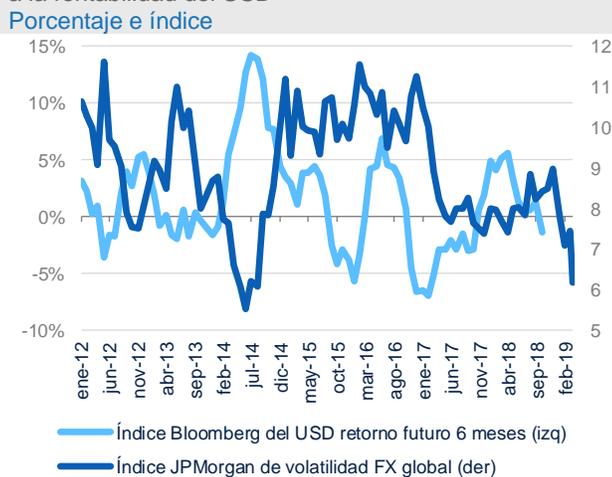
En términos positivos, los legisladores estadounidenses están intentando encontrar un punto medio en un posible acuerdo de infraestructura. Si bien la probabilidad de llegar a un acuerdo es baja, los beneficios para la economía podrían ser importantes, teniendo en cuenta el gran déficit de infraestructura. De hecho, a diferencia de otras medidas políticas, si se las dirige hacia áreas que se enfrentan con un déficit extremo, como la infraestructura de banda ancha, el transporte o las tecnologías sustentables, EE. UU. podría experimentar un aumento en la productividad y posiblemente en el PIB. A su vez, si bien un escenario de deflación ciertamente sería un riesgo a la baja, una ligera superación del objetivo inflacionario de la Fed podría impulsarla a bajar las tasas incluso más de lo que los mercados esperan actualmente.

En cuanto a las condiciones en el extranjero, una salida más tenue del Reino Unido de la UE, la reducción de las tensiones comerciales, un crecimiento sorpresivo en Europa o una desaceleración más lenta en el crecimiento de China podrían mejorar la perspectiva para la economía estadounidense. Con esto en mente, es poco probable que las mejoras en la claridad del mercado puedan producir una sorpresa positiva significativa en el crecimiento de EE. UU.

3. ¿Los mercados sueñan con una variación del dólar estadounidense?

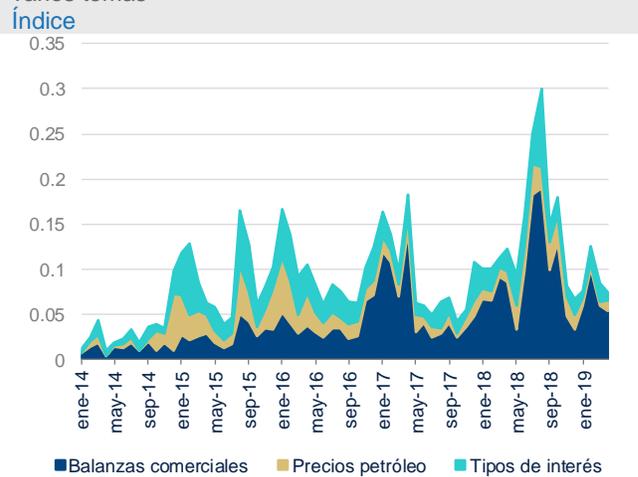
La tranquilidad en los mercados de divisas mundiales durante los últimos tres meses ha generado mucho interés en los actores del mercado y los analistas. Históricamente, las volatilidades muy bajas de los mercados de divisas parecen estar asociadas a una apreciación o depreciación significativa del dólar estadounidense (USD). El último ejemplo se produjo en el año 2014, cuando el incremento en el índice del dólar estadounidense coincidió con la contracción de la volatilidad (Gráfico 3.1). Con la volatilidad de los mercados de divisas llegando nuevamente a su mínimo histórico, la percepción de una variación brusca en el valor del dólar estadounidense aumenta de manera significativa.¹

Gráfico 3.1 Volatilidad de los mercados de divisas frente a la rentabilidad del USD



Fuente: Bloomberg

Gráfico 3.2 Bloomberg TV sobre el mercado de valores y varios temas



Fuente: BBVA Research, GDELT TV Explorer

El tipo de cambio ocupa un lugar central en los mercados internacionales de bienes y activos actuales, ya que las diversas perturbaciones que se generan en una economía pueden afectar a otra economía a través del comercio exterior y los flujos financieros globales. El valor del dólar estadounidense, la moneda dominante en los mercados globales, tiene especial relevancia para el análisis de los principales indicadores económicos. El Gráfico 3.2 muestra la cobertura de Bloomberg TV sobre los tipos de cambio y tres temas: las balanzas comerciales, los precios del petróleo y las tasas de interés. Primero, se puede observar que la cobertura sobre los tipos de cambio y la balanza comercial ha aumentado significativamente desde que el gobierno de Trump centró su atención en los déficits del comercio exterior y los acuerdos de libre comercio. En segundo lugar, se puede observar que los debates sobre los mercados de valores y los precios del petróleo eran normales en el 2015 y el 2016, cuando los productores tuvieron un pronóstico nefasto sobre los precios del petróleo. En tercer lugar, la relación entre el mercado de divisas y las tasas

1: <https://www.bloomberg.com/opinion/articles/2019-04-16/dollar-looks-poised-to-wreak-havoc>

de interés tuvo una cobertura relativamente alta desde comienzos del 2015, cuando la Fed comenzó a normalizar las tasas de interés y su balance.

El dólar estadounidense y las balanzas comerciales

En el ejemplo clásico, los tipos de cambio desempeñan un papel importante en las importaciones y las exportaciones. Un país puede depreciar su moneda para impulsar las exportaciones y, por lo tanto, reducir (aumentar) el déficit (superávit) comercial. Si bien dicha perspectiva inequívoca explica de forma convincente los cambios de la balanza comercial de las pequeñas economías abiertas, su aplicación en los EE. UU. podría resultar engañosa. Es posible que la balanza comercial de los EE. UU., una de las economías más grandes y sofisticadas del mundo, no responda a las fluctuaciones del tipo de cambio como lo hacen las pequeñas economías abiertas.

Un factor importante que tiene un impacto significativo en la balanza comercial, como Alessandria y Choi (2019) demostraron en su documento de trabajo de la NBER,² es la magnitud de la integración comercial. Es decir, si una economía abierta amplía su volumen comercial, el déficit o el superávit comercial aumentarán en consecuencia. En la siguiente ecuación de desglose que proponen los autores, se puede observar este efecto:

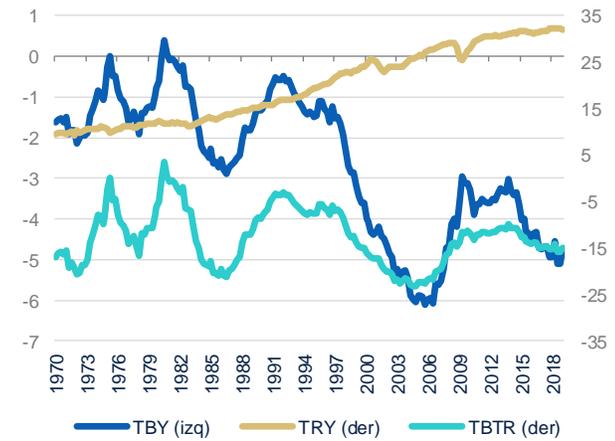
$$TBY = \frac{X - M}{Y} = \frac{X + M}{Y} \cdot \frac{X - M}{X + M} = TRY \cdot TBTR$$

donde X representa las exportaciones; M representa las importaciones; e Y es el PIB. En otras palabras, la relación balanza comercial/PIB (TBY) es el resultado de la proporción del comercio en relación con el PIB (TRY) y la balanza comercial como porcentaje del comercio total ($TBTR$). A corto plazo, el valor de la moneda solo afectaría a $TBTR$, pero no a TRY , lo que estaría determinado por la integración del país en el comercio internacional.

Para ilustrar la relación de las tres variables, trazamos la relación balanza comercial/PIB (TBY), el nivel de la relación comercio/PIB (TRY) y la balanza comercial como porcentaje del comercio total ($TBTR$) en el Gráfico 3.3. La tendencia a la baja de TBY es notablemente visible, lo que refleja la preocupación convencional por el déficit comercial insostenible, que constantemente repiten los medios de comunicación y los políticos. Sin embargo, $TBTR$ no parece tener una tendencia decreciente significativa, lo que implica que la relación entre las exportaciones y las importaciones en los EE. UU. ha permanecido relativamente estable durante los últimos 50 años. Por otra parte, TRY muestra claramente una tendencia alcista, lo que sugiere una apertura creciente y continua de la economía de los EE. UU. En definitiva, podemos concluir que el aumento del déficit comercial de EE. UU. se debió principalmente a una mayor integración en la economía mundial, en lugar de los flujos desequilibrados entre las exportaciones y las importaciones.

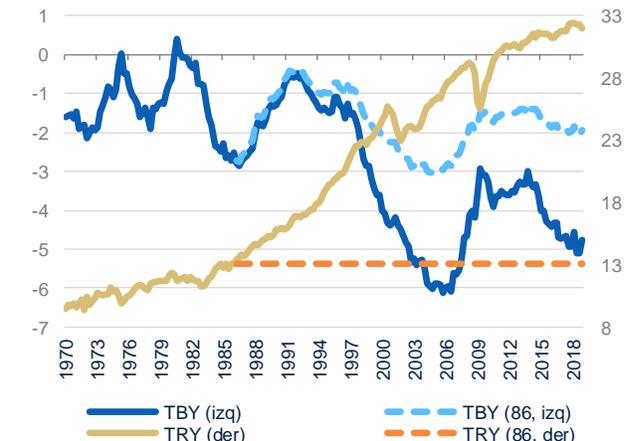
2: Alessandria, G.A. and Choi, H., 2019. *The Dynamics of the US Trade Balance and Real Exchange Rate: The J Curve and Trade Costs?* (N.º w25563). National Bureau of Economic Research.

Gráfico 3.3 Relación balanza comercial/PIB y sus componentes, %



Fuente: BEA y BBVA Research

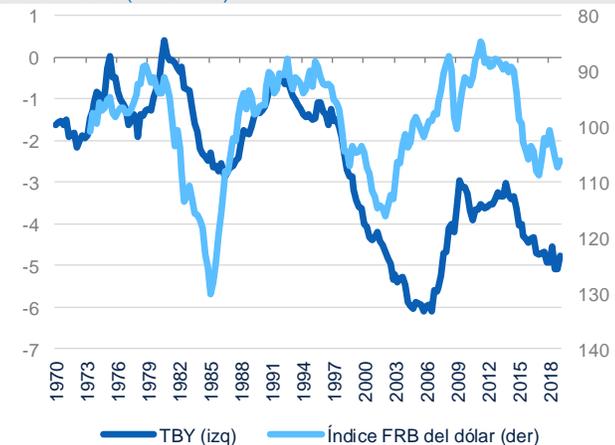
Gráfico 3.4 Relaciones balanza comercial/PIB reales y sintéticas, %



Fuente: BEA, Alessandria y Choi (2019), y BBVA Research

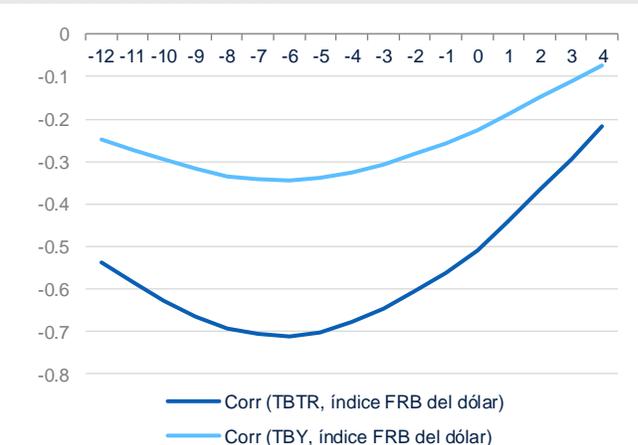
Además, también podemos generar relaciones balanza comercial/PIB sintéticas; para ello, se debe fijar el valor de *TRY* a fin de demostrar el papel de la apertura al comercio en el déficit comercial actual. En el Gráfico 3.4, consideramos que la apertura al comercio de los EE. UU. se mantuvo en su nivel en el primer trimestre de 1986 (antes de la negociación del acuerdo de libre comercio con Canadá y otros acuerdos comerciales posteriores), y se construyó una relación balanza comercial/PIB hipotética. El gráfico muestra que la relación *TBY* contrafáctica sería de -2 % en el 2018, comparable a los déficits comerciales en la década de 1980 y alrededor de un 60 % inferior que en la actualidad.

Gráfico 3.5 Balanza comercial y tipo de cambio real % e índice (invertido)



Fuente: BEA y BBVA Research

Gráfico 3.6 Correlaciones con los tipos de cambio reales Coeficientes de correlación



Fuente: BEA y BBVA Research

Además, es posible que la balanza comercial necesite un período considerable para reaccionar ante el movimiento en los tipos de cambio reales. Como puede apreciarse en el Gráfico 3.5, el pico máximo de los déficits comerciales, por lo general, se encuentra a varios trimestres del punto máximo del valor del dólar estadounidense. El Gráfico 3.6 muestra

que TBV y TBTR necesitan 6 trimestres para alcanzar sus puntos más bajos después de los puntos máximos del tipo de cambio real. Además, también podemos observar que el tipo de cambio real tiene un impacto mucho mayor sobre TBTR que sobre TBV, lo que es compatible con el razonamiento de nuestro desglose.

Dado el desglose y el vínculo sólido que existe entre el tipo de cambio real y TBTR, podemos estimar el impacto de un dólar estadounidense más fuerte sobre el déficit comercial en un entorno de equilibrio parcial. Según los últimos datos disponibles, un aumento del 10 % en el valor real del dólar estadounidense provocaría una caída de TBTR de un 4.8 % en seis trimestres. Si mantenemos TRY constante en el nivel actual, según la ecuación de desglose, la disminución en TBTR incrementará la relación déficit comercial/PIB un 1.5 %. Es decir, el déficit comercial será un 6.3 % del PIB, un nuevo máximo que incluso superará el récord de 6.1 % del 2006.

Sin embargo, por más alarmante que suene una relación déficit comercial/PIB del 6.3 %, cabe señalar tres cosas. Primero, TBTR sigue dentro de su “rango normal”, incluso si disminuye un 4.8 %, y no es comparable con su mínimo anterior a la Gran Recesión. Segundo, a largo plazo, TBTR muestra estabilidad sólida y, por lo tanto, la caída que provocaron los movimientos de los tipos de cambio a corto plazo se revertirá finalmente. Tercero, como se explicó anteriormente, a largo plazo, la relación balanza comercial/PIB está impulsada por el nivel de apertura para el comercio. Por lo tanto, a menos que EE. UU. corte sistemáticamente los vínculos comerciales con otras economías, es probable que persista un gran déficit comercial.

Precios del petróleo y tipos de cambio reales

El movimiento de dos de los precios más observados en los mercados de activos mundiales, el petróleo y el dólar estadounidense, se ha estudiado ampliamente desde Krugman (1980),³ y se proponen varios canales sobre cómo ambos se afectan mutuamente. En primer lugar, dado que los precios del petróleo se expresan en dólares estadounidenses, una apreciación del dólar aumentará el “precio real” del crudo, fomentando así la producción y desalentando el consumo, lo que, a su vez, debilitaría los precios del petróleo. Esto indica una correlación negativa entre el dólar y los precios del petróleo. En segundo lugar, como Krugman y otros economistas han argumentado, cuando el precio del petróleo alcanza su punto máximo, los exportadores de petróleo acumulan una gran cantidad de dólares, que posteriormente se utilizan para comprar bienes y activos en los mercados mundiales. Por lo tanto, el dólar estadounidense se fortalece si los exportadores de petróleo gastan la mayoría de los dólares excedentes en bienes y activos estadounidenses. Sin embargo, ocurriría lo contrario si los exportadores de petróleo cambiaran una gran cantidad de dólares por otras monedas (euro, yen, yuan, etc.) para bienes y activos que no son estadounidenses. Dicho canal comercial sugiere que la relación entre el dólar y el precio del petróleo es incierta, y que depende del atractivo relativo de los bienes y activos estadounidenses.

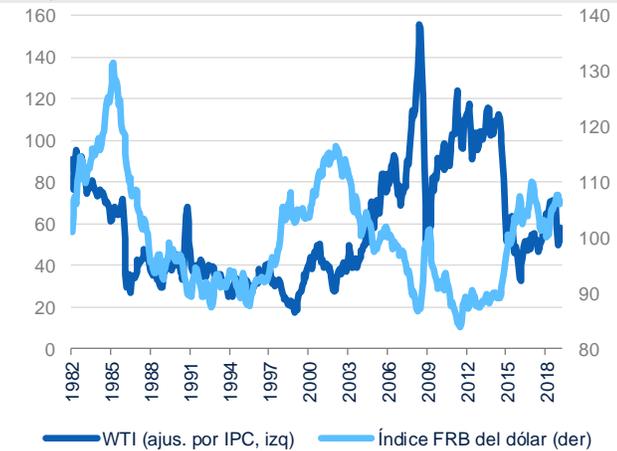
Para ilustrar la relación de los precios del petróleo y los tipos de cambio reales, trazamos los precios internos reales del petróleo⁴ y el valor del dólar estadounidense en el Gráfico 3.7, y su correlación móvil de 5 años en el Gráfico 3.8. Según los cálculos, si bien ambos pueden tener una relación aparentemente ambigua al principio, han estado relacionados de manera significativamente negativa en los últimos 15 años. Dicha correlación negativa a menudo se explica mediante tres factores. Primero, el incremento prolongado en el precio del petróleo redujo el valor real del dólar. Segundo, el auge del comercio internacional aceleró la caída del sector manufacturero tradicional en los EE. UU. Tercero, la política prolongada de tasas de interés cero debilitó el atractivo de los activos estadounidenses. Si

3: Krugman, P.R., 1980. *Oil and the Dollar*. (N.º w0554). National Bureau of Economic Research.

4: Following the approach used by EIA's Short-Term Energy Outlook (STEO), we adjust the spot prices for West Texas Intermediate (WTI) by the CPI to get the real domestic oil prices.

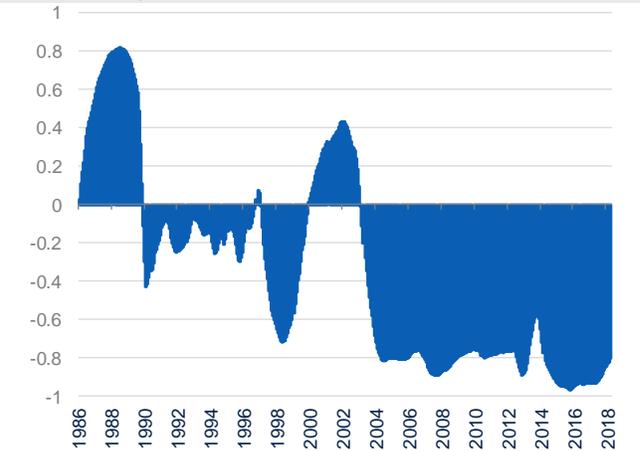
bien el precio del petróleo actual no aumenta y la política monetaria no es tan moderada, todavía no observamos ningún cambio en la tendencia y, por lo tanto, esperamos que persista la relación negativa en los próximos trimestres.

Gráfico 3.7 Precios reales del petróleo y tipo de cambio real, USD/barril e índice



Fuente: BEA y BBVA Research

Gráfico 3.8 Precios reales del petróleo frente al tipo de cambio real, Correlación móvil de 5 años



Fuente: BEA y BBVA Research

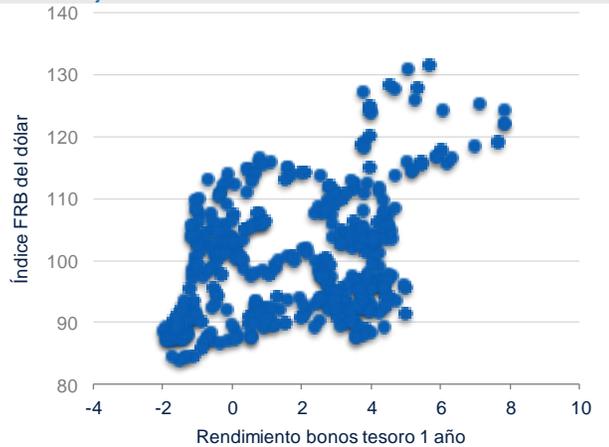
Entonces, ¿cómo va a cambiar el precio del petróleo si el dólar estadounidense se aprecia de manera significativa? Según la última estimación de Kilian y Zhou (2019),⁵ de todos los factores que afectan los precios del petróleo, el tipo de cambio real puede representar el 14 % de sus fluctuaciones. Además, la apreciación del dólar contribuyó en un 8.4 % a la caída en el precio del petróleo en el 2014 y 2015; el precio del petróleo crudo WTI disminuyó de 106 USD/barril en junio del 2014 a 37 USD/barril en diciembre del 2015. Después de excluir los efectos de las perturbaciones en el suministro de petróleo, la demanda y los inventarios, la apreciación del dólar estadounidense solo puede representar una disminución de 5.8 USD/barril. Si tal relación todavía se mantiene, un aumento del 10 % en el valor del dólar estadounidense probablemente reduzca el precio del petróleo en 5 USD/barril.

Tasas de interés, condiciones crediticias y tipos de cambio reales

Tanto los economistas como los políticos han estudiado ampliamente los vínculos teóricos y empíricos entre las tasas de interés y los tipos de cambio. En teoría, algún tipo de paridad respecto de la tasa de interés debe mantenerse en los modelos estándar para que el sistema pueda alcanzar un equilibrio. En otras palabras, la rentabilidad esperada de los activos nacionales debería ser igual a la rentabilidad esperada ajustada por el tipo de cambio de los activos en moneda extranjera. Por lo tanto, cuando el banco central del país de origen aumenta las tasas de interés, la valoración de la moneda local se incrementa, por lo que los inversores internacionales no pueden arbitrar. Además, cuando la moneda local se aprecia, los activos nacionales se vuelven más costosos y la tasa de interés tiene que incrementarse. Es decir, la teoría sugiere una relación positiva entre los tipos de cambio y las tasas de interés.

5: Kilian, L. and Zhou, X., 2019. *Oil Prices, Exchange Rates and Interest Rates* (N.º 13478). CEPR Discussion Papers.

Gráfico 3.9 Tasas de interés reales y tipo de cambio real
Porcentaje e índice



Fuente: FRB y BBVA Research

Gráfico 3.10 Tasas de interés reales y tipo de cambio real
Porcentaje e índice



Fuente: FRB y BBVA Research

Sin embargo, debido a la existencia de controles de capital, costos de transacción y activos no sustituibles, la relación empírica entre las tasas de interés y los tipos de cambio no es tan sencilla como en la teoría, en especial a corto plazo. En los Gráficos 3.9 y 3.10, trazamos la tasa de interés real a corto plazo y el tipo de cambio real, en que la tasa de interés real se define como la rentabilidad del bono del Tesoro estadounidense nominal a un año, ajustada por la inflación anual respecto del año anterior. Como muestra el Gráfico 3.9, a largo plazo, las dos series se correlacionan de forma positiva. Por otra parte, el Gráfico 3.10 también muestra que, a corto plazo, una disminución (aumento) en las tasas de interés reales no está necesariamente asociada a la depreciación (apreciación) del dólar. Por ejemplo, del 2003 al 2006, la tasa de interés real aumentó del -1.8 % al 3.6 %, mientras que el índice del dólar ponderado por el comercio de FRB cayó de 106 a 96, lo que indica una depreciación significativa de la moneda. Por el contrario, entre el 2015 y el 2018, las tasas de interés reales aumentaron del -1.1 % al 0.7 %, mientras que el valor real ponderado por el comercio del dólar se apreció un 11 %.

Si bien la apreciación del dólar estadounidense no necesariamente ejerce presión al alza sobre las tasas de interés, un estudio reciente a cargo de dos economistas de la Fed demostró que un dólar más fuerte podría reducir la oferta de préstamos comerciales e industriales por parte de los bancos estadounidenses.⁶ Según los datos de los precios correspondientes a los préstamos que se comercializan en el mercado secundario que están disponibles en la Loan Syndications and Trading Association (LSTA), los autores argumentaron que las ventas de rápido crecimiento de los préstamos estadounidenses sindicados desempeñan un papel fundamental en la transmisión de fluctuaciones del dólar estadounidense (USD) a las condiciones crediticias internas. Es decir, cuando sube el dólar, los préstamos estadounidenses sindicados se vuelven más costosos (y, por lo tanto, menos atractivos) para los compradores de los mercados secundarios, entre los que predominan inversores institucionales con una cartera mundial.⁷ Para hacer frente a los cambios en la demanda, los bancos estadounidenses entregarán menos préstamos sindicados y, por lo tanto, las empresas nacionales enfrentarán condiciones crediticias más restrictivas. En los Gráficos 3.11 y 3.12, trazamos el Índice de condiciones financieras de la Fed de Chicago y el Índice de dólar de FRB. La relación es aparente, incluso antes del aumento del interés de la Fed en el 2015. En otras palabras, las medidas de política monetaria no pueden explicar íntegramente el vínculo. Según Niepmann y Schmidt-Eisenlohr (2018), los bancos

6: Niepmann, F. and Schmidt-Eisenlohr, T., 2018. *Global Investors, the Dollar, and US Credit Conditions* (N.º 13237). CEPR Discussion Papers.

7: Lee, S.J., Liu, L.Q. and Stebunovs, V., 2017. *Risk taking and interest rates: Evidence from decades in the global syndicated loan market*. International Monetary Fund.

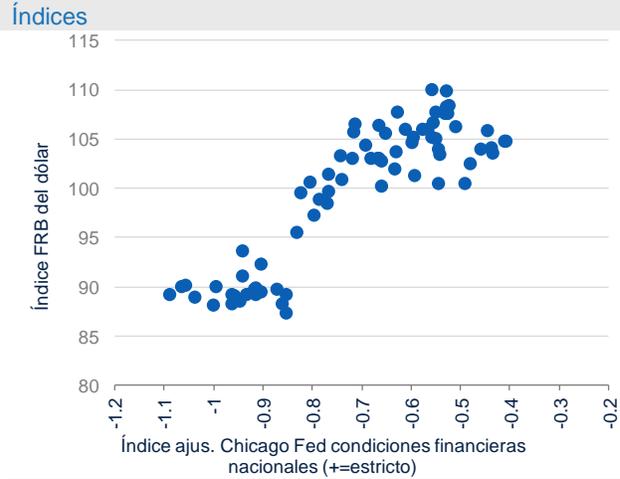
estadounidenses hubiesen tenido que prestar USD 100,000 millones adicionales a empresas de EE. UU. si no hubiera sido por la apreciación del dólar del 2014 al 2017. Si tal relación todavía se mantiene, un aumento del 10 % en el valor del dólar estadounidense probablemente reduzca los préstamos comerciales USD 50,000 millones o alrededor de un 2.4 % de los préstamos bancarios industriales y comerciales totales pendientes.

Gráfico 3.11 Condiciones crediticias y tipos de cambio reales



Fuente: The Conference Board, Haver y BBVA Research

Gráfico 3.12 Condiciones crediticias y tipos de cambio reales



Fuente: The Conference Board, Haver y BBVA Research

Conclusión

Si la debilidad y la incertidumbre a nivel mundial persisten, el dólar estadounidense podría continuar ganando terreno dado que los inversores extranjeros buscarían refugio en los activos denominados en dólares estadounidenses. De acuerdo con nuestro análisis, una apreciación considerable del tipo de cambio provocaría un aumento en la relación déficit comercial/PIB, una disminución en los precios del petróleo y un crecimiento más lento en los préstamos a las empresas, pero no tendría un impacto significativo en las tasas de interés.

4. Préstamos a las pequeñas empresas: tamaño del mercado y competidores en línea

Las pequeñas empresas, que generalmente se definen como empresas que contratan hasta 500 empleados, representan un sector importante de la economía estadounidense. Representan casi la mitad del empleo no agrícola total⁸, tienen una nómina anual que asciende a más de USD 2.6 billones⁹ y aportan el 44 % de la producción total de la nación¹⁰. La supervivencia y el crecimiento de las pequeñas empresas depende del acceso al crédito, y los bancos son la fuente más común de crédito externo para las pequeñas empresas¹¹. Si bien este segmento del mercado es fundamental para los bancos comerciales, trabajar con dicho segmento conlleva una serie de desafíos: el nivel de personal involucrado en la relación bancaria es alto y el volumen de concesiones de préstamos por empresa es más pequeño en relación con las grandes empresas. Esto hace que trabajar con las pequeñas empresas sea relativamente más caro. Por otra parte, los perfiles de riesgo de las pequeñas empresas son diferentes de aquellos de las empresas más grandes. Una encuesta reciente de casi 200 bancos que realizó la Asociación de Banqueros de los Estados Unidos arrojó que los principales desafíos que enfrentan los bancos en los préstamos a las pequeñas empresas se relacionan con la eficiencia, las operaciones y los costos (Gráfico 4.1). Los prestamistas en línea ajenos al sector bancario que cuentan con tecnologías avanzadas y procedimientos de evaluación de riesgos aprovecharon, en cierto modo, la oportunidad de mercado que los bancos dejaron abierta por no trabajar con las empresas más pequeñas, pero también cobran tasas de interés más altas. A medida que los prestamistas en línea ofrezcan un servicio más convencional, los bancos podrían quedar en jaque en su propio terreno. Sin embargo, los bancos tienen beneficios intrínsecos en comparación con los competidores en línea, lo que puede resultar de ayuda para defender con éxito su cuota de mercado si ajustan algunas de sus operaciones.

Tamaño del mercado

El principal indicador para identificar los préstamos realizados a las pequeñas empresas es el monto del préstamo. USD 1,000,000 en el caso de préstamos comerciales e industriales (C&I) y préstamos no residenciales ni agrícolas, y USD 500,000 en el caso de préstamos agrícolas y préstamos para la compra de tierras aptas para el cultivo. Sin embargo, estas medidas subestiman el volumen de los préstamos a las pequeñas empresas, dado que muchos préstamos otorgados a las pequeñas empresas son mayores que esos importes, y los límites de los montos no aumentan con la inflación. Un estudio reciente realizado por la FDIC reveló que el importe oficial de los préstamos comerciales e industriales para pequeñas empresas que financian las entidades aseguradas por FDIC en el 2015 subestimó el monto real por un 12 %. Si suponemos que existe el mismo nivel de subestimación en todos los préstamos a las pequeñas empresas y ajustamos por inflación, se obtiene una estimación de USD 846,000 millones en préstamos a pequeñas empresas financiados por las entidades de depósito aseguradas por la FDIC en el cuarto trimestre del 2018. Esto representa más del 24 % de todos los préstamos a empresas en manos de estas entidades. Si consideramos que estos prestamistas representan más del 80 % del mercado crediticio para las pequeñas empresas, el tamaño total e implícito del mercado sería superior a un billón de dólares estadounidenses. Esto representa cerca del 11 % de los préstamos bancarios netos totales y el 5 % del PIB total. Según la última tasa

8: SBA. 2018. *Small Business Profiles*. <https://www.sba.gov/sites/default/files/advocacy/2018-Small-Business-Profiles-All.pdf>

9: Oficina del Censo. 2016. *County Business Patterns*.

10: Kobe K., Schwinn R. 2018. *Small Business GDP 1998–2014*. SBA. <https://s3.amazonaws.com/advocacy-prod.sba.fun/wp-content/uploads/2018/12/21060437/Small-Business-GDP-1998-2014.pdf>

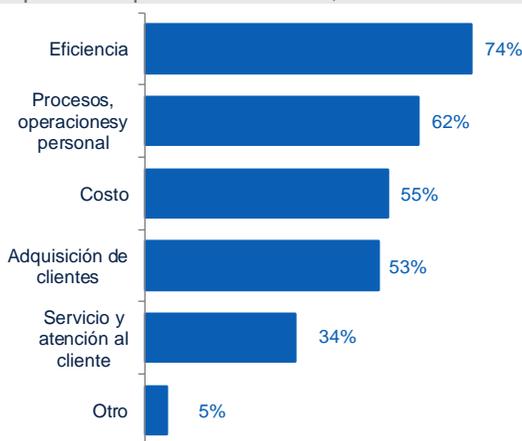
11: FDIC. 2018. *Small Business Lending Survey*. <https://www.fdic.gov/bank/historical/sbls/full-survey.pdf>

promedio de crecimiento a treinta años de los pasivos por préstamos de negocios no corporativos y no financieros, y el ajuste por cambios a largo plazo en la trayectoria de crecimiento de la economía, esperamos que este mercado crezca a una tasa promedio de entre el 4.5 % y el 5 % interanual durante los próximos diez años.

Competencia de los prestamistas en línea

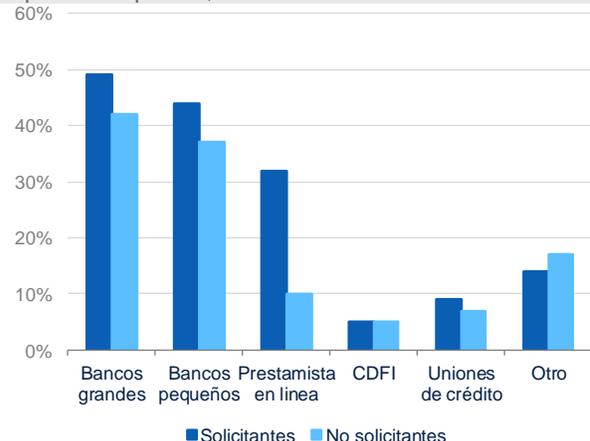
Los bancos comerciales son los principales prestamistas de las pequeñas empresas. La encuesta Small Business Credit Survey 2018 de la Reserva Federal reveló que el 93 % de todos los solicitantes de financiación durante 2018 solicitaron un crédito en un banco grande o pequeño. De las empresas que no solicitaron ningún crédito en el año, el 79 % tenía un crédito bancario en uso (Gráfico 4.2). No obstante, a pesar de que el predominio bancario aún se mantiene, hubo un aumento significativo en el uso de prestamistas en línea ajenos al sector bancario con el paso del tiempo (Gráfico 4.3), y la tasa de solicitud de prestamistas en línea podría alcanzar a la de los bancos si se mantiene la tendencia actual. En este escenario, las consecuencias para los bancos serían importantes.

Gráfico 4.1 Mayores retos en los préstamos a las pequeñas empresas de EE. UU., 2018



Fuente: BI Intelligence y ABA

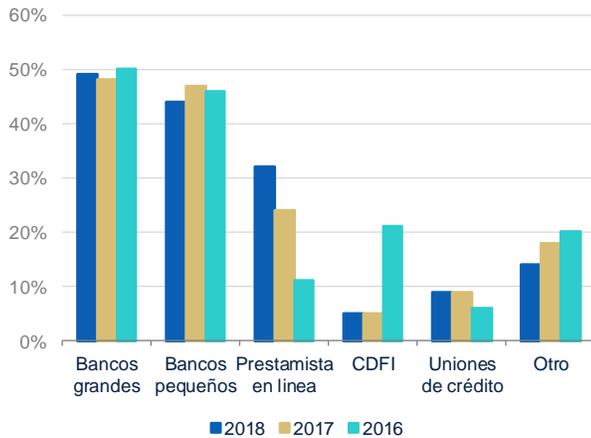
Gráfico 4.2 Uso de financiamiento externo por parte de las pequeñas empresas, 2018



Fuente: Reserva Federal

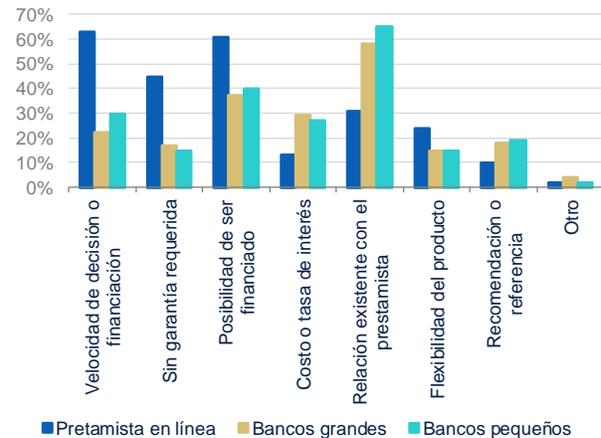
Las pequeñas empresas que solicitaron créditos a los prestamistas en línea, en general, lo hicieron debido al proceso de solicitud sencillo, los requisitos de garantía bajos y la alta tasa de aprobación (Gráfico 4.4). Las empresas pequeñas tienden a realizar solicitudes a los prestamistas en línea con mayor frecuencia que las más grandes (Gráfico 4.5) y pagan tasas de interés significativamente más altas (Gráfico 4.6). Debido a los mayores costos de los préstamos, los beneficios que ofrecen los prestamistas en línea no se traducen en una satisfacción general más alta. Por el contrario, el nivel neto de satisfacción con las entidades que operan en línea es el más bajo entre todos los prestamistas (Gráfico 4.7). Esto significa que las pequeñas empresas, probablemente, realizan solicitudes a los prestamistas en línea debido a la urgencia o a la falta de garantía, cuando los costos de los préstamos o las tasas de interés no son un factor predominante, o cuando las empresas consideran que el banco no va a aprobar la solicitud de préstamo. Esto sugiere que los prestamistas en línea se centran en satisfacer las necesidades de los segmentos del mercado de rentabilidad/riesgo elevados y capitales pequeños, y que no representan los sustitutos bancarios ideales. Dicho esto, las circunstancias podrían cambiar si los prestamistas en línea siguen mejorando sus propuestas de valor y amplían sus ofertas de productos y servicios. En este sentido, su agilidad y las menores limitaciones regulatorias actúan a su favor.

Gráfico 4.3 Tasa de solicitud por fuente del préstamo y año



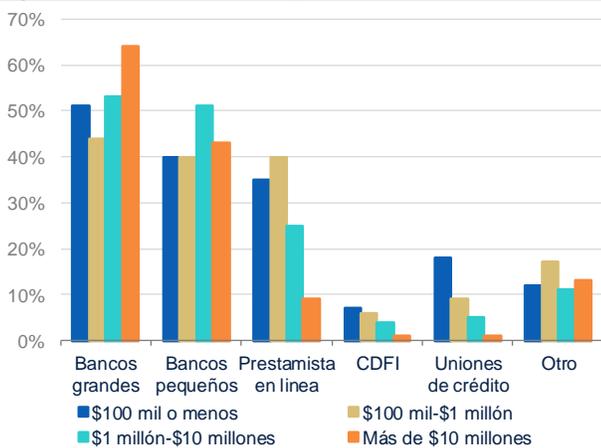
Fuente: Reserva Federal

Gráfico 4.4 Factores que influyen a la hora de elegir el lugar en que las empresas solicitan préstamos, líneas de créditos y adelantos en efectivo, 2018



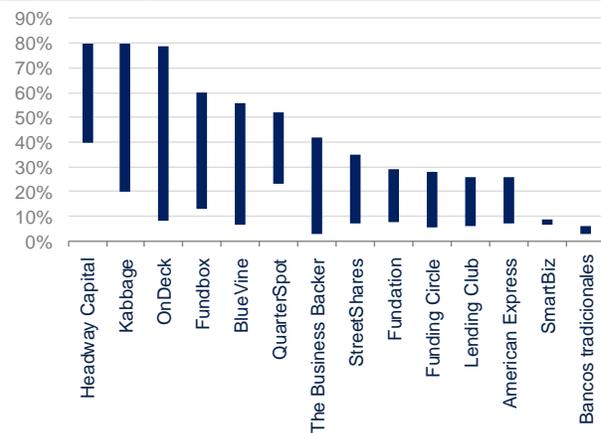
Fuente: Reserva Federal

Gráfico 4.5 Tasa de solicitud por fuente del préstamo e ingreso anual del solicitante, 2018



Fuente: Reserva Federal

Gráfico 4.6 Tasas de interés estimadas por prestamista de pequeñas empresas



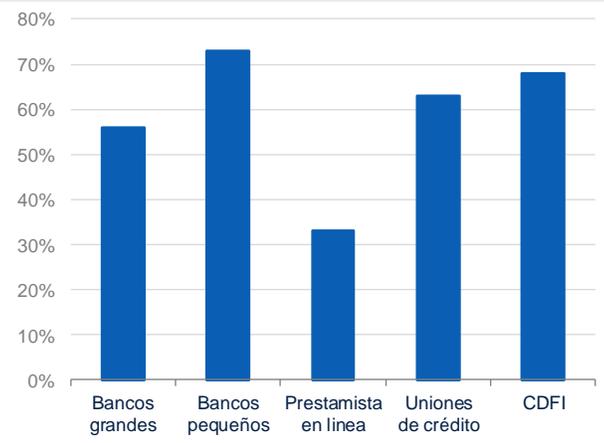
Fuente: Fundera <https://www.fundera.com/business-loans/guides/business-loan-interest-rate>, consultada el 10 de mayo del 2019

Factores de éxito para los bancos comerciales

Desde la perspectiva de los clientes, los bancos comerciales se sitúan por debajo de los competidores en línea con respecto a la sencillez y el tiempo de procesamiento de las solicitudes, así como en la transparencia (Gráfico 4.8). Abordar estos problemas requiere un cambio integral. En primer lugar, los bancos deben aprovechar todos los datos alternativos disponibles para mejorar sus procedimientos de evaluación de riesgos y diseñar sus propios modelos de riesgos. En segundo lugar, los bancos deben reducir el costo de procesamiento de las solicitudes de préstamos de las

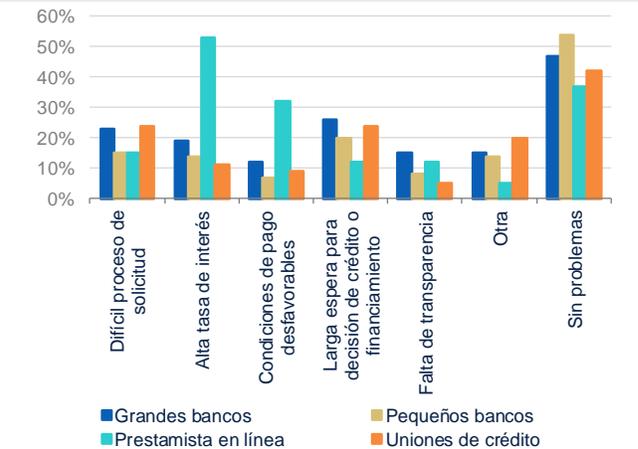
pequeñas empresas. En tercer lugar, los bancos deben ampliar sus servicios; para ello, deben lanzar productos para las pequeñas empresas que equilibren mayores riesgos con tasas de interés más elevadas. Por último, pero no por ello menos importante, deben mejorar la experiencia del usuario. La tecnología es la clave para resolver muchos de estos desafíos, y los competidores en línea pueden proporcionar lecciones valiosas a los bancos.

Gráfico 4.7 Satisfacción neta con el prestamista, 2018



Fuente: Reserva Federal

Gráfico 4.8 Desafíos para obtener préstamos, líneas de crédito o adelantos de efectivo, 2018



Fuente: Reserva Federal

Kabbage y Square ofrecen dos ejemplos claros. Kabbage utiliza los datos de un software contable para reducir el tiempo del proceso de solicitud a menos de 10 minutos, lo que también significa que las pequeñas empresas no tienen que recopilar los registros financieros por sí mismas.¹² Además, la precisión de los datos de un software contable mejora la calidad de la información, lo que reduce las tasas de rechazo debido a errores en las solicitudes¹³. También brinda al prestamista “una visión más integral de la situación financiera [de la pequeña empresa], lo que le permite volver a prestar a las pequeñas empresas de forma continua y aumentar las líneas de crédito para ajustarse al rendimiento empresarial real de los clientes”.¹⁴ Square Inc., que inicialmente era una empresa dedicada al procesamiento de pagos con tarjetas de débito y crédito a través de los teléfonos celulares de los comerciantes y un dispositivo de hardware patentado innovador, desarrolló posteriormente un negocio de préstamo para pequeñas empresas a gran escala. La plataforma de préstamos de Square se basa en la gran cantidad de datos de transacciones que la empresa almacena cuando se procesan los pagos. Square utiliza un análisis científico de datos de vanguardia para identificar posibles clientes, recomendar los productos más adecuados, procesar solicitudes de préstamos, identificar situaciones de fraude, etc. La empresa “puede evaluar el historial de pago del vendedor, los movimientos de inventarios y las prácticas de contratación, y determinar con facilidad quién califica para un préstamo destinado a pequeñas empresas según la capacidad de pago”¹⁵.

Pueden obtener beneficios considerables los bancos que consiguen plazos de aprobación más rápidos, brindan una experiencia del usuario mejor y más transparente, optimizan sus procesos con datos alternativos (como actividad de la cuenta corriente y datos a partir de fuentes de terceros) y reducen los costos de procesamiento a través de la automatización. De este modo, los bancos podrían utilizar las principales ventajas que tienen intrínsecamente con

12: Nonninger, L. 2019. *SMB Lending Report*. BI Intelligence.

13Ibid

14Ibid

15: Vera, S. 2017. *A Peek into Machine Learning at Square*. <https://developer.squareup.com/blog/a-peek-into-machine-learning-at-square>

respecto a los prestamistas en línea: una relación ya establecida con las pequeñas empresas a través de una cuenta corriente, acceso fácil a los propietarios de pequeñas empresas e identificación con la marca comercial, datos sobre las transacciones y las operaciones de la pequeña empresa, y un costo competitivo de financiación con respecto a muchos competidores ajenos al sistema bancario.¹⁶ De hecho, el costo de financiación es una fuente particularmente poderosa de ventaja competitiva, ya que el “costo de financiación del banco para una línea de crédito normalmente estará en el rango de 50-60 puntos básicos, lo que representa una fracción del costo marginal de 600-1,200 puntos básicos de los prestamistas ajenos al sector bancario”.¹⁷

Conclusión

El mercado de préstamos a las pequeñas empresas es importante y está valuado en más de un billón de dólares estadounidenses. Si bien los bancos aún conservan casi el 80 % de la cuota de mercado, los competidores en línea ajenos al sector bancario han aprovechado de manera correcta los desafíos que las entidades financieras tradicionales enfrentan en la prestación de servicios a las pequeñas empresas. Actualmente, los prestamistas en línea están concentrados únicamente en un nicho de mercado específico: préstamos de mayor costo con plazos de aprobación rápidos y procedimientos de solicitud sencillos, pero podrían expandirse a los segmentos crediticios tradicionales en breve. Los bancos pueden aprender muchísimo de la experiencia de los prestamistas en línea, especialmente, sobre cómo avanzar más allá de los métodos tradicionales, que se caracterizan por ser “costosos, lentos y no necesariamente eficaces para distinguir riesgos”¹⁸, aunque esto podría representar un desafío debido a las limitaciones regulatorias. Como resultado de las ventajas intrínsecas con respecto a los prestamistas en línea, los bancos pueden defender con éxito su cuota de mercado si adoptan algunas de las tecnologías y los procedimientos que utilizan los prestamistas en línea. Mayor transparencia, procedimientos de solicitud más sencillos, plazos de aprobación más cortos, una gama más amplia de servicios y productos bancarios, y una mejor experiencia del usuario también serían sumamente beneficiosos para las pequeñas empresas y ayudarían a su productividad a largo plazo. Esto impulsaría la rentabilidad, la inversión y la creación de empleo, lo que no solo aumentaría las oportunidades bancarias, sino también se traduciría en un mayor crecimiento económico.

16: Rotman, F. et al. 2015. *The brave 100. The battle for supremacy in small business lending*. QED Investors and Oliver Wyman. https://qedinvestors.com/wp-content/uploads/2015/10/The-Brave-100-The-Battle-for-Supremacy-in-Small-Business-Lending_vf.pdf

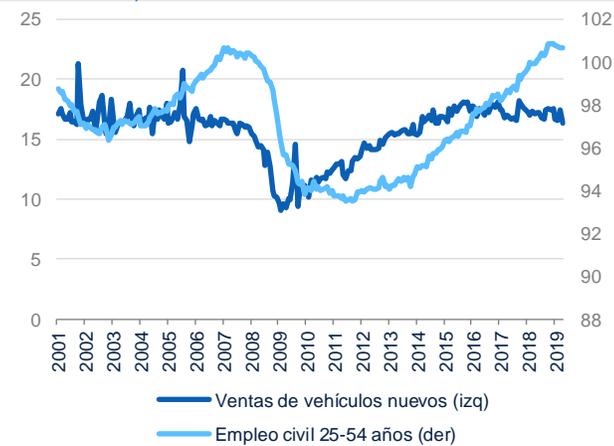
17Ibid

18Ibid

5. Perspectiva de ventas de vehículos nuevos

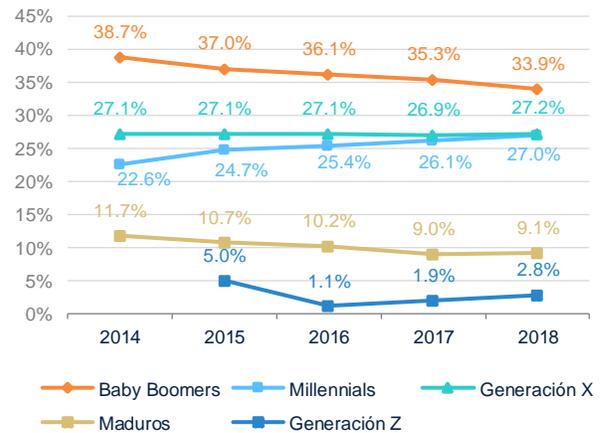
Después de la Gran Recesión, las ventas de vehículos ligeros experimentaron una recuperación sostenida respaldada por la creación de empleo, el acceso al crédito y las tasas de interés bajas. El período entre el 2015 y el 2018 fue notoriamente favorable para las ventas de vehículos ligeros, en consonancia con la mejora de los indicadores económicos fundamentales. La generación del milenio surgió como la fuerza motriz de las ventas de vehículos ligeros, ya que representaron prácticamente una de cada tres inscripciones de vehículos nuevos en el 2018. La confianza del consumidor mostró niveles de optimismo que no se habían visto desde la segunda mitad de la década de 1990. La economía sumó aproximadamente 10 millones de empleos. Las tasas de interés sobre los préstamos para la compra de automóviles fueron muy bajas en comparación con el ciclo expansivo anterior, al tiempo que las concesiones de préstamos para automóviles alcanzaron niveles récord. Como resultado, en el 2016, las ventas de camionetas y automóviles nuevos alcanzaron un máximo histórico de 17.5 millones de unidades, seguidas por las ventas más bajas pero sólidas de 17.2 millones de unidades en el 2017 y el 2018.

Gráfico 5.1 Ventas totales de vehículos ligeros nuevos y empleos civiles por edad (Millones de unidades TAD y millones SA)



Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

Gráfico 5.2 Inscripciones de vehículos nuevos por generación demográfica (cuarto trimestre, al final del período)



Fuente: Experian

¿Podrán las ventas de vehículos nuevos mantener su impulso en el 2019 y los años posteriores?

Según las últimas tendencias industriales y económicas, la respuesta probablemente sea negativa.

En el primer trimestre, los datos relativos al PIB demostraron que los gastos de consumo personal real en vehículos automotores y piezas disminuyeron, en comparación con el año anterior, por segunda vez consecutiva. Medidas en unidades, las ventas de automóviles disminuyeron por tercera vez consecutiva y se situaron en 16.9 millones en el primer trimestre. En abril, las ventas descendieron a 16.4 millones, el valor más bajo en casi cinco años. Esto es coherente con un ritmo más lento de crecimiento en la fuerza laboral.

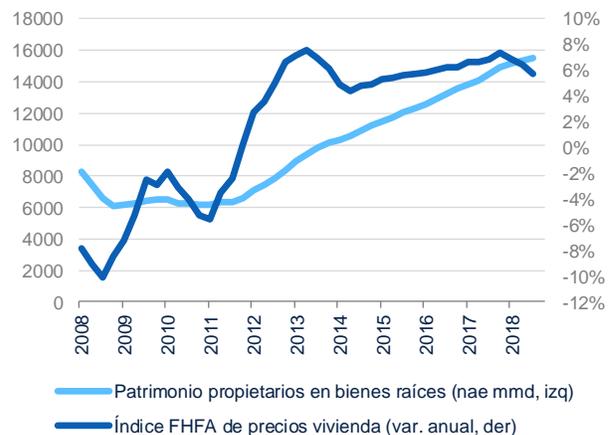
Para el período comprendido entre el 2019 y el 2022, prevemos que las ventas de automóviles se desacelerarán de acuerdo con las proyecciones de referencia para la economía de EE. UU. Durante este período, esperamos que el crecimiento del PIB disminuya del 2.5 % en el 2019 a su tendencia a largo plazo del 1.8 % en 2022. El efecto de la reducción de impuestos del 2017 disminuirá con el tiempo, lo que privará a los consumidores y a la industria automotriz del impulso existente en los años anteriores. Es probable que la ralentización del crecimiento económico se traduzca en una reducción del crecimiento de la renta disponible, en un ritmo más lento de creación de empleo y en una mayor tasa de desempleo. Además, las ventas de automóviles también sentirán el impacto de las tasas de interés más altas, como consecuencia de los aumentos anteriores y previstos en las tasas de interés de los fondos de la Reserva Federal. Las tasas de interés más altas afectarán negativamente la demanda de vehículos automotores, dado que el 85 % de las compras de unidades nuevas y el 54 % de las compras de unidades usadas están financiadas.

Gráfico 5.3 Previsiones de ventas totales de vehículos ligeros nuevos (TAD, millones de unidades)



Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

Gráfico 5.4 Valor líquido de la vivienda en el mercado inmobiliario



Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

Sin embargo, cabe señalar que solo esperamos un aumento adicional de tasas en el período de pronóstico. Por otra parte, a pesar de ser más altas que en los años anteriores, las tasas deberían permanecer relativamente bajas. Esto, junto con las relaciones de apalancamiento saludables y el patrimonio neto en el mercado inmobiliario, evitaría que la demanda de vehículos automotores se debilite de manera considerable.

Si se tienen en cuenta todos los factores macroeconómicos en juego, el efecto neto general sería una menor demanda de vehículos automotores durante el período de pronóstico.

Consideraciones relacionadas con el sector

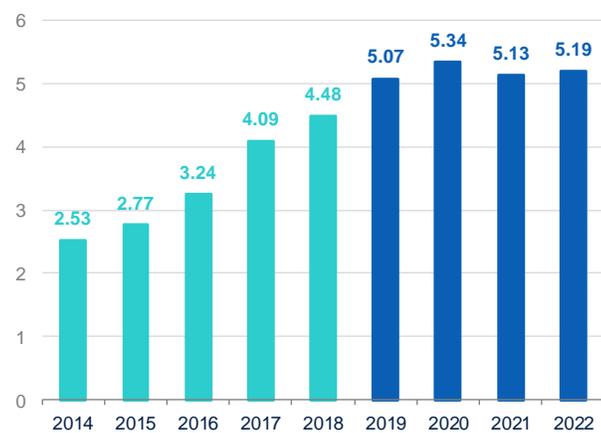
Un factor del sector que probablemente disminuya las ventas de vehículos nuevos en el período de pronóstico es la gran cantidad sin precedentes de vehículos no relacionados con el arrendamiento disponibles en el mercado, lo que probablemente desencadenará un efecto de sustitución entre las unidades nuevas y las unidades usadas.

El arrendamiento se ha convertido en una opción muy popular para adquirir un vehículo nuevo. En la actualidad, casi uno de cada tres vehículos nuevos vendidos en el país se encuentra arrendado, lo que representa la tasa más alta de la historia. La penetración del arrendamiento varía según el tipo de vehículo; es más elevada entre los automóviles lujosos de rango medio (55.8 %) y más baja entre las furgonetas (1.8 %).

El arrendamiento se extendió entre el 2015 y el 2018 en paralelo con la demanda de vehículos y las tasas de interés históricamente bajas. Sin embargo, debido a que los plazos de arrendamiento de los períodos iniciales comenzaron a vencer a gran escala, millones de vehículos no relacionados con el arrendamiento quedaron disponibles para la compra. Estimamos que el número de vehículos no relacionados con el arrendamiento pasó de 2.5 millones en el 2014 a 4.5 millones en el 2018. Teniendo en cuenta las ventas sólidas que se observaron en los últimos cuatro años y suponiendo un plazo de arrendamiento promedio de 36 meses, el pico máximo de vehículos disponibles no relacionados con el arrendamiento probablemente llegue a 5.34 millones de unidades en 2020.

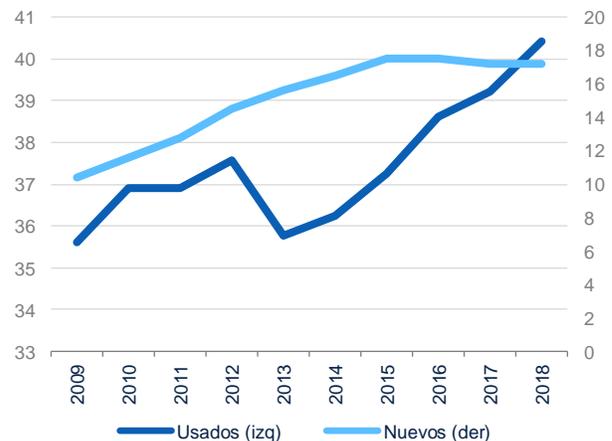
Grandes cantidades de vehículos no relacionados con el arrendamiento benefician a los consumidores, que ahora pueden elegir entre una variedad de vehículos usados y SUV en buenas condiciones a precios accesibles. Sin embargo, la existencia de un grupo más grande de unidades usadas puso algo de presión sobre el segmento de vehículos nuevos. Como muestra el Gráfico 5.6, cuando la venta de vehículos nuevos experimentó una reducción entre el 2017 y el 2018, la venta de vehículos usados siguió creciendo. A medida que la economía se desacelera, deberíamos observar una desaceleración en la venta de vehículos nuevos y usados; sin embargo, la venta de vehículos nuevos puede caer más rápido. Los precios de los vehículos usados pueden bajar a medida que aumente la oferta y se debilite la demanda; sin embargo, la escasez de modelos 2008 y 2010, originada por la Gran Recesión, debería ayudar a conservar el valor de los modelos más recientes y numerosos.

Gráfico 5.5 Vehículos no relacionados con el arrendamiento disponibles (millones de unidades)



Fuente: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 5.6 Ventas de vehículos nuevos y usados (TAD, millones de unidades)



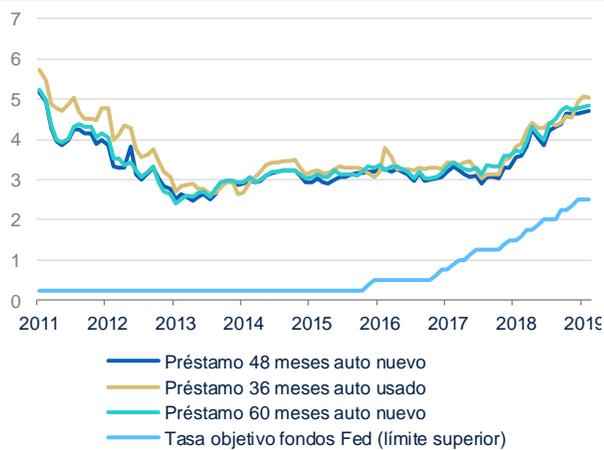
Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

Desde el punto de vista financiero, es posible que las presiones sobre la asequibilidad aumenten. Los precios promedio de los vehículos nuevos siguen alcanzando nuevos niveles (USD 36,843 en abril de este año). Los precios elevados no solo se deben a la sólida demanda, sino también a un cambio en la variedad de vehículos nuevos en favor de SUV más caros. Un cambio estructural en las preferencias de los consumidores hacia los SUV y otros tipos

de camionetas caracterizó al reciente período de expansión, hasta el punto de que representan aproximadamente el 70 % de las ventas de vehículos nuevos, desde un 53 % en promedio entre el 2000 y el 2013. Para poder hacer frente a los precios más altos, los consumidores tuvieron que endeudarse más y por plazos más prolongados. En el 2018, las concesiones de préstamos para automóviles llegaron a USD 584,000 millones, el nivel más alto en diecinueve años desde que la Fed de Nueva York las registró. En el cuarto trimestre del 2018, el préstamo promedio para la compra de automóviles alcanzó un máximo histórico de USD 31,722 para los vehículos nuevos y USD 20,077 para los vehículos usados. El plazo promedio de los préstamos para vehículos nuevos se mantuvo en 69 meses; esto implica que existe una gran cantidad de préstamos para la compra de automóviles con plazos que superan los 5 años tradicionales.

Por otra parte, las tasas de interés sobre los préstamos para la compra de automóviles nuevos a 36, 48 y 60 meses aumentaron en 181, 200 y 169 puntos básicos, respectivamente, desde mediados del 2017. Los pagos mensuales promedio alcanzaron máximos históricos de USD 545 para los vehículos nuevos y USD 387 para los vehículos usados. Hasta ahora, los mayores costos de financiación y de los vehículos no han sido un gran problema debido a las condiciones macroeconómicas favorables, además de la abundante liquidez y la propensión al riesgo. De acuerdo con los últimos datos, los valores respaldados por activos (ABS) pendientes de los préstamos de riesgo crediticio normal para la compra de vehículos llegaron a USD 87,100 millones en el primer trimestre del 2019, aproximadamente, lo que es un 13 % menor que su nivel máximo en el 2003. Sin embargo, los ABS pendientes con alto riesgo crediticio fueron de USD 54,600 millones en el mismo período, lo que marca un nuevo máximo histórico.

Gráfico 5.7 Tasas de interés seleccionadas (%)



Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

Gráfico 5.8 Préstamos para la compra de automóviles con 90+ días de morosidad (% de saldo)



Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

La ralentización del crecimiento económico podría afectar la capacidad de pago de muchos prestatarios y obligar a las entidades financieras a endurecer los requisitos de acceso al crédito, lo que podría afectar potencialmente la demanda, en especial, de los prestatarios de alto riesgo. De hecho, si bien la mayor parte de los últimos aumentos en los créditos se concentró en los prestatarios preferenciales, la morosidad aumenta debido a la gran cantidad de prestatarios de alto riesgo que también se beneficiaron con la expansión del crédito.

El balance de los riesgos se inclina a la baja

Aunque nuestro escenario macroeconómico básico señala una desaceleración gradual, el crecimiento económico podría disminuir más rápido de lo esperado, lo que daría lugar a una demanda mucho más débil.

Una fuente de riesgo adicional proviene del impacto de la política comercial de Estados Unidos sobre los precios de los vehículos ligeros. El proteccionismo podría afectar de manera negativa las ventas de automóviles mediante el aumento del costo de los bienes intermedios y finales, que podría trasladarse, con el tiempo, a los consumidores en forma de precios de venta minorista más elevados. Existen cuatro aspectos de la política comercial de Estados Unidos que, si se implementan en su totalidad, podrían tener repercusiones negativas en las ventas de vehículos nuevos.

Primero, los aranceles sobre el aluminio y el acero, que ya provocan confusión entre los fabricantes de automóviles. Hasta el momento, estos aranceles tuvieron un costo de USD 1,000 millones para GM y Ford, respectivamente, y podrían incrementar los costos de Fiat Chrysler en USD 350,000 millones. Segundo, el Acuerdo de Comercio entre EE. UU., México y Canadá (USMCA), que todavía debe ratificar el Congreso, agrega nuevas reglas de origen que aumentan de manera eficaz el porcentaje del contenido estadounidense en los vehículos que se fabrican en Canadá y México, además de las nuevas disposiciones para aumentar los salarios en las plantas de fabricación de México. Tercero, el gobierno de Trump también analiza la imposición de aranceles del 25 % sobre los automóviles y las piezas de automóviles importados provenientes de todos los demás países por motivos de seguridad nacional. Todavía está pendiente la decisión definitiva y ha existido una fuerte presión del sector para evitar la imposición de estos aranceles. Cuarto, la falta de un acuerdo significativo en las negociaciones comerciales entre EE. UU. y China podría prolongarse durante un largo período. Hasta el momento, el gobierno de EE. UU. impuso aranceles de USD 250,000 millones sobre los productos chinos, incluidas decenas de piezas de automóviles, y amenazó con establecer aranceles por otros USD 325,000 millones.

Conclusión

Después de cuatro años de bonanza, es probable que las ventas de vehículos nuevos se moderen en los próximos años debido a la ralentización del crecimiento económico y a las tasas de interés más altas. Esta tendencia se agravará por la gran cantidad de vehículos no relacionados con el arrendamiento disponibles en el mercado. Sin embargo, a pesar de la desaceleración esperada, nuestras previsiones todavía señalan lo que podrían considerarse cifras razonablemente buenas. La demanda de vehículos nuevos seguirá estando respaldada por la creación de empleo y el acceso al crédito, aunque con menos impulso. A corto plazo, los riesgos se inclinan a la baja debido a que se incrementó la probabilidad de recesión y a que la política comercial de Estados Unidos tiene el potencial de provocar un daño significativo a los fabricantes de automóviles, distribuidores y consumidores.

6. Previsiones

Cuadro 6.1 Previsiones macro de Estados Unidos

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018 (e)	2019 (p)	2020 (p)	2021 (p)	2022 (p)
PIB real (% anualiz. y desestac.)	2.2	1.8	2.5	2.9	1.6	2.2	2.9	2.5	2.0	1.9	1.8
PIB real (contribución, pp)											
Consumo privado (PCE)	1.0	1.0	2.0	2.5	1.9	1.8	1.8	1.6	1.5	1.2	1.2
Inversión fija bruta	1.6	1.1	0.9	0.8	-0.2	0.8	1.0	0.8	0.7	0.8	0.8
No residencial	1.2	0.5	0.9	0.3	0.1	0.7	1.0	0.7	0.7	0.7	0.7
Residencial	0.3	0.3	0.1	0.3	0.2	0.1	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.1
Exportaciones	0.5	0.5	0.6	0.1	0.0	0.4	0.5	0.4	0.6	0.7	0.7
Importaciones	-0.5	-0.3	-0.9	-1.0	-0.3	-0.8	-0.8	-0.3	-0.9	-0.9	-1.0
Gobierno	-0.4	-0.5	-0.2	0.3	0.3	0.0	0.3	0.2	0.1	0.0	0.0
Tasa de desempleo (% , promedio)	8.1	7.4	6.2	5.3	4.9	4.4	3.9	3.7	4.0	4.2	4.4
Nómina no agrícola promedio (miles)	181	192	251	227	193	179	223	187	160	135	113
Precios al consumidor (% a/a)	2.1	1.5	1.6	0.1	1.3	2.1	2.4	1.8	2.0	2.1	2.1
Subyacente al consumidor (% a/a)	2.1	1.8	1.8	1.8	2.2	1.8	2.1	2.0	2.0	2.0	2.0
Balance fiscal (% PIB)	-6.8	-4.1	-2.8	-2.4	-3.2	-3.5	-4.0	-4.2	-4.2	-4.3	-4.8
Cuenta corriente (bdp, % PIB)	-2.6	-2.1	-2.1	-2.2	-2.3	-2.3	-2.4	-2.3	-2.4	-2.5	-2.6
Tasa objetivo Fed (% , fdp)	0.25	0.25	0.25	0.50	0.75	1.50	2.50	2.75	2.75	2.75	2.75
Índice precios viv. Core Logic (% a/a)	4.0	9.7	6.8	5.3	5.5	5.9	5.7	3.7	3.0	3.2	3.5
Valores tesoro 10 años (rend. % , fdp)	1.72	2.90	2.21	2.24	2.49	2.40	2.83	2.84	3.06	3.22	3.37
Precio del Brent (dpb, promedio)	111.7	108.7	99.0	52.4	43.6	54.3	71.1	66.6	55.8	60.8	60.0

e: estimado

p: prevision

Fuente: BBVA Research

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

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

e: estimado

p: previsión

Fuente: BBVA Research

AVISO LEGAL

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Este informe ha sido elaborado por:

Economista Jefe

Nathaniel Karp

nathaniel.karp@bbva.com

+1 713 881 0663

Filip Blazheski

filip.blazheski@bbva.com

Kan Chen

kan.chen@bbva.com

Boyd Nash-Stacey

boyd.stacey@bbva.com

Marcial Nava

marcial.nava@bbva.com