

# Situación Estados Unidos

Primer trimestre 2020



## Índice

1. Editorial .....	3
2. Situación EE. UU. ¿Arrasarán las catástrofes de Boeing y el coronavirus con la mayor expansión de la historia de EE. UU.?.....	5
3. La Fed intenta mantener la economía estadounidense a pleno rendimiento mientras engrasa sus principales motores .....	14
4. Perspectivas del sector inmobiliario .....	18
5. Evaluación del rendimiento industrial .....	25
6. Los tuits del presidente y la economía .....	33
7. Previsiones.....	40

Fecha de cierre: 7 de febrero de 2020

# 1. Editorial

Las nuevas tecnologías y la digitalización de la economía mundial generan asombrosas oportunidades. Según datos recientes, 4.100 millones de personas (más del 50% de la población mundial) tienen acceso a Internet en estos momentos, y más de dos tercios de la población poseen un dispositivo móvil. Además, gracias a la expansión del Internet de las cosas (IoT), que contribuye a conectar entornos físicos y digitales, se espera que para 2030 haya 500.000 millones de dispositivos conectados, desde frigoríficos inteligentes hasta «wearables» para hacer ejercicio.

No obstante, el aumento de la conectividad también implica una mayor vulnerabilidad frente a los ciberataques. Así, somos testigos de incidentes que abarcan desde filtraciones de datos de agencias de crédito y proveedores de servicios de atención sanitaria, hasta secuestros de sistemas informáticos completos, pasando por suplantaciones de identidad (phishing) de dispositivos móviles o ransomware. Estos ejemplos nos llevan a pensar que los riesgos cibernéticos prometen ser tan ubicuos como la propia conectividad. Millones de personas podrían estar expuestos a ataques contra la red eléctrica, sistemas de pago, centrales nucleares, infraestructuras de canalización, sistemas de transporte aéreo o instalaciones militares. No es de extrañar que la ciberseguridad sea uno de los mayores retos globales, junto con el cambio climático, las pandemias, las armas de destrucción masiva, la inestabilidad social y los conflictos geopolíticos. Jerome Powell, presidente de la Fed, afirmó recientemente que los ciberataques constituyen uno de los principales peligros para el sistema financiero. De acuerdo a Cybersecurity Ventures,<sup>1</sup> los perjuicios derivados del cibercrimen podrían alcanzar los 6 billones de USD en 2021, lo que equivale al 6% del PIB mundial. Estas cifras son notablemente superiores a las de otros delitos graves, como el tráfico de drogas, el hurto y la piratería marítima.

En lo que respecta a las personas y las empresas, los riesgos asociados a los ciberataques se perciben como uno de los peligros más inmediatos y costosos. Algunos ejemplos son la invasión de la intimidad e infracciones de datos confidenciales, la destrucción total o parcial de datos, el robo de activos financieros, el fraude y la malversación, así como el robo de propiedad intelectual, registros personales y datos financieros. Las víctimas se enfrentan a pérdidas de productividad, interrupciones de la actividad empresarial posteriores al ataque, investigaciones forenses, restauraciones y eliminaciones de los datos y los sistemas pirateados, y al efecto que esto pueda tener en su reputación. Los sectores que reciben la mayoría de los ataques son el sanitario, el de la energía, el financiero, el industrial, el gubernamental y el farmacéutico, y los que se ven menos afectados por ellos son el sector de la investigación, el del comercio minorista, el de los medios de comunicación y la hostelería.

Para muchas empresas, especialmente las pymes, que reciben más del 50% de la totalidad de los ataques, las consecuencias de la pérdida de ingresos, la interrupción de la actividad empresarial, los períodos de inactividad de los sistemas, la pérdida de clientes y las dificultades de adquisición de clientes pueden conducir a la bancarrota. En 2018, la media mundial de infracciones de seguridad de todas las empresas ascendió a 145, y el coste medio del cibercrimen fue de 13 millones de USD. En EE. UU., el coste medio fue de 27,4 millones de USD, lo que supone un aumento anual de casi el 30%. Pese a todo, muchas empresas perciben que las pérdidas derivadas de la piratería informática son gajes de la actividad empresarial o que la integración de las funciones de ciberseguridad es secundaria para que el producto salga al mercado. Además, las nuevas medidas de protección de datos, como el

1: <https://cybersecurityventures.com/cybercrime-damages-6-trillion-by-2021/>

Reglamento general de protección de datos (RGPD) de Europa y la ley californiana de privacidad del consumidor («California Consumer Privacy Act»), suponen más costes de regulación.

De cara al futuro, esperamos que el subsector de la ciberseguridad presente un gran dinamismo y demande bastantes más recursos para mitigar y gestionar los riesgos. Es decir, que se vincule más a la automatización, los análisis avanzados y la inteligencia de seguridad, por ejemplo. Para ello, será necesario un aumento significativo de la oferta de profesionales altamente cualificados. De hecho, en 2019, EE. UU. experimentó una carencia de más de 300.000 trabajadores en puestos de ciberseguridad. Además, en diez años, aumentará un 32% la contratación de analistas de seguridad de la información, un perfil de ocupación que se encontrará entre los 6 primeros del total de 325. Para 2021, la escasez global de profesionales de este ámbito podría alcanzar los 3,5 millones. Además, esperamos que la inversión privada se mantenga sólida. En los últimos tres años, el capital riesgo de las empresas emergentes de ciberseguridad alcanzó una media de casi 9.000 millones de USD anuales, y el gasto a nivel mundial podría ascender a un total de 1 millón de USD entre 2020 y 2025. Estas tendencias impulsarán las posibilidades de negocio actuales y nuevas (como los ciberseguros, la consultoría y el desarrollo de software), incrementarán las oportunidades de financiación y amplificarán las ventajas de la innovación, el IoT, las nuevas tecnologías y las cadenas de suministro. Esto, a su vez, respaldará la creación de empleo, la confianza y el aumento de la productividad, de forma que el bienestar económico y los estándares de vida también mejorarán.

## 2. Situación EE. UU. ¿Arrasarán las catástrofes de Boeing y el coronavirus con la mayor expansión de la historia de EE. UU.?

Mantenemos nuestro escenario de referencia, que contempla un crecimiento del 1,8% en 2020 y del 2% en 2021. La amenaza que presenta el coronavirus para el crecimiento mundial en 2020 está contrarrestando el impulso positivo de principios de año, cuando observábamos cómo las proyecciones de recesión estadounidense basadas en modelos registraban los valores más bajos de los últimos 18 meses. De hecho, después del fuerte repunte en los mercados financieros durante el 4T19, la amenaza de una pandemia mundial está afectando negativamente a la confianza del mercado. El ajuste de los tipos de interés de mitad de ciclo y un cambio del sentimiento empresarial deberían respaldar el crecimiento del sector residencial e impulsar la inversión privada no residencial en capital fijo. Además, el descenso de la inactividad en el mercado laboral y la desaceleración del crecimiento apuntan a que la generación de empleo no agrícola se ralentizará a lo largo del año, mientras que la falta de presiones por parte de la oferta sugiere que la inflación seguirá siendo débil.

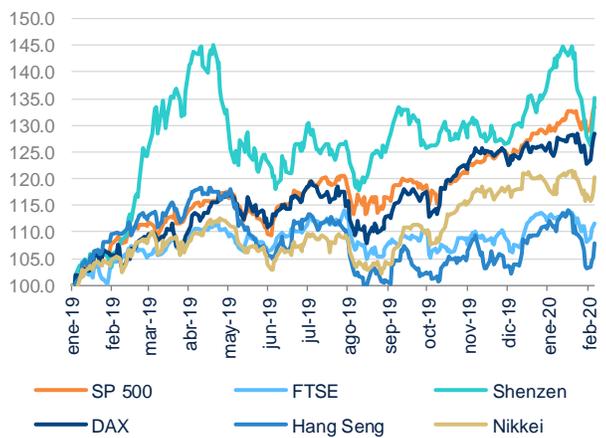
La confianza del mercado financiero mejoró en el 4T19 gracias a la reorientación de los esfuerzos de la Fed por reponer las reservas bancarias, a una menor incertidumbre fiscal, a la moderación de las tensiones comerciales, a una mayor claridad en relación con el Brexit y a unas perspectivas de crecimiento mundial ligeramente más optimistas. Desde septiembre, los índices generales de cotización bursátil, como el S&P 500, aumentaron en torno a un 10,1% para finales de enero, además de que otros índices de menor capitalización, como el Russell 3000, también experimentaron un importante aumento. La volatilidad implícita en el mercado reflejó la reducción de los riesgos idiosincrásicos. Prueba de ello es el descenso que experimentó el VIX durante la mayor parte del período. Las tasas de rentabilidad nominal del Tesoro también aumentaron durante el 4T19, mientras que las expectativas de una inflación al alza constriñeron los bonos del Tesoro indexados a la inflación, lo que implicó una reducción de los tipos reales ajustados por la prima a plazo.

Por otra parte, una menor aversión al riesgo y unas condiciones de financiación favorables generaron un aumento en los seguros de bonos de deuda corporativa no financiera, así como una compresión de los diferenciales. Desde principios del 4T19, los diferenciales aplicados a los bonos de grado de inversión y de grado especulativo descendieron un 9,2% y un 11,3%, respectivamente. Probablemente, el aumento de la caída relativa de los bonos de grado especulativo se deba a subidas relativas más pronunciadas en 2019, a la reducción de los riesgos de suceso extremo y a la mejora del horizonte de inversión y beneficios corporativos. Dicho esto, debido al miedo a los efectos adversos del coronavirus, los diferenciales de los bonos de alta rentabilidad (BB, B CCC) se han disparado unos 800 pb de media.

Además, las condiciones por parte de la oferta en el sector bancario se han mantenido favorables para el consumidor: parece que la disposición de los bancos a prestar dinero podría mejorar en el 1T20. En el ámbito comercial, la atracción de la banca por los créditos inmobiliarios comerciales y los préstamos comerciales e industriales ha disminuido, pero sigue siendo positiva en el caso de grandes proyectos comerciales e industriales y de bienes inmuebles comerciales.

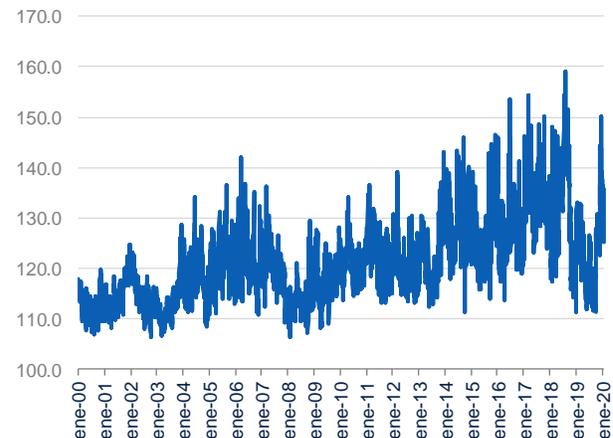
La volatilidad de los mercados de financiación a corto plazo parece disminuir después de su oscilación en septiembre. La Fed ha seguido comprando letras del Tesoro a un ritmo de alrededor de 60.000 millones de USD al mes y ha mantenido sus operaciones de repo con un saldo pendiente de unos 200.000 millones de USD. Hasta ahora, el compromiso por estabilizar los tipos de los fondos monetarios ha logrado satisfacer el ansia de reservas del mercado, pero el amplio régimen de estas ha justificado más ajustes del interés pagado por el exceso de reservas, que se ha incrementado en 5 pb.

Gráfica 2.1 **PRECIOS DE RENTA VARIABLE**  
(ENE-2019=100)



Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

Gráfica 2.2 **RIESGO DE SUCESO EXTREMO**  
SEGÚN CBOE SKEW (INDEX)



Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

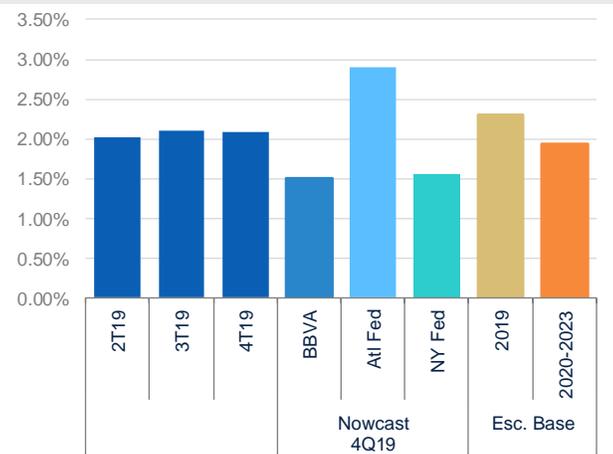
El impulso positivo generado en el 4T19 se ha resentido debido a las continuas dificultades de contención del coronavirus de Wuhan (COVID-2019). De hecho, las tasas de rentabilidad nominales han descendido hasta registrar los valores más bajos de los últimos 3 meses, y el impulso de los precios de la renta variable se ha estancado. Además, el riesgo de suceso extremo también ha aumentado según las mediciones del CBOE Skew Index. Aunque esperamos que el impacto del coronavirus se limite en gran medida al 1T20, es probable que la volatilidad de los mercados se mantenga hasta que haya pruebas convincentes de que el brote está bajo control.

## Las suspensiones del Boeing Max y la persistencia de la epidemia empañan las señales favorables

El informe de avance del PIB del 4T19 siguió reflejando un entorno de crecimiento poco entusiasta, con menos contribuciones del consumo, una inversión privada débil y señales engañosas relativas al comercio exterior. De hecho, el crecimiento del sector privado (sin contar con la continua volatilidad del comercio y el inventario relacionada con las negociaciones comerciales en curso y las suspensiones del Boeing 737 MAX) fue del 1,2% términos intertrimestrales anualizados. En el ámbito público, la reducción de las restricciones fiscales a nivel federal y el aumento de los gastos a nivel local y estatal incrementaron el consumo y los desembolsos del gobierno en un 3,6% y un 2,2% en términos intertrimestrales anualizados, respectivamente. Como resultado, en línea con nuestro escenario de referencia, la tasa de crecimiento medio en 2019 fue del 2,3%.

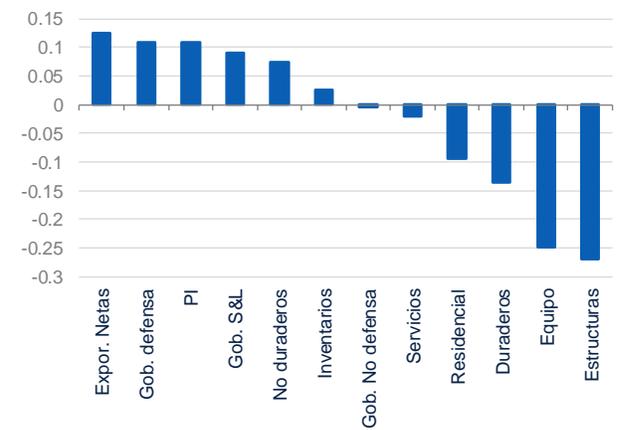
La serie de desafortunados contratiempos de 2019 (el débil crecimiento mundial, la incertidumbre en torno al Brexit, las tensiones comerciales entre EE. UU. y China y las alteraciones de las industrias automovilística y aeronáutica) produjeron resultados atípicos. Por ejemplo, las exportaciones netas restaron solo 16 pb del crecimiento en 2019, aproximadamente la mitad que las de 2017 (28 pb) y 2018 (29 pb). Además, debido al desplome de las ventas de Boeing, los inventarios de aeronaves crecieron rápidamente en la segunda mitad de 2019, lo que contrarrestó parte del impacto que la débil demanda mundial tuvo sobre el crecimiento del inventario a principios de año.

Gráfica 2.3 **PIB REAL(% t/t)**



Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

Gráfica 2.4 **DIFERENCIAL DE CRECIMIENTO DEL PIB EN 2019, MEDIA DE 2017-2018 (P.P.)**



Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

Los ajustes de mitad de ciclo de la Fed, que influyeron positivamente en la asequibilidad de la vivienda y la confianza de las constructoras, provocaron un espectacular repunte de la inversión residencial en el 2S19. De hecho, la inversión en viviendas unifamiliares creció un 12,8% en términos intertrimestrales anualizados en el 4T19. En cambio, los sectores que tienden a verse más negativamente afectados por las tensiones comerciales, como el de inversión en equipos y el de consumo de bienes duraderos, se ralentizaron considerablemente. Por su parte, la inversión en estructuras no residenciales se contrajo, lo que se debe, en parte, a la bajada de los precios de las materias primas.

Aunque se han observado indicios de que una política monetaria más acomodaticia y una reducción de las tensiones comerciales han influido positivamente en la confianza empresarial y de los consumidores, las realidades asociadas a la actual expansión de finales de ciclo con una atonía de recursos limitada y la cabida de una postura más acomodaticia de las políticas sugieren que el crecimiento seguirá convergiendo con el potencial.

En cuanto a los consumidores, la demanda de adquisiciones irreversibles de gran envergadura disminuirá debido a mayores apuros en las finanzas domésticas, a presiones salariales moderadas y a la incertidumbre derivada de las políticas comerciales, lo que enfriará las perspectivas de consumo de bienes duraderos. Sin embargo, en el caso del sector de los servicios, esperamos que las condiciones estén a la par con 2017 y 2019, años en los que no se vieron tan afectadas por la expansión fiscal de 2018.

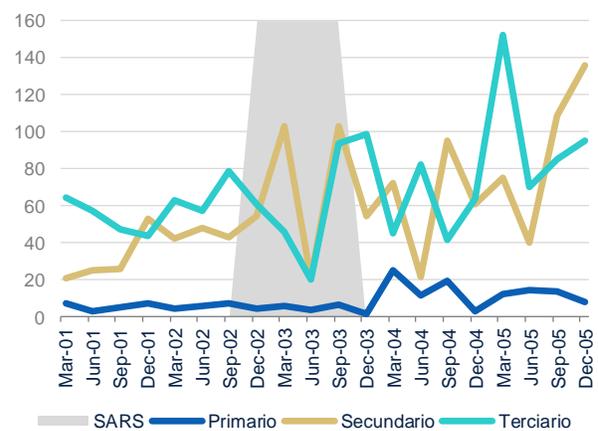
Aunque la estabilidad de las condiciones de la demanda podría impulsar los precios de la vivienda y erosionar una fracción de la mejora de la asequibilidad relacionada con el ajuste de mitad de ciclo, seguimos esperando que la actividad del sector residencial se mantenga fuerte. Por el contrario, nuestras expectativas son menos optimistas en lo que respecta a las inversiones no residenciales. Seguimos pensando que las dificultades derivadas del coronavirus y la gran incertidumbre comercial contrarrestarán cualquier impulso positivo generado por la reducción de los tipos de interés de 2019. Además, la suspensión de la producción del 737 MAX, con la consiguiente reducción de los inventarios, lastrará la inversión en inventarios y equipos de transporte; en un contexto en el que los bajos precios de las materias primas, la ralentización de la actividad empresarial y los modestos planes de gasto en bienes de capital en 2020 sugieren que la inversión en el sector del petróleo y el gas seguirá siendo selectiva.

Gráfica 2.5 **EXPORTACIONES DE AERONAVES E INVERSIÓN PRIVADA EN EQUIPOS DE TRANSPORTE (EXCL. AUTOM.)**  
(EN MM USD Y TAD DE MM USD)



Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

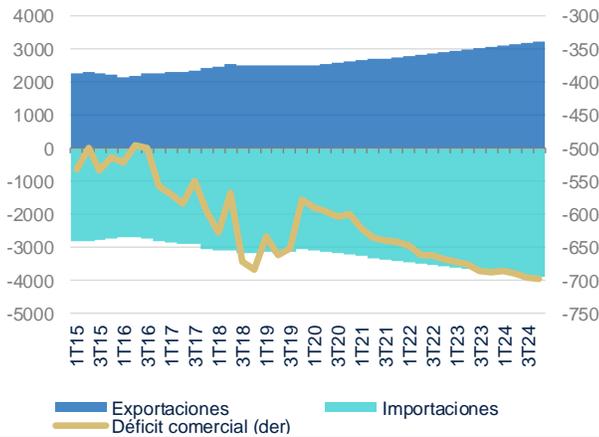
Gráfica 2.6 **PIB CHINO**  
(EN MM RMB DE 2015 CON AJ. EST.)



Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

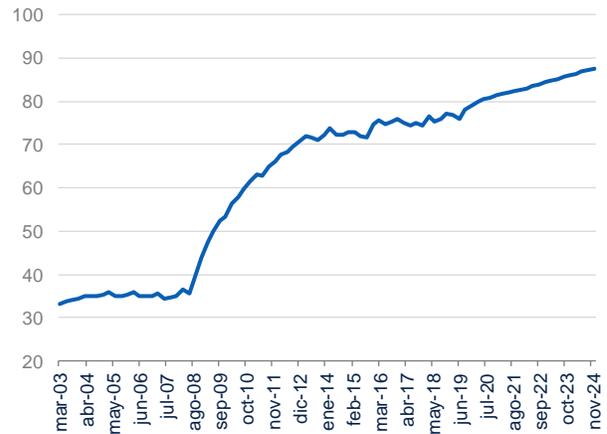
En lo que respecta al comercio, la primera fase del acuerdo entre EE. UU. y China debería servir para reducir la preocupación de que las tensiones, los aranceles y la actividad comercial entre los dos países aboquen a una situación insostenible. Sin embargo, la estructura del acuerdo y la naturaleza de los compromisos apuntan a que no se producirá ningún cambio importante en los flujos comerciales a nivel agregado en relación con 2019, especialmente teniendo en cuenta el impacto del COVID-2019. Además, aunque los flujos comerciales están abocados a ralentizarse a corto plazo, los grandes déficits por cuenta corriente estructural implican desequilibrios comerciales continuados.

Gráfica 2.7 **COMERCIO DE BIENES Y SERVICIOS DE EE. UU. (TAD DE MM USD)**



Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

Gráfica 2.8 **DEUDA PÚBLICA (% DEL PIB)**



Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

Aunque el USMCA, que se encuentra a la espera de la ratificación final de Canadá, posee el potencial de mejorar la competitividad nacional de algunas industrias, prevemos que su impacto será modesto a corto plazo. Además, los aranceles al acero y al aluminio recién anunciados contrarrestarán los efectos positivos de una menor presencia de incertidumbres y obstáculos relativos al comercio. A la luz de las fricciones a corto plazo asociadas al reequilibrio actual del comercio, nuestra línea base contempla que el equilibrio comercial se estrechará ligeramente hasta - 601.000 millones de USD o el 2,7% del PIB para finales de 2020.

Al igual que en 2018 y 2019, la política fiscal mantendrá su carácter acomodaticio, dado el nuevo aumento del gasto federal, de forma que impulsará la deuda pública hasta el 82,3% del PIB. Por su parte, los déficits anuales superarán el billón de dólares. Aparte de las preocupaciones por la estabilidad fiscal a largo plazo, esto debería contribuir a contrarrestar la ralentización del consumo privado y las inversiones. Además, hay señales de que los gobiernos estatales y locales están adoptando la misma postura, lo que se deja notar en un aumento del gasto nada desdeñable.

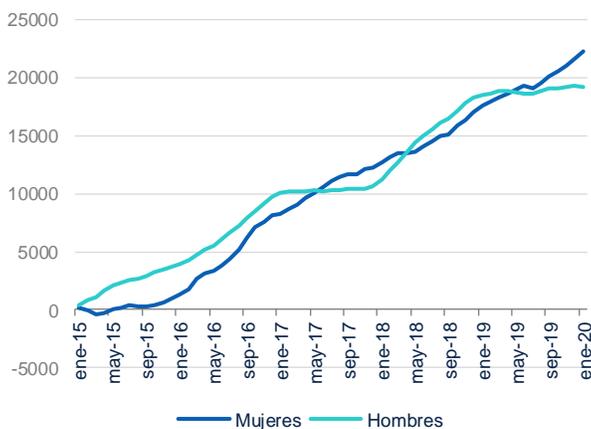
Nuestra referencia del PIB del 1,8% para 2020 sigue concordando con un escenario de convergencia con el PIB potencial y un entorno de riesgo equilibrado. Aunque muchos de los riesgos presentes en 2019 han disminuido, las dificultades, nada desdeñables, derivadas de las suspensiones de Boeing y el brote de COVID-2019, impiden pensar que la tormenta ha pasado.

## Los mercados laborales históricamente fuertes podrían mantener su impulso en 2020

Las condiciones del mercado laboral en 2019 fueron muy variadas. Por un lado, la tasa de desempleo cerró el año al 3,5%, solo 10 pb por encima del mínimo anterior del 3,4% en 1968. Además, el aumento estable de las contrataciones en el 2S19 impulsó las tasas mensuales de creación de empleo (176.000 puestos), muy por encima de los niveles necesarios para absorber la incorporación de nuevos trabajadores. Otros indicadores de utilización del mercado

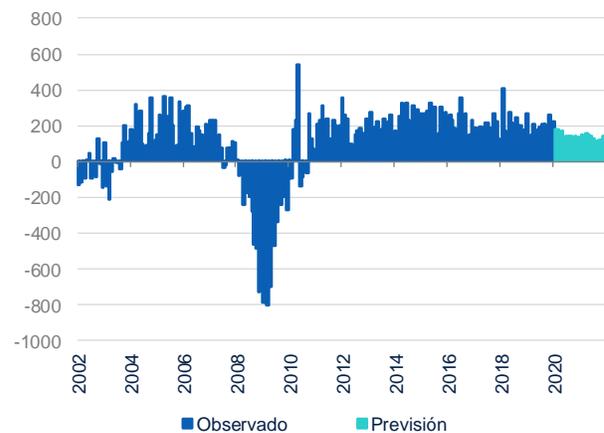
laboral más amplios, como la tasa U-6 de desempleo, también superaron los mínimos históricos anteriores observados en el año 2000. Así, la participación de trabajadores en edad de máximo rendimiento se encuentra ahora justo por debajo de los máximos previos a la crisis. En este contexto, las mujeres que se encuentran en la mejor edad activa siguen incorporándose al mercado laboral a un ritmo sin precedentes, mientras que la ratio de empleo en edad de máximo rendimiento con respecto a la población supera niveles previos a 2001 (80,4%).

Gráfica 2.9 **MANO DE OBRA CIVIL**  
(CRECIMIENTO ACUMULADO EN MILES)



Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

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



Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

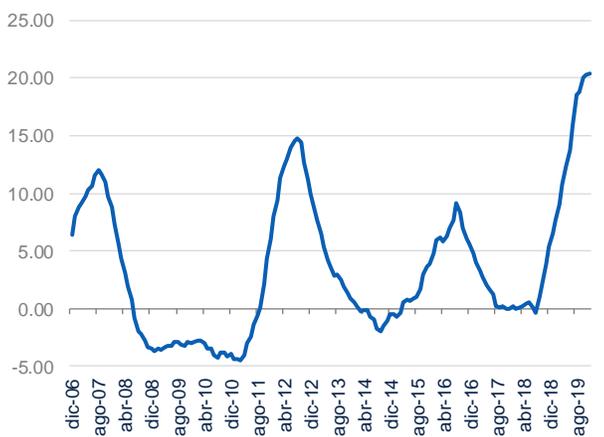
Por otro lado, los temores de final de ciclo, la incertidumbre respecto a las políticas comerciales y la débil demanda mundial provocaron un descenso de las ofertas de empleo en el sector privado. El descenso de 70 pb en las tasas de vacantes coincide con la estrategia de las empresas, que pretenden sacar el máximo partido al valor de opción de una espera paciente a que la situación se aclare. En términos de debilidad específica, solo los sectores del arte, el entretenimiento y los servicios de alojamiento y restauración ostentaron tasas de vacantes por encima de las cifras de agosto, mientras que los sectores de la construcción y la fabricación fueron testigos de una caída de las ofertas de empleo (de un 42% y un 17%, respectivamente) hasta el mes de noviembre. Los temores a una recesión parecen ir a caballo entre, por un lado, el optimismo por parte de la oferta del mercado laboral y, por otro, la caída de las tasas de pérdida de empleo en una mezcla heterogénea de sectores.

La falta de rotación en el mercado laboral y la elevada incertidumbre empresarial podrían ayudar a explicar la desconexión entre los niveles extremadamente bajos de desempleo y las débiles presiones salariales del 4T19. De hecho, los salarios nominales se ralentizaron hasta el 2,9% en términos interanuales en diciembre después de haber experimentado una aceleración hasta el 3,4% en febrero. Esta tendencia tampoco concuerda con los últimos datos de inflación ni las expectativas de inflación basadas en el mercado, elementos que han ido en aumento. En términos reales, el salario medio por hora se ha desplomado hasta el 0,7% interanual, el porcentaje más bajo desde el 3T18.

## Equilibrio de los riesgos inflacionarios

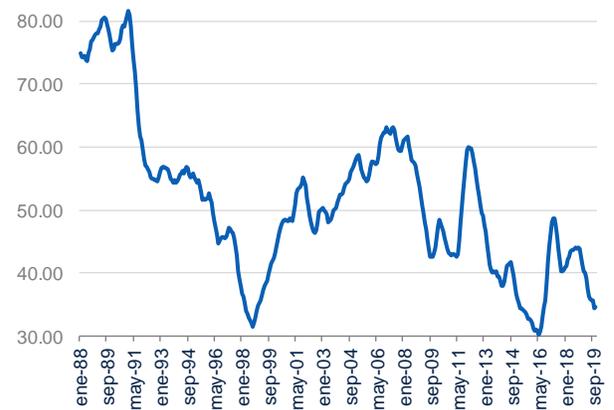
Después de verse lastrados en el 1S19 a causa de la débil demanda a nivel mundial, los bajos importes de las materias primas, el descenso de las expectativas de inflación y los obstáculos estructurales, los precios al consumidor por fin experimentaron un impulso de cara al comienzo del año 2020. De hecho, tanto el IPC general como el subyacente alcanzaron una tasa anual del 2,5% y el 2,4%, respectivamente, mientras que el PCE general y el subyacente aumentaron hasta el 1,7% en términos anualizados. Como resultado del descenso de los tipos de interés y la mejora del poder adquisitivo, se ha desvanecido la debilidad del sector de la vivienda que contribuyó a la desaceleración de la apreciación de los precios de la vivienda. Por su parte, los precios de los servicios médicos y los fármacos con receta también han repuntado tras un descenso considerable con la entrada en vigor de Ley del Cuidado de Salud a Bajo Precio (ACA, por sus siglas en inglés).

Gráfica 2.11 **PRIMAS DE SEGURO DEL IPC SANITARIO**  
(% A/A)



Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

Gráfica 2.12 **ÍNDICE DE CAMBIO DEL RÉGIMEN DE INFLACIÓN ELEVADA SENSIBLE AL COMERCIO (+/- 50=RÉGIMEN DE INFLACIÓN ELEVADA/BAJA)**



Fuente: BBVA Research

En la actualidad, los precios de los seguros de salud aumentan un 20% cada año. Aparentemente, los sucesivos cambios administrativos, decisiones judiciales y normativas se han ido zafando de algunas de las disposiciones de la era Obama, con las que se pretendía aumentar el conjunto de personas de menor riesgo y animar a los proveedores a acceder al mercado. Además, la mengua del nivel de cobertura por medio de los «planes reducidos» (conocidos como «skinny plans») también tendrá un impacto en el precio implícito de los seguros médicos.

En cuanto a las repercusiones de la guerra comercial sobre los precios, el aumento de los aranceles a las importaciones estadounidenses no ha afectado significativamente a los precios al consumo. De hecho, nuestro índice de difusión de cambio de régimen de inflación para los precios afectados por los aranceles sugiere que la mayoría de las categorías siguen siendo coherentes con el régimen desinflacionario de bienes comercializables que ha prevalecido durante los últimos 30 años.

De cara al futuro, los moderados aumentos de los precios de las materias primas, la sólida demanda de viviendas, la escasez de la oferta, la mejora de las expectativas de inflación y un entorno normativo favorable en el ámbito de la atención sanitaria y la educación deberían ser suficientes para impulsar el aumento de los precios. Además, los datos de diciembre que arroja nuestro índice de difusión sensible a las importaciones podrían sustentar un posible punto de inflexión para un giro alcista. Como resultado, nuestra previsión de referencia contempla que el PCE subyacente se situará en un 1,8% en 2020 y en un 2% en 2021.

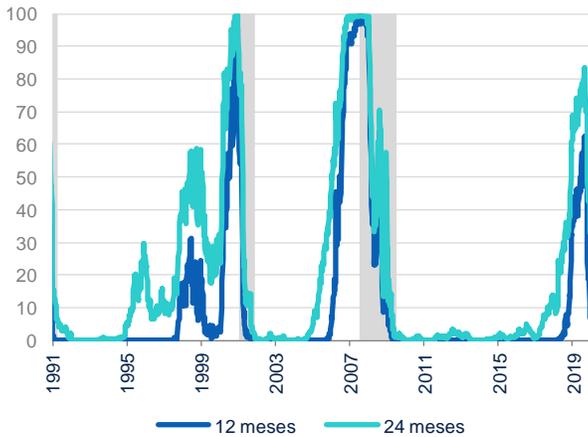
## **Los riesgos del ciclo económico de EE. UU. pierden protagonismo frente al coronavirus y las elecciones de 2020**

Tras el considerable descenso, a finales de 2019, de nuestras proyecciones de recesión basadas en modelos, el riesgo de recesión ha aumentado ligeramente ante las posibles repercusiones de la suspensión de Boeing y las crecientes preocupaciones en relación con el alcance y la duración de la pandemia del coronavirus. A fecha del 31 de enero, nuestras estimaciones apuntan a que el riesgo de recesión en los próximos 12 meses es del 13%, y del 44% en los próximos 24 meses. Aunque siguen siendo valores altos, estas estimaciones representan una reducción del 80% del riesgo de recesión en los próximos 12 meses y del 50% en los próximos 24 meses. La compresión de la pendiente de la curva de rentabilidad, el aumento de la relación precio-beneficios ajustado cíclicamente y las crecientes cargas de interés de los consumidores explican la moderada subida desde diciembre, mientras que la ralentización del crecimiento salarial ha aliviado el riesgo de recesión.

Con respecto al coronavirus, de momento no hay indicios de que la situación sea menos preocupante de lo que parece. Sin embargo, sí los hay en términos de respuesta monetaria y fiscal del gobierno chino, que sugiere que los efectos podrían ser significativos en el 1S20, pero que podrían disiparse después. Desde el punto de vista financiero, una parte considerable de los ingresos de EE. UU. procede de China a pesar de la escalada de fricción y tensión comerciales entre ambas potencias. Dicho esto, EE. UU. mantiene menos vínculos comerciales y de inversión con la economía china que los países del Sudeste Asiático y Latinoamérica. Además, las tensiones comerciales y el incremento de los aranceles recíprocos han supuesto una reducción de las operaciones comerciales en general entre los dos países por valor de 26.000 millones de USD desde su máximo en 2018, lo que apunta a que los vínculos actuales son los más débiles de los últimos años.

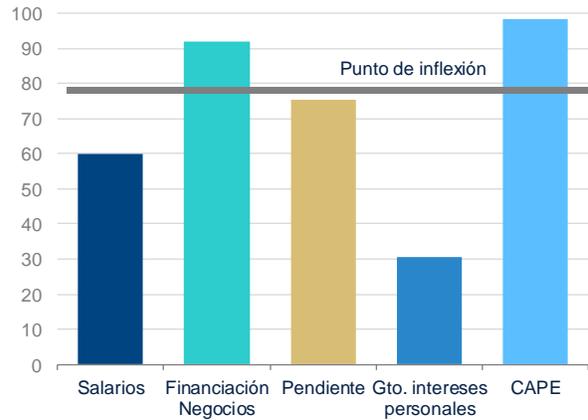
A escala global, esto afectará con moderación al crecimiento y la inflación en 2020. No obstante, a nivel sectorial, el impacto podría ser considerable en función del nivel de dependencia que tengan las empresas en cuanto a las cadenas de suministro de tecnología y los consumidores chinos. En lo que respecta a la política monetaria, no prevemos una respuesta exagerada por parte de la Fed ante la pandemia para tratar de anticiparse a los obstáculos. Dicho esto, si el impacto del coronavirus en los mercados globales y el crecimiento altera las percepciones de los miembros sobre la estabilidad financiera de EE. UU., sigue existiendo una pequeña posibilidad de que se produzca un recorte adicional de los tipos de interés, en línea con el enfoque de «gestión del riesgo».

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



Fuente: BBVA Research

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



Fuente: BBVA Research

Por otra parte, lo más probable es que la suspensión de Boeing también avive la volatilidad de las cuentas nacionales en el 1S20. Sin embargo, se espera que los aviones recuperen la autorización para volar en algún momento del verano, así que el impacto en los datos no debería ser perceptible para el 3T20. De hecho, prevemos que la reducción de los inventarios en el 1T20 restará 30 pb al PIB en términos anualizado, además de afectar a la balanza comercial, pero no debería lastrar el crecimiento a la larga. Sin embargo, si los problemas con el 737 MAX son de naturaleza sistémica, podrían afectar al crecimiento de forma significativa en 2020.

Aunque, en términos de riesgo, el fin de la saga del Brexit está más que lejos tanto para el Reino Unido como para la UE, se diría que el exceso de histrionismo político empieza a diluirse. Por ello, no prevemos que el proceso de negociación en curso entre ambas partes altere sustancialmente el equilibrio del riesgo en lo que respecta a EE. UU.

Sin embargo, parece que EE. UU. se convertirá en el epicentro del histrionismo político en 2020 con motivo de las próximas elecciones presidenciales, cuyos antagónicos candidatos representan dos formas diametralmente opuestas de enfrentar el futuro del país. Aunque, en nuestra opinión, ninguno de los presidenciables podrá ejercer un impacto importante en el crecimiento, algunos grupos de la industria creen que los candidatos progresistas (Warren y Sanders) podrían traer vientos de proa al país en caso de salir elegidos.

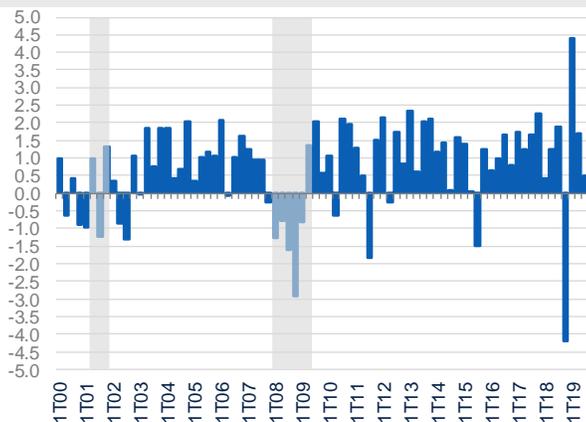
A la luz de estas circunstancias, la volatilidad financiera podría seguir siendo elevada durante las primarias demócratas y el ciclo electoral estadounidense, y sufrir altos y bajos en función de los datos de los sondeos electorales. En cualquier caso, la aprobación de leyes de calado en lo que se antoja una Casa Blanca y un Congreso fragmentados, en un contexto político polarizado, será extremadamente difícil. Esta situación implica que lo único que el candidato de cada frente será capaz de lograr, en el mejor de los casos, es un cambio incremental. En este sentido, lo más probable es que se constaten las pruebas de que, los resultados económicos y financieros de épocas pasadas no variaban significativamente entre de un gobierno de los Demócratas a uno de los Republicanos.

### 3. La Fed intenta mantener la economía estadounidense a pleno rendimiento mientras engrasa sus principales motores

Si bien la crisis del coronavirus ha supuesto un turbulento comienzo del año 2020 para la economía mundial y podría desencadenar limitaciones al crecimiento, seguimos esperando que la Fed mantenga intactos los tipos de interés en 2020. En resumen, los riesgos a la baja han disminuido, y algunos de riesgos de suceso extremo presentes en 2019 han remitido, lo que permite al comité abrirse paso a través de la difícil tarea de comunicar los resultados de su revisión estratégica a mediados de año.

Esto contrasta radicalmente con el comienzo de 2019, que fue testigo de la proliferación de numerosos signos muy poco halagüeños. De hecho, entre el 20 de septiembre de 2018 y finales del mismo año, los precios de los títulos de renta variable cayeron un 15%, lo que provocó que 4,2 billones de USD en activos de hogares se esfumaran de un plumazo en medio del cierre de la Administración más largo de la historia de EE. UU. Además, el crecimiento se ralentizó hasta su tasa más baja en tres años (un 1,1% intertrimestral anualizado), mientras que el PCE subyacente pasó, de superar el 2%, a desplomarse hasta el 1,5% en febrero de 2019. Los efectos de la incertidumbre en torno a la política comercial estadounidense empezaron a hacerse notar también en la confianza de los consumidores y las empresas, así como en las expectativas de crecimiento mundial, lo que representaba un riesgo nada trivial para la expansión de EE. UU. En respuesta, durante la primera conferencia de prensa del año, el presidente empezó a preparar a los mercados para un cambio de orientación, enumerando las dificultades que amenazaban a la economía estadounidense y el posible cambio de la postura acomodaticia que estaba por llegar.

Gráfica 3.1 **ACTIVOS FINANCIEROS DE LOS HOGARES (MM DE USD)**



Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

Gráfica 3.2 **PREOCUPACIONES: POSIBLES TURBULENCIAS, CUOTA DE CONTACTOS POR MENCIÓN (% DEL TOTAL)**

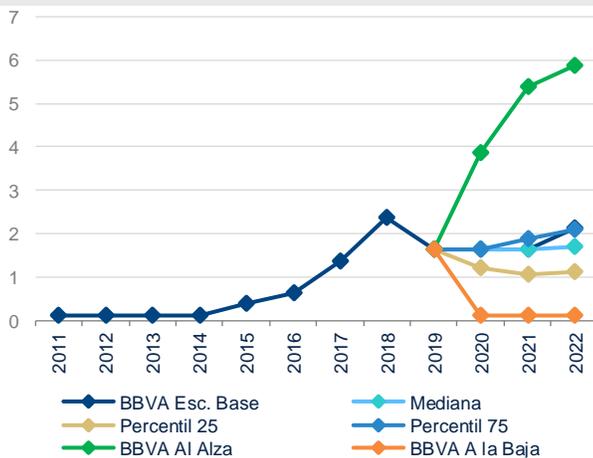


Fuente: BBVA Research y FRB

A diferencia del comienzo de 2019, y a pesar de los riesgos que el coronavirus plantea para el crecimiento en 2020, la Fed parece satisfecha con el impacto que ha tenido el ajuste de mitad de ciclo (tres recortes de tipos) en el crecimiento y la situación financiera nacional. Además, la firma del USMCA y la primera fase del acuerdo entre EE. UU. y China han reducido considerablemente la incertidumbre relativa a las políticas comerciales, además de contribuir a que el mundo empresarial recupere en gran medida el optimismo y la confianza. Además, con los notables progresos del Brexit y la futura salida del Reino Unido de la UE, se ha descartado otro posible obstáculo para la economía de EE. UU.

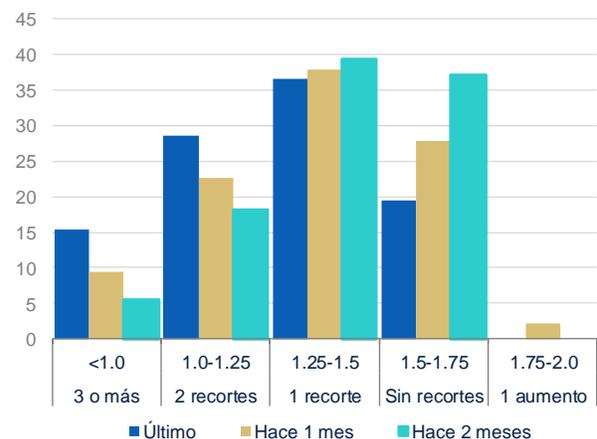
Por ello, el tono general de la primera reunión del FOMC de 2020 denotaba una mayor confianza, hasta el punto de que el presidente llegó a afirmar que existían «motivos para ser prudentemente optimistas». En el momento de la reunión, la información relativa al coronavirus era muy parcial, ya que aún se desconocía la gravedad y el alcance de la enfermedad. De hecho, cuando se le preguntó al presidente acerca del enfoque adoptado en relación con el riesgo, nada de lo que dijo indicaba que el comité tuviera una opinión firme sobre el impacto que podría tener en la economía estadounidense. Su discurso se limitaba a afirmar que aún se encontraba en la fase inicial y que estaban muy pendientes del desarrollo de los acontecimientos. En declaraciones recientes, el tono parece reflejar una mayor prudencia. De hecho, en el informe semestral sobre política monetaria, se deja entrever que los efectos del virus podrían suponer un riesgo imprevisto para las perspectivas. Algunos analistas interpretan el cambio de tono como una señal de que el presidente podría estar barajando la aplicación de recortes de tipos adicionales.

Gráfica 3.3 TIPO DE LOS FONDOS FEDERALES (%)



Fuente: BBVA Research, FRBNY y Haver Analytics

Gráfica 3.4 TIPO DE LOS FONDOS FEDERALES, PROBABILIDAD IMPLÍCITA (%)

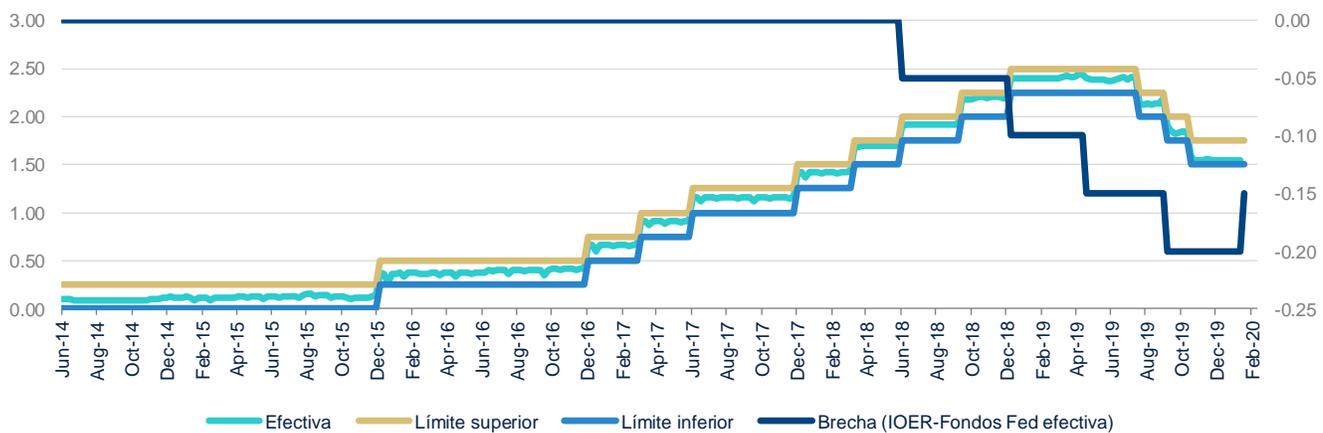


Fuente: BBVA Research y Bloomberg

Dicho esto, nuestro escenario de referencia sigue sin contemplar ningún cambio del tipo de los fondos federales en 2020. Puesto que la inflación probablemente se mantenga al 2% o ligeramente por debajo, que el coronavirus tendrá efectos moderados y transitorios, y que el crecimiento está convergiendo con el PIB potencial, la Fed se concederá el lujo de ser paciente. Aunque la estabilidad financiera seguirá siendo motivo de preocupación dada la elevada exigencia de las valoraciones, el incremento de los niveles de deuda corporativa, la actividad de los préstamos apalancados y el aumento del apalancamiento doméstico, parece que el presidente considera que estos riesgos son manejables; nada que no puedan abordar las herramientas macroprudenciales.

En lo que respecta al balance general, nuestra previsión de referencia sigue contemplando un crecimiento indefinido de los balances de reservas, lo que implica la adquisición de una cantidad importante de títulos del Tesoro. Inicialmente, el mensaje de la Fed sugería que se recuperarían los «amplios» balances de reserva al mismo nivel que prevaleció en septiembre de 2019 (de aproximadamente 1,4 billones de USD), o incluso a un nivel superior, y que, por tanto, esto sería suficiente para llevar a cabo las operaciones del sistema de mínimos con eficacia mediante tipos administrados. En febrero, las reservas incorporaron 250.000 millones de USD; una medida que la propia Fed califica como «puramente técnica». En una rueda de prensa reciente, el nivel de septiembre se señaló como límite inferior para garantizar que las reservas fueran «amplias», en lugar de aspirar a mantenerlas a media capacidad. Cabe señalar que el diferencial entre el interés que se paga por las reservas excedentes (IOER) y el tipo de repo desapareció cuando las reservas disminuyeron hasta 2,1 billones de USD, y permanecieron estables hasta que las reservas cayeron hasta 1,7 billones de USD. Después de superar ese nivel, el diferencial se volvió negativo hasta que la Fed intervino y elevó radicalmente los niveles de reserva por primera vez desde septiembre de 2019.

Gráfica 3.5 **IOER Y TIPO DE LOS FONDOS FEDERALES (%)**

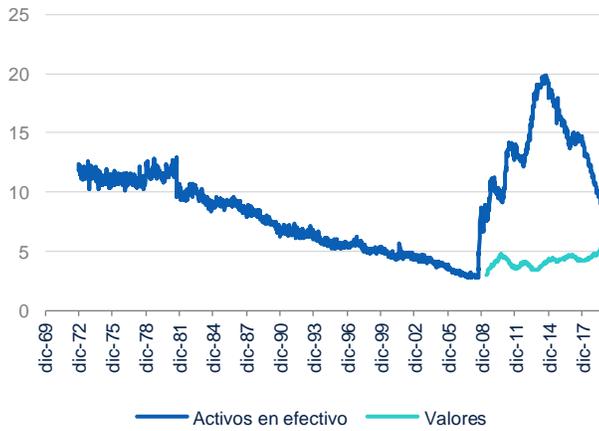


Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

Con independencia del cambio en la política normativa, preveemos que las reservas, al igual que los pasivos de otra naturaleza, seguirán expandiéndose al ritmo de los balances de la banca múltiple, puesto que las reservas siguen constituyendo los activos de elevada liquidez de preferencia en relación con los bonos del Tesoro de EE. UU. De hecho, los activos en efectivo actualmente se componen principalmente de balances de reservas (~90%). Dado que la relación de activos en efectivo frente a los activos totales debe estabilizarse una vez que alcanzan un nivel de equilibrio sostenible, para satisfacer la demanda de los sectores bancarios de reservas de efectivo, será necesario aumentar los balances de reserva en una fracción del crecimiento de los balances del banco.

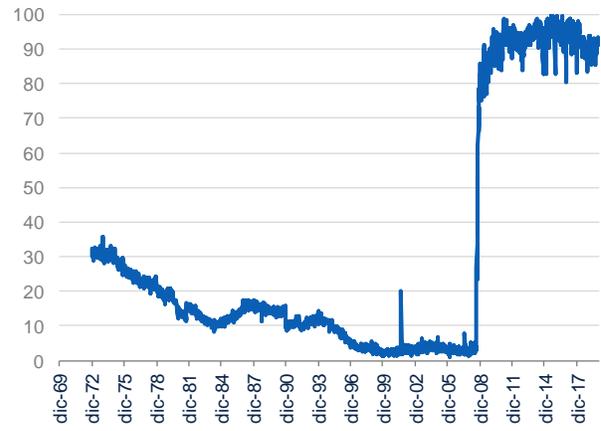
Sobre la base de estos supuestos, esperamos que las reservas aumenten en torno a 200.000 millones de USD en 2020. Esto, junto con el crecimiento de los pasivos que no son de reservas, implicaría un aumento neto de unos 300.000 millones de USD en activos totales. Suponiendo que la Fed siga reduciendo su cartera de títulos MBS, los valores no pertenecientes a MBS que posea la Fed deberían aumentar en 500.000 millones de USD en 2020, o en torno a 40.000 millones de USD al mes.

Gráfica 3.6 **ACTIVOS EN EFECTIVO DE BANCA MÚLTIPLE Y DEUDA DE AGENCIAS DISTINTAS DE MBS (CUOTA DE ACTIVOS TOTALES, %)**



Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

Gráfica 3.7 **BALANES DE RESERVA DE LA FED (CUOTA DE EFECTIVO DE BANCA MÚLTIPLE, %)**



Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

La Fed, además de trastear con el nivel de reservas, también ha comenzado a ajustar los intereses pagados por el exceso de reservas (IOER) y el tipo ofrecido para las recompras inversas a un día (ON RPP). El aumento de 5 pb del IOER y el ON RPP aproxima los tipos administrados al punto medio del rango objetivo para el tipo efectivo de los fondos federales. Dado que estos tipos se encuentran más cerca del tramo inferior del objetivo, existe la posibilidad de que la Fed suba estos tipos entre 5 y 10 pb adicionales en la próxima reunión.

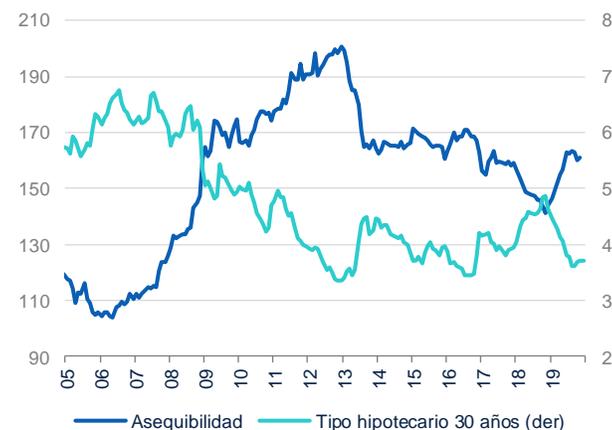
En vista de este entorno de riesgo más moderado y los sólidos fundamentos macroeconómicos, seguimos creyendo que la Fed mantendrá intactos los tipos de interés en el futuro inmediato. Esta coherencia permitirá a la Fed embarcarse en un ajuste de balances de mitad de ciclo, lo que en el pasado se ha asociado a episodios de volatilidad (como el «taper tantrum» de 2013 y la volatilidad del mercado monetario de 2019). Además, sería poco acertado complicar la comunicación de las conclusiones de su revisión estratégica, lo que podría suponer un cambio de la función reactiva de la Fed e implicar ajustes de los tipos de interés y los balances, así que es poco probable que ocurra. Sin embargo, parece evidente que el presidente no teme los giros abruptos ante las adversidades, lo que sugiere que la posibilidad de recortar los tipos de forma repentina nunca se descartará mientras Powell esté al mando, especialmente si los problemas de capacidad asociados al coronavirus generan presiones desinflacionarias mundiales.

## 4. Perspectivas del sector inmobiliario

El mercado de la vivienda ha permanecido en la senda de la recuperación durante la última década. Los precios de la vivienda aumentaron más de un 5,5% en 2017 y 2018 y, posteriormente, comenzaron a desacelerarse en el segundo semestre de 2018, cuando el tipo medio de una hipoteca fija a 30 años superó el 4,5%. Sin embargo, cuando los tipos de interés comenzaron a descender en diciembre de 2018 y la asequibilidad empezó a aumentar (Gráfica 4.1), el crecimiento de los precios de la vivienda se estabilizó y, finalmente, retomó la aceleración hacia finales del año pasado. El aumento de la asequibilidad en 2019 generó una mayor demanda y un incremento de las ventas de vivienda nueva. A su vez, esta situación favoreció la construcción de más viviendas. De hecho, el índice de puesta en marcha de la construcción de viviendas unifamiliares de noviembre de 2019 superó la TAD de 1 millón por primera vez desde 2007.

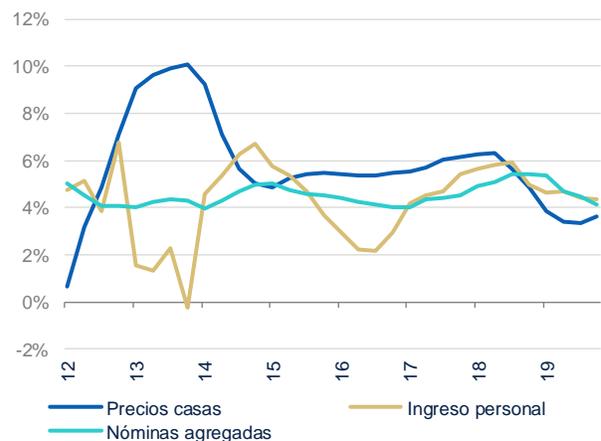
El restablecimiento del mercado de la vivienda que tuvo lugar entre 2018 y 2019 es positivo porque contribuye a unas condiciones del mercado de la vivienda más sostenibles. Lo que vino a continuación fue un prolongado período en el que el precio de la vivienda superó a los ingresos, una tendencia que en la actualidad se ha revertido (Gráfica 4.2). Siempre que las condiciones actuales se mantengan, un grupo cada vez mayor de posibles compradores de viviendas podrá acceder a este mercado tras un período en el que se les cerró toda posibilidad de tener alguna en propiedad. Esto adquiere una importancia especial en el caso de los millenials, que ya se encuentran en la franja de edad apta para la adquisición de una vivienda. Desde esta perspectiva se examina el estado actual del mercado inmobiliario y se presentan nuestras previsiones para 2020 y los años siguientes en los segmentos unifamiliar y plurifamiliar.

Gráfica 4.1 **ÍNDICE DE ASEQUIBILIDAD DE LA VIVIENDA Y TIPOS FIJOS DE HIPOTECAS A 30 AÑOS** (ÍNDICE AE, INGRESOS MEDIOS = INGRESOS QUE PERMITEN ACCEDER AL PRÉSTAMO Y %)



Fuente: BBVA Research, FHLMC y NAR

Gráfica 4.2 **PRECIOS DE LA VIVIENDA, NÓMINA E INGRESOS PERSONALES (% A/A)**



Fuente: CoreLogic, BEA, BLS

## Tipos de interés y asequibilidad

El tipo de interés fijo de los préstamos hipotecarios a 30 años alcanzó el 4,9% en noviembre de 2018, para luego descender hasta el 3,7% un año más tarde. Una disminución de esta magnitud se traduce en un descenso del 13% de los pagos hipotecarios mensuales para una vivienda de precio medio de 275.000 USD, suponiendo que la ratio préstamo-valor sea del 80% (entre 1.159 y 1.010 USD). A nivel anual, esto representa una disminución de cerca de 1.800 USD, o de un 2,7% de los ingresos medios por familia. En este cálculo se considera que los precios medios de la vivienda no sufrirán cambios ya que el aumento de los precios de la vivienda se encuentra en cierto modo compensado con el aumento de los ingresos disponibles. De este modo, el cálculo nos permite centrarnos únicamente en el impacto del aumento de los tipos de interés. Por el contrario, el descenso de los tipos de interés pone una vivienda de precio medio al alcance de un grupo más amplio de familias. La bajada de los tipos de interés ha sido de especial ayuda para las rentas más bajas en las zonas de mayor coste. Junto con un mercado laboral estable y unas expectativas de los consumidores más sólidas, los tipos hipotecarios más bajos también refuerzan las ventas y la construcción de vivienda nueva, incluso si algunos de los efectos positivos de estos tipos bajos se ven contrarrestados por un incremento del precio de la vivienda. Prevemos que el tipo de interés fijo de los préstamos hipotecarios a 30 años, que representan más del 70% de las hipotecas residenciales pendientes de amortización, mantendrá una tendencia al alza gradual, pero no superará el 4% de forma constante durante 2020.

## Condiciones del sector inmobiliario

A medio y largo plazo, la demografía reforzará de forma sustancial el mercado de la vivienda. La formación de hogares se ha visto muy lastrada en los últimos diez años por la reducción del apalancamiento relativo a la vivienda. Al mismo tiempo, la construcción de nuevas viviendas se mantuvo por debajo de la tendencia, de forma que el mercado realizó un gran esfuerzo por absorber el exceso de viviendas que se construyeron antes del estallido de la crisis (Gráfica 4.3). Mientras que la construcción de viviendas ya ha alcanzado su nivel tendencial basado en la población, que se sitúa entre 1,35 y 1,40 millones, la escasez de viviendas que se registra en una serie de zonas atractivas se mantendrá en el futuro cercano debido a las limitaciones a la construcción y a la falta de solares de terreno edificable. La construcción de un número significativo de viviendas en estas áreas cada vez estará más relegada a las zonas situadas fuera del radio cercano a los centros urbanos, en el caso de los hogares unifamiliares, o adoptarán la forma de unidades multifamiliares.

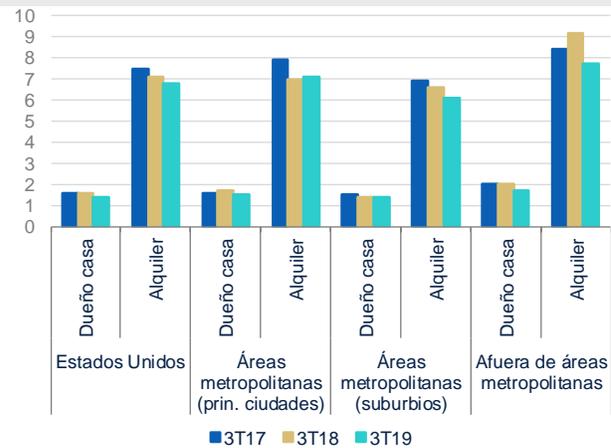
Las tasas medias nacionales de desocupación de viviendas en alquiler y en propiedad están estabilizándose al mismo nivel o por debajo de las medias a largo plazo, lo que sugiere que el mercado de la vivienda está encontrando el equilibrio en términos de oferta y demanda. Por tipo de ubicación, la desocupación de viviendas en alquiler ha disminuido durante el último año fuera de las áreas estadísticas metropolitanas (AEM) (Gráfica 4.4), una tasa a la que le ha costado recuperarse especialmente como consecuencia de la Gran Recesión. En las zonas centrales de las AEM, la desocupación de viviendas de alquiler ha tocado fondo, y se espera que mantenga una tendencia alcista lenta debido al enorme volumen de inventario nuevo que ha entrado en el mercado durante el último año. Recientemente, las periferias de las AEM han mostrado una gran capacidad de resistencia, lo que refleja la sólida demanda de viviendas por parte de los millenials adultos que están formando o aumentando sus familias.

Gráfica 4.3 **CONSTRUCCIÓN DE VIVIENDAS Y TENDENCIA BASADA EN LA POBLACIÓN (MILLONES)**



Fuente: estimaciones de BBVA Research y Oficina del Censo

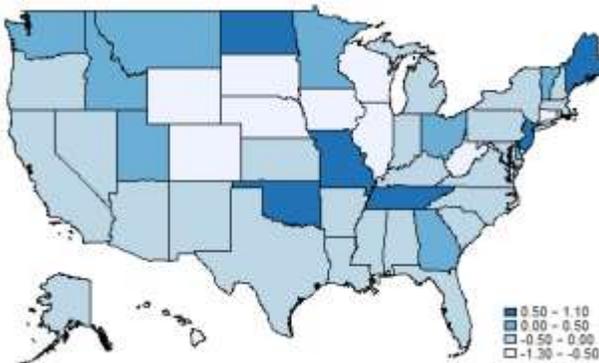
Gráfica 4.4 **TASAS DE DESOCUPACIÓN DE VIVIENDAS (%)**



Fuente: BBVA Research y Oficina del Censo

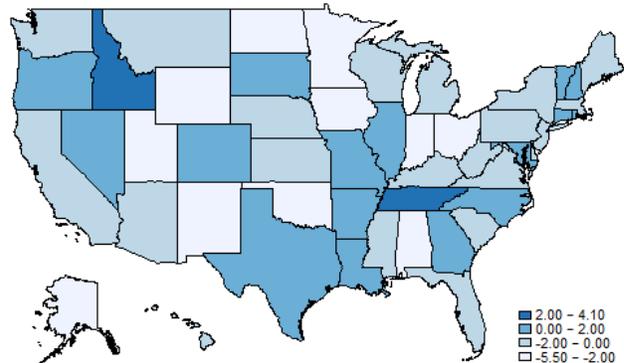
Según el estado, la caída de las tasas de desocupación es generalizada, y es especialmente pronunciada en algunas áreas del Medio Oeste (gráficas 4.5 y 4.6). Las tasas de desocupación de viviendas en propiedad de Alaska y Virginia Occidental, que presentaban los valores más altos en el 3T18, mejoraron considerablemente. El único estado en el que se registró un aumento significativo de la desocupación de viviendas, tanto en alquiler como en propiedad, fue Tennessee. Aunque dicha tasa es superior a la media, no debería representar un problema siempre que la población del estado vaya creciendo a un ritmo estable como ha ocurrido durante los últimos años.

Gráfica 4.5 **TASA DE DESOCUPACIÓN DE VIVIENDAS EN PROPIEDAD, 3T19 (VARIACIÓN A/A EN P.P.)**



Fuente: BBVA Research y Oficina del Censo

Gráfica 4.6 **TASA DE DESOCUPACIÓN DE VIVIENDAS EN ALQUILER, 3T19 (VARIACIÓN A/A EN P.P.)**



Fuente: BBVA Research y Oficina del Censo

A largo plazo, el mercado de la vivienda se verá favorecido por una recuperación moderada en la formación de hogares. Los adultos jóvenes que han pospuesto el matrimonio y que viven con sus padres han descartado formar una familia. Este grupo es más numeroso y su situación se mantiene durante más tiempo que en el caso de las generaciones anteriores. Aunque esperamos que la formación de hogares aumente en los próximos años (Gráfica 4.7), no desaparecerán todos los efectos negativos derivados de la cohabitación prolongada de adultos jóvenes con sus padres. Por ejemplo, un estudio del Urban Institute revela que, aunque los jóvenes «puedan ahorrar dinero si prolongan su estancia en el hogar familiar [...] este comportamiento podría tener un impacto negativo a largo plazo en la creación de su propio patrimonio»<sup>2</sup>, ya que es menos probable que sean totalmente independientes a largo plazo o que se beneficien de la acumulación de riqueza derivada de la adquisición de una vivienda.

## Viviendas de obra nueva

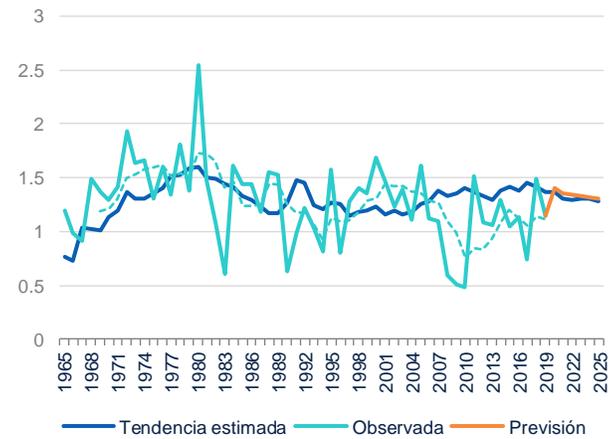
Factores como una tasa de desocupación en su media histórica (o por debajo de ella), la acumulación de la demanda debido a la escasez de la formación de hogares, el envejecimiento de los millenials y la escasez de viviendas en varias ubicaciones de todo el país apuntalarán la construcción de nueva vivienda residencial a medio plazo. La actividad de la construcción a corto plazo también se verá impulsada por los bajos costes de los préstamos y la expansión económica en curso.

Estimamos que se producirá un aumento de las construcciones iniciadas, que pasarán de los 1,3 millones en 2019 a 1,4 millones en 2020, y que se mantendrán en este nivel hasta finales de 2021 (Gráfica 4.8). Esta previsión parte de la hipótesis de que se mantendrá el ciclo económico expansivo. Aunque se estima que la construcción de viviendas unifamiliares seguirá creciendo, se espera que la de edificios plurifamiliares se estabilice en el nivel actual (Gráfica 4.9). Los millenials se adentran en la edad adulta, y aquellos que están formando familias y que desean alejarse de los mercados que han dejado de ser asequibles a causa del aumento de los precios, impulsarán la demanda de viviendas unifamiliares. El índice de puesta en marcha de la construcción de viviendas multifamiliares se estabilizará en torno a las 425.000 unidades, ya que un mayor aumento de la oferta se vería limitado debido a un sólido flujo de ejecuciones de obra y a una tendencia moderadamente alcista de las tasas de desocupación de viviendas en numerosas AEM grandes. A largo plazo, el sector de la vivienda en edificios plurifamiliares se verá favorecido por la demanda en los centros urbanos y por la falta de viviendas unifamiliares asequibles en algunas zonas, así como por el atractivo de este tipo de inmuebles para la población de más de 75 años, un grupo de edad que seguirá aumentando.

---

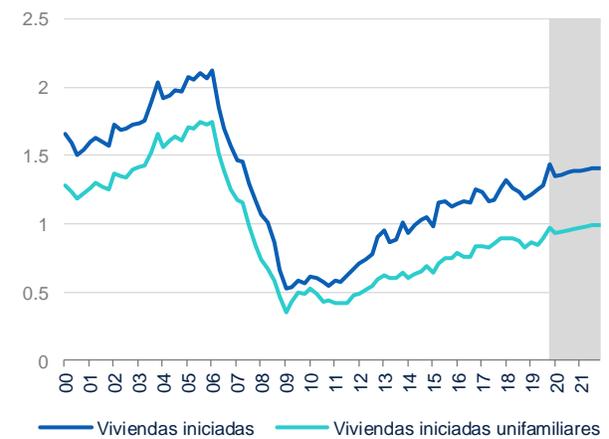
2: Choi J. et al. (2019). Young Adults Living in Parents' Basements. Urban Institute. <https://urban.is/2OA4QEf>

Gráfica 4.7 **FORMACIÓN DE HOGARES (MILES)**



Fuente: estimaciones de BBVA Research y Oficina del Censo

Gráfica 4.8 **CONSTRUCCIÓN DE VIVIENDAS (MILLONES)**

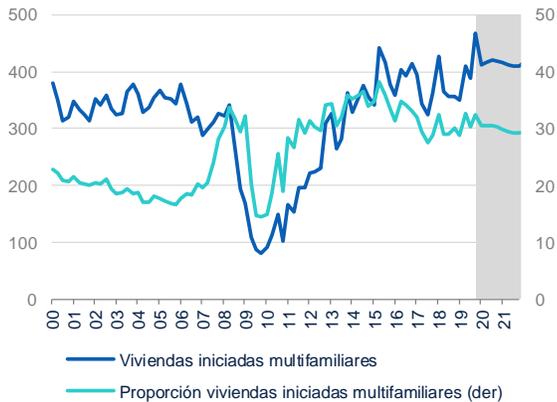


Fuente: estimaciones de BBVA Research y Oficina del Censo

## Compraventa de viviendas de segunda mano

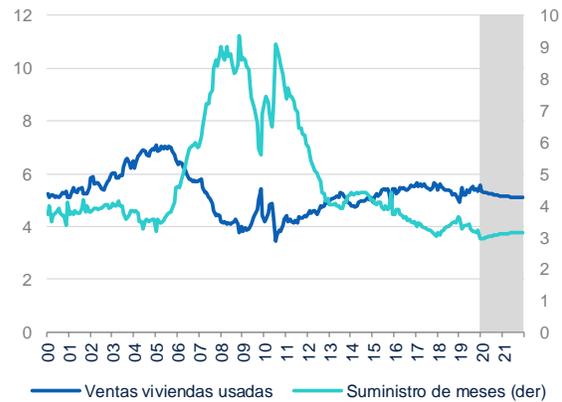
La compraventa de viviendas de segunda mano registró una tendencia a la baja durante la mayor parte de 2018, pero repuntó en 2019 como consecuencia de la moderación del aumento de los precios y de la bajada de los tipos de interés de los préstamos hipotecarios. El incremento de la demanda no vino acompañado de un aumento proporcional de la oferta, lo que finalmente provocó un mayor ajuste del mercado. En diciembre de 2019, la oferta en meses del total de vivienda usada alcanzó un mínimo histórico de 3,5 corregido estacionalmente. La oferta de viviendas en venta de segunda mano seguirá siendo reducida a menos que los propietarios de la generación del «Baby Boom» empiecen a vender. Las personas de esta generación («baby boomers»), que constituyen la segunda mayor cohorte generacional, aún no han cumplido los 75 años, una edad en la que numerosos propietarios empiezan a mudarse a viviendas de menor tamaño. Como resultado, la escasez de oferta limitará el alza en términos de ventas de viviendas usadas a corto y medio plazo. Nuestro escenario de referencia contempla que la compraventa de vivienda usada experimentará una tendencia bajista, pero se mantendrá en un nivel relativamente bueno durante 2020 y 2021 (Gráfica 4.10).

Gráfica 4.9 **CONSTRUCCIÓN DE VIVIENDAS MULTIFAMILIARES (MILES Y %)**



Fuente: estimaciones de BBVA Research y Oficina del Censo

Gráfica 4.10 **VIVIENDA USADA, VENTAS E INVENTARIO (MILLONES Y MESES)**



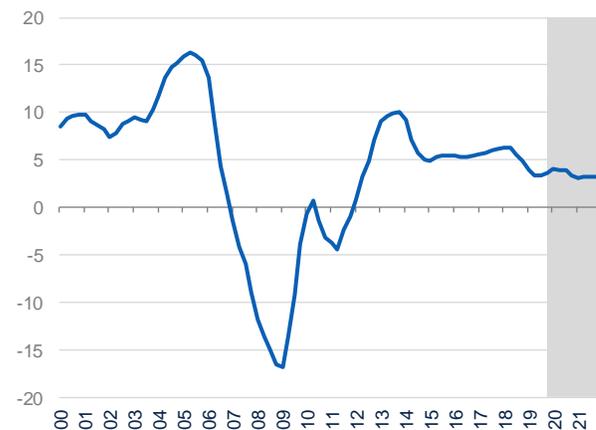
Fuente: BBVA Research y NAR

## Precios de la vivienda

La desaceleración de los precios de la vivienda que comenzó a mediados de 2018 se estabilizó a mitad de 2019, de forma que los precios de la vivienda comenzaron a subir a un ritmo mayor en octubre de 2019 debido al aumento de la demanda en un contexto de oferta limitada de vivienda usada en venta. Dado que los tipos de interés de los préstamos hipotecarios se sitúan en niveles favorables, que el mercado de vivienda usada sigue ajustado debido a factores estructurales y que los ingresos aumentan a un ritmo constante gracias a la fortaleza del mercado laboral, esperamos que el aumento de los precios mantenga un ritmo moderadamente alcista en 2020 y, posteriormente, se estabilice en torno al 3-3,5% en 2021.

En un plano menos general, se observa que la apreciación de los precios en las 80 mayores AEM no está tan dispersa como lo estuvo hasta 2018 ni muestra valores atípicos significativos. Por ejemplo, los precios de la vivienda en Las Vegas en el 3T18 fueron un 18% más elevados a/a, mientras que McAllen registró la tasa de aumento de los precios más alta en el 3T19, de un 7,1%. De las 80 AEM más grandes, el aumento de los precios mostró valores negativos solo en 2 lugares: San Francisco y San José. En el Área de la Bahía de San Francisco, el precio la vivienda ha experimentado una reducción a consecuencia de una fuerte subida previa, que hizo imposible la compra para muchos residentes. Además, el límite de las exenciones del impuesto estatal y local que entró en vigor en 2018 ha tenido ciertas consecuencias, y es posible que el número de compradores extranjeros

Gráfica 4.11 **PRECIOS DE LA VIVIENDA (% A/A)**

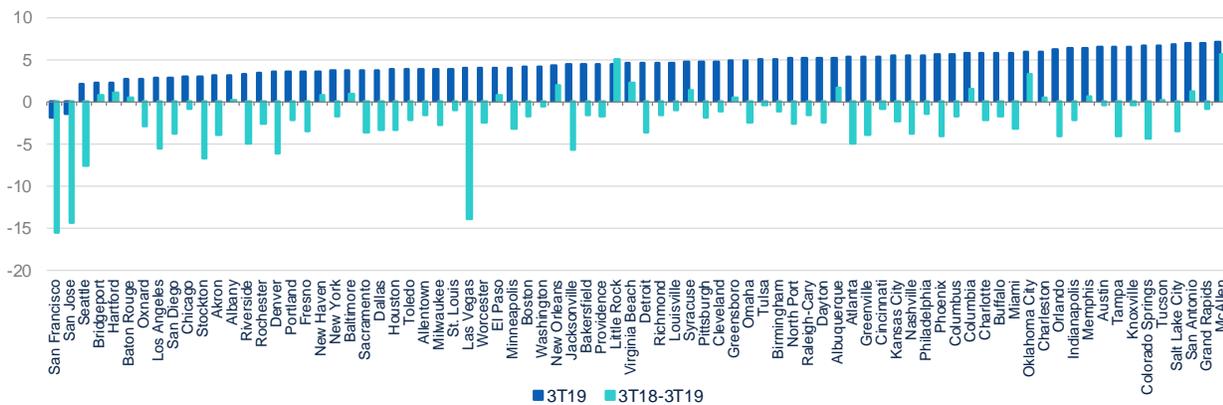


Fuente: BBVA Research y CoreLogic

disminuya debido a las enardecidas tensiones comerciales de 2019. Dicho esto, no esperamos que se produzcan descensos constantes de los precios de la vivienda en ninguna de las mayores AEM durante 2020.

A diferencia del Área de la Bahía, el aumento de los precios se fortaleció en muchas AEM de menor tamaño que aúnan indicadores económicos fundamentales y precios de vivienda asequibles. Algunos ejemplos son McAllen, Little Rock, Oklahoma City, Virginia Beach, Nueva Orleans, Albuquerque, Columbia, Siracusa, San Antonio y Hartford. Esto nos reafirma en nuestra convicción de que, aunque es probable que una menor asequibilidad sirva para contener la subida de los precios en el futuro en áreas que se han vuelto caras, el aumento de los precios de la vivienda se mantendrá estable en muchos lugares, especialmente en las AEM que han empezado a beneficiarse de la expansión actual relativamente tarde.

Gráfica 4.12 **PRECIOS DE LA VIVIENDA, 80 AEM DE MAYOR TAMAÑO**  
(% A/A Y VARIACIÓN DEL CRECIMIENTO A/A EN P.P.)



Fuente: BBVA Research y FHFA

## Conclusión

La actividad del mercado inmobiliario repuntó en la segunda mitad de 2019 como consecuencia de la bajada de los tipos de interés de los préstamos hipotecarios. La oferta de vivienda nueva seguirá aumentando hasta alcanzar, y posiblemente sobrepasar, su tendencia subyacente a largo plazo. La demografía seguirá respaldando el mercado. Por un lado, los millenials se adentran en la edad adulta y empiezan a formar familias, de forma que se lanzan a la búsqueda de viviendas unifamiliares en áreas suburbanas. Por otro, el número de «baby boomers» que han empezado a cambiar sus viviendas por otras de menor tamaño aún no es significativo. Los precios de la vivienda aumentarán más que el año pasado debido a la insuficiente oferta de vivienda usada en venta, pero se mantendrán en línea con el incremento de los ingresos, lo que contribuirá a la sostenibilidad de las condiciones del mercado. Se mantendrá el atractivo de las grandes áreas metropolitanas de la costa con fuerte incidencia de la economía del conocimiento, mientras que la falta de viviendas asequibles llevará a muchos residentes a trasladarse a zonas metropolitanas más pequeñas alejadas de la costa. La demanda de pisos en zonas atractivas seguirá siendo alta, favorecida por el buen tono de la economía local y la escasez de viviendas en propiedad asequibles. Las áreas metropolitanas de tamaño medio que puedan atraer a familias jóvenes se beneficiarán del reequilibrio de algunas de las diferencias regionales que han surgido en la última década.

## 5. Evaluación del rendimiento industrial

### Introducción

El objetivo de este artículo es compartir el análisis de las industrias con mejores y peores resultados de rentabilidad entre 2017 y 2019. Estudiar las diferentes industrias nos permite evaluar el comportamiento en conjunto de las empresas con productos y servicios comparables. El período entre 2017 y 2019 se caracterizó por el sólido crecimiento económico (2,5% de media), la política fiscal expansiva, la desregulación, el proteccionismo y la normalización de la política monetaria. Las diversas industrias reaccionaron de forma diferente a estas condiciones. Varios de ellos aumentaron de tamaño, otros se volvieron más eficientes y algunos se redujeron. A continuación, profundizamos en cómo los factores cíclicos y estructurales han influido en los resultados.

Para ello, hemos analizado los datos del Censo Trimestral de Empleo y Salarios (QCEW) elaborado por la Oficina de Estadísticas Laborales (BLS) de EE. UU. El QCEW abarca más del 95% de los puestos de trabajo del país y recopila información sobre salarios, ocupación e instalaciones por área e industria. Las definiciones de las industrias corresponden al Sistema de Clasificación Industrial de América del Norte (NAICS). Los datos de salarios y empleo se han examinado por industria utilizando los códigos de 6 dígitos del NAICS, que ofrecen el mayor nivel de especificación. El tamaño de la muestra consta de 1.075 códigos o «industrias».<sup>3</sup>

En lo que sigue, se estudian las industrias con los salarios más altos y el mayor número de empleados, así como los resultados de un sistema interno de agrupación y clasificación basado en el aumento de los salarios y el empleo.

### Las industrias financiera y tecnológica ofrecen los mejores salarios

Para obtener cifras comparables, dividimos los salarios entre el número de empleados. A continuación, los clasificamos de mayor a menor. En 2019, nuestro cálculo de los salarios anuales medios per cápita fue el más alto en el ámbito de los servicios financieros y de información; la fabricación de productos electrónicos e informáticos; y la extracción de petróleo y gas. Una característica común de las industrias de estos sectores es la contratación de grandes grupos de profesionales altamente cualificados que generan bienes y servicios sofisticados. Por lo tanto, los salarios anuales no son solo un reflejo de las condiciones del mercado laboral, sino también una aproximación de cuánto valor añadido aportan los empleados, que también es un indicador de la productividad laboral.

Los salarios anuales per cápita de las diez industrias principales superan significativamente la media total de la industria, de 66.356 USD, así como la mediana, de 59.232 USD. Por ejemplo, a la cabeza de la lista, la Banca de inversión y corretaje de valores (NAICS: 523110) ostentó el salario anual más alto por empleado (336.217 USD), que prácticamente quintuplicaba la media de la industria. En la industria de Publicación en Internet y portales de búsquedas web (NAICS: 519130), se observó el sexto salario anual más alto (249.433 USD), que prácticamente cuadruplicaba la media de la industria.

3: Puesto que las cifras anuales para 2019 aún no están disponibles, nuestro análisis abarca el período entre el 1S17 y el 1S19. Nos referimos a estos períodos por los años correspondientes (1S17: 2017 y 1S19: 2019).

Tabla 5.1 **LAS 10 PRINCIPALES INDUSTRIAS SEGÚN EL SALARIO ANUAL POR EMPLEADO**

Clasificación	Código NAICS	Descripción	Salario anual por empleado
1	523110	Banca de inversión y negociación de valores	\$336.217
2	523920	Gestión de la cartera	\$305.048
3	523130	Negociación de contratos de productos básicos	\$265.649
4	523120	Corretaje de valores	\$263.342
5	523210	Bolsa de valores y materias primas	\$255.746
6	519130	Publicación en Internet y portales de búsqueda web	\$249.433
7	334111	Fabricación de computadoras electrónicas	\$229.611
8	523910	Intermediación miscelánea	\$220.765
9	211120	Extracción de petróleo crudo	\$214.289
10	525990	Otros vehículos financieros	\$205.837

Fuente: datos de la BLS y BBVA Research

Existen otros factores no relacionados con el talento que también podrían explicar por qué los salarios son tan altos en estas industrias. Por ejemplo, la banca de inversiones se ha beneficiado del auge de las operaciones de fusión y adquisición, que han acumulado 10 billones de USD en transacciones nacionales desde 2013. Mientras tanto, el mercado bursátil sigue en niveles récord. Del mismo modo, la producción de petróleo crudo y gas natural va en aumento, mientras que la fabricación de productos electrónicos e informáticos aprovecha la innovación y la propiedad intelectual para ofrecer sofisticadas tecnologías a empresas y particulares.

## La sanidad y la educación: principales empleadoras

En 2019, alrededor de 8,5 millones de personas trabajaron en Centros de enseñanza primaria y secundaria (NAICS: 611110), y otros 3 millones trabajaron en Centros universitarios y de educación superior (NAICS: 611310). El empleo en el sector educativo depende del crecimiento de la población y otros factores socioeconómicos, como la inmigración y la escolarización. El año pasado, unos 50,8 millones de estudiantes se inscribieron en centros públicos de educación primaria y secundaria.

 Tabla 5.2 **LAS 10 PRINCIPALES INDUSTRIAS POR NÚMERO DE EMPLEADOS**

Clasificación	Código NAICS	Descripción	Empleados
1	611110	Escuelas primarias y secundarias	8.506.442
2	622110	Hospitales médicos generales y quirúrgicos	5.994.196
3	722511	Restaurantes de servicio completo	5.465.007
4	722513	Restaurantes de servicio limitado	4.465.682
5	611310	Colegios y universidades	3.022.003
6	561320	Servicios de ayuda temporal	2.861.814
7	621111	Oficinas de médicos, excepto especialistas en salud mental	2.634.695
8	445110	Supermercados y otras tiendas de comestibles	2.528.930
9	551114	Oficinas de gestión	2.315.130
10	624120	Servicios para personas mayores y personas con discapacidad	1.939.948

Fuente: BBVA Research y BLS

Tres de los diez principales empleadores son del ámbito de la asistencia sanitaria y social: en conjunto, los Hospitales quirúrgicos y de medicina general (NAICS: 622110), los Servicios de asistencia a la tercera edad y a personas con discapacidad (NAICS: 624120) y las Consultas de médicos (NAICS: 621111) contrataron 10,2 millones de personas. El empleo en las industrias de la atención sanitaria se ve impulsado por el aumento de la población y otras tendencias demográficas, como el envejecimiento.

## Evaluación del rendimiento industrial

Para contar con una perspectiva más contextualizada de los resultados económicos industriales, las separamos en cuatro grupos. El primer grupo (Sobresalientes) abarca las industrias que mostraron un crecimiento salarial y de empleo por encima de la media en el período analizado. El segundo grupo (En vías de expansión) incluye las industrias con un crecimiento de empleo por encima de la media, pero cuyo crecimiento salarial se sitúa por debajo de la media. El tercer grupo (En vías de mejora) consta de las industrias con un crecimiento salarial por encima de la media, pero cuyo crecimiento del empleo se sitúa por debajo de la media. Por último, el cuarto grupo (Rezagadas) incluye las industrias que mostraron un crecimiento salarial y del empleo por debajo de la media.

Gráfica 5.1 **SISTEMA DE AGRUPACIÓN DE INDUSTRIAS**



Fuente: BBVA Research

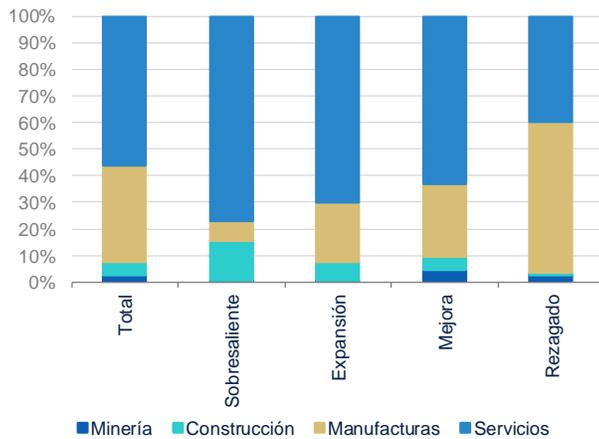
Para explicar de qué modo influye el tamaño, el crecimiento del empleo se ponderó respecto al tamaño relativo de la industria. Las variables se normalizaron para que pudieran interpretarse como desviaciones de la media nacional, lo que implica un mayor (menor) rendimiento que la media nacional para los valores por encima (por debajo) de cero.

Casi el 60% de las industrias que abarca este análisis se englobaban en los grupos Sobresalientes, En vías de expansión o En vías de mejora, mientras que el 40% de ellas se encontraban en el grupo Rezagadas.

Se creó una clasificación de industrias para cada grupo. En el caso de los grupos Sobresalientes y Rezagadas, se agregaron variables para generar una puntuación, a partir de la que se clasificaron las industrias. Para las categorías En vías de expansión y En vías de mejora, las industrias se clasificaron solo en función de sus respectivas variables objetivo.

Nuestro sistema de clasificación es flexible, ya que permite la adición de más variables aparte de las de empleo y salarios. También es dinámico, puesto que el lugar que las industrias ocupan en la lista puede variar en función de varios factores. Por ejemplo, los que se vieron principalmente impulsados por el gasto de los consumidores, podrían descender en la clasificación cuando entremos en la próxima recesión. Por el contrario, es más probable que las industrias que se han beneficiado de los cambios demográficos o tecnológicos mantengan sus posiciones relativas en caso de una desaceleración económica.

Gráfica 5.2 **DISTRIBUCIÓN DE LOS CÓDIGOS NAICS DE 6 DÍGITOS (INDUSTRIAS) POR SECTOR Y GRUPO**



Fuente: BBVA Research con datos de la BLS

Gráfica 5.3 **DISTRIBUCIÓN DE LOS CÓDIGOS NAICS DE 6 DÍGITOS (INDUSTRIAS) POR GRUPO**



Fuente: BBVA Research con datos de la BLS

## Sobresalientes

El grupo Sobresalientes incluye industrias que han experimentado un crecimiento salarial y del empleo por encima de la media. Este grupo podría denominarse «el mejor de los mejores».

De las 136 industrias representadas en esta muestra, los Servicios de asistencia a la tercera edad y a personas con discapacidad (NAICS: 624120) obtuvieron la puntuación más alta. Los Servicios de atención sanitaria a domicilio (NAICS: 621610) ocupó el primer puesto de la clasificación de las industrias sanitarias representados en el grupo, mientras que el sector tecnológico obtuvo las puntuaciones más altas en programación informática personalizada y

publicación de software. Las Actividades de apoyo al petróleo y el gas (NAICS: 213112) fue la única industria relacionada con la energía que se situó entre los diez primeros puestos.

Las industrias que se encuentran a la cabeza del grupo Sobresalientes se han beneficiado no solo de un largo período de expansión económica, sino también de cambios estructurales, como el envejecimiento de la población, la expansión de las clases medias al extranjero, los avances de la tecnología de la información, la inteligencia artificial y el aprendizaje automático, o el auge del gas natural en detrimento del carbón. Otras industrias que se encuentran en los primeros puestos de la clasificación, como los restaurantes o la banca múltiple, parecían más influenciadas por el entorno macroeconómico positivo en términos generales.

Aunque ninguna industria de la construcción ha logrado ser la primera de la lista, la abundancia de códigos NAICS relacionados con la construcción en este grupo (un 14,7% frente al 4,7% de la lista total) sugiere que algunas como la Construcción de edificios comerciales e institucionales (NAICS: 236220) y la Construcción de nuevas viviendas unifamiliares (NAICS: 236115) han aprovechado el impulso de los fuertes mercados residenciales y no residenciales.

Tabla 5.3 **LAS 10 PRINCIPALES INDUSTRIAS DEL GRUPO «SOBRESALIENTES»**

Clasificación	Código NAICS	Descripción	Puntuación
1	624120	Servicios para personas mayores y personas con discapacidad	10,9
2	722513	Restaurantes de servicio limitado	7,2
3	621610	Servicios de atención médica a domicilio	5,8
4	541511	Servicios personalizados de programación de computadoras	5,1
5	722511	Restaurantes de servicio completo	4,9
6	511210	Editores de software	4,8
7	722515	Bares de bocadillos y bebidas no alcohólicas	4,6
8	522110	Banca comercial	4,5
9	423450	Mayoristas comerciantes de equipos médicos	3,8
10	213112	Actividades de apoyo para operaciones de petróleo y gas	3,7

Fuente: BBVA Research con datos de la BLS

## En vías de mejora

Las industrias del grupo En vías de mejora solo experimentaron un crecimiento salarial superior a la media. Dado que la variación de los salarios nominales refleja la inflación más los cambios de la productividad laboral, los salarios más altos podrían ser el resultado de los aumentos de la eficiencia, los efectos sobre los precios (por ejemplo, como resultado de un mercado laboral restringido) o de ambos.

De las 377 industrias que componen este grupo, 91 (24,1%) tienen relación con actividades de fabricación, lo que sugiere que podrían haber aprovechado el impulso económico y haber aumentado su eficiencia. Esto es compatible con el uso, cada vez mayor, de la automatización en los procesos de fabricación, que tiende a sustituir a los trabajadores, pero que también puede aumentar la productividad de aquellos que conservan su trabajo.

No obstante, a la cabeza del grupo En vías de mejora se encuentran los Servicios de taxi (NAICS: 485310), y el Resto de los servicios de alojamiento para viajeros (NAICS: 721199). Estas industrias han sufrido una transformación a

consecuencia de la expansión de la «economía compartida», impulsada por empresas como Uber y Airbnb, cuya plantilla percibe salarios comparables a los de ciertos sectores tecnológicos. El modelo de economía compartida implica que los conductores de Uber o los arrendadores de Airbnb no se consideran empleados de la empresa. Entre 2017 y 2019, los ingresos de Uber pasaron de 800 a 1.800 millones de USD, lo que podría explicar el importante aumento de los salarios que figura en los servicios de taxis captados por el QCEW, el más alto de todas las industrias.

La sólida demanda de bienes nacionales y extranjeros ha favorecido a las principales industrias en vías de mejora, como el Ferrocarril de servicio regular (NAICS: 482111). El ferrocarril se ha beneficiado de las empresas que desean transportar petróleo crudo desde regiones con una infraestructura de canalizaciones limitada hasta las refinerías y los terminales de exportación. Los Mayoristas del carbón y otros minerales (NAICS: 423520) también se situaron a la cabeza de la lista, ya que la industria ha logrado recuperarse de un declive prolongado de los precios de las materias primas. Aunque la demanda de carbón está disminuyendo en EE. UU., las empresas de esta industria han sobrevivido reorientando sus ventas a los países en vías de desarrollo.

Tabla 5.4 **LAS 10 PRINCIPALES INDUSTRIAS DEL GRUPO «EN VÍAS DE MEJORA»**

Clasificación	Código NAICS	Descripción	Puntuación
1	485310	Servicio de taxi	21,7
2	721199	Otros alojamientos para viajeros	11,0
3	525920	Fideicomisos, sucesiones y agencias	5,6
4	485999	Otros transportes de pasajeros y transporte colectivo	4,0
5	482112	Ferrocarriles de distancias cortas	4,0
6	532282	Alquiler de cintas de video y discos	3,6
7	522320	Procesamiento de trans.financieras, reserva y cámara de compensación	3,1
8	423520	Mayoristas comerciantes de carbón y otros minerales	2,7
9	482111	Ferrocarriles de línea	2,6
10	334310	Fabricación de equipos de audio y video	2,2

Fuente: BBVA Research con datos de la BLS

## En vías de expansión

La incorporación de más trabajadores en nómina es un indicador de expansión empresarial (por ejemplo, cuando un banco abre nuevas sucursales y contrata a más directivos para que se encarguen de dirigirlos). En este sentido, el grupo En vías de expansión se puede interpretar como un grupo de industrias cuyo tamaño aumenta a mayor velocidad que la media de la industria. En este grupo, los servicios están sobrerrepresentados (constituyen el 69,8% frente al 56,5% del grupo En vías de mejora y al 52,1% de la lista general). Esto sugiere que incrementar la productividad es más difícil en el ámbito de los servicios que en el de la fabricación. En otras palabras, para producir más, a las industrias de este grupo les resulta más fácil contratar a más trabajadores que impulsar la productividad de la plantilla.

Por ello, no es de extrañar que los diez primeros puestos de industrias en vías de expansión estén copados por los servicios. A la cabeza, se sitúa el sector Depósito y almacenamiento generales (NAICS: 493110), que se ha visto afectado positivamente por la expansión del comercio electrónico. Incluso cuando toma como referencia el tamaño relativo, las industrias más influenciadas por la demografía, como los Centros de enseñanza primaria y secundaria

(NAICS: 61110) y los Hospitales quirúrgicos y de medicina general (NAICS: 622110), también se sitúan entre los que más rápido crean empleo. En el ámbito recreativo, los Hoteles y moteles sin incluir casinos (NAICS: 721110) mostraron sólidas cifras de empleo en línea con las tendencias del gasto de los consumidores. Los Servicios de mensajería y entrega urgente (NAICS: 492110) han recibido el impulso de los beneficios empresariales, la expansión empresarial y el gasto de los consumidores. Entre tanto, los Centros deportivos y de ocio (NAICS: 713940) ha florecido a medida que aumenta la conciencia sobre la salud.

 Tabla 5.5 **LAS 10 PRINCIPALES INDUSTRIAS DEL GRUPO «EN VÍAS DE EXPANSIÓN»**

Clasificación	Código NAICS	Descripción	Puntuación
1	493110	Almacenaje general	11,4
2	622110	Hospitales generales médicos y quirúrgicos	6,9
3	551114	Oficinas de gestión	6,8
4	492110	Servicios de mensajería y entrega urgente	5,5
5	611110	Escuelas primarias y secundarias	5,4
6	621111	Consultorios médicos (excepto especialistas en salud mental)	3,9
7	541611	Servicios de consultoría de gestión administrativa y gestión general	3,7
8	721110	Hoteles (excepto hoteles casino) y moteles	2,9
9	541330	Servicios de Ingeniería	2,8
10	713940	Gimnasios y centros deportivos recreativos	2,7

Fuente: BBVA Research con datos de la BLS

## Rezagadas

Las industrias rezagadas son aquellas que han experimentado un crecimiento salarial y del empleo por debajo de la media. De las 477 industrias representadas en este grupo, en 28 (5,8%) figuraba una contracción de ambas variables.

La fabricación está sobrerrepresentada en el grupo de rezagadas (con un 52%, frente al 33,5% en la lista general). El rendimiento relativamente deficiente del sector de la fabricación en este grupo podría deberse a factores como la competencia mundial, la externalización, la automatización y el proteccionismo comercial.

 Tabla 5.5 **LAS 10 PRINCIPALES INDUSTRIAS DEL GRUPO «REZAGADAS»**

Clasificación	Código NAICS	Descripción	Puntuación
1	512120	Distribución de películas y videos	-2,3
2	316992	Fabricación de bolsos y carteras para mujeres	-2,3
3	512290	Otras industrias de grabación de sonido	-2,4
4	334613	Fabricación de medios magnéticos y ópticos en blanco	-2,7
5	517410	Telecomunicaciones satelitales	-2,9
6	424950	Mayoristas comerciantes de pinturas, barnices y suministros	-3,6
7	522210	Emisión de tarjeta de crédito	-4,7
8	452210	Tiendas departamentales	-4,9
9	311930	Fabricación de jarabe saborizante y concentrados	-8,6
10	425120	Agentes mayoristas comerciales y corredores	-13,8

Fuente: BBVA Research con datos de la BLS

En el caso del grupo de rezagadas, lo más lógico es enumerar las diez industrias que ocupan las últimas posiciones. En el último puesto, se sitúan los Corredores y agentes comerciales mayoristas (NAICS: 425120). Es posible que la proliferación del comercio electrónico esté detrás del escaso rendimiento de esta industria. Otra víctima del comercio por Internet es el sector de los Grandes almacenes (NAICS: 452210), con el tercer peor rendimiento del grupo. La Distribución de vídeo y películas (NAICS: 512120) también integra la lista, posiblemente debido al efecto negativo de las tecnologías digitales, que permiten a los productores prescindir de los canales de distribución, así como a la transmisión desde casa, que ha reducido la afluencia del público a las salas de cine y la demanda de formatos físicos en el ámbito de la venta directa.

## **La subida de la marea reflota todos los barcos**

El rendimiento industrial es congruente con las tendencias económicas favorables que se han observado en EE. UU. entre 2017 y 2019. Sin embargo, el ciclo económico no es lo único que determina los resultados de las industrias. Nuestro análisis reveló que, en la mayoría de los casos, las mejores industrias son las que más se benefician de las tendencias subyacentes relacionadas con los cambios demográficos y tecnológicos. Durante las expansiones económicas, las industrias que experimentan los mejores resultados son aquellas que incrementan su productividad, su capacidad o ambas. No obstante, también puede ocurrir lo contrario. Tal y como parecen indicar las industrias rezagadas, un entorno macroeconómico favorable no siempre es suficiente para revertir el daño causado por los cambios estructurales. Y, lo que es más importante, nuestro análisis de grupos industriales contribuye a detectar las oportunidades y los riesgos de mayor envergadura del sector empresarial. La clave es determinar lo bien que se encaja y aprovecha cada una las oportunidades que suponen los cambios estructurales.

## 6. Los tuits del presidente y la economía

### Introducción

Habida cuenta del incentivo político para reducir las expectativas sobre los tipos de interés, es importante averiguar si la actividad del presidente en redes sociales puede afectar a la economía. Las críticas del presidente Trump contra la política monetaria podrían considerarse una estrategia para avivar la economía a corto plazo. O, por el contrario, el llamamiento de Trump a la opinión pública podría no estar asociado a ninguna agenda económica y responder, simplemente, al sentimiento del mercado. Al fin y al cabo, cabe preguntarse si sus tuits forman parte del sentimiento económico subyacente, si son impredecibles, o si pretenden ir a la contra de la corriente económica y actuar como una herramienta de política monetaria social a fin de provocar un repunte en los mercados a corto y largo plazo.

En el documento de trabajo reciente *Threats to Central Bank Independence: High-Frequency Identification with Twitter* (Bianchi et al, 2019), se analizan las críticas de Trump (vía Twitter) respecto a la política monetaria, en concreto, sobre la decisión del FOMC de ajustar o no el tipo de los fondos federales. Los autores han hallado indicios de que las continuas críticas de Trump han generado revisiones a la baja de las expectativas a corto y largo plazo del tipo de los fondos federales en torno a 10 y 18,5 pb, respectivamente. Además, concluyen que «los agentes del mercado perciben que la Fed no es totalmente independiente».

Teniendo en cuenta que los tuits del presidente Trump pueden tener un impacto importante en las expectativas, llegar a conocer el efecto que produce su actividad en el entorno económico podría suponer una ventaja. El objetivo de este análisis es empezar a dilucidar el impacto que los tuits de Trump ejercen sobre las expectativas económicas mediante la identificación de los patrones de comportamiento en Twitter con el fin de que el lector pueda reflexionar sobre ellos. Dados los estudios recientes y en curso sobre el sentimiento político y su efecto en las expectativas del mercado, esperamos despertar el interés por comprender y anticipar, por un lado, estos efectos y, por otro, la manera en que Twitter y otras redes sociales pueden llegar a influir en dichas expectativas y en la política monetaria.

### Metodología

Hemos agrupado todos los tuits creados y retuiteados por la cuenta oficial del presidente Trump, *@realdonaldtrump*, desde principios de enero de 2017 hasta enero de 2020. De todo el conjunto, hemos filtrado los tuits relacionados con la economía y los hemos agrupado en función de una lista de términos económicos clave. Estas clasificaciones se han validado manualmente. Hemos definido siete clases de tuits en función de su contenido: condiciones económicas generales; política monetaria; mercados de renta variable; salarios y precios; empleo y producción; comercio exterior, y tuits de carácter no económico. En total, hemos extraído y clasificado 13.144 tuits.

Las dos características de interés para nosotros son la frecuencia y la expresión del sentimiento, que nos permiten analizar el momento en el que Trump siente la necesidad de tuitear sobre un tema y cuál es su opinión acerca de este. Nuestro objetivo es identificar la posible relación existente entre los acontecimientos económicos relevantes y la frecuencia y el sentimiento de los tuits de Trump sobre temas económicos.

Hemos decidido representar la frecuencia como puntos de una cronología en la que cada punto representa un tuit perteneciente a una clase determinada. Hemos situado cada clase de puntos sobre la línea cronológica utilizando un código de color según los resultados de las variables económicas seleccionadas. Cada clase cuenta con una variable elegida a modo de referencia sobre la orientación o condición económica de dicha clase. En la siguiente tabla, se define cada clase y las variables utilizadas para determinar su condición.

Tabla 6.1 **DEFINICIÓN DE CLASES Y VARIABLES**

Clase	Descripción	Variables
1	Condiciones económicas generales	Avance del PIB, segundo y tercer informes
2	Política monetaria	Reunión con el FOMC y decisión sobre los tipos de los fondos de la Fed
3	Mercados de renta variable	Récord del DJIA
4	Salarios y precios	Comunicaciones sobre ganancias reales e IPC
5	Empleo y producción	Informe sobre el empleo
6	Comercio exterior	Momento clave de la política extranjera

Fuente: BBVA Research

A estas variables se les asigna una orientación positiva, negativa o neutra en función de si indican expansión o contracción, de la comparación con expectativas anteriores o de cómo favorecen las preferencias anunciadas por Trump. Por ejemplo, un recorte del tipo de los fondos de la Fed por parte del FOMC tendrá una orientación positiva.

Así, la carga emocional de los tuits de Trump es menos condicionante a nivel visual. En lugar de ajustarlo a las variables económicas y a los acontecimientos que suponemos que son relevantes, trazamos el sentimiento medio de los tuits de Trump junto con el sentimiento de sus tuits no económicos. También proporcionamos una matriz de correlación entre el sentimiento de cada clase con los diversos índices y variables económicos.

Para determinar el sentimiento de cada tuit, se utiliza el análisis de sentimiento multimodal que combina clasificadores bayesianos ingenuos de Bernoulli, polinomiales y originales, un clasificador de regresión logística, y un clasificador de gradiente estocástico dependiente, que devuelve un índice de -1 o 1, el cual representa un sentimiento negativo o positivo, respectivamente, así como un nivel de confianza en dicha clasificación. El sentimiento final es el producto del nivel de confianza en el índice, de forma que, un sentimiento igual a cero representa una falta de confianza en la clasificación.

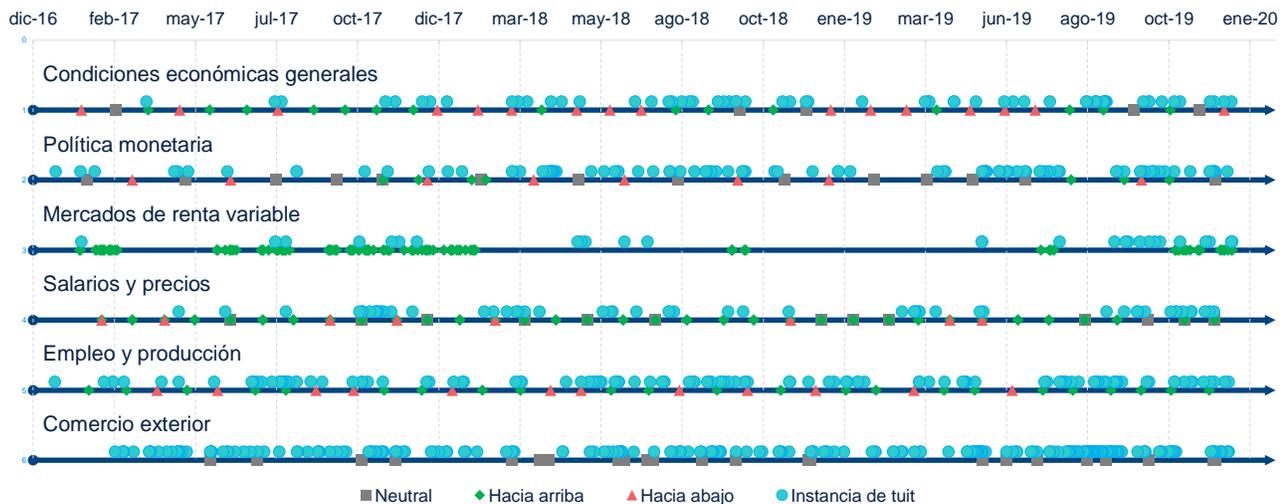
## Resultados

### Frecuencia

Al plantear la hipótesis de la uniformidad en la distribución de los tuits o el decaimiento exponencial del tiempo transcurrido entre dos observaciones de los tuits del presidente Trump, encontramos pruebas significativas que desmienten estos supuestos con un nivel de confianza de una décima parte de un punto porcentual. Esto sugiere una agrupación cuyos tuits de determinada clase influyen en las observaciones futuras. Por lo tanto, podemos confiar en la vinculación entre las observaciones y los acontecimientos exógenos, y damos por sentado que los acontecimientos económicos determinan los tuits de Trump.

Utilizamos las variables definidas en la *tabla 1* para elaborar las líneas cronológicas que aparecen en la *Gráfica 1*. El color rojo representa la existencia de variables o eventos contrarios a las preferencias enunciadas por Trump, el verde representa los eventos que son de su agrado y el gris representa neutralidad.

**Gráfica 6.1 CRONOLOGÍA DE INSTANCIAS DE TUIITS ECONÓMICOS DE @REALDONALDTRUMP POR TEMA EN RELACIÓN CON LAS CONDICIONES ECONÓMICAS RELEVANTES**



Fuente: BBVA Research y Twitter

Parece existir cierta relación entre los informes positivos sobre el PIB y la observación de tuitos relativos a las condiciones económicas generales. Su actividad tenía mayores probabilidades de aumentar tras la aparición de datos positivos sobre el PIB que durante la comunicación de datos negativos o neutros. Por ejemplo, la actividad se ralentizó y se detuvo durante las turbulencias en los mercados de renta variable de 2018, en un momento en el que la economía registró una serie de revisiones a la baja y peores datos de PIB.

La actividad en torno a la política monetaria se mantuvo uniforme antes e inmediatamente después del nombramiento de Jerome Powell como presidente de la Reserva Federal, a principios de 2018. Trump publicó el primer tuit crítico contra la Fed el 20 de julio de 2018, después de que se tomaran una serie de decisiones en relación con la subida del tipo de los fondos federales. Posteriormente, su actividad se centró en las reuniones del FOMC. El último aumento de tipos tuvo lugar después de la reunión del FOMC de diciembre de 2018. Su actividad volvió a avivarse en el verano de 2019, justo antes de que la Fed recortara los tipos de interés por primera vez desde 2008. En el período comprendido entre ese acontecimiento y los dos siguientes recortes de tipos, la actividad tuitera se mantuvo elevada.

Los tuitos relacionados con los mercados de renta variable son los que muestran, de forma más obvia, la relación con su variable prescrita. Existe una mayor probabilidad de que Trump tuitee cuando el DJIA registra un nuevo récord o cuando muestra una tendencia alcista durante un período prolongado. Por el contrario, lo último que hizo fue mencionar los mercados de renta variable durante 2018 después de que se desplomaran en febrero y no se recuperaran hasta el verano, tras lo cual, el índice se mantuvo a la zaga para volver a caer en diciembre. Trump reanudó la actividad en Twitter a finales de 2019, una vez que los mercados volvieron a los niveles anteriores a 2018.

No está claro si el presidente Trump se siente motivado a tuitear en relación con los salarios y los precios asociados al IPC y a los resultados del crecimiento del salario real. Sus tuits sobre el crecimiento del salario real suelen coincidir con su informe. Sin embargo, los tuits sobre los precios suelen ir referidos a los de las importaciones extranjeras, en lugar de referirse al precio de los bienes nacionales.

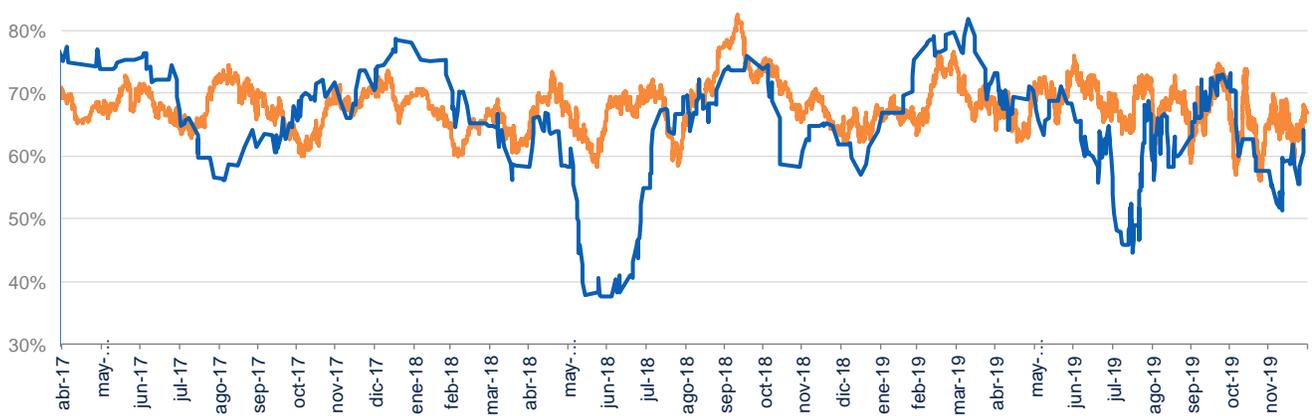
La relación entre los tuits sobre el empleo y los datos sobre el empleo es igualmente débil. Un aspecto a tener en cuenta es la frecuencia con la que el presidente menciona la situación del empleo. Trump menciona constantemente las cifras de empleo, pero no siempre hace referencia a la situación general, sino que destaca los datos de determinados grupos demográficos. Con frecuencia logra encontrar algún detalle digno de elogio en relación con la situación del empleo, incluso aunque los cambios de la situación general se sitúen por debajo de las expectativas.

Antes de 2018, los tuits sobre asuntos exteriores tenían menos que ver con la política comercial y estaban más relacionados con cumbres internacionales y asuntos militares. Los tuits sobre el comercio exterior se volvieron más frecuentes y uniformes a partir del 1 de marzo de 2018, lo que se corresponde con la aplicación de aranceles al acero y al aluminio por parte de EE. UU. Sin embargo, este patrón puede haberse revertido recientemente debido al apaciguamiento de la guerra comercial entre EE. UU. y China tras la primera fase del acuerdo comercial y la firma del USMCA.

## Sentimiento

La *Gráfica 2* ilustra la media de sentimiento de los tuits del presidente. Invitamos al lector a examinar este elemento, puesto que no existen muchos datos de investigaciones en las que se vincule el sentimiento reflejado en las declaraciones públicas de Trump y su influencia en los mercados.

Gráfica 6.2 **SENTIMIENTO PROMEDIO DE LOS TUIITS DE @REALDONALDTRUMP (NARANJA) Y LOS TUIITS ECONÓMICOS (AZUL) COMO PORCENTAJE DE LOS TUIITS POSITIVOS**



Fuente: BBVA Research y Twitter

Hay algunos puntos de interés en relación con el sentimiento de todos los tuits del presidente Trump. La carga sentimental general alcanzó su máximo en septiembre de 2018, inmediatamente antes de que los mercados de renta

variable iniciaran su descenso hasta finales de año. Esta caída también se percibe claramente en el sentimiento de los tuits económicos. El sentimiento económico de Trump tocó fondo en el verano de 2018. Este período coincide con el punto más álgido de las tensiones comerciales entre EE. UU. y China. Es bastante interesante que el segundo mayor descenso se registró un año más tarde, en agosto de 2019, lo que coincide con el ultimátum a China por parte de Trump. Este valor se recuperó inmediatamente tras el aplazamiento de las amenazas.

Por otra parte, se registraron tres máximos significativos de sentimiento económico: en enero de 2018, octubre de 2018 y durante la primavera de 2019. Estos picos se corresponden con la entrada en vigor de la Ley de Empleos y Reducción de Impuestos de 2017, el período anterior al mercado bajista de finales de 2018, y el período posterior al final del cierre de la administración de 2019, que coincide con el punto más bajo del nivel de aprobación de Trump.

La *Gráfica 3* muestra una sección de la matriz de correlación entre el sentimiento de los tuits de Trump por clase y un determinado conjunto de variables económicas influyentes. Las celdas con borde corresponden a las variables que se supone que tienen una relación significativa con esa clase (fila) de tuits.

Gráfica 6.3 **MATRIZ DE CORRELACIÓN ENTRE EL SENTIMIENTO DE LOS TUIITS DE @REALDONALDTRUMP POR TEMA Y VARIABLES ECONÓMICAS CONCRETAS**

	PIB real	Sentimiento consumidor	Rendim. dos años	Rendim. cinco años	Rendim. diez años	Difer. dos-diez	DJIA	Retorno DJIA	IPC	IPP	Gsto consumido r	ISM Compuesto	ISM NMI	ISM PMI	Situación laboral	Desempleo	Índice dólar Fed	Exporta. Netas
Todos los tuits	0,383	-0,073	0,215	0,150	0,123	-0,182	0,113	-0,012	0,116	0,143	0,181	0,155	0,176	0,048	0,331	-0,149	0,141	-0,170
Tuits económicos	-0,420	-0,120	-0,147	-0,111	-0,074	0,136	-0,193	0,025	-0,211	-0,204	-0,199	0,090	0,100	0,035	0,269	0,160	-0,030	-0,141
Condiciones económicas generales	-0,466	0,178	-0,040	-0,009	0,004	0,082	0,026	0,225	0,012	0,006	0,022	0,068	0,083	0,019	0,141	0,023	0,243	0,139
Política monetaria	0,054	-0,139	0,017	0,041	0,045	0,028	-0,064	0,055	-0,081	-0,086	-0,076	-0,060	-0,080	0,018	0,244	0,079	0,094	-0,355
Mercados renta variable	-0,008	-0,078	-0,093	-0,139	-0,142	-0,050	0,126	0,278	0,080	0,053	0,060	-0,092	-0,103	-0,045	-0,043	-0,148	-0,356	0,544
Salarios y precios	-0,199	-0,044	-0,195	-0,133	-0,063	0,266	-0,424	0,057	-0,331	-0,367	-0,294	0,000	-0,031	0,103	0,058	0,357	-0,038	-0,261
Empleo y producción	-0,297	-0,022	0,049	0,024	-0,017	-0,094	0,122	-0,172	0,081	0,080	0,052	0,022	0,034	-0,028	0,436	-0,143	-0,222	-0,159
Comercio exterior	-0,275	-0,070	-0,256	-0,227	-0,176	0,183	-0,142	-0,039	-0,186	-0,171	-0,155	-0,023	-0,011	-0,058	0,194	0,239	0,030	-0,194

Fuente: BBVA Research y Twitter

Según nuestro análisis, existe una moderada correlación negativa entre el sentimiento de los tuits relativos a las condiciones económicas generales y el crecimiento del PIB real. Dado que el presidente Trump tiende a complementar las cifras sólidas del PIB, este resultado implica que sus declaraciones positivas son más probables en períodos con un crecimiento del PIB inferior a la media. Aunque es menos probable que tuitee sobre el PIB después de la publicación de resultados débiles, esta relación inversa podría probar que lo hace para amortiguar los datos del informe.

El sentimiento que reflejan los tuits relacionados con la política monetaria no tiene casi ninguna relación con los tipos de interés. Este hecho cobra sentido si recordamos que Trump se reserva sus declaraciones sobre la política monetaria casi exclusivamente para que coincidan con determinados acontecimientos (como las reuniones del FOMC), en lugar de con la aparición de condiciones económicas.

El sentimiento relativo a los mercados de renta variable se correlaciona positivamente con el rendimiento medio, más que con los niveles. Además, existe una relación significativa entre el sentimiento de Trump hacia los mercados de renta variable y las exportaciones netas. Como se muestra en la sección anterior, parece que el presidente solo tuitea sobre los mercados de renta variable después de un período prolongado de resultados positivos, en lugar de hacerlo en momentos puntuales de rendimiento excepcional.

Existe una relación negativa moderada entre las medidas de inflación o los gastos de los consumidores y el sentimiento de los tuits relacionados con los precios. Trump registra un récord que parece reflejar su preferencia por los entornos de baja inflación.

Una de las relaciones más sólidas es la que existe entre el sentimiento reflejado en los tuits relacionados con el empleo y la producción y los resultados de la situación del empleo. Por lo general, el presidente parece sacar a colación los datos de empleo independientemente de si la situación laboral es excepcional. Estos resultados parecen sugerir que Trump muestra un nivel especialmente alto de actividad y positividad cuando la situación del empleo es buena, y que lo mismo ocurre cuando la situación es mala. Aunque se sabe que se preocupa con regularidad por los resultados de los fabricantes y el crecimiento industrial, la relación entre los índices del ISM y el sentimiento hacia el empleo es casi nula. Más bien, parece que su motivación aumenta con la reducción de las cifras de empleo.

Por último, parece que no existe ninguna relación, ni moderada ni acentuada, entre el sentimiento relativo al comercio exterior y la situación del déficit comercial o la fortaleza del dólar. Este resultado se parece al de la política monetaria puesto que los tuits del presidente sobre la política monetaria coinciden con acontecimientos en lugar de con condiciones económicas.

Sí parece existir una conexión significativa externa a los grupos establecidos. Por ejemplo, el sentimiento de todos los tuits (tanto económicos como no económicos) tiene una correlación positiva inesperada, pero sólida, con el crecimiento del PIB real.

## Reflexión y conclusiones

Si de verdad nos interesa conocer los efectos de los tuits del presidente Trump, debemos aprender a anticiparnos a ellos y al impacto que ejercen sobre la economía si es así. Hemos presentado patrones que nos permiten conocer mejor el comportamiento de Trump en Twitter. Otras investigaciones, como la de Bianchi (et al, 2019), nos acercan a la identificación del objetivo intencionado o accidental del tuit y a cuantificar su efecto.

Se diría que el sentimiento de los tuits refleja con precisión los acontecimientos que se desarrollan durante el mandato de Trump. Esto no quiere decir que quede registrado un seguimiento de su nivel de agrado o desagrado, sino que se observan períodos de negatividad en episodios de frustración política (por ejemplo, la guerra comercial con China o el cierre de la Administración) y se percibe lo contrario cuando todo marcha tal y como desea. Además, la gravedad del sentimiento económico parece reflejar la gravedad del impacto de un acontecimiento en la economía.

Si nos fijamos solo en la frecuencia, parece que destacan algunos patrones. El primero es que existe una serie de temas que aborda de forma más general, como el empleo, y otros que dependen de eventos, como los mercados de renta variable. Trump suele hablar positivamente de la situación laboral o citar cifras de empleo positivas. En este sentido, parece que se preocupa más por el empleo que por cualquier otra variable, y que lo utiliza como una

herramienta genérica. Esto contrasta con el contenido de sus declaraciones sobre los mercados de renta variable. Trump solo menciona los índices bursátiles en términos positivos. Sin embargo, solo decide hacerlo cuando los mercados experimentan resultados positivos prolongados o cuando un índice registra un récord.

Si contrastamos la frecuencia con el sentimiento, estos patrones podrían empezar a cobrar sentido. Por ejemplo, es poco probable que Trump tuitee sobre el PIB tras un informe adverso. Sin embargo, cuando decide hacerlo, la manera de expresarse es más positiva. Esto puede indicar que intenta amortiguar los resultados. Por otra parte, tiende a hacer lo contrario con los datos de empleo, ya que enfatiza la situación laboral siempre que supera las expectativas.

La ausencia de relaciones es igualmente significativa. Trump suele tuitear sobre salarios y precios, y prefiere una inflación baja. Sin embargo, sus tuits sobre salarios y precios no contemplan medidas de inflación. Del mismo modo, los tuits que critican a la Fed por no bajar el tipo de los fondos federales no tienen nada que ver con los tipos de interés. Esta conclusión no es de extrañar si deducimos que Trump trata de aplicar presión a la baja sobre las expectativas de los tipos de interés, hecho constatado por Bianchi (et al, 2019), en lugar de reaccionar a los tipos aplicados.

No se debe olvidar que ninguno de estos patrones puede demostrar por sí solo si los tuits del presidente Trump afectan a la economía. Las investigaciones posteriores en relación con estas preguntas deben tener en cuenta estos patrones y tratar de encontrar respuesta a la cuestión de si determinadas variables se ven afectadas solo por los tuits de Trump. Aunque estas preguntas pueden y deben formularse en relación con las declaraciones tanto digitales como presenciales, nos encontramos frente a un nuevo y rico campo de investigación dado el alcance de los mensajes del presidente y el precedente que sentó su equipo de gobierno al utilizar Twitter para dirigirse a la opinión pública.

Nuestro análisis sugiere que los tuits económicos del presidente Trump coinciden sin duda con las condiciones económicas. Si se desea incorporar estos tuits a las expectativas o valoraciones propias, sugerimos que se busquen detalles más precisos, como el poder predictivo de los tuits, no solo en relación con las condiciones actuales, sino también con las variables a corto y largo plazo. Si se demostrara que se han producido cambios de las expectativas a causa de tuits no enarbolados contra a la Reserva Federal, se argüiría que las redes sociales pueden amplificar el capital social y generar estímulos económicos independientemente de si tal era la intención del presidente Trump.

## 7. Previsiones

Table 7.1 PREVISIONES MACRO DE ESTADOS UNIDOS

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020 (p)	2021 (p)	2022 (p)	2023 (p)
PIB real (% anualiz. y desestac.)	1,8	2,5	2,9	1,6	2,4	2,9	2,3	1,8	2,0	2,0	1,8
PIB real (contribución, pp)											
Consumo privado (PCE)	1,0	2,0	2,5	1,9	1,8	2,1	1,8	1,5	1,4	1,4	1,4
Inversión fija bruta	1,1	1,0	0,9	-0,2	0,8	0,9	0,3	-0,1	0,6	0,7	0,5
No residencial	0,5	1,0	0,3	0,1	0,6	0,9	0,3	0,2	0,6	0,6	0,5
Residencial	0,3	0,1	0,3	0,2	0,1	0,0	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Exportaciones	0,5	0,6	0,1	0,0	0,5	0,4	0,0	0,2	0,5	0,5	0,6
Importaciones	-0,3	-0,8	-0,9	-0,4	-0,8	-0,8	-0,2	0,0	-0,7	-0,7	-0,7
Gobierno	-0,5	-0,2	0,3	0,3	0,1	0,3	0,4	0,3	0,1	0,1	0,0
Tasa de desempleo (% , promedio)	7,4	6,2	5,3	4,9	4,3	3,9	3,7	3,7	3,9	4,0	4,2
Nómina no agrícola promedio (miles)	192	251	227	193	179	223	176	151	135	113	110
Precios al consumidor (% a/a)	1,5	1,6	0,1	1,3	2,1	2,4	1,8	2,0	2,2	2,1	2,1
Subyacente al consumidor (% a/a)	1,8	1,8	1,8	2,2	1,8	2,1	2,2	2,0	2,2	2,1	2,0
Balance fiscal (% PIB)	-4,1	-2,8	-2,4	-3,2	-3,4	-3,8	-4,6	-4,6	-4,4	-4,7	-4,5
Cuenta corriente (bdp, % PIB)	-2,1	-2,1	-2,2	-2,3	-2,3	-2,4	-2,4	-2,5	-2,5	-2,5	-2,5
Tasa objetivo Fed (% , fdp)	0,25	0,25	0,50	0,75	1,50	2,50	1,75	1,75	1,75	2,25	2,25
Índice precios viv. Core Logic (% a/a)	9,7	6,7	5,2	5,4	5,9	5,8	3,6	3,8	3,1	3,4	3,5
Valores tesoro 10 años (rend. % , fdp)	2,90	2,21	2,24	2,49	2,40	2,83	1,86	2,00	2,13	2,41	2,59
Precio del WTI (dps, promedio)	97,9	93,3	48,7	43,2	50,9	65,0	56,7	56,7	58,0	57,7	57,4

(p): previsión.

Fuente: BBVA Research

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

	2014	2015	2016	2017	2018	2019 (e)	2020 (p)	2021 (p)	2022 (p)
Alabama	-0,7	1,3	0,7	1,2	2,8	2,6	1,9	1,5	1,5
Alaska	-2,7	1,0	-2,0	0,0	0,7	2,3	0,2	0,4	0,7
Arizona	1,3	2,4	3,2	3,5	4,1	3,3	3,4	3,6	3,6
Arkansas	1,0	0,8	0,6	0,7	1,7	1,5	0,8	1,0	1,2
California	4,1	5,0	3,0	4,4	4,3	2,5	2,3	2,9	2,9
Carolina del Norte	2,2	3,2	1,2	2,1	2,4	2,4	2,3	2,3	2,3
Carolina del Sur	2,6	3,5	2,9	3,3	2,6	3,0	2,0	1,9	1,9
Colorado	4,7	4,6	2,4	4,0	3,5	3,8	3,6	3,3	3,2
Connecticut	-1,4	2,2	0,0	0,4	0,5	1,5	1,0	1,2	1,2
Dakota del Norte	7,6	-2,9	-7,0	0,0	3,6	2,3	0,3	-0,1	0,4
Dakota del Sur	1,3	2,9	0,5	-0,1	1,9	0,9	3,1	3,0	2,9
Delaware	7,3	3,7	-4,2	-0,6	0,0	0,9	1,3	1,3	1,4
Florida	2,7	4,2	3,3	3,4	3,2	2,9	2,8	2,9	2,9
Georgia	3,3	3,4	3,5	3,7	2,4	1,9	2,3	2,5	2,5
Hawaii	0,3	3,6	2,2	2,3	2,4	0,8	0,9	1,6	1,6
Idaho	2,6	2,8	3,9	3,5	4,0	3,1	3,4	3,3	3,2
Illinois	1,4	1,3	0,4	0,9	2,1	1,6	1,2	1,2	1,2
Indiana	3,2	-0,7	1,6	1,9	2,0	0,5	0,7	1,0	1,1
Iowa	5,4	2,6	-0,3	-0,3	2,2	0,9	1,3	1,8	1,9
Isla Rhode	0,1	1,8	0,0	-0,2	1,2	2,6	1,7	1,7	1,7
Kansas	2,1	1,9	2,6	1,0	2,1	0,8	1,1	1,1	1,2
Kentucky	0,3	0,7	0,7	1,1	1,4	0,9	0,8	1,0	1,1
Louisiana	3,1	-0,5	-1,8	1,4	2,6	0,9	0,2	0,3	0,5
Maine	1,7	0,7	2,2	2,2	2,2	1,7	1,1	1,2	1,2
Maryland	1,1	1,9	3,4	0,9	2,5	1,7	2,2	2,0	2,0
Massachusetts	2,0	3,8	1,7	2,5	3,1	2,4	1,9	2,0	2,0
Michigan	1,7	2,5	2,2	1,5	2,5	0,5	0,9	1,0	1,0
Minnesota	2,9	1,2	1,9	1,9	2,6	1,4	1,7	1,7	1,8
Mississippi	0,5	0,1	0,4	0,9	1,3	1,3	1,4	1,1	1,1
Missouri	0,5	1,3	-0,4	1,0	2,4	2,0	1,4	1,1	1,2
Montana	1,7	3,9	-1,4	1,7	2,6	2,1	2,4	2,3	2,3
Nebraska	2,0	2,9	0,4	2,1	0,9	0,7	2,5	2,4	2,3
Nevada	1,3	4,2	2,9	3,2	4,2	2,9	2,6	2,7	2,8
Nueva Hampshire	1,1	2,8	1,8	1,8	2,3	2,7	2,1	2,3	2,3
Nueva Jersey	0,5	1,8	0,9	0,7	2,2	1,5	1,0	1,0	1,1
Nueva York	2,3	1,7	1,3	2,1	1,2	1,9	1,3	1,6	1,8
Nuevo México	3,2	2,2	0,1	0,1	2,5	3,9	2,2	1,9	2,0
Ohio	3,8	1,5	0,8	1,6	1,9	1,8	1,7	1,4	1,4
Oklahoma	5,7	4,3	-3,0	0,8	2,6	2,7	2,4	2,1	2,2
Oregon	3,4	5,6	4,7	3,8	3,8	2,8	2,2	2,2	2,4
Pennsylvania	2,3	2,2	1,3	0,6	2,6	2,1	1,3	1,3	1,4
Tennessee	1,7	3,4	2,1	1,9	3,1	2,2	2,0	1,9	2,0
Texas	3,5	4,8	0,2	2,9	4,0	4,4	3,3	3,2	3,2
Utah	3,2	4,1	4,0	3,9	3,7	3,9	4,2	4,3	4,1
Vermont	0,1	1,3	1,6	0,1	1,2	2,4	1,3	1,3	1,5
Virginia	-0,2	2,0	0,4	1,8	2,6	1,9	1,9	1,8	1,9
Virginia Occidental	-0,4	-0,2	-1,2	1,5	2,3	1,1	1,0	1,0	0,9
Washington	3,6	4,4	3,5	5,2	5,8	3,8	2,7	2,5	2,5
Wisconsin	2,1	1,8	1,2	1,3	2,4	1,2	1,2	1,5	1,6
Wyoming	0,6	2,6	-4,2	-0,1	0,1	3,1	0,5	0,8	1,0

(e): estimado; (p): previsión

Fuente: BBVA Research

## AVISO LEGAL

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Marcial Nava  
marcial.nava@bbva.com

Adrián Casillas  
adrian.casillas@bbva.com

Kan Chen  
kan.chen@bbva.com

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