

Situación Estados Unidos

Tercer trimestre 2019



Índice

1. Editorial	3
2. La expansión estadounidense contra las cuerdas	6
3. ¿Es la Fed un buen púgil en el combate contra la incertidumbre comercial y los riesgos globales?	15
4. Medidas climáticas y opinión pública.....	18
5. Elecciones presidenciales y economías estatales	29
6. Situación del sector inmobiliario comercial	34
7. Previsiones.....	41

Fecha de cierre: 2 agosto 2019

1. Editorial

El crecimiento exponencial de la economía digital durante los últimos 20 años ha tenido un profundo efecto en las vidas de miles de millones de personas de todo el planeta y ha dado lugar a un entorno de tipo "todo para el ganador". Se ha producido un punto de inflexión como resultado de la interacción entre las economías de escala y de alcance, los efectos de las redes internas y entre mercados, la economía de las plataformas, los costes marginales bajos o nulos, los costes de sustitución, el atractivo para el talento, las potentes marcas de usuario y las concentraciones geográficas de empresas. No sorprende, por tanto, que el debate nacional sobre cómo abordar estas cuestiones siga intensificándose. De hecho, a finales de julio, el Departamento de Justicia y la Comisión Federal de Comercio estadounidenses anunciaron una amplia revisión antimonopolio de los gigantes tecnológicos. ¿A qué se debe este creciente escrutinio del gobierno?

Unas pocas empresas de tecnología han amasado un poder de mercado sustancial, derivado principalmente de la ingente cantidad de datos que acumulan y controlan. En EE. UU., Google capta el 75% de todos los ingresos por publicidad en las búsquedas, Facebook controla el 83% del gasto en publicidad en las redes sociales, Microsoft representa el 67% de las consolas de videojuegos y la cuota de mercado asociada al comercio electrónico de Amazon es de aproximadamente el 38%. Globalmente, Amazon domina una tercera parte del mercado de los servicios de infraestructuras de nube, la cuota de mercado de Google en el ámbito de los motores de búsqueda es del 92% y Facebook lidera las redes sociales con un 74% de cuota de mercado. La capitalización bursátil combinada de estas cuatro empresas representa en torno al 16% del PIB de EE. UU. y es superior a las economías de Francia, el Reino Unido e India.

Según la teoría económica convencional, los monopolios producen daños debido a un comportamiento de precios ajeno a la competencia resultante de la limitación de la producción y la comercialización de productos o servicios de calidad inferior. Los críticos de los gigantes tecnológicos sostienen que su creciente poder y concentración de mercado merman la competencia y el bienestar del consumidor. Por ejemplo, los grandes balances de caja que acumulan permiten a estos datapolios adquirir fácilmente a sus competidores: Facebook ha comprado 72 empresas, incluidas WhatsApp, Instagram y Oculus por un coste combinado de 24.000 millones de dólares. Por otra parte, la ventaja comparativa en términos de acceso y análisis de datos permite a los gigantes tecnológicos aplastar las amenazas competitivas emergentes mediante el desvío del tráfico hacia sus propios productos o dificultando el acceso de los rivales a compradores potenciales. Si estas estrategias fallaran, pueden crear sus propias alternativas.

Aunque las personas pueden usar las plataformas digitales para monetizar contenidos creativos, los datapolios pueden obtener riqueza de sus creadores y usuarios que, de otra forma, no habría sido posible en mercados competitivos. Por ejemplo, las empresas pueden aplicar comisiones por publicidad por encima de los niveles de competencia o por debajo para compensar a los creadores de contenido. En Europa, los organismos reguladores multaron a Google durante tres años consecutivos por abusar de su dominio en el mercado de la publicidad en línea y como motor de búsqueda, así como por prácticas contrarias a la competencia. Por otro lado, se está investigando a Amazon por prácticas de competencia desleal.

Sin embargo, los partidarios de una mínima intervención gubernamental destacan que estos datapolios suelen ofrecer servicios a bajo coste o aparentemente gratuitos y, como resultado de la escala y los efectos de red, la calidad de los servicios que prestan mejora con el número de usuarios. Además, las empresas emergentes se ven estimuladas por la posibilidad de ser adquiridas y son muchas las pequeñas firmas que compiten en nichos donde las grandes no ofrecen servicios. Por tanto, el desmantelamiento de las empresas dominantes podría afectar negativamente a la

innovación. Amazon, por ejemplo, es el mayor inversor en I+D del mundo, mientras que Google y Microsoft se sitúan entre los diez principales. Si las nuevas tecnologías reducen las barreras de entrada y fomentan la innovación, la competencia en otros sectores puede florecer y el bienestar del consumidor aumentará.

Sin embargo, la privacidad de los datos y el comportamiento del consumidor son cuestiones más preocupantes para los legisladores de los distintos signos políticos. Estos temen situaciones en las que fallen las herramientas de protección de la privacidad y la acumulación de datos personales no tenga límites. Otra inquietud adicional de los legisladores es el poder adictivo de las redes sociales y las tecnologías digitales, que afectan e influyen en el estado de ánimo de los usuarios. De hecho, existen estudios que demuestran experimentalmente el contagio emocional de forma masiva a través de las redes sociales. Este hecho suscita inquietudes de manipulación conductual, que se materializa en la venta de bienes que los consumidores no necesitan a precios más elevados.

Teniendo en cuenta que la información es filtrada y que el contenido se puede controlar o bloquear, aumenta el riesgo de que se creen sesgos, se ejerza censura y se fomenten determinadas opiniones políticas, que pueden influir en el voto de la población. La opacidad de las políticas de privacidad aumenta la vulnerabilidad ante amenazas nacionales e internacionales, prácticas de vigilancia encubierta o infracciones sistemáticas relacionadas con los datos. En otras palabras, existe un temor creciente a que el poder de estas empresas pueda influir en la democracia.

Ante esta situación, los legisladores analizan los beneficios y los riesgos asociados a los monopolios digitales. Si bien los cambios tecnológicos que dieron lugar a nuevos mercados y actores trajeron consigo un menor dominio del mercado del hardware de IBM y del sistema operativo y el explorador de Microsoft, no existe ninguna garantía de que vaya a ocurrir lo mismo en un mundo dominado por el análisis de datos, la inteligencia artificial y el aprendizaje automático. Los partidarios de los cambios normativos abogan por la movilidad de los datos, los estándares abiertos, la apertura de datos y una mejor política de fusión empresarial. Y existen importantes lecciones aprendidas. Cuando los cambios normativos propiciaron la competencia en el sector eléctrico o impusieron la portabilidad de los números telefónicos, las directrices sobre uniformidad nacional de los informes crediticios y los estándares del correo electrónico, mejoraron la innovación, la competencia, la calidad y la asequibilidad. En el contexto actual, equivaldría a otorgar a los usuarios control sobre sus datos y capacidad para cambiar de proveedor. Además, las políticas antimonopolio y de fusión de empresas deben tener en cuenta los riesgos potenciales que conllevaría permitir a los gigantes tecnológicos entrar en otros ramos, como el sector de la atención sanitaria o el financiero en condiciones de igualdad de trato.

Podría ser contraproducente implementar alternativas más extremas, como el desmantelamiento de los gigantes tecnológicos, especialmente si su dominio del mercado arroja un resultado eficiente. Además, si no existen líderes nacionales, los competidores extranjeros ocuparán el espacio que quede vacío. En consecuencia, aplicar un enfoque basado en análisis incrementales y caso por caso ofrece una mejor alternativa para regular las grandes tecnológicas, en especial dada la elevada incertidumbre asociada a un entorno dinámico y que avanza a gran velocidad. Ya lo apuntó Stephen Hawking: «El crecimiento de una potente inteligencia artificial será lo mejor o lo peor que jamás le haya ocurrido a la humanidad. No sabremos cuál de las dos».

A los gobiernos también les inquieta cómo proteger a los grupos de interés, así como el uso responsable y ético de los datos privados de las personas, y equilibrar al mismo tiempo el derecho a la libertad de expresión y la necesidad de evitar la divulgación de información falsa o insidiosa.

Los legisladores expresan su inquietud ante las consecuencias negativas que el agrupamiento de empresas tecnológicas tiene sobre las comunidades: una menor accesibilidad a la vivienda y una alta tasa de personas sin techo

en determinadas áreas. Por otra parte, la inteligencia artificial y la automatización están desplazando la mano de obra, lo que podría conllevar el crecimiento de lo que Y. Harari denomina una clase «inútil» de personas que no ofrecen valor económico alguno a la sociedad. Esta consecuencia requiere un análisis minucioso de los efectos que estas tendencias tendrán sobre el consumo, el empleo, los ingresos fiscales y la inversión, así como posibles soluciones, tales como iniciativas de capacitación, cuentas de aprendizaje y una renta universal, además de otras alternativas dirigidas a financiar estos programas como, por ejemplo, impuestos a la robótica, prestaciones por desempleo condicionales y colaboración con el sector privado.

EE. UU. puede tomar buena nota del Reglamento General de Protección de Datos europeo y aprender de otros países que han aprobado legislaciones similares. En última instancia, una normativa federal integral requiere un sólido enfoque en términos de integridad, transparencia, imparcialidad, precisión, confidencialidad y responsabilidad. Si las empresas de tecnología se adhieren a estos principios básicos en lo que respecta al tratamiento de los datos, los consumidores se beneficiarán con pocos inconvenientes.

2. La expansión estadounidense contra las cuerdas

A mes de julio, Estados Unidos registra oficialmente en el mayor periodo de expansión económica de la era moderna. Sin embargo, desde el primer trimestre de este año, han surgido dudas acerca de la sostenibilidad de esta fase de expansión. El temor a corrientes adversas externas, la incertidumbre asociada a la política comercial y las perspectivas de escenarios de inflación moderada han aumentado de forma global, propiciando un sesgo conciliador en el ámbito de la política monetaria mundial. Sin embargo, los mercados laborales continúan registrando un buen comportamiento y las condiciones financieras han mejorado en el plano interno, al igual que el optimismo de los consumidores y de las empresas.

A pesar de que la economía estadounidense continúa en expansión y de que las fases de expansión de la posguerra no están relacionadas con la longevidad, la Fed se embarcó en su primer régimen de recortes de los tipos de interés desde 2007. Mientras la política comercial continúe siendo el problema central, el compromiso de la Fed de hacer «lo que sea necesario» para mantener la expansión debería ser suficiente para eludir el riesgo de recesión, por el momento. En consecuencia, nuestro punto de vista sobre las perspectivas para el crecimiento económico en 2019 y 2020 no ha cambiado. Sin embargo, los riesgos siguen presentando un sesgo a la baja.

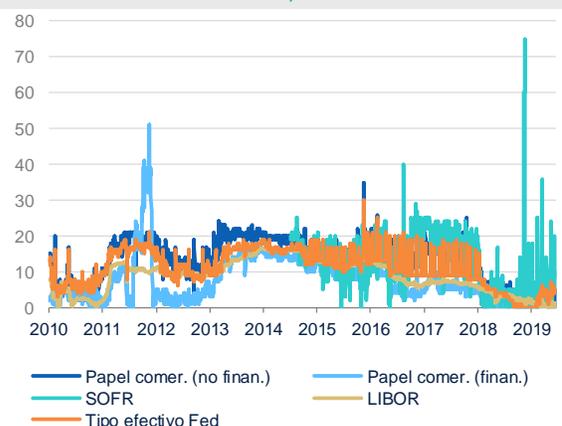
Las condiciones de los mercados financieros mundiales son actualmente de distinto signo debido a las corrientes compensatorias asociadas a un mayor riesgo de que se produzca un Brexit sin acuerdo y a los bandazos en el plano comercial. A pesar de todo esto, la renta variable interna ha registrado un sólido comportamiento. Los beneficios durante el segundo trimestre y las previsiones empresariales también fueron más optimistas en comparación con el primer trimestre, incluso a pesar de la acusada incertidumbre política. Además, el riesgo de que se produzca una confrontación fiscal descendió tras el acuerdo preliminar alcanzado entre la Casa Blanca y los líderes del Congreso, que redujo la amenaza de llevar al límite las negociaciones en relación con el techo de la deuda. El dólar se revalorizó ligeramente a lo largo del trimestre como resultado del débil crecimiento exterior que, junto al sentimiento de aversión al riesgo asociado a la elevada tensión comercial, propició una mayor demanda de activos estadounidenses.

Gráfica 2.1 **DESGLOSE DE LA RENTABILIDAD DE LOS BONOS DEL TESORO A 10 AÑOS (%)**



Fuente: BBVA Research, ACM y Haver Analytics

Gráfica 2.2 **DISPERSIÓN DE LOS TIPOS DE INTERÉS A CORTO PLAZO (PUNTOS BÁSICOS CON RESPECTO A LOS INTERESES POR EXCESO DE RESERVAS)**



Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

Si bien el apalancamiento se mantiene en niveles elevados en varios sectores nacionales, los riesgos financieros sistémicos parecen contenidos. Las condiciones crediticias del lado de la oferta se mantienen favorables como resultado de la propensión al crecimiento de los préstamos en los segmentos comerciales e industriales, así como en los de las hipotecas para viviendas, mientras que las condiciones crediticias de las categorías procíclicas, como las tarjetas de crédito, los préstamos al consumo y la automoción se ajustaron ligeramente, lo que refleja una mayor inquietud asociada al fin de ciclo por parte de las entidades financieras. Por otra parte, la encuesta «Senior Loan Officer Survey» de la FED sugiere que la demanda de créditos comerciales y minoristas ha respondido adecuadamente a los crecientes riesgos de una recesión económica, y la mayoría de encuestados apuntaba a una reducción de esta demanda. De manera similar, se han ampliado los diferenciales de los créditos corporativos de mayor riesgo con respecto a otras categorías de mayor calidad. Por ejemplo, los diferenciales de la deuda con clasificación CCC con respecto a su tramo más próximo (BBB+) de deuda corporativa de alta rentabilidad aumentaron 100 puntos básicos. En cambio, los diferenciales de la deuda corporativa con clasificación AAA disminuyeron ligeramente tras crecer en junio, después de que las expectativas de que la aplicación de políticas monetarias más acomodaticias mitigaran los temores de una importante contracción en la liquidez de los mercados.

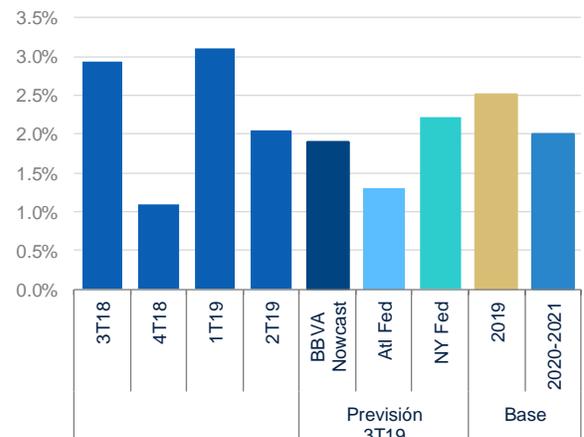
Las rentabilidades de los bonos del Tesoro de Estados Unidos continúan reflejando los crecientes temores al fin de ciclo y las perspectivas de inversión más moderadas en un entorno de rentabilidad del bono del Tesoro a 10 años por debajo del 2%, lo que ocurre por primera vez desde 2016, periodo en el que los tipos de referencia se situaron 2 puntos porcentuales por debajo de su valor actual. La prima asociada al tiempo también permanece a niveles históricamente bajos a pesar de la opinión predominante del mercado de que la Fed bajará los tipos al menos 75 puntos básicos este año. En cuanto a los tipos a corto plazo, las expectativas de futuros ajustes en la política monetaria continúan explicando la mayoría de los movimientos, con rentabilidades a tres meses y seis meses ancladas en torno a los intereses por el exceso de reservas (IOER, por sus siglas en inglés) de referencia. Por otro lado, la parte central de la curva de rentabilidad se ha ajustado aún más a la baja, lo que refleja perspectivas más conciliadoras en cuanto a los tipos de interés, y aumenta la incertidumbre en relación con la política mundial y las expectativas de los mercados sobre posibles recortes adicionales en los tipos durante los próximos 12 a 24 meses.

Gráfica 2.3 **DIFERENCIALES CORPORATIVOS DE ALTA RENTABILIDAD (P.B.)**



Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

Gráfica 2.4 **PIB REAL (% TAD t/t)**



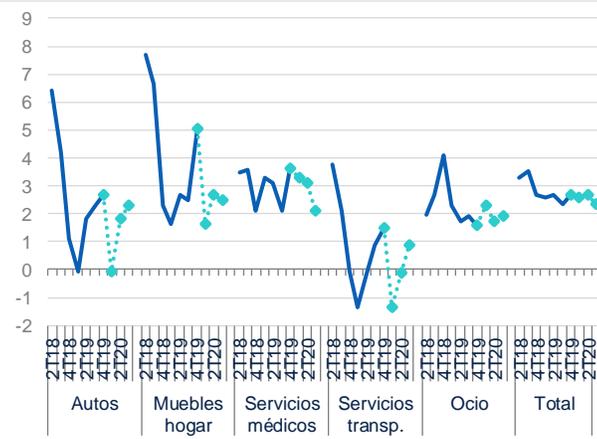
Fuente: BBVA Research, NY Fed, ATL Fed, Haver Analytics

Aunque la pendiente de la curva de rentabilidades debería acentuarse con un cambio en la senda de la política monetaria, nuestro escenario de referencia asume que la diferencia entre los bonos del Tesoro a 10 años y los 3 meses y los 6 meses permanecerá fija o ligeramente negativa a lo largo de lo que resta del 2019. De hecho, los datos de una mayor inflación, la resiliencia de los consumidores y un entorno macroeconómico nacional más positivo reducirán las expectativas de los mercados en cuanto a la introducción de medidas de relajación monetaria durante este año, lo que podría presionar más a la baja la pendiente de la curva de rentabilidades. Dicho esto, las crecientes tensiones comerciales y las expectativas de desaceleración del crecimiento mundial han aumentado los riesgos a la baja de la curva de rentabilidades.

Resiliencia del consumo a pesar de los crecientes riesgos a la baja para la inversión privada

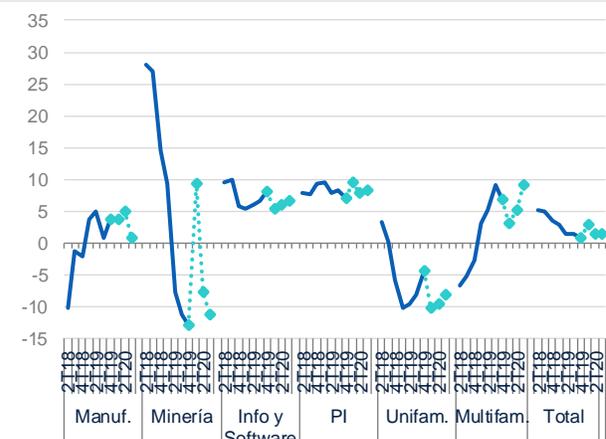
El crecimiento del PIB registró una desaceleración del 2,1% en el segundo trimestre con respecto al 3,1% del periodo anterior en términos anualizados, en línea con nuestra previsión de una moderación continuada del crecimiento. Si nos fijamos en los detalles, los datos son de distinto signo. Por una parte, el consumo registró el mayor crecimiento desde el cuarto trimestre de 2017 y contribuyó con 2,85 p.p. a la magnitud de la línea superior. De igual modo, tanto el consumo como la inversión gubernamental local, estatal y federal se mantuvieron sólidos, lo que impulsó el crecimiento del segundo trimestre en 86 p.b. De hecho, la aportación del gobierno federal al crecimiento fue la más alta desde la última recesión.

Gráfica 2.5 **INVERSIÓN PRIVADA REAL EN CAPITAL FIJO (% A/A)**



Fuente: BBVA Research, BEA y Haver Analytics

Gráfica 2.6 **GASTOS EN CONSUMO PERSONAL REAL (% A/A)**



Fuente: BBVA Research, BEA y Haver Analytics

Por el contrario, las exportaciones netas y los inventarios registraron fuertes oscilaciones a la baja. Tanto las inversiones residenciales como las no residenciales se contrajeron, siendo la primera vez que esta serie incidía negativamente en el crecimiento económico desde la crisis financiera. El impulso asociado a los menores tipos de interés y el hecho de que el crecimiento de la inversión residencial fuera menos negativo que el trimestre anterior

sugiere un posible giro al alza en la segunda mitad de 2019. Sin embargo, a la vista del menor optimismo corporativo asociado a las expectativas de una ralentización del crecimiento mundial, el riesgo omnipresente asociado a una nueva escalada de las tensiones comerciales y los temores del fin de ciclo, no prevemos un repunte importante en la inversión no residencial en el futuro. De hecho, las condiciones de las inversiones privadas en capital fijo recuerdan a 2016, un periodo en el que Estados Unidos se enfrentó a una caída moderada en las inversiones.

En las revisiones trianuales de las cuentas nacionales, el crecimiento se corrigió al alza 40 p.b. entre 2014 y 2018, con la mayor parte del cambio procedente de 2017 (15 p.b.). Dicho esto, el crecimiento del PIB en el cuarto trimestre de 2018 se corrigió a la baja significativamente hasta el 1,1% en términos intertrimestrales anualizados. Esta revisión está más en línea con nuestra previsión en aquel momento, que incluía la rémora asociada al cierre de la administración estadounidense y un descenso en las expectativas del consumidor como consecuencia de una importante caída del poder adquisitivo de los hogares.

El acuerdo presupuestario provisional, que suspende el techo de la deuda hasta julio de 2021 e incrementa el gasto discrecional por encima de los niveles de 2019 en 46.500 y 56.500 millones USD para defensa y otras partidas, respectivamente, a lo largo de los dos próximos ejercicios, debería propiciar el crecimiento. Sin este acuerdo, el gasto discrecional descendería un 3% entre ejercicios, lo que habría supuesto un importante lastre para el crecimiento en 2020. El acuerdo también alivia parte de la incertidumbre política anticipada para el segundo semestre de 2019. Y aunque la complejidad está en los detalles, el aumento en el gasto discrecional en el 2019 debería añadir entre 0,1 y 0,3 p.p. al crecimiento durante 2020 y 2021.

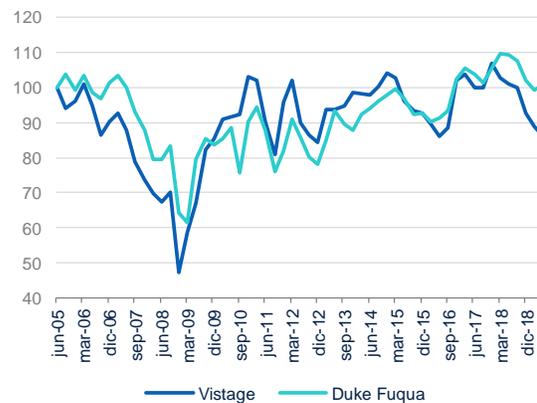
Además, la confianza del consumidor se recuperó en gran medida en julio hasta niveles no vistos desde la corrección registrada por los mercados bursátiles en el cuarto trimestre de 2018. Por otra parte, el repunte observado en julio fue el mayor cambio intermensual desde 2011, lo que podría presagiar un mayor crecimiento en el tercer trimestre de 2019. Los negocios también se muestran optimistas a pesar de las crecientes inquietudes asociadas a la competencia con las grandes empresas y el aumento de los salarios.

Gráfica 2.7 **CONFIANZA DEL CONSUMIDOR**
(1985=100)



Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

Gráfica 2.8 **ENCUESTAS DE CONFIANZA REALIZADAS ENTRE CFO DE DUKE FUQUA Y ENTRE CEO DE VISTAGE (2Q05=100)**



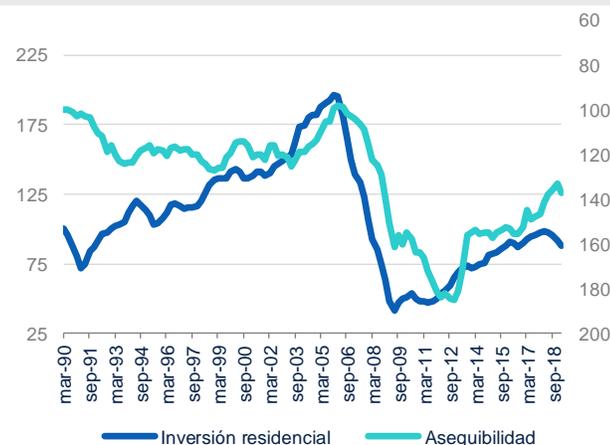
Fuente: BBVA Research, Vistage, Duke's Fuqua School y Haver Analytics

En términos de inversión privada general en capital fijo, creemos que el débil segundo trimestre anticipa un entorno de inversión más desfavorable en el futuro. Aunque nuestro escenario de referencia asume que la corrección se prolongará durante menos tiempo que el desplome en la inversión de 2016. Los nuevos pedidos de bienes de capital no relacionados con el sector de la defensa, excluidos los aviones, se han desacelerado, mientras que el índice ISM manufacturero continúa su tendencia hacia el umbral, lo que implica una contracción generalizada del sector manufacturero (+/-50). Además, una serie de encuestas realizadas entre altos ejecutivos sugiere un deterioro de las expectativas con respecto a las futuras perspectivas económicas. De hecho, las encuestas realizadas entre CEO de Vistage y entre CFO de Duke Fuqua muestran tendencias que se aproximan a niveles no vistos desde el desplome del sector manufacturero industrial registrado en 2016. En consecuencia, y en términos de inversión privada en capital fijo no residencial en 2019-2020, nuestro escenario central anticipa un menor crecimiento de aproximadamente 3 puntos porcentuales frente a 2018 en un 3,0% interanual.

Por otro lado, la inversión residencial parece estar lista para un repunte en el segundo semestre de 2019. Los menores tipos de interés y la ralentización de los precios de la vivienda deberían mejorar el poder adquisitivo de los compradores. Adicionalmente, y a pesar de algunos vientos en contra exteriores, las condiciones del mercado laboral en Estados Unidos continúan mostrándose sólidas y los salarios siguen aumentando, aunque a un ritmo inferior a los precios de la vivienda. La menor incertidumbre de los mercados y los balances más saneados de los hogares deberían impulsar la concesión de préstamos bancarios, en especial, de hipotecas para viviendas. En consecuencia, creemos que la inversión privada en capital fijo residencial resultará positiva en el segundo semestre de 2019, y será la primera vez desde el 2017 en que la inversión residencial registre un resultado positivo en términos interanuales.

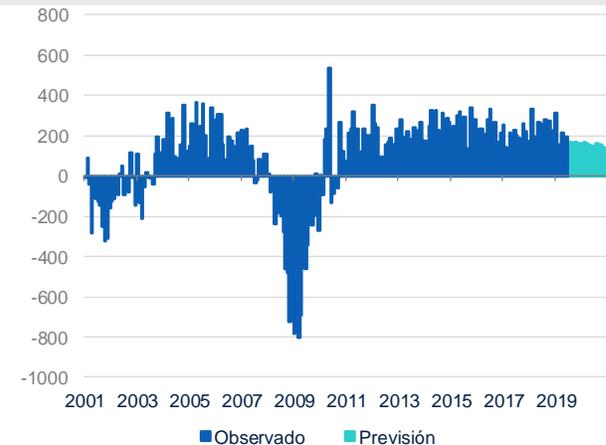
En última instancia, y dado el buen comienzo del año, el impacto positivo derivado de las políticas fiscales y monetarias acomodaticias, las menores tensiones financieras y el mayor optimismo, mantenemos nuestra hipótesis de base que contempla un crecimiento del PIB de un 2,5% en 2019, y un 2,0% en 2020.

Gráfica 2.9 **INVERSIÓN RESIDENCIAL Y ACCESIBILIDAD A LA VIVIENDA (ÍNDICE 1990=100)**



Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

Gráfica 2.10 **EMPLEOS NO AGRÍCOLAS (MILES)**



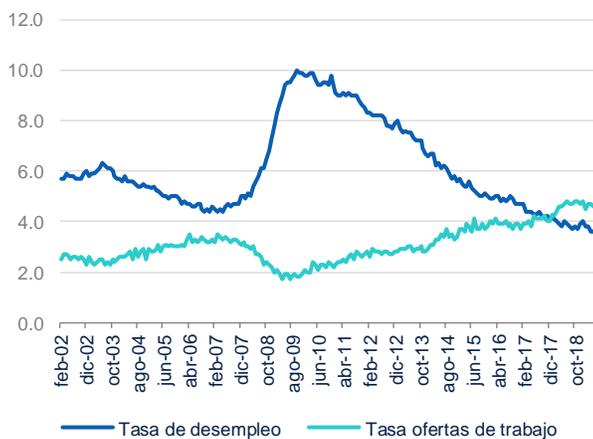
Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

Los indicadores generales del mercado laboral anticipan un crecimiento más débil

En el informe sobre empleo más reciente, la tasa de desempleo se mantuvo en un 3,7% y los empleos no agrícolas aumentaron en 164.000 tras los 193.000 registrados en junio, después de una revisión a la baja. Un determinado número de sectores, como el de servicios profesionales y técnicos (31.000), la atención sanitaria (30.000), la atención social (20.000) y las actividades financieras (18.000) experimentaron un fuerte crecimiento del empleo mensual. Tanto la tasa de participación de los trabajadores como la relación empleo-población se mantuvieron con pocos cambios en el 63,0% y al 60,7%, respectivamente. Además, el salario medio por hora se aceleró ligeramente en un 3,2% a/a. En cuanto a las tendencias de la industria en términos generales, los puestos de alta cualificación, como los servicios empresariales profesionales, educativos y sanitarios, siguen llevándose la palma.

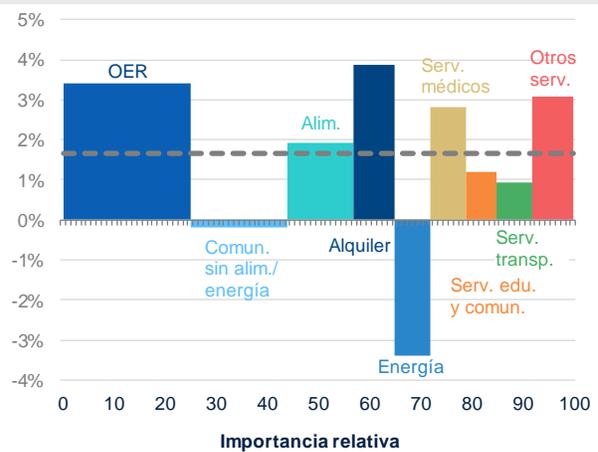
De hecho, las tendencias generales del mercado laboral avanzadas en el informe más reciente de la BLS sugieren que las condiciones subyacentes pueden ser más débiles que las implícitas en las cifras de creación de empleo globales. Por ejemplo, la tasa de participación de trabajadores jóvenes descendió a su nivel más bajo desde enero de 2018 con la salida de 338.000 mujeres del mercado laboral. Además, la semana laboral media se redujo hasta las 34,3 horas después de que el comercio mayorista, el transporte y el almacenamiento alcanzaran mínimos no vistos desde 2010-2011. Dicho lo cual, la utilización de la mano de obra (U-6) se redujo hasta el 7,0% en julio y el crecimiento general de los salarios recuperó un nuevo impulso tras su ralentización en el segundo trimestre de 2019, con un aumento del 3,2% interanual.

Gráfica 2.11 **TASA DE DESEMPLEO Y CREACIÓN DE EMPLEO (ÍNDICE 1990=100)**



Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

Gráfica 2.12 **INFLACIÓN DE LOS PRECIOS AL CONSUMO (% A/A)**



Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

Con los sectores de la fabricación, el comercio al por mayor y el transporte en dificultades debido a las tensiones comerciales y la ralentización del crecimiento global, y teniendo en cuenta las tibias perspectivas asociadas a la inversión fija empresarial, preveamos que el mercado laboral siga mejorando aunque a un ritmo más moderado. Esta evolución se traduciría en la agregación de entre 150.000 y 175.000 empleos al mes de media en el segundo

semestre de 2019. En cuanto a la tasa de desempleo, prevemos leves presiones a la baja a corto plazo debido a que el número de empleos creados supera la cantidad necesaria para absorber las nuevas incorporaciones. Sin embargo, nuestro escenario central anticipa una tasa de desempleo cercana al 3,7% a finales de año.

Inflación por debajo del objetivo

Los temores generalizados a que se produzca una desaceleración de la inflación parecen exagerados. En junio, el IPC general aumentó un modesto 0,1%, lo que refleja una caída del 2,3% en los precios de la energía y el estancamiento de los precios de los alimentos. Sin embargo, el IPC subyacente aumentó un 0,3%, el ritmo más rápido desde enero de 2018, apuntalado por una subida del 1,6% y el 1,1% de los precios de los automóviles de segunda mano y la ropa, respectivamente.

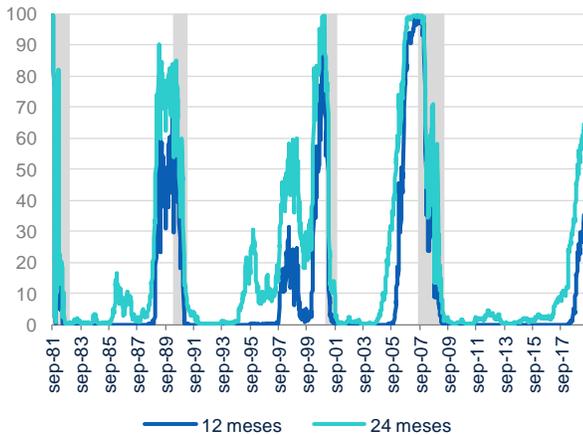
Por otro lado, los servicios básicos aumentaron un 0,3% en junio, impulsados por una subida del 0,4% en el alquiler de la residencia principal y aumentos atípicos de otros servicios, como los odontológicos (1,1%). Los primeros se encuadran en la variación mensual común de los últimos años, mientras que los segundos coinciden con la segunda mayor subida desde, al menos, febrero de 1995. La variación interanual del IPC subyacente fue del 2,1%, ligeramente superior a la subida del 2% del mes anterior. Los datos relativos al gasto en consumo personal de junio también deberían mitigar parte de los temores desinflacionistas de la Fed, pues esta partida repuntó hasta el 1,6% tras caer por debajo del 1,5% en mayo. El crecimiento constante de los servicios y la recuperación de los bienes duraderos son signos positivos de cara al tercer trimestre de 2019.

Si asumimos que las condiciones de la demanda interna permanecen estables y las presiones en el lado de la oferta siguen apuntando al alza, creemos que el gasto en consumo personal subyacente del cuarto trimestre con respecto al mismo periodo del año anterior estará próximo al 1,7%. Según esta previsión, el IPC debería situarse en torno al 1,9% a finales de año. En 2020, continuamos esperando que los vientos en contra transitorios amainen y que el gasto en consumo personal subyacente se sitúe de nuevo ligeramente por debajo del 2%.

Las medidas en el ámbito de la política monetaria podrían ser insuficientes para mitigar los riesgos globales

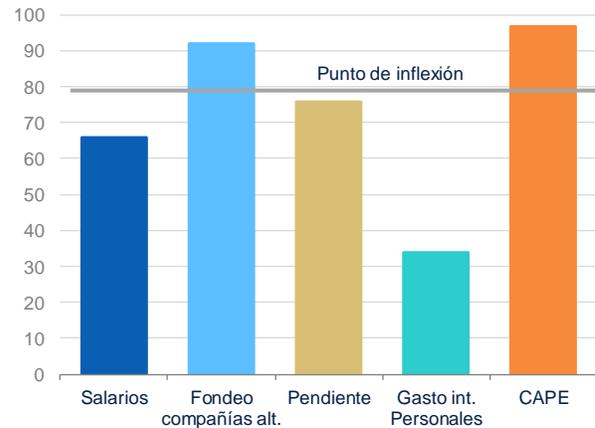
Las repercusiones que tendrán en los mercados emergentes los ajustes introducidos en las políticas monetarias en el mundo desarrollado afectarán en gran medida a las proyecciones de crecimiento del segundo semestre de 2019 desde la perspectiva del riesgo. Para 2020 mantenemos nuestra previsión de que Estados Unidos experimentará un crecimiento positivo a lo largo del año a pesar de que el balance del riesgo presenta un sesgo a la baja. Los últimos datos parecen apuntar a que el riesgo de recesión se mantiene en niveles elevados: 38% y 69% para los próximos 12 y 24 meses, respectivamente. La modesta subida de los salarios y los relativamente bajos niveles de la deuda de los consumidores se han visto compensados por un mayor apalancamiento de las empresas, tanto financiero como no financiero, y por una curva de rentabilidades invertida. Sin embargo, los bancos pequeños, medianos y de importancia sistémica continúan estando bien capitalizados, con colchones de capital basado en el riesgo a niveles máximos históricos. De igual modo, la calidad de los activos sigue mejorando con fondos para insolvencias y tendencias de cancelaciones cercanas a mínimos de las tres últimas décadas.

Gráfica 2.13 **PROBABILIDAD DE RECESIÓN (%)**



Fuente: BBVA Research

Gráfica 2.14 **FACTORES DE RIESGO DE RECESIÓN (RANGO DE PERCENTILES)**



Fuente: BBVA Research

En el plano político, parece que el riesgo de que se produzca un alejamiento importante de posiciones entre el Partido Republicano y el Partido Demócrata en cuanto al techo de la deuda y el presupuesto para 2020 se ha mitigado gracias al reciente acuerdo entre la Casa Blanca y el Congreso. Sin embargo, aún existe la posibilidad de que resurjan ciertas fricciones políticas durante los procesos de aplicación de márgenes, asignación de créditos y conciliaciones en el Congreso, así como durante las negociaciones finales entre la Casa Blanca y el Congreso. Además, las probabilidades de que el presidente Trump sea inhabilitado han disminuido, pero están surgiendo tensiones entre los partidos ante las elecciones de 2020. Por este motivo, es improbable que ninguno de los dos partidos esté dispuesto a conceder victorias a su oponente estando tan próximas las elecciones presidenciales. A la luz de estos hechos, prevemos que se mantenga la volatilidad y la tensión política.

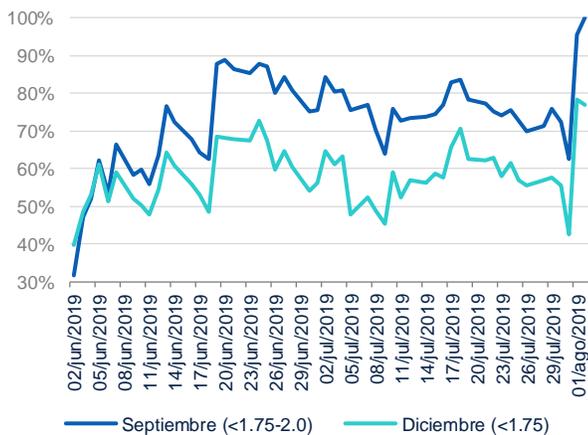
Dicho esto, siguen quedando cuestiones por resolver con respecto al comercio, que podrían influir en el crecimiento a corto plazo. Por ejemplo, el presidente Trump decidió posponer su decisión sobre si imponer o no aranceles a las importaciones de automóviles, que podría acabar aplicando en noviembre si a Estados Unidos no le satisfacen las negociaciones con sus principales socios comerciales. Además, la caprichosa naturaleza de los aranceles impuestos y suspendidos a México en junio sugiere que un deterioro adicional de la opinión del presidente en cuanto a la situación de la inmigración podría dar lugar a nuevas medidas contra México. Por otra parte, las condiciones son propicias para la escalada de las tensiones con la UE, si tenemos en cuenta que varios miembros de la UE están considerando la aplicación de un impuesto sobre el volumen de negocios a grandes empresas tecnológicas estadounidenses. Y lo que es más importante, los problemas relacionados con el comercio entre EE. UU. y China están muy lejos de solucionarse, lo que deja abierta la posibilidad de reversión a merced del juego de ultimátums utilizado hasta la fecha como resultado más probable. Un reciente anuncio sobre la posibilidad de aplicar mayores aranceles a China en septiembre resalta la imprevisibilidad de la agenda de la política comercial de la administración actual.

Por último, el acuerdo final sobre el Brexit y una desaceleración más acusada del crecimiento global se presentan como los mayores riesgos no internos a nuestro modo de ver. Un Brexit desordenado sin acuerdo puede afectar gravemente a las economías vulnerables de la UE, en especial, si se considera la capacidad limitada para aplicar estímulos fiscales y monetarios. Para el Reino Unido, el panorama podría ser incluso más nefasto, como sugirió Mark Carney (Gobernador del Banco de Inglaterra), para quien un escenario sin acuerdo podría restar un 3,5% al PIB del Reino Unido. Aunque los vínculos comerciales directos entre Estados Unidos y Reino Unido son modestos (alrededor del 4% de las exportaciones totales), los efectos secundarios para Europa y para la economía global podrían ser significativos y, con el sentimiento comercial estadounidense enturbiado por la política comercial y los temores asociados al fin de ciclo, existe la posibilidad de que arraigue la profecía autocumplida de una recesión.

3. ¿Es la Fed un buen púgil en el combate contra la incertidumbre comercial y los riesgos globales?

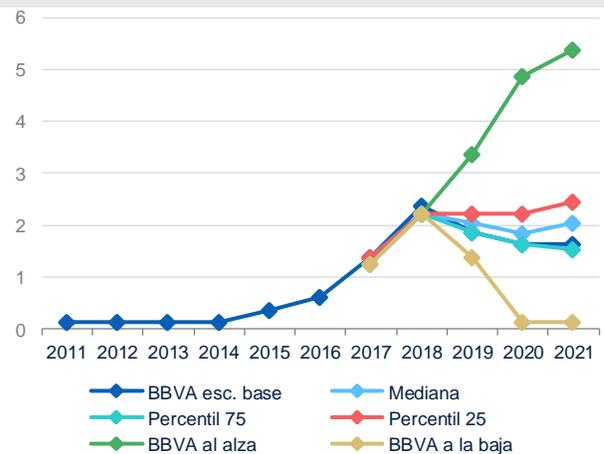
En materia política monetaria, y según el guion previsto, la Reserva Federal de EE. UU. (Fed) redujo su tipo de interés de referencia en 25 p.b., hasta un rango del 2 al 2,25%, aduciendo como motivo «las implicaciones de la evolución mundial en las perspectivas económicas y la atenuación de las presiones inflacionistas». No obstante, la valoración de los últimos datos fue bastante positiva, sin cambios en el lenguaje en torno a la evolución de la inflación y con pocas variaciones en cuanto al grado de certidumbre del comité en relación con la evolución de la inversión y el consumo. En el reciente informe sobre el PIB se aclararon algunas dudas en torno a las perspectivas declaradas por el comité en junio. Además, el comité anunció el fin de la «reducción de sus posiciones en valores agregados del Sistema de Operaciones de Mercado Abierto (SOMA) en agosto, dos meses antes de lo indicado anteriormente».

Gráfica 3.1 **PROBABILIDAD DE UN RECORTE DE LOS TIPOS DE LOS FONDOS DE LA RESERVA FEDERAL (%)**



Fuente: BBVA Research y Bloomberg

Gráfica 3.2 **PROYECCIONES DEL BBVA Y DE INTERMEDIARIOS SOBRE LOS FONDOS DE LA RESERVA FEDERAL (%)**



Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

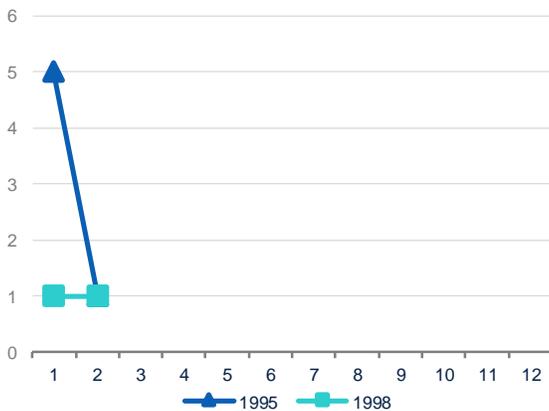
A la vista de las previsiones de mercado, el sesgo conciliador apuntado en la reunión de junio, así como de los comentarios posteriores en el mismo tono, no resultó sorprendente el recorte de seguridad de la Fed. No obstante, como demostraron las caídas de las bolsas durante la sesión de preguntas, la justificación de estas medidas dista mucho de ser clara. Jerome Powell se mostró por momentos persuasivo y aportó datos contrastados para respaldar los motivos del recorte, aludiendo a la necesidad de «protegerse ante los riesgos a la baja derivados del débil crecimiento mundial y la incertidumbre de las políticas comerciales, de ayudar a contrarrestar los efectos que estos factores tienen actualmente en la economía y de propiciar el retorno más rápido de la inflación a nuestro objetivo simétrico del 2%». Sin embargo, le costó conciliar las respuestas a varias preguntas dirigidas a aclarar si el recorte aplicado se basaba en los datos, en la política comercial o en otras causas. Algunas de las declaraciones más confusas de la sesión de preguntas y respuestas estuvieron relacionadas con la idea de los recortes «de mitad de ciclo» frente a un ciclo restrictivo más prolongado, así como con la dependencia de los datos frente a lo que describió en ciertos momentos como una economía interna sin factores adversos internos significativos. De igual modo, Powell

sugirió que, a pesar de las sorpresas positivas asociadas a los datos, si se analiza retrospectivamente la forma en la que los mercados respondieron al cambio en la política monetaria acomodaticia, resultaba natural creer que la reducción adicional de incentivos ayudaría a sostener la expansión y a mitigar las preocupaciones del mercado.

No se preveía la variación en el proceso de normalización del balance, teniendo en cuenta muy especialmente que su vencimiento estaba previsto para los dos siguientes meses y que la cantidad de salidas masivas proyectada en ese momento no superaba los 30.000 millones USD. En sentido estricto, este movimiento parece no encajar muy bien con la analogía de Yellen de esperar acontecimientos, pero es muy posible que viniese motivado por el deseo de no tener políticas contradictorias, ya que las salidas masivas del balance implicarían una orientación de la política monetaria menos acomodaticia. Dados los temores del comité acerca de la cantidad de munición en política monetaria disponible para combatir la siguiente recesión, es razonable evitar la esterilización de los recortes de los tipos de interés con salidas masivas del balance adicionales. Aunque el comité tiene capacidad para embarcarse de nuevo en un programa de expansión cuantitativa, esta medida muy probablemente agotaría las herramientas a su disposición.

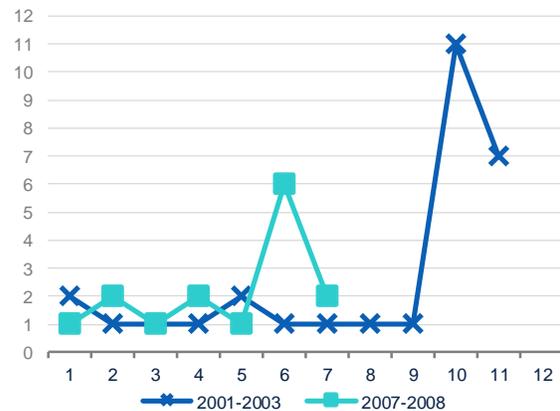
En cuanto a los futuros recortes en los tipos de interés, las pasadas alusiones realizadas por el presidente y los miembros del FOMC acerca de los recortes de «mitad de ciclo» de los 90 parecen mucho menos fortuitas. Por este motivo, estos episodios deberían aportar una sólida base de referencia para el próximo ajuste de políticas.

Gráfica 3.3 CALENDARIO DE RECORTES DE LOS TIPOS DE INTERÉS DE LA FED (MESES)



Fuente: BBVA Research

Gráfica 3.4 CALENDARIO DE RECORTES DE LOS TIPOS DE INTERÉS DE LA FED (MESES)



Fuente: BBVA Research

En los años 90, se produjeron dos recortes de «mitad de ciclo». Y, en ambos casos, los tipos de interés se redujeron tres veces en no más de 25 puntos básicos. La diferencia principal entre estos dos ciclos fue el calendario, pues la Fed hizo una pausa durante 5 meses tras el primer recorte en 1995. De forma muy parecida al panorama actual, los recortes realizados en 1995 se basaron en el debilitamiento de las presiones sobre los precios, mientras que en 1998 se produjo un episodio de «turbulencias financieras» y el colapso de Long-Term Capital Management, que motivó los ajustes de los tipos oficiales. Además, los miembros de la Fed creyeron que las restricciones impuestas en los años anteriores fueron demasiado agresivas y que el ajuste se interpretaría como un reequilibrio a niveles más adecuados. Las declaraciones de Powell se alinearon estrechamente con la situación de 1995 en la que la ralentización de las presiones sobre los precios, las tensiones financieras mundiales y las inquietudes en torno a las sobreestimaciones de

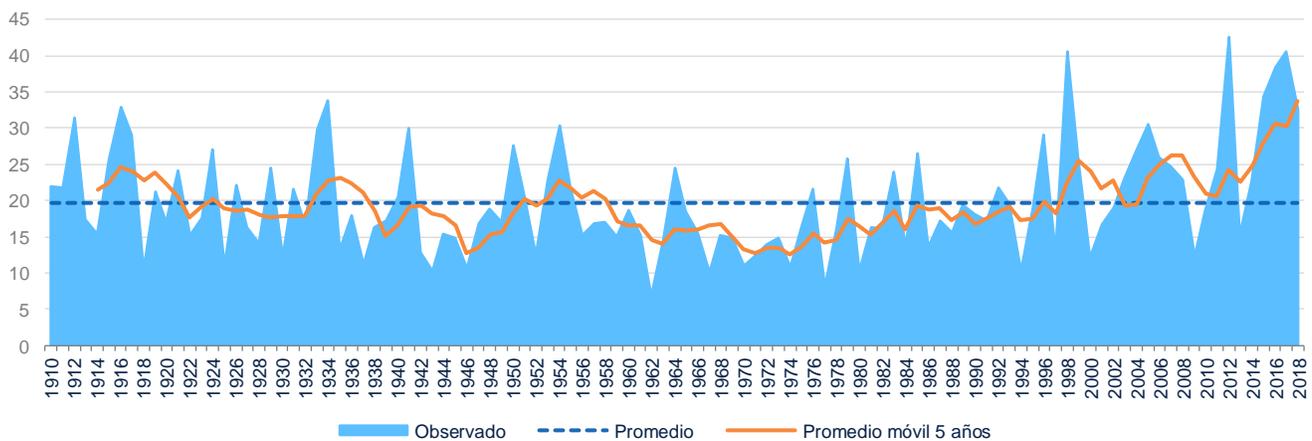
los tipos de intereses naturales y las proyecciones excesivamente optimistas sobre la inflación conllevaron una postura en materia de política monetaria real más restrictiva de lo que el comité pretendió inicialmente. En la actualidad, la «incertidumbre comercial» puede influir de manera destacada en la política monetaria, a diferencia de los ejemplos de los años 90.

Si bien las sorpresas positivas asociadas a los datos parecían apuntar a posibles cambios en los planes de la Fed de aplicar recortes futuros en los tipos de interés, la conferencia de prensa de Powell parece sugerir que el control de los riesgos ha ganado cierta relevancia en relación con la dependencia de los datos, lo que complica la tarea de anticipar futuros recortes. Por tanto, y a tenor de las respuestas de Powell y el énfasis en la incertidumbre de la política comercial, parece que las mejores perspectivas en materia de inflación, así como en las condiciones del mercado laboral, podrían no ser motivos suficientes para frenar la aplicación a corto plazo de recortes en los tipos. En este contexto, parece muy probable que la Fed recorte los tipos 25 puntos básicos de nuevo en septiembre, en especial, si tenemos en cuenta las tensiones entre EE. UU. y China reavivadas por el presidente tan solo un día después de la reunión. Si se mantiene la escalada de las tensiones, aumentará la posibilidad de que se aplique otro recorte de 25 puntos básicos a lo largo del año.

4. Medidas climáticas y opinión pública

El Cuarto Informe de Evaluación del Clima (NCA4)¹² no deja lugar a dudas. El cambio climático está afectando al país de diversas formas. Las temperaturas que batieron récords son cada vez más frecuentes. El calentamiento se ha acelerado desde 1979 y las últimas décadas son las más calurosas de los últimos 1.500 años. En 2017, la capacidad de los huracanes Harvey, Irma, José y María de alcanzar rápidamente su alta intensidad y mantenerla fue inusual. Harvey y María establecieron niveles récord de precipitaciones. En comparación con la década de los 60, las inundaciones por mareas son de 5 a 10 veces más frecuentes en varias ciudades costeras debido al aumento del nivel del mar. Los incendios forestales arrasaron unos 3,7 millones de acres al año entre 2000 y 2016, excepto en tres ocasiones. A medida que el clima se calienta, aumenta cada vez más la exposición de los estadounidenses a las olas de calor, a enfermedades transmitidas por el agua, por alimentos o por agentes infecciosos, así como a problemas de salud relacionados con el deterioro del aire, los alimentos y el agua. Existe un amplio consenso por parte de los expertos de que, si no se aplican acciones de gran impacto, la incidencia de estos fenómenos se intensificará en el futuro.

Gráfica 4.1 **ÍNDICE DE EXTREMOS CLIMÁTICOS (CEI) EN EE. UU.**
(EE. UU. LÍMITROFE CON INDICADOR DE CICLÓN TROPICAL, ENERO-DICIEMBRE, 1910-2018)



Fuente: NOAA National Centers for Environmental Information, Climate Monitoring: Extremes, publicado en julio de 2019, recuperado el 31 de julio de 2019 desde <https://www.ncdc.noaa.gov/extremes/cei/graph>

1 USGCRP. «Impacts, Risks, and Adaptation in the United States: Fourth National Climate Assessment, Volume II». Reidmiller, D.R., C.W. Avery, D.R. Easterling, K.E. Kunkel, K.L.M. Lewis, T.K. Maycock, and B.C. Stewart (eds.). U.S. Global Change Research Program, Washington, DC, EE. UU. 2018. <https://nca2018.globalchange.gov>.

2 La Evaluación Nacional sobre el Clima es un informe cuatrienal encargado por el Congreso y preparado por el U.S. Global Change Research Program (USGCRP). El USGCRP recibió el mandato del Congreso a través de la ley «Global Change Research Act» de 1990. Incluye la Oficina Nacional de Administración Oceánica y Atmosférica, la Administración Nacional de la Aeronáutica y del Espacio, el Departamento de Estado, el Departamento de Defensa, el Departamento de Energía, la Agencia de Protección Medioambiental, el Departamento de Salud y Servicios Humanos, el Departamento de Agricultura, el Departamento de Transporte, el Departamento del Interior, la Agencia de Estados Unidos para el Desarrollo Internacional, la Smithsonian Institution y la Fundación Nacional para la Ciencia. Fuente: www.globalchange.gov.

Las implicaciones tanto sociales como económicas resultan igualmente preocupantes. Los costes económicos podrían elevarse a cientos de miles de millones a finales de este siglo.³ Algunos sectores son especialmente vulnerables, como las poblaciones más pobres, los niños, las personas mayores, las poblaciones rurales, las tribus y las poblaciones indígenas. La desigualdad en los ingresos, las tensiones raciales y la polarización política podrían exacerbar y fracturar la cohesión social sin buenas estrategias de mitigación y adaptación. No sorprende que la comunidad militar y las organizaciones de inteligencia consideren el cambio climático un «multiplicador de las amenazas» y una cuestión de seguridad nacional.

Las consecuencias de «no hacer nada» deberían ser suficientes para desencadenar una acción bipartidista en Washington desde hace tiempo. Después de todo, han pasado más de 50 años desde que el Stanford Research Institute avisara de las consecuencias que los niveles crecientes de CO₂ «podrían tener sobre el cambio climático» de no atajarse. Además, el cambio climático afecta a todo el mundo, independientemente de la tendencia política, creencias, raza o género. Sin embargo, pocos temas han resultado tan polémicos en la política estadounidense como el cambio climático.

A nivel nacional, los dos partidos políticos principales han mostrado posiciones diferentes con respecto a este asunto. La mayor parte de los demócratas está de acuerdo con las causas antropogénicas del cambio climático. No es el caso de los republicanos. Además, algunos grupos del Partido Republicano niegan el fenómeno del cambio climático en su conjunto, mientras que otros admiten que el calentamiento global es real, pero no aceptan que la actividad humana sea la causa principal. Los líderes demócratas abogan, en general, por aplicar medidas ambiciosas contra el cambio climático, a lo que se oponen diametralmente los líderes republicanos. Esta división es única en el mundo desarrollado, donde, en su mayor parte, los partidos políticos opuestos tienden a aceptar el consenso de la comunidad científica.⁴ Sin embargo, la situación puede estar cambiando.

Punto de inflexión en las posiciones públicas ante el cambio climático

A medida que más estadounidenses experimentan en primera persona los efectos adversos del calentamiento global, es de esperar que sus posiciones se alineen con el 97% de los científicos que estudian el cambio climático, quienes coinciden en que la huella del ser humano es patente. Aunque la información derivada de los sondeos recientes no es concluyente, las tendencias actuales sugieren que la percepción pública podría estar llegando a ese punto de inflexión.

a. Una mayor concienciación

A pesar del mayor número de sucesos climáticos extremos, el porcentaje de adultos que creen que la acción humana es responsable del cambio climático ha disminuido desde 2017. Sin embargo, este mismo porcentaje es manifiestamente superior que en la década anterior. Según Gallup,⁵ en 2019, el 66% de los adultos estadounidenses

3 Thompson, Andrea. «Here's How Much Climate Change Could Cost the U.S.» *Scientific American*. 3 de diciembre de 2018. Consultado el 31 de julio de 2019. <https://bit.ly/2BOZuPq>.

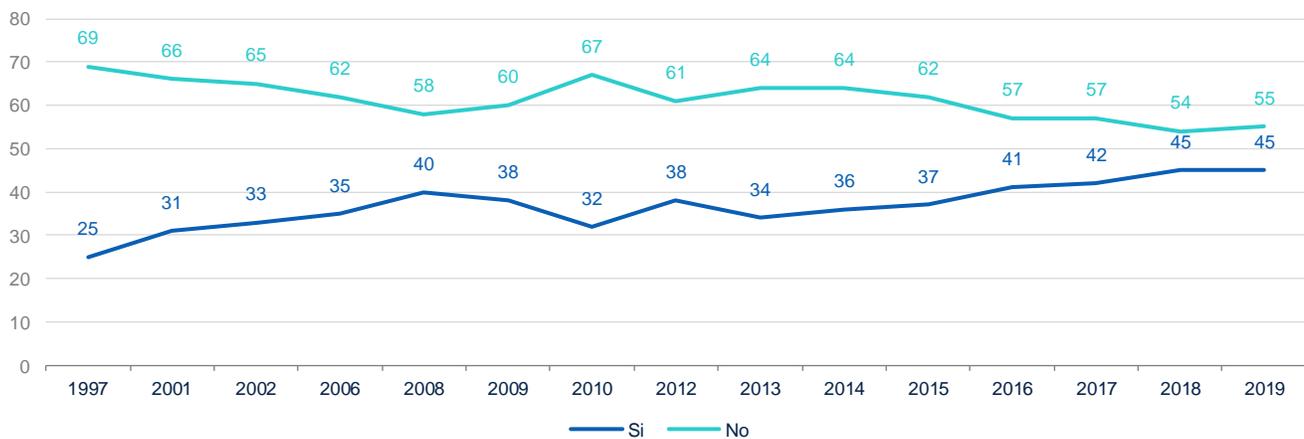
4 Romm, Joseph. «Climate Politics and Policies» en *Climate Change. What Everyone Needs to Know*. (New York, NY. Oxford University Press. 2016) 182-183.

5 Saad, Lydia. «Americans as Concerned as Ever About Global Warming». Gallup.com. 5 de junio de 2019. Consultado el 29 de julio de 2019. <https://bit.ly/2PqhNzW>.

cree que la acción humana provoca el cambio climático, cifra inferior al máximo del 68% observado en 2017 y bastante superior al 57% de media entre 2001 y 2014. De forma similar, el 65% de los estadounidenses declara que la mayoría de científicos cree que se está produciendo un calentamiento global; este porcentaje es superior al 60% de media entre 2001 y 2014, pero inferior al 71% máximo registrado en 2017.

Por primera vez desde el año 2001, la mayoría de estadounidenses (51%) se encuadraba en la clasificación de Gallup de «Creyentes preocupados», que se definen como aquellas personas que «están muy preocupadas por el calentamiento global, piensan que será una seria amenaza en su vida, creen que es resultado de la actividad humana y son de la opinión de que las noticias al respecto son precisas o infravaloran el problema». Por otro lado, el 30% de los encuestados se encuadran en la clasificación «Respuestas mixtas intermedias», el porcentaje más bajo desde 2012. Hay personas con una visión mixta, por ejemplo, que opinan que el cambio climático es resultado de la acción humana, pero que no supondrá una amenaza grave durante su vida. El porcentaje de «escépticos tranquilos» o los que «están poco o nada preocupados por el calentamiento climático, no creen que supondrá una amenaza seria en su vida, creen que es atribuible a los cambios medioambientales naturales y piensan que las noticias exageren el problema» ha permanecido relativamente estable en un 20%, pero en niveles más bajos que el máximo anterior del 28% en 2010.

Gráfica 4.2 ¿CREE QUE EL CALENTAMIENTO GLOBAL SUPONDRÁ UNA AMENAZA GRAVE EN SU ESTILO DE VIDA A LO LARGO DE SU VIDA? (%)



Fuente: Gallup. «America's Views on Global Warming, 2019 (Trends)». Consultado el 31 de julio de 2019. <https://bit.ly/3177XYg>

La misma encuesta muestra que el 44% de los estadounidenses está realmente preocupado por el calentamiento global y el 45% piensa que este supondrá una grave amenaza para su vida. Ambas cifras se sitúan en su máximo nivel desde 2001.

Según otra encuesta distinta realizada por el Pew Research Center en 2018⁶, el 56% de los adultos estadounidenses se mostraba de acuerdo con que «la protección del medioambiente debería ser una prioridad principal para el presidente y el Congreso». Además, el 59% respondió que el cambio climático estaba afectando a sus comunidades de forma importante o en cierta medida. El porcentaje aumentaba hasta el 67% en el caso de personas que viven a

6 Funk, Cary y Kennedy, Brian. «How Americans see climate change in 5 charts». Pew Research. 19 de abril de 2019. <https://pewrsr.ch/2DoF1Bp>

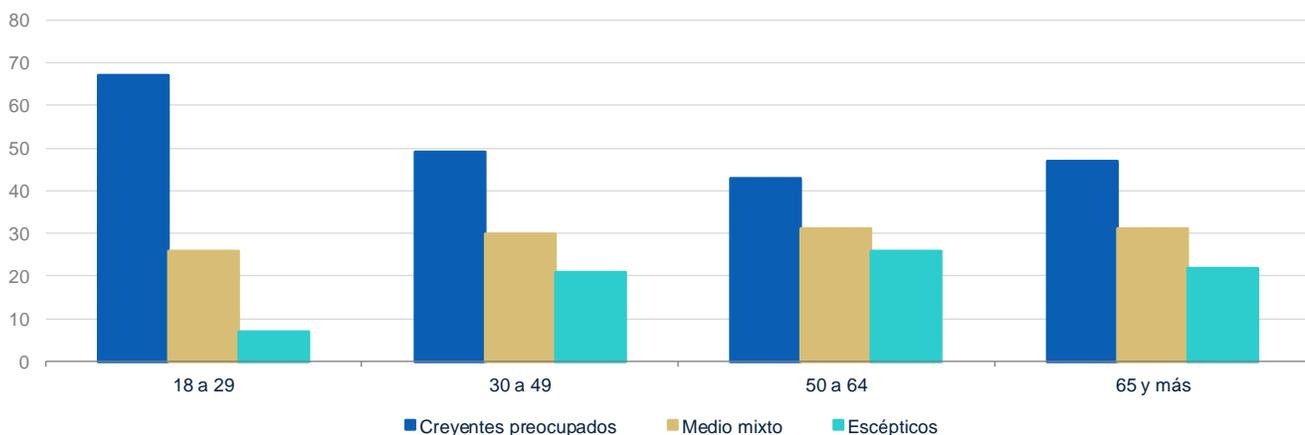
menos de 40 km de la costa. La mayoría de estadounidenses (67%) declaró que el gobierno no está haciendo lo suficiente para luchar contra el calentamiento global.

b. Perspectivas distintas según la edad

La encuesta de Gallup mostró perspectivas contrarias entre los estadounidenses en función de la edad. Por ejemplo, el 67% de los participantes entre 18 y 29 años de edad encajaba en la categoría «Creyentes preocupados», en comparación con el 43% de los encuestados entre 50 y 64 años, y el 47% de los participantes a partir de 65 años.

De forma parecida, la encuesta de Pew reveló que los milenials republicanos mostraban dos veces más probabilidad de admitir que el calentamiento global es resultado de la actividad humana (36%) frente a sus homólogos de la generación del «baby boom» (18%). Los milenials republicanos también se mostraban menos favorables al aumento del uso de la energía procedente de combustibles fósiles (43%) en comparación con la generación del «baby boom» (71%).

Gráfica 4.3 GRUPOS DE OPINIÓN POR EDAD ACERCA DEL CALENTAMIENTO GLOBAL 2019 (%)



Fuente: Gallup. «America's Views on Global Warming, 2019 (Trends)». Consultado el 31 de julio de 2019. <https://bit.ly/3177XYq>

Las distintas opiniones en función de la edad reflejan una internalización intertemporal de los costes y los beneficios asociados al cambio climático. En igualdad del resto de condiciones, una persona joven tendrá más probabilidad de experimentar los efectos adversos del cambio climático a lo largo de su vida en comparación con las personas mayores de 65 años. Por tanto, es menos probable que las generaciones de mayor edad acepten los costes de las políticas medioambientales actuales para mejorar el bienestar de los jóvenes y las futuras generaciones del mañana. Y esto puede influir en la formulación de políticas. Al principio del 116º Congreso, la edad media de los representantes y los senadores era de 58 y 63 años, respectivamente. Esto significa 20 y 25 años más que la edad media de 38 años de los ciudadanos estadounidenses.

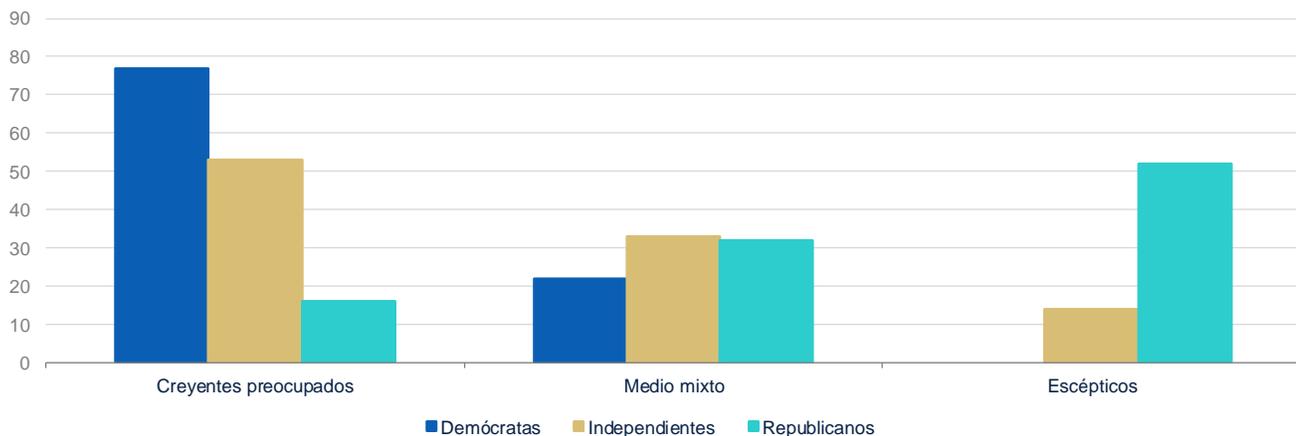
c. Distintas perspectivas en función del signo político

La encuesta de Gallup recogió diferencias significativas relacionadas en función del signo político de los encuestados. Por ejemplo, el 77% de los demócratas encajaba con las características de los «Creyentes preocupados» en comparación con el 16% de los republicanos y el 53% de los independientes.

Respecto a las políticas, dos tercios de los demócratas observan beneficios en las estrategias para enfrentarse al cambio climático, mientras apenas un tercio de los republicanos comparten esta opinión. Además, el 57% de los republicanos piensa que estas políticas perjudicarían la economía.

Las posturas partidistas son un importante factor determinante en las opiniones de las personas acerca del cambio climático, incluso aunque tengan cierta cultura científica. Según la encuesta de Pew Research, el 93% de los demócratas con «altos conocimientos científicos» cree que el cambio climático está provocado por la actividad humana, frente a solo el 23% de los republicanos con este mismo nivel de conocimiento científico.

Gráfica 4.4 **GRUPOS DE OPINIÓN POR SIGNO POLÍTICO ACERCA DEL CALENTAMIENTO GLOBAL 2019 (%)**



Fuente: Gallup. «America's Views on Global Warming, 2019 (Trends)». Consultado el 31 de julio de 2019. <https://bit.ly/3177XYq>

Estado de las medidas para luchar contra el cambio climático

El presidente Trump anunció hace dos años que EE. UU. dejaría de formar parte del Acuerdo de París, lo que significa que, para noviembre de 2020, el gobierno federal no se comprometerá a evitar que la temperatura global media sea 2°C superior a los niveles preindustriales.

A pesar de esta decisión, aún siguen en vigor algunas medidas, incluidos créditos fiscales para proyectos de energías renovables, regulación de los gases de efecto invernadero, ayudas a la producción de electricidad con bajas emisiones de carbono, etc. Sin embargo, el gobierno federal emprendió un proceso de desregulación que podría dar lugar a la reducción o la eliminación de muchas de estas políticas. Por consiguiente, los esfuerzos en cuanto a la mitigación y la adaptación se encuentran ahora en manos de los estados, las ciudades y las empresas privadas.

Según la NCA4, al menos 455 ciudades apoyan la reducción de las emisiones de carbono y 110 de ellas tienen objetivos de reducción de emisiones ya en práctica. Los estados están implementando medidas en áreas como: objetivos de emisión de gases de efecto invernadero, mecanismos de comercio de techos de emisión, estándares de ahorro de combustible, almacenamiento y captura de carbono, energía nuclear, transporte, gases de efecto invernadero sin CO₂, ingeniería forestal y uso del suelo.

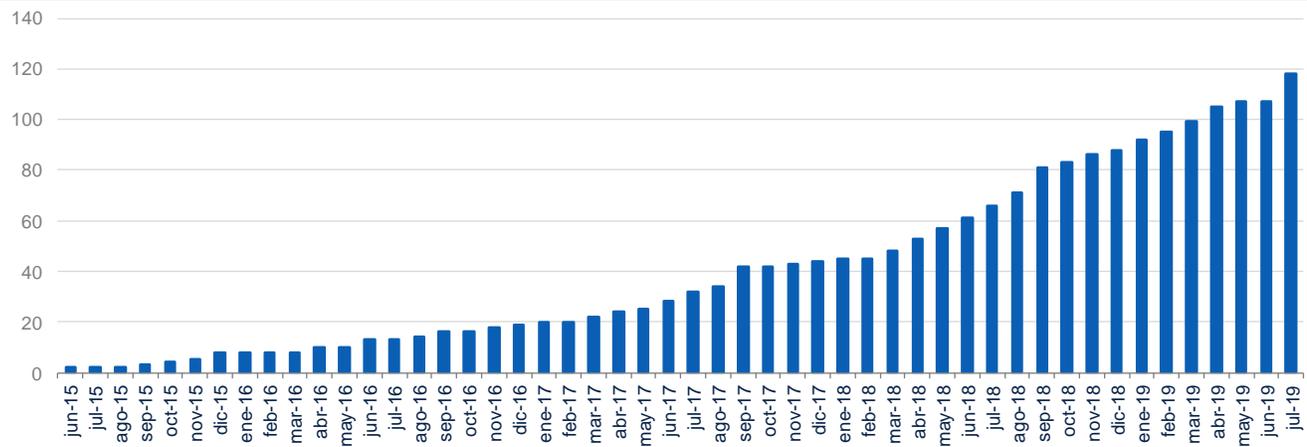
Gráfica 4.5 **EJEMPLOS REGIONALES DE MEDIDAS CLIMÁTICAS**

Políticas	Ejemplos
Objetivos de reducción de gases de efecto invernadero	<ul style="list-style-type: none"> • 23 estados y el Distrito de Columbia cuentan con objetivos de reducción de gases de efecto invernadero. • 24 estados decidieron mantener el objetivo al que se comprometió EE. UU. en el Acuerdo de París. • 142 ciudades han establecido objetivos cuantificables para reducir los gases de efecto invernadero.
Transporte	<ul style="list-style-type: none"> • 34 de las 285 ciudades más pobladas de EE. UU. cuentan con políticas para fomentar el uso de vehículos de combustible alternativo.
Normas de cartera de renovables	<ul style="list-style-type: none"> • 29 estados tienen normas de cartera de renovables.
Emisiones de metano de petróleo y de gas	<ul style="list-style-type: none"> • Colorado y California han adoptado normas contra la contaminación por metano.
Comercio de techos de emisión	<ul style="list-style-type: none"> • La iniciativa regional para la reducción de gases de efecto invernadero («Regional Green House Gas Initiative»), un programa obligatorio de tope y canje para limitar las emisiones de CO₂ procedentes del sector eléctrico, incluye los estados de Connecticut, Delaware, Maine, Maryland, Massachusetts, New Hampshire, Nueva York, Rhode Island y Vermont. El objetivo es reducir las emisiones anuales un 45% por debajo de los niveles de 2005 para el año 2020, y 30% más para el año 2030.
Eficiencia energética	<ul style="list-style-type: none"> • 26 estados y 56 ciudades de gran tamaño han adoptado normas para la eficiencia energética.
Millas viajadas en vehículos	<ul style="list-style-type: none"> • California, Vermont y Washington tienen programas para reducir las millas recorridas en vehículos. • 32 ciudades de gran tamaño pretenden reducir las millas viajadas en vehículos de forma directa o indirecta.

Fuente: Center for Climate and Energy Solutions y Fulfilling America's Pledge. Americas Pledge On Climate. Consultado el 30 de julio de 2019.
<https://www.americaspledgeonclimate.com/fulfilling-americas-pledge/>.

Por otro lado, un creciente número de empresas privadas están adoptando o ampliando sus estrategias, como la compra de energía renovable, la gestión y la notificación del riesgo para el clima, la reducción de la huella de carbono de las cadenas de suministro, el aumento del reciclaje, etc. Tanto los consumidores como los inversores esperan que las empresas emprendan acciones acordes poco a poco.

Gráfica 4.6 **EMPRESAS ESTADOUNIDENSES CON OBJETIVOS DE REDUCCIÓN DE EMISIONES BASADOS EN LA CIENCIA SOBRE EL CLIMA**

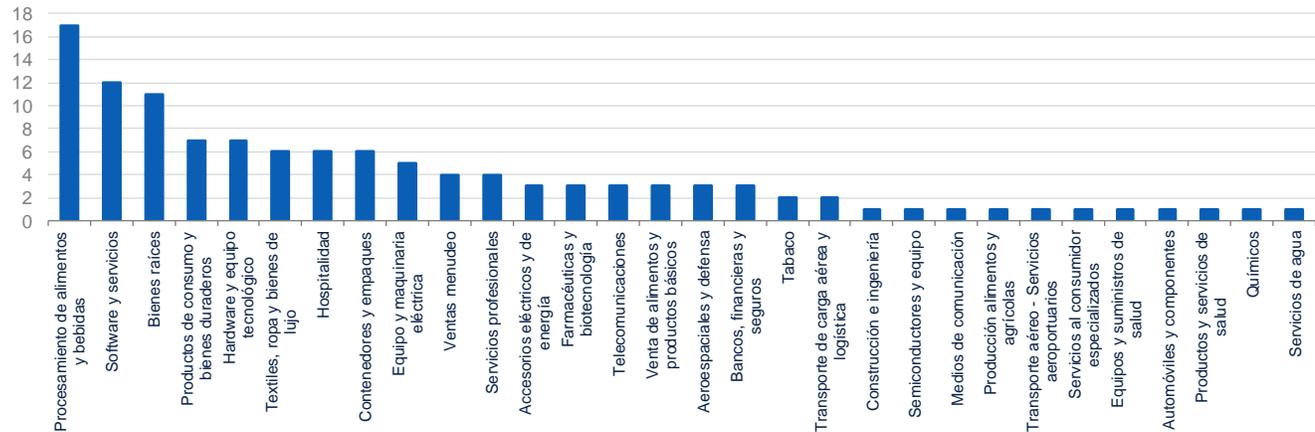


Fuente: <https://sciencebasedtargets.org/companies-taking-action/>

¿Podría EE. UU. cumplir su compromiso con el Acuerdo de París sin la ayuda del gobierno federal? Probablemente no. Según el informe «Fulfilling America’s Pledge», un proyecto patrocinado por el anterior alcalde de Nueva York Michael Bloomberg,⁷ el país se encuentra actualmente a medio camino de su compromiso con el Acuerdo de París de reducir del 26 al 28% las emisiones de carbono por debajo de los niveles de 2005 para el año 2025. Si tenemos en cuenta que el gobierno federal no ofrecerá ayuda, la interacción de las medidas actuales, los compromisos y las fuerzas del mercado permitirían al país cumplir únicamente dos terceras partes de sus objetivos iniciales.

⁷ «Fulfilling America's Pledge». Americas Pledge On Climate. Consultado el 30 de julio de 2019. <https://www.americaspledgeonclimate.com/fulfilling-americas-pledge/>.

Gráfica 4.7 **EMPRESAS ESTADOUNIDENSES CON OBJETIVOS DE REDUCCIÓN DE EMISIONES BASADOS EN LA CIENCIA SOBRE EL CLIMA POR SECTOR**



Fuente: <https://sciencebasedtargets.org/companies-taking-action/>

Y aunque algo es algo, la acción fragmentada entre los actores subnacionales y el sector privado pueden no dar lugar a los resultados más eficientes. Los economistas han identificado dos problemas que pueden derivarse de la falta de una política medioambiental común: el «parasitismo» y las «fugas de carbono». Estos problemas se han analizado principalmente en el contexto de la cooperación internacional, pero son tan importantes para los estados, las ciudades y las empresas como lo puedan ser para los países.⁸

El parasitismo implica que los beneficios de una política medioambiental estricta en una región se extenderían a regiones con políticas más indulgentes. Por ejemplo, los estándares de ahorro de combustible de California pueden producir una calidad del aire más limpio que beneficiaría a los estados que no se adhieren a ellos.

La fuga de carbono se produce cuando los contaminadores se desplazan a regiones con políticas medioambientales más moderadas o directamente sin ellas. Es decir, si los agentes económicos deben pagar por la cantidad de carbono que producen en un área concreta, podrían optar por desplazarse a lugares donde no tengan que pagar. El resultado es que las emisiones netas podrían no llegar al objetivo nacional o, lo que es peor, podrían aumentar.

Aunque resulta difícil calcular la huella del parasitismo y la fuga de carbono, se puede argumentar de forma razonable que la existencia de distintas políticas entre estados y ciudades implica distintas formas de internalizar el coste de las emisiones, lo que puede dar lugar a deficiencias en el mercado que podrían resultar costosas para la sociedad.

⁸ Tirole, Jean. «The Climate Challenge» en *Economics for the Common Good*. (Princeton, NJ: Princeton University Press 2017), 195-228.

Perspectivas para una estrategia nacional

Teniendo en cuenta las tendencias observadas en la opinión pública y el nivel de acciones llevadas a cabo por los gobiernos subnacionales y el sector privado, es muy probable que el cambio climático sea una prioridad principal para los votantes en los próximos años. Y, como resultado, tanto demócratas como republicanos están trabajando en propuestas dirigidas a solucionar este problema.

El «Green New Deal» (GND) probablemente sea la iniciativa más popular entre los demócratas. Se trata de una declaración de políticas y aspiraciones que pone el foco en el cambio climático como parte de un plan económico y social mucho más amplio. Aunque este artículo no pretende realizar un análisis detallado del «Green New Deal», merece la pena mencionar alguna de sus características. Una de ellas es el enfoque holístico del GND en relación con el cambio climático. En vez de tratar el problema de forma aislada, el GND pone de relieve el vínculo entre el cambio climático y otras cuestiones fundamentales, como la inseguridad laboral, la desigualdad en la renta y la atención sanitaria. También reconoce el coste social de las políticas de mitigación y las acciones para la protección de los que pueden perder durante la transición hacia una economía limpia. En definitiva, el GND aboga por una política industrial con sentido de urgencia que no permita realizar cambios graduales. El objetivo del GND no era ni definir una hoja de ruta ni incluir el cálculo del coste real que supondría cumplir estos objetivos. Sin embargo, y dada su popularidad, lo más probable es que sirva como base para que los futuros candidatos demócratas a la presidencia ofrezcan propuestas nuevas y más concretas.

Los republicanos aún no cuentan con una visión coherente de cómo enfrentarse al cambio climático. Las propuestas recientes abarcan desde invertir en innovación, fomentar el uso de tecnologías de captura de carbono o potenciar la energía nuclear hasta aplicar impuestos al carbono (también conocido como dividendo del carbono). La mayoría de economistas creen que el mejor curso de acción sería el Dividendo del carbono.

Desarrollado por el «Climate Leadership Council», el Dividendo del carbono es un impuesto sobre las emisiones de dióxido de carbono (en teoría, 40 dólares por tonelada) que aumentaría de forma gradual a lo largo del tiempo. La recaudación se distribuiría entre las personas a través de dividendos, depósitos directos o contribuciones en las cuentas de jubilación. Los ajustes fiscales en frontera evitarían que las empresas estadounidenses perdieran competitividad frente a los países que no cuenten con una política similar. Los autores de esta propuesta, incluidos reconocidos economistas como Martin Feldstein y Greg Mankiw, estiman que una familia típica de cuatro miembros podría recibir 2.000 dólares en el primer año de su aplicación. Para maximizar la eficiencia y evitar costes innecesarios, se debería eliminar o descartar cualquier otra regulación destinada a reducir las emisiones de carbono.

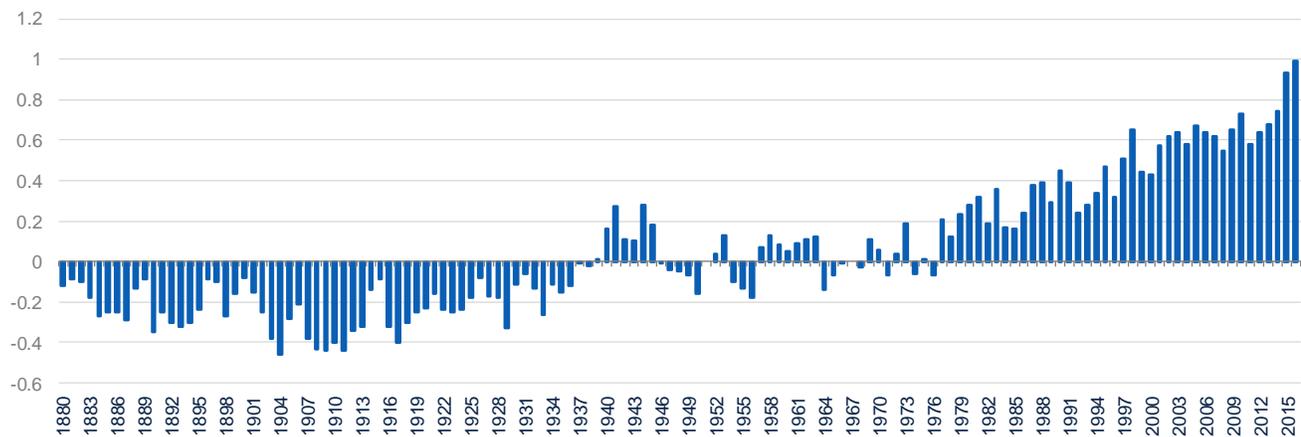
Dentro del Partido Republicano, existen distintas corrientes de opinión con respecto al Dividendo del carbono. Los partidarios de reducir los impuestos parecen reacios a aceptar un impuesto al carbono o cualquier otra forma de carga impositiva en este sentido, como estrategia principal del Partido Republicano. Por otra parte, los defensores del gobierno mínimo prefieren el «dividendo del carbono» a medidas de «mando y control», como las abanderadas por el «Green New Deal». Y también están los que, a pesar de la cada vez mayor evidencia científica, siguen cuestionando o negando el cambio climático.

A pesar de estas diferencias, el Partido Republicano recibe presiones para alterar su posición ante el cambio climático con el fin de evitar perder los votantes de menos edad. Según la firma de consultoría de comunicación y marketing Luntz Global: «al 69% de los votantes del Partido Republicano le preocupa que la postura del partido con respecto al clima esté dañando a través de los votantes más jóvenes. Por otro lado, el 55% de los votantes del Partido

Republicano menores de 40 años están muy o extremadamente preocupados por la posición de su partido acerca del cambio climático».⁹

Es tristemente sabido que las propuestas de ambos partidos asumen de forma implícita que EE. UU. se puede quedar solo ante la lucha contra el cambio climático. Ni el GND ni el «dividendo del carbono» dicen demasiado sobre la cooperación internacional. Es más, la colaboración internacional es necesaria precisamente para evitar que aparezcan casos de parasitismo y fuga de carbono a nivel mundial.

Gráfica 4.8 **ANOMALÍAS EN LA TEMPERATURA DE LOS OCEÁNOS Y LA TIERRA, ENERO-DICIEMBRE (ANOMALÍA EN °C)**



Fuente: NOAA National Centers for Environmental information, Climate at a Glance: Global Time Series, publicado en 2019, recuperado el 31 de julio de 2019 desde <https://www.ncdc.noaa.gov/cag/>

De cara al futuro, podemos esperar que se presenten más propuestas desde ambos partidos políticos. Existen cuatro aspectos en cuanto a la mitigación y adaptación que podrían encontrar respaldo en ambos partidos: 1) la necesidad de revitalizar y construir infraestructuras, 2) la expansión de las energías renovables y, en especial, a escala de servicios públicos, 3) la electrificación del transporte, y 4) la necesidad de aumentar el gasto en I+D, principalmente en los sectores de la energía renovable, el almacenamiento de energía y la captura de carbono.

⁹ Luntz Global Partners. «Findings and Insights on GOP Climate Strategy». Consultado el 30 de julio de 2019. https://www.eenews.net/assets/2019/06/13/document_daily_01.pdf

Conclusión

Es posible que las posiciones en cuanto al cambio climático en EE. UU. se encuentren en un punto de inflexión debido a la transición generacional y a las experiencias en primera persona de fenómenos climáticos extremos relacionados con el calentamiento global. La aceptación de la evidencia científica acerca de que el cambio climático es real y está provocado por la acción humana continúa ganando terreno frente al negacionismo, especialmente entre los jóvenes.

Por tanto, a medida que las generaciones más jóvenes de estadounidenses aumentan su cuota en el electorado, podemos esperar que los partidos políticos y sus candidatos a todos los niveles de gobierno adopten estrategias de mitigación y adaptación. El debate acerca de cuál es la mejor política nacional para afrontar el cambio climático promete ser intenso, especialmente cuando demócratas y republicanos muestran posiciones completamente diferentes acerca de la función del gobierno. Sin embargo, esto es mucho mejor que el «status quo» anterior.

Y mientras tanto, el tic-tac del reloj continúa. La necesidad de emprender acciones se está convirtiendo en una cuestión cada vez más urgente. Sin embargo, como muestran los sondeos, la urgencia y la concienciación sobre una posible catástrofe no siempre son suficientes para convencer a toda una sociedad acerca de un problema.

Las generaciones consideran el coste y los beneficios de las futuras políticas de forma distinta, por lo que será necesario realizar un esfuerzo para encontrar estrategias de comunicación y un plan de acción más creativos. Una alternativa sería enfatizar las oportunidades que supondría aplicar estrategias de mitigación y adaptación, tales como los menores precios de la energía, el surgimiento de nuevas industrias (renovables, materiales sostenibles, almacenamiento de energía, agricultura de alta tecnología, alimentos alternativos, etc.), la creación de empleo, una mejor calidad de los servicios y bienes públicos, una menor tasa de criminalidad, un mejor sistema de transporte, etc. Entender mejor estas oportunidades podría generar una reacción más favorable de los que piensan que el cambio climático no representará una amenaza importante durante su vida. Las propuestas que mejor expliquen los riesgos y las oportunidades serán las que tengan mayor oportunidad de éxito.

5. Elecciones presidenciales y economías estatales

Los sondeos a pie de urna sobre las elecciones presidenciales en EE. UU., junto con los distintos estudios en ciencias políticas, sugieren que la economía y el empleo ocupan un lugar muy alto, si no el principal, en las prioridades de los votantes. Tradicionalmente, los candidatos de ambos partidos tienen políticas que benefician a distintos sectores. Por ejemplo, las políticas tradicionales republicanas favorecen más a las compañías petrolíferas que las demócratas. Por tanto, los estados ricos en recursos petrolíferos y gasísticos, como Texas, normalmente respaldarían a un candidato republicano en las elecciones presidenciales. De forma similar, los estados con una alta concentración de compañías tecnológicas normalmente respaldarán al Partido Demócrata, que facilita mayor financiación para los programas de investigación federal. Por tanto, dadas las diversas estructuras económicas de todos los estados, parece más que natural que algunos estados obtengan un mayor beneficio económico de los partidos que respaldan.¹⁰

Aunque a un determinado nivel, los presidentes intentan cumplir sus promesas electorales, no está claro si sus políticas satisfarán las expectativas y tendrán un efecto más favorable en los estados que han votado por ellos. De un modo empírico, varios factores pueden frenar el efecto de la política, como la capacidad de producción y una oferta de mano de obra poco flexible. En este artículo, analizamos los datos económicos a nivel estatal e intentamos averiguar si los estados rojos (azules) se benefician de tener un presidente republicano (demócrata).

Utilizamos un enfoque de estudio de casos estándar para el análisis. Hemos construido nuestra muestra sobre la base de cuatro criterios. Primero, la muestra debería incluir tanto presidentes republicanos como demócratas. Segundo, nos centramos en el periodo posterior a los años 80, cuando la economía interna es relativamente estable. Tercero, solo tenemos en cuenta las elecciones para el primer mandato, ya que las presidencias del segundo suelen aplicar políticas continuistas en vez de cambios. Cuarto, nos proponemos excluir los periodos en los que las contracciones económicas dañaron sistemáticamente las economías estatales y crearon valores anómalos. Es decir, no se incluirán las elecciones de 2000 y 2008 debido a la crisis de las puntocom y la Gran Recesión. Por tanto, solo han quedado dos elecciones presidenciales en la muestra: la de 1992 y la de 2016.

Hemos realizado estos pasos en cada elección. En primer lugar, dividimos todos los estados en dos grupos: los estados rojos que votaron a los candidatos republicanos (H. W. Bush/Donald Trump) y los estados azules que votaron a los candidatos demócratas (Bill Clinton/Hillary Clinton).¹¹ En segundo lugar, obtenemos la producción total y el empleo (masa salarial) de los dos grupos y calculamos sus tasas de crecimiento. En tercer lugar, tomamos la media de las tasas de crecimiento de cada una de las variables durante los últimos ocho años antes de las elecciones y las usamos como referencia. Por último, comparamos las tasas de crecimiento postelectorales con las de referencia. Por un lado, si la sabiduría popular (los estados rojos [azules] están mejor con presidentes republicanos [demócratas] que los estados azules [rojos]) está en lo cierto, la producción agregada y el empleo de los estados rojos (azules) deberían ser superiores en comparación con sus valores de referencia de los estados azules (rojos). Y, por otra parte, si no podemos detectar una diferencia significativa entre los estados rojos y los azules, es posible que las políticas gubernamentales federales no afecten a las economías estatales de una forma evidente.

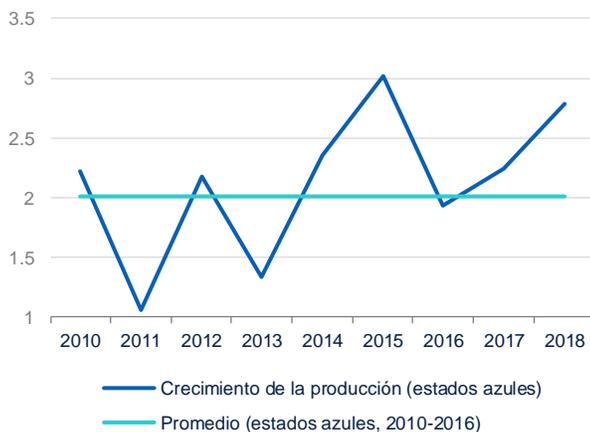
¹⁰ En este artículo seguimos la convención relativamente reciente utilizada en la política estadounidense y nos referimos a los estados que votan al Partido Republicano como «rojos» y a los estados que votan al Partido Demócrata como «azules». Sin embargo, cabe destacar que es frecuente que las preferencias políticas de un estado cambien a lo largo del tiempo.

¹¹ Consideramos las dos elecciones como eventos individuales. Por ejemplo, para los estados que votaron a Bill Clinton en 1992 y a Donald Trump en 2016, se mostraron en azul en 1992 y en rojo en 2016.

Presidencia republicana: el caso de las elecciones de 2016

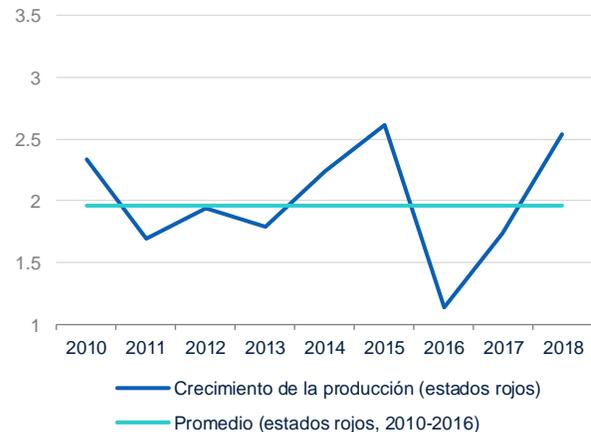
Algunos problemas económicos, como los acuerdos comerciales, que ocasionaron el hundimiento del sector manufacturero, así como las normativas medioambientales influyeron en los resultados de las elecciones presidenciales de 2016.¹² Por ejemplo, el por aquel entonces candidato Donald Trump, centró gran parte de su campaña electoral en los estados con grandes poblaciones trabajadoras desubicadas y, cuando llegó a la presidencia, la mayoría de sus políticas (recortes fiscales a las empresas, desregulaciones medioambientales y aranceles comerciales) se dirigieron a impulsar los sectores manufacturero y minero. En teoría, aquellos estados con una alta concentración de dichos sectores se beneficiarían más que el resto de estados. Si la transmisión desde las políticas a la evolución económica fuera directa, cabría esperar un crecimiento superior por encima de los niveles de referencia de los estados rojos con respecto a los estados azules.

Gráfica 5.1 **TASAS DE CRECIMIENTO TOTAL DE LA PRODUCCIÓN EN LOS ESTADOS AZULES (%)**



Fuente: BEA, Haver y BBVA Research

Gráfica 5.2 **TASAS DE CRECIMIENTO TOTAL DE LA PRODUCCIÓN EN LOS ESTADOS ROJOS (%)**



Fuente: BEA, Haver y BBVA Research

Para ilustrar el rendimiento económico de los estados rojos y azules, hemos trazado las tasas de crecimiento de la producción y de empleo con sus medias históricas en las gráficas 5.1 a 5.4. Como se puede observar en las gráficas 5.1. y 5.2, las tasas de crecimiento medio registradas por las economías de los estados azules y rojos son muy parecidas entre los años 2010 y 2016. Un hallazgo interesante es que los estados rojos registraron una importante desaceleración del crecimiento en 2016, con una caída del 2,6% en 2015 al 1,1% en 2016. Por el contrario, la caída registrada desde el 3% hasta el 1,9% durante el mismo periodo en los estados azules es más moderada. Como la situación económica siempre afecta a la opinión de las personas con respecto al gobierno, la diferencia en la magnitud de la desaceleración puede ayudarnos a comprender por qué algunos estados desean cambiar de dirigentes.

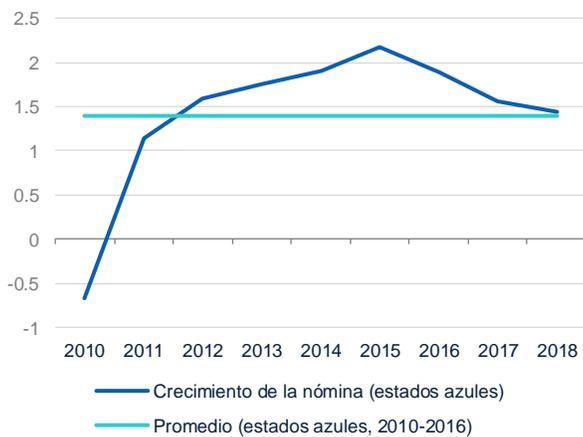
Además, si la sabiduría popular se demuestra acertada, los estados rojos deberían superar en producción a los estados azules después de 2016 debido a los efectos de desequilibrio derivados de las políticas económicas. Sin embargo, los datos no respaldan esta perspectiva. En los años 2017 y 2018, las tasas de crecimiento de la producción

¹² Rodrik, D., 2018. Populism and the Economics of Globalization. *Journal of International Business Policy*, 1(1-2), pp.12-33.

fueron del 2,2% y el 2,8% para los estados azules, frente al 1,7% y el 2,5% para los estados rojos. Teniendo en cuenta que las tasas de crecimiento de referencia de las economías tanto de los estados azules como rojos son del 2%, los estados azules se encuentran en una situación ligeramente mejor en comparación con los estados rojos bajo los dos primeros años de la administración Trump.

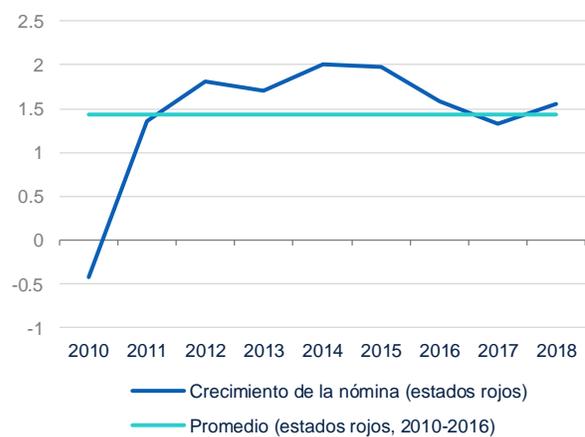
¿Y qué ocurre con el empleo? Como podemos ver en las gráficas 5.3 y 5.4, para el 2017 y el 2018, las tasas de crecimiento de empleo son del 1,6% y 1,4% para los estados azules, y del 1,4% y 1,6% para los estados rojos. Es decir, el empleo tanto para los estados azules como rojos creció de media un 1,5% al año bajo la administración Trump. Si consideramos que los estados rojos tienen una tasa de crecimiento media ligeramente superior entre los años 2010 y 2016, la misma tasa de crecimiento del empleo implica una ganancia menor para los estados rojos respecto de los estados azules.

Gráfica 5.3 **TASAS DE CRECIMIENTO TOTAL DE LA MASA SALARIAL EN LOS ESTADOS AZULES (%)**



Fuente: BEA, Haver y BBVA Research

Gráfica 5.4 **TASAS DE CRECIMIENTO TOTAL DE LA MASA SALARIAL EN LOS ESTADOS ROJOS (%)**



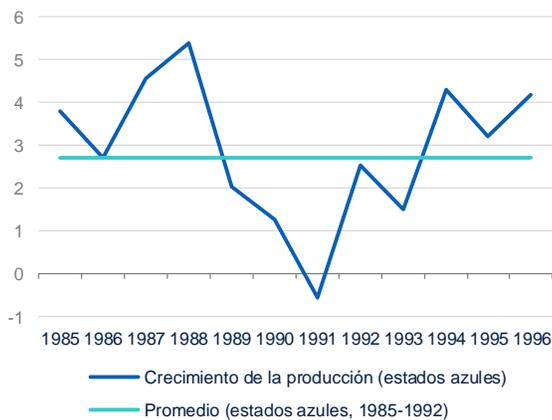
Fuente: BEA, Haver y BBVA Research

Presidencia demócrata: el caso de las elecciones de 1992

Además del análisis anterior sobre la actual administración republicana, intentamos explorar aún más el efecto de una presidencia demócrata sobre las economías a nivel estatal. Por consiguiente, aplicamos la misma metodología para las elecciones de 1992, durante las que, el por aquel entonces candidato, Bill Clinton inventó el famoso eslogan «Es la economía, estúpido» y finalmente ganó. Las gráficas 5.5 y 5.6 trazan las tasas de crecimiento de la producción total de los estados que votaron a Clinton y Bush. Como bien podemos ver en las gráficas, el rendimiento de la economía fue un factor realmente importante que contribuyó a que los demócratas ganaran: los estados que votaron a Bill Clinton experimentaron un crecimiento negativo en 1991, mientras que no fue así en el caso de los estados que votaron a Bush. Sin embargo, si examinamos el rendimiento de la economía de ambos grupos entre 1993 y 1996, las tasas de crecimiento de los estados rojos se situaron visiblemente por encima de su media histórica con respecto a los

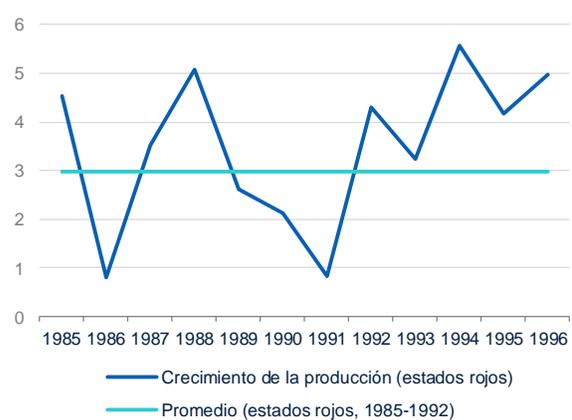
estados azules. Es decir, al igual que hemos visto para las elecciones de 2016, los estados no parecían beneficiarse de una forma desproporcionada de los candidatos que elegían.

Gráfica 5.5 **TASAS DE CRECIMIENTO TOTAL DE LA PRODUCCIÓN EN LOS ESTADOS AZULES (%)**



Fuente: BEA, Haver y BBVA Research

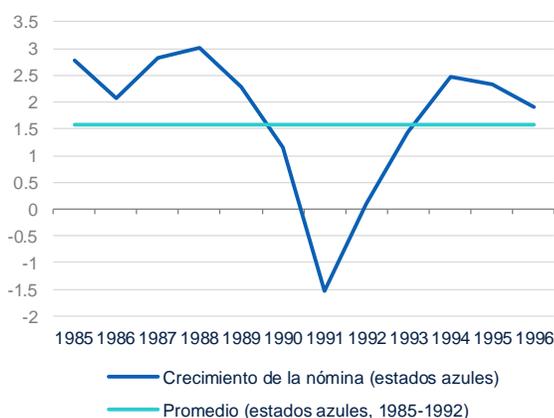
Gráfica 5.6 **TASAS DE CRECIMIENTO TOTAL DE LA PRODUCCIÓN EN LOS ESTADOS ROJOS (%)**



Fuente: BEA, Haver y BBVA Research

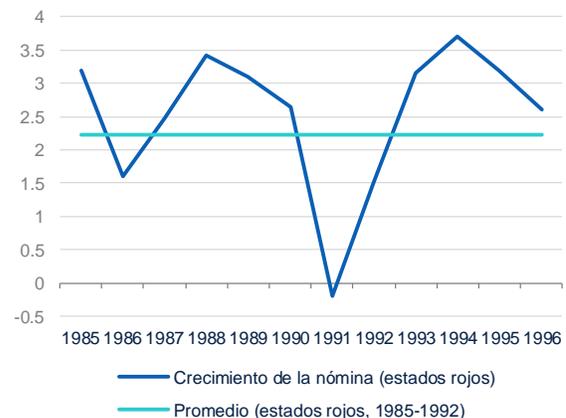
Los datos sobre el empleo recogidos en las gráficas 5.7 y 5.8 confirman la proyección de que los estados rojos superaron en términos de producción a los estados azules durante el primer mandato de la presidencia de Bill Clinton. Desde 1993 a 1996, la ganancia media de masa salarial fue del 0,45% al año para los estados azules, y del 0,95% al año para los estados rojos. Además, parece que el recorte más profundo en el empleo en torno al año 1991 y su consiguiente recuperación más lenta en los estados azules pudieron contribuir a la victoria demócrata.

Gráfica 5.7 **TASAS DE CRECIMIENTO TOTAL DE LA MASA SALARIAL EN LOS ESTADOS AZULES (%)**



Fuente: BEA, Haver y BBVA Research

Gráfica 5.8 **TASAS DE CRECIMIENTO TOTAL DE LA MASA SALARIAL EN LOS ESTADOS ROJOS (%)**



Fuente: BEA, Haver y BBVA Research

Conclusión

Intuitivamente, los estados rojos (azules) se deberían beneficiar más de que gobierne un presidente republicano (demócrata). Sin embargo, según nuestro análisis de los datos del empleo y la producción a nivel de estado, es posible que a las economías estatales no les vaya mejor en función del presidente que elijan.

Sin embargo, conviene destacar que nuestros resultados no son concluyentes. En cierto sentido, estamos presentando un rompecabezas que muestra la incoherencia entre la teoría y los datos. Debemos tener en cuenta dos salvedades en nuestra metodología que pueden contribuir a este hallazgo aparentemente contradictorio. Primero, el efecto de las políticas podría ser a largo plazo en vez de a corto plazo. Como solo se han considerado los dos primeros años de la administración Trump y los cuatro primeros años de la administración Clinton, es posible que el resultado no capture el impacto a largo plazo. En segundo lugar, como estamos usando agregados de empleo y productividad estatales, el rendimiento de la economía de estados de mayor tamaño (por ejemplo, California y Texas) pueden predominar en nuestros resultados. Dada la diversidad de sectores en los estados grandes, el efecto de las políticas específicas de la industria podría ser menos significativo para ellos que para los estados de menor tamaño.

6. Situación del sector inmobiliario comercial

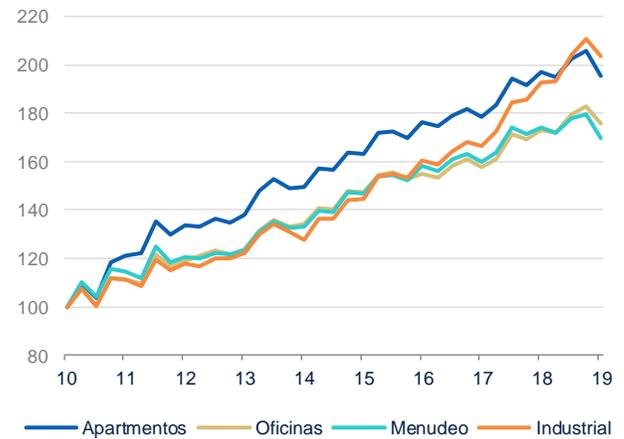
En términos generales, los indicadores fundamentales del sector inmobiliario comercial (CRE, por sus siglas en inglés) continúan siendo sólidos a pesar del aumento en los inventarios y de algunos efectos adversos seculares en los segmentos minoristas y de oficinas. El prolongado periodo de expansión y una política monetaria favorecedora han propiciado el aumento de la inversión y la construcción, que han dado lugar a desocupaciones que tocaron fondo en todos los segmentos en 2016. El índice de precios del CRE de la Reserva Federal alcanzó su nivel récord en el primer trimestre de este año¹³, superando en un 18,6% el máximo alcanzado en la fase de expansión anterior (Gráfica 6.1). El aumento en los precios se ha visto acompañado de un crecimiento proporcional de los ingresos operativos netos, por lo que la tasa de capitalización (cap)¹⁴ ha continuado siendo favorable a pesar de cierta compresión desde 2016. Este artículo se hace eco de la reciente evolución del sector inmobiliario comercial y presenta nuestra perspectiva sobre los tres segmentos del CRE: apartamentos, oficinas y minoristas.

Gráfica 6.1 **ÍNDICE DE PRECIOS DEL CRE DEL FRB (AJUSTADO ESTACIONALMENTE)**



Fuente: BBVA Research y Reserva Federal

Gráfica 6.2 **ÍNDICE DE PRECIOS BASADO EN TRANSACCIONES DEL NCREIF (100=1T10)**



Fuente: BBVA Research y NCREIF

Apartamentos

Tras la Gran Recesión, se produjo una fuerte demanda de apartamentos, reforzada por las tendencias cíclicas y a largo plazo. Los jóvenes, que se trasladaron en masa a las grandes áreas estadísticas metropolitanas han impulsado el segmento de apartamentos. También han influido en la demanda de alquiler otras causas como el retraso en la adquisición de viviendas unifamiliares, las inciertas perspectivas laborales, los altos saldos de deuda de los estudiantes, los estrictos criterios en la concesión de préstamos hipotecarios y los altos requisitos en pagos de entrada. Al mismo tiempo, ha aumentado la demanda por parte de los estadounidenses de mayor edad que buscan

¹³ Tras el ajuste estacional

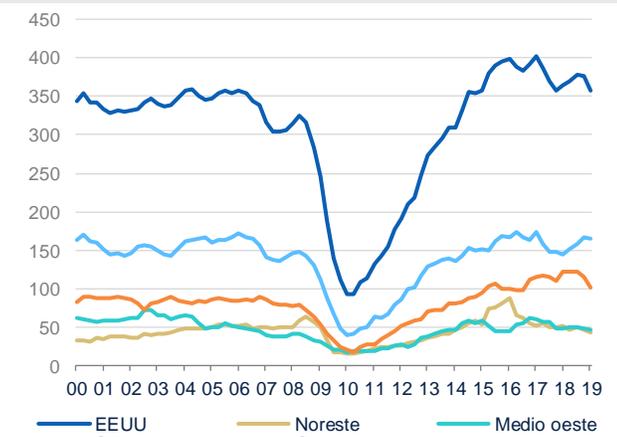
¹⁴ La tasa de capitalización es la relación de los ingresos operativos netos anuales derivados de las propiedades inmobiliarias y su valor de mercado.

opciones de vivienda de bajo mantenimiento.¹⁵ La fuerte demanda de apartamentos ha dado lugar a un repunte de la construcción de viviendas multifamiliares en todas las regiones (Gráfica 6.3). En 2015, el número de construcciones de viviendas multifamiliares superó las cifras alcanzadas antes de la Gran Recesión, pero la construcción se ralentizó ligeramente después como respuesta a la creciente tasa de desocupación.

De cara al futuro, el segmento estará sujeto a subidas más leves de los alquileres dado el ligero aumento de la tasa de desocupación y la disponibilidad de nuevos apartamentos en el mercado como consecuencia del número de proyectos iniciados en los últimos años. Para 2020, se espera que disminuya el número de ejecuciones de obras de apartamentos, lo que contribuirá a estabilizar la tasa de desocupación.

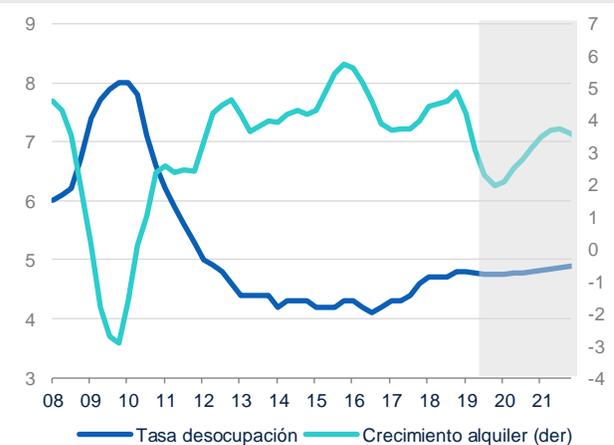
Dicho esto, las condiciones varían en función de la AEM. Las Vegas y Phoenix (con un 6% a/a), y Atlanta y Orlando (con un 4% a/a) han experimentado una subida por encima de la media de los alquileres propiciada por un mayor crecimiento del empleo y niveles sólidos de accesibilidad. Al mismo tiempo, las poblaciones que experimentaron unas subidas de los alquileres muy altas están sufriendo una desaceleración en el crecimiento del alquiler debido a la menor accesibilidad, como San Francisco, por ejemplo, que registra un crecimiento del alquiler en torno al 2% a/a.

Gráfica 6.3 **CONSTRUCCIONES INICIADAS DE UNIDADES MULTIFAMILIARES (MILES, PROMEDIO MÓVIL DE 4 TRIMESTRES)**



Fuente: BBVA Research y Oficina del Censo

Gráfica 6.4 **DESOCUPACIÓN DE APARTAMENTOS Y ALQUILER EFECTIVO (% Y % A/A)**



Fuente: BBVA Research y REIS

Los precios de los apartamentos por unidad (Gráfica 6.5) a nivel nacional han aumentado desde 2009, aunque con alguna oscilación que otra. Esperamos que los precios mantengan tendencias alcistas, pero con una trayectoria menos acusada. El aumento de las nuevas ejecuciones de obras que se incorporan al mercado podría dar lugar a una desaceleración temporal.

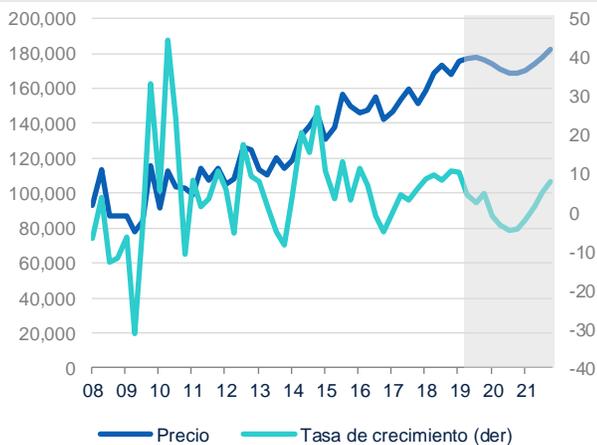
Las condiciones variarán a nivel local. Mercados como Detroit, Portland, Baltimore, Minneapolis y Seattle ya están experimentando una bajada en los precios debido al gran aumento de la oferta, la apreciación anterior y un

15 Jordan Rappaport. Millennials, Baby Boomers and Rebounding Multifamily Home Construction. <https://www.kansascityfed.org/~media/files/publicat/research/macrobulletins/mb15rappaport0623.pdf?la=en>

crecimiento más lento del esperado de la economía local, entre otros factores. Al mismo tiempo, los precios de los apartamentos aumentan significativamente en mercados tales como Cleveland, Tampa y Atlanta. Los lugares que se han recuperado con posterioridad en el ciclo expansivo ofrecen en la actualidad oportunidades relativamente mejores para la inversión.

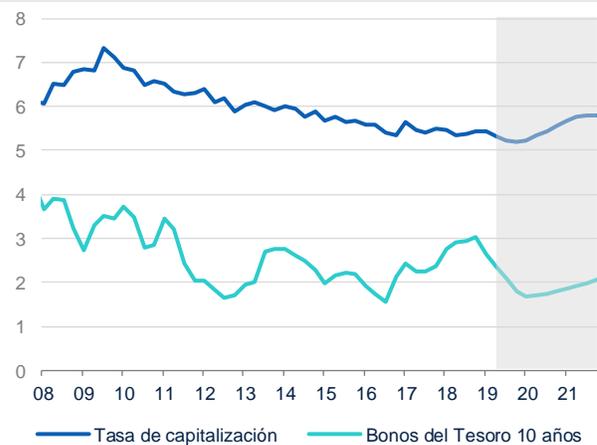
De cara al futuro, esperamos que las tasas de capitalización descieran a corto plazo, pero que comiencen a aumentar posteriormente al mismo tiempo que los tipos de interés toquen fondo (Gráfica 6.6). El diferencial entre las tasas de capitalización de los apartamentos y los bonos del Tesoro de Estados Unidos (la prima de riesgo de la tasa de capitalización) ha sido favorable en términos generales, a pesar de cierta compresión desde comienzos de 2018. Se espera que la prima de riesgo se recupere a niveles registrados entre 2009 y 2016, a medida que se incorpore el riesgo de recesión en las tasas de rentabilidad requeridas por los inversores.

Gráfica 6.5 **PRECIOS DE LOS APARTAMENTOS (USD POR UNIDAD Y % A/A)**



Fuente: BBVA Research y RCA

Gráfica 6.6 **TASAS DE CAPITALIZACIÓN DE LOS APARTAMENTOS Y TIPOS DE INTERÉS (%)**



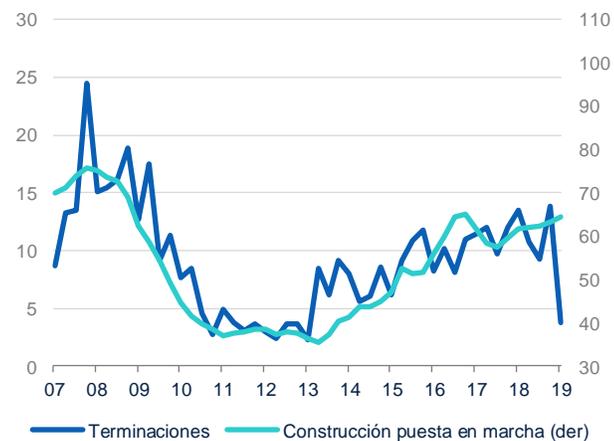
Fuente: BBVA Research y RCA

Oficinas

El empleo ha aumentado sustancialmente durante la fase de expansión actual, lo que ha dado lugar a un aumento de la demanda de espacio de oficinas. Sin embargo, esto no ha sido suficiente para impulsar la nueva construcción por encima de las cuotas alcanzadas en el ciclo anterior (Gráfica 6.7). Por el contrario, la mayor normalización del teletrabajo y otras tendencias, como el trabajo cooperativo, los espacios de ocupación rotativa y los puestos flotantes, o las oficinas con una organización flexible han favorecido la reducción del espacio medio destinado a los trabajadores. A pesar de los niveles moderados de construcción, la tasa de desocupación continúa siendo elevada y da lugar a un modesto crecimiento de los alquileres. Con independencia de esta situación, consideramos que el segmento del CRE está relativamente equilibrado.

A comienzos del año, la menor desocupación se registró en Nueva York, San Francisco, Seattle y Washington, DC, y la mayor en Detroit, Houston y Phoenix. De cara al futuro, esperamos que las tasas de desocupación aumenten de forma gradual y que se mantenga la tendencia que comenzó a principios de 2017. Esto dará lugar a un crecimiento de los alquileres más débil (Gráfica 6.8). Sin embargo, algunas ciudades como San Francisco experimentarán un crecimiento de los alquileres más acusado que las partes menos dinámicas económicamente del país.

Gráfica 6.7 **EJECUCIONES DE OBRAS DE OFICINAS E INVERSIÓN REAL (MILL. M 2 Y MILES DE MILLONES DE USD EN 2012)**



Fuente: BBVA Research, REIS y Oficina del Censo

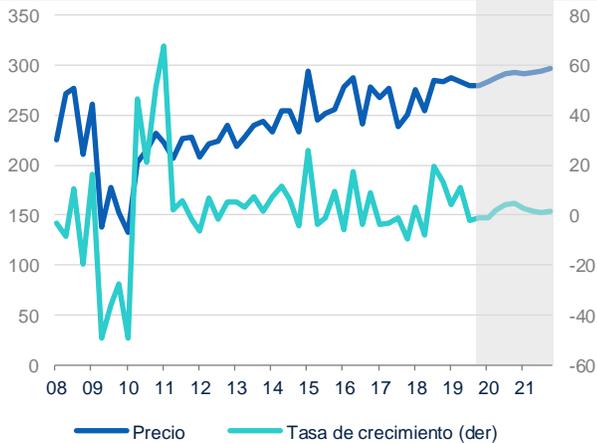
Gráfica 6.8 **DESOCUPACIÓN DE OFICINAS Y ALQUILER EFECTIVO (% Y % A/A)**



Fuente: BBVA Research y REIS

Los precios de las oficinas han aumentado lentamente, pero de forma uniforme a lo largo de los últimos nueve años. Prevedemos que esta tendencia se mantenga, pero a un ritmo ligeramente inferior y que registre cierta volatilidad (Gráfica 6.9). Cabría esperar diferencias importantes según las distintas ubicaciones. Las oficinas en la periferia continuarán ofreciendo un rendimiento inferior en comparación con los distritos empresariales centrales, como ha sido el caso a lo largo de la fase de expansión actual. Las áreas metropolitanas dinámicas que muestran una ventaja competitiva en la economía del conocimiento y un grado razonable de accesibilidad continuarán atrayendo nuevos residentes y empresas. Es posible que las zonas que han experimentado altos niveles de construcción de oficinas a lo largo de la fase de expansión actual se enfrenten a algunos factores adversos, pero muy probablemente continuarán siendo atractivas para los nuevos residentes y empresas.

Gráfica 6.9 **PRECIOS DE LAS OFICINAS**
(USD POR M² Y % A/A)



Fuente: BBVA Research y RCA

Gráfica 6.10 **TASAS DE CAPITALIZACIÓN DE LAS OFICINAS Y TIPOS DE INTERÉS (%)**



Fuente: BBVA Research y RCA

La tasa de capitalización media de las oficinas ha sido favorable, pero esperamos que desciendan ligeramente a corto plazo debido a los menores tipos de interés, antes de que crezcan (Gráfica 6.10). Se espera que la prima de riesgo de la tasa de capitalización se amplíe a lo largo del tiempo, teniendo en cuenta el aumento en los riesgos cíclicos, así como las tendencias a largo plazo, tales como el aumento del teletrabajo, los espacios de ocupación rotativa y la mayor densidad de espacios de oficina.

Segmento minorista

La tendencia más importante que impacta en el CRE del segmento minorista en la fase de expansión actual ha sido la dependencia del crecimiento de los consumidores en el comercio electrónico. Aunque las ventas del sector minorista han aumentado un 46% a lo largo de los diez últimos años en términos nominales y un 29% en términos reales, se ha producido un crecimiento del porcentaje de las ventas a través de los canales en línea. En el primer trimestre de 2009, el 3,4% de las ventas del sector minorista tuvo lugar a través de Internet, mientras que hoy supera el 9%. Se espera que la cuota continúe aumentando. Aunque los efectos principales del comercio electrónico se han dejado sentir en propiedades de menor nivel, el impacto llegará a otros subsegmentos. Estas tendencias y riesgos limitarán la demanda de nuevos espacios físicos para el segmento minorista, dando lugar a una caída significativa en el gasto en construcción, que permanece a niveles inferiores previos a la recesión (Gráfica 6.11).

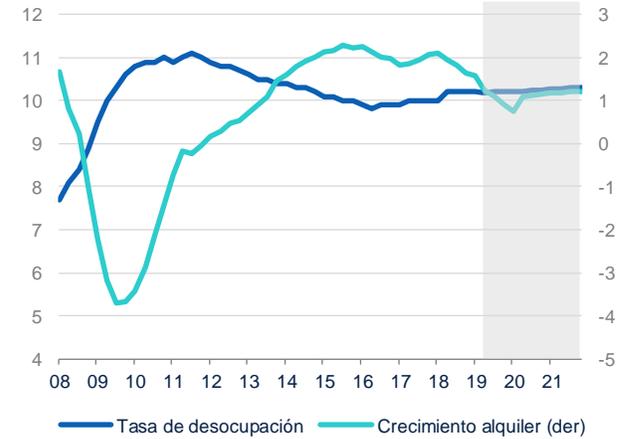
El ligero ascenso en las ejecuciones de obras entre 2014 y 2018 ha contribuido al aumento en las desocupaciones. Las tasas de desocupación del segmento minorista tienden a ser las más bajas en las áreas metropolitanas de la Costa Oeste y las más altas en Las Vegas y el Medio Oeste. Las desocupaciones también fueron relativamente altas en Dallas y Houston. Prevemos que las desocupaciones continúen aumentando, pero con cierta moderación debido al descenso en las ejecuciones de obras. Un mayor número de desocupaciones provocará un crecimiento de los alquileres más lento (Gráfica 6.12).

Gráfica 6.11 **EJECUCIONES DE OBRAS E INVERSIÓN REAL EN PROPIEDADES COMERCIALES NO RESIDENCIALES (MILL. M 2 Y MILES DE MILLONES DE USD EN 2012)**



Fuente: BBVA Research, REIS y Oficina del Censo

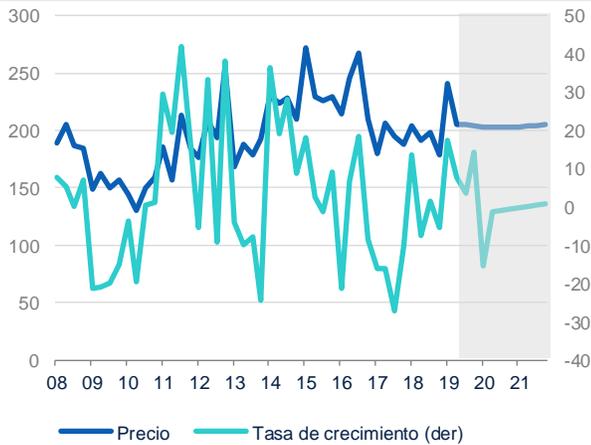
Gráfica 6.12 **DESOCUPACIÓN EN EL SEGMENTO MINORISTA Y ALQUILER EFECTIVO (% Y % A/A)**



Fuente: BBVA Research y REIS

Los alquileres actuales y previstos, las desocupaciones y los tipos de interés han mantenido los precios del segmento minorista sin variaciones en el espacio del CRE, que prevemos que se mantenga (Gráfica 6.13). Los modestos niveles de nueva construcción y el cambio de actividad de parte del inventario existente moderarán el impacto de los consumidores que confían más en el comercio electrónico y, por tanto, descenderá la afluencia de personas a los establecimientos físicos tradicionales. Independientemente de este hecho, los riesgos mantienen su tendencia a la baja. Se prevé que los establecimientos de más alto nivel en zonas económicamente dinámicas con una oferta limitada de inmuebles comerciales, como algunos lugares de la Costa Oeste, rindan mejor que los establecimientos de menor nivel en zonas menos atractivas o áreas que hayan experimentado un aumento de la oferta. Se espera que las tasas de capitalización continúen creciendo a pesar de los tipos de interés más bajos (Gráfica 6.14) debido a la ampliación de la prima de riesgo.

Gráfica 6.13 **PRECIOS DEL SEGMENTO MINORISTA**
(USD POR M² Y % A/A)



Fuente: BBVA Research y RCA

Gráfica 6.14 **TASAS DE CAPITALIZACIÓN EN EL SEGMENTO MINORISTA Y TIPOS DE INTERÉS**
(%)



Fuente: BBVA Research y RCA

Conclusión

Se espera que el CRE registre una buena evolución en los dos próximos años, ya que el mercado se encuentra relativamente equilibrado. Dicho esto, es probable que se produzca una desaceleración de los alquileres, así como un aumento de los precios a medida que salga al mercado nuevo inventario. El teletrabajo, los espacios de ocupación rotativa y la mayor densidad de espacio de oficinas continúan siendo fuentes de riesgo a la baja en el segmento de las oficinas, mientras que el comercio electrónico se presenta como un reto importante para el segmento minorista. Las valoraciones en los sectores de apartamentos y oficinas han aumentado en los últimos años y se han mantenido fijos en el segmento minorista. Prevemos un aumento en el cambio de actividad de algunas de las propiedades que se enfrentan a una demanda especialmente baja en su formato actual. Se espera que las tasas de capitalización aumenten con la ampliación de la prima de riesgo, en especial, en el segmento minorista. A pesar de los riesgos a la baja cíclicos, las condiciones del CRE continuarán siendo sólidas.

7. Previsiones

Cuadro 7.1 PREVISIONES MACRO DE ESTADOS UNIDOS

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019 (p)	2020 (p)	2021 (p)	2022 (p)
PIB real (% anualiz. y desestac.)	2.2	1.8	2.5	2.9	1.6	2.4	2.9	2.5	2.0	2.0	1.9
PIB real (contribución, pp)											
Consumo privado (PCE)	1.0	1.0	2.0	2.5	1.9	1.8	2.1	1.8	1.6	1.4	1.3
Inversión fija bruta	1.6	1.1	1.0	0.9	-0.2	0.8	0.9	0.6	0.4	0.8	0.9
No residencial	1.2	0.5	1.0	0.3	0.1	0.6	0.9	0.5	0.5	0.7	0.8
Residencial	0.3	0.3	0.1	0.3	0.2	0.1	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0
Exportaciones	0.5	0.5	0.6	0.1	0.0	0.5	0.4	0.1	0.5	0.7	0.6
Importaciones	-0.5	-0.3	-0.8	-0.9	-0.4	-0.8	-0.8	-0.3	-0.7	-0.9	-0.9
Gobierno	-0.4	-0.5	-0.2	0.3	0.3	0.1	0.3	0.5	0.3	0.0	0.1
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	164	151	135	113
Precios al consumidor (% a/a)	2.1	1.5	1.6	0.1	1.3	2.1	2.4	1.7	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	-3.4	-3.8	-4.6	-4.1	-4.2	-4.7
Cuenta corriente (bdp, % PIB)	-2.6	-2.1	-2.1	-2.2	-2.3	-2.3	-2.3	-2.2	-2.2	-2.3	-2.4
Tasa objetivo Fed (% , fdp)	0.25	0.25	0.25	0.50	0.75	1.50	2.50	2.00	1.75	1.75	2.25
Índice precios viv. Core Logic (% a/a)	4.0	9.7	6.8	5.3	5.4	5.9	5.8	3.5	3.2	3.2	3.5
Valores tesoro 10 años (rend. % , fdp)	1.72	2.90	2.21	2.24	2.49	2.40	2.83	1.71	1.82	2.09	2.45
Precio del Brent (dpb, promedio)	111.7	108.7	99.0	52.4	43.6	54.3	71.1	64.0	55.4	60.8	60.0

(p): previsión

Fuente: BBVA Research

Cuadro 7.2 **CRECIMIENTO DEL PIB REAL POR ESTADOS EN EEUU, %**

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

(f): forecast

Source: BBVA Research

AVISO LEGAL

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Adrián Casillas
adrian.casillas@bbva.com

Kan Chen
kan.chen@bbva.com

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

Marcial Nava
marcial.nava@bbva.com