

# Situación Estados Unidos

Segundo trimestre 2020



## Índice

1. Editorial .....	3
2. Una nueva normalidad: cómo se recupera la economía estadounidense en el mundo posterior al COVID.....	6
3. ¿Qué Rubicón cruzará ahora la Fed? .....	16
4. Los legisladores responden con un apoyo fiscal masivo .....	21
5. El mercado de la vivienda en la era del COVID-19.....	29
6. El trabajo después de la pandemia .....	35
7. Los mercados laborales de los estados con el COVID-19 como telón de fondo .....	41
8. La pandemia del COVID-19 en la región meridional (o «Sunbelt») .....	44
9. Previsiones.....	51

Fecha de cierre: 15 mayo 2020

# 1. Editorial

Aunque la economía estadounidense está atravesando la peor recesión desde la Gran Depresión, en última instancia se acabará superando conforme las restricciones pasen de un distanciamiento físico estricto hacia una reapertura escalonada. Casi todos los estados que aplicaron órdenes de confinamiento tienen previsto levantarlas antes de finales de mayo. Además, la intervención poco convencional de la Reserva Federal —que ronda los 3 billones de dólares— y el apoyo fiscal masivo —de alrededor de 4 billones de dólares— han restablecido el funcionamiento de los mercados financieros y ayudarán a las personas y las empresas a incrementar el gasto, la contratación y la inversión, con el consiguiente aumento de la demanda y la oferta agregadas. Sin embargo, la incertidumbre en torno al ritmo de la recuperación se mantiene en niveles elevados. Para que se produzca una normalización total de la actividad económica, se requiere una tasa de reproducción del virus inferior a 1, algo que solo puede lograrse con altos niveles de inmunidad de grupo y, en último término, con una vacuna y un tratamiento médico eficaz.

El análisis del Center for Infectious Disease Research and Policy sugiere diferentes escenarios en los próximos 18 a 24 meses: desde pequeñas olas repetitivas hasta una combinación de olas de menor y mayor duración o incluso olas sin un patrón evidente (todo ello en función de la estacionalidad del virus, la rapidez con la que se desarrolle la inmunidad de grupo y la eficacia de las estrategias de mitigación). A medida que el país se esfuerza por encontrar un equilibrio entre volver a la normalidad económica y mantener a su población segura, deberíamos esperar medidas de distanciamiento social, controles para garantizar la protección de los trabajadores e intervenciones según los casos (realización de pruebas, seguimiento de los contactos, aislamiento voluntario, etc.) que podrán ser más o menos estrictas en función de la tasa de incidencia y la capacidad operativa del sistema sanitario.

Las empresas con actividades no esenciales y riesgo moderado, como restaurantes, comercios, gimnasios, cines y museos, podrán iniciar la normalización con menos público, el distanciamiento de los clientes o la remodelación de los espacios físicos. Por su parte, las actividades no esenciales con alto riesgo que implican la concentración de grandes multitudes o un contacto cercano prolongado, como eventos deportivos, conciertos, vuelos comerciales, cruceros y convenciones, tardarán más tiempo en sumarse a la normalización. Esto supone que la actividad económica podría permanecer por debajo de su plena capacidad durante un período prolongado. Además, una mayor incertidumbre incitará a los individuos a ahorrar más y reducir el gasto discrecional. Muchas empresas cerrarán, mientras que otras se replantearán sus prioridades y planes estratégicos. Con respecto a las personas, el miedo y la ansiedad podrían influir drásticamente en importantes decisiones vitales, como comprar una casa o cambiar de lugar de residencia o de profesión.

Esto podría desencadenar una reasignación significativa de recursos con efectos duraderos en los mercados laborales y las inversiones. Al igual que en ciclos anteriores, habrá vencedores y vencidos. Las recesiones magnifican las destrucciones de empleo habituales, las cuales se asocian con recuperaciones sin creación de puestos de trabajo. Los efectos más perjudiciales los padecerán los individuos poco cualificados, las minorías y los jóvenes, los cuales cuentan con una mayor participación en los sectores más afectados, como los servicios de alojamiento y restauración, o en los que trabajar en remoto no es viable, como es el caso de las plantas cárnicas. Según el Pew Research Center, el 26% de las familias con ingresos bajos (40.000 dólares o menos) afirman que ellos mismos, o alguien de su hogar, han sido despedidos o han perdido un trabajo debido al coronavirus, en comparación con el 12% de las familias con ingresos elevados (a partir de 120.000 dólares). Este porcentaje es del 29%, el 22% y el 17% entre las poblaciones hispana, negra y blanca, respectivamente. En este sentido, la recesión ampliará la desigualdad de renta, que podría

exacerbar la frustración y la polarización, lo que obligaría a revisar los reglamentos laborales, la red de seguridad social y el sistema sanitario, al tiempo que supone un caldo de cultivo para el populismo.

Las empresas que prestan servicios digitales han prosperado durante los confinamientos, mientras que las expuestas a crisis prolongadas de oferta y demanda o cuya actividad depende de espacios físicos, como grandes almacenes y hoteles, tendrán dificultades para mantenerse a flote. La supervivencia de algunos de los principales actores aumentará la concentración de mercado. Mientras tanto, una reevaluación de la seguridad nacional puede favorecer a hospitales, laboratorios de investigación, y la fabricación de productos farmacéuticos y dispositivos médicos.

La crisis sanitaria tendrá efectos duraderos en la forma en que los agentes económicos interactúan entre sí. El cambio radical hacia una sociedad sin contacto beneficia a las tecnologías digitales y móviles, como los pagos y el comercio electrónicos, la formación en línea, la realidad virtual y aumentada, las alternativas de la conducción autónoma y la telemedicina, así como la seguridad de los datos y la inteligencia artificial. Esto podría implicar nuevos marcos de trabajo, demanda de nuevos empleos, bienes y servicios, un mayor ritmo de automatización y digitalización, y cambios en la movilidad urbana y la adaptación inteligente. Una mayor eficiencia de los trabajadores esenciales, la mejora de las tareas rutinarias, la reducción del tiempo de desplazamiento al trabajo, la reducción de la contaminación y las emisiones de carbono y la mejora de la conciliación de la vida laboral y personal podrían impulsar la productividad de forma significativa. En cambio, la restricción de la interacción física humana podría reducir el intercambio de ideas e innovación y agudizar otros problemas como la soledad, la violencia y la adicción.

La pandemia cambiará la relación entre el Gobierno y el electorado. Las personas pueden estar dispuestas a aceptar una menor protección de la privacidad y una mayor intervención gubernamental, así como mecanismos de vigilancia a cambio de menores riesgos para la salud. Las pruebas obligatorias, las vacunas, los pasaportes de inmunidad y otros mecanismos de control estarán a la orden del día. El Gobierno podría escudarse en la crisis sanitaria para intervenir en las actividades del sector privado con importantes secuelas en la seguridad nacional y en la salud. Esta intervención supondría un menoscabo de las libertades económicas e individuales. En marzo, el Departamento de Justicia solicitó al Congreso la potestad de solicitar a los magistrados la detención indefinida de personas sin necesidad de celebrar un juicio durante la pandemia. Aparte de los cinco estados en los que se puede votar enteramente por correo, un sinnúmero de restricciones e infraestructura escasa podrían provocar el caos en las próximas elecciones de noviembre, como se ha visto recientemente en Wisconsin.

Asimismo, podría haber una mayor inclinación por aplicar restricciones más estrictas a los viajes, controles fronterizos y políticas de inmigración más restrictivas. En abril, el presidente emitió una declaración por la cual se suspendía la inmigración durante la pandemia. Además, existe un mayor riesgo de aumento de los aranceles comerciales, el proteccionismo y la regulación. El Gobierno podría determinar que ciertos sectores resultan más valiosos e imponer órdenes sobre la ubicación o la producción. Todas estas políticas limitarían el crecimiento económico potencial. Del mismo modo, la concesión de más poderes al Gobierno podría ser difícil de revocar una vez pasada la crisis.

Los ingentes aumentos del balance de la Fed, los déficits fiscales y la deuda pública reducirán el espacio de políticas para la próxima desaceleración. Tener un gobierno que actúe como prestatario, prestamista, pagador y asegurador podría resultar costoso e ineficaz. Los rescates empresariales podrían desembocar en problemas de riesgo moral e incentivos generalizados como la perpetuación de empresas zombis, el fomento de niveles de deuda insostenibles y la recompensa de la rentabilidad. La reducción del balance de la Fed podría durar décadas, mientras que el restablecimiento de la sostenibilidad fiscal requerirá un aumento de los impuestos, un recorte del gasto o una combinación de ambos. Los políticos no necesariamente se decantan por las opciones más eficaces.

Aunque la pandemia promueve un sentido de solidaridad, cohesión social y cooperación mundial, especialmente en el ámbito médico, puede fomentar la desglobalización, el nacionalismo y el aislamiento. Según el Banco Mundial, durante el primer cuatrimestre de 2020, 82 países aplicaron 132 controles de exportación de suministros médicos y medicamentos, y 22 han hecho lo propio en productos agrícolas y alimentos. Estas medidas restringen la lucha contra la pandemia global y causan graves daños a los países más desfavorecidos. Para las cadenas de valor globales, la tendencia hacia la diversificación, la relocalización y la regionalización se acelerará, lo que supone una mayor dependencia de América del Norte.

El COVID-19 marcará un punto de inflexión en nuestra historia y podría tener consecuencias económicas perjudiciales a largo plazo. En función del éxito de las respuestas políticas y la estrategia de salida, podríamos experimentar una recuperación en forma de «V», «U», «W» o «L». Por lo tanto, la pandemia no debería utilizarse como excusa para aplicar políticas ineficaces, aumentar el proteccionismo o limitar la democracia. Los legisladores deberían prepararse para la próxima pandemia, actualizar los programas de apoyo laboral (bajas por enfermedad, rentas básicas universales, o coberturas de seguros de desempleo), invertir en I+D e infraestructura con altos rendimientos sociales, reducir la carga normativa y proporcionar suficiente flexibilidad al sector privado para permitir el desarrollo de nuevas tecnologías que protejan la salud y el bienestar general de las personas.

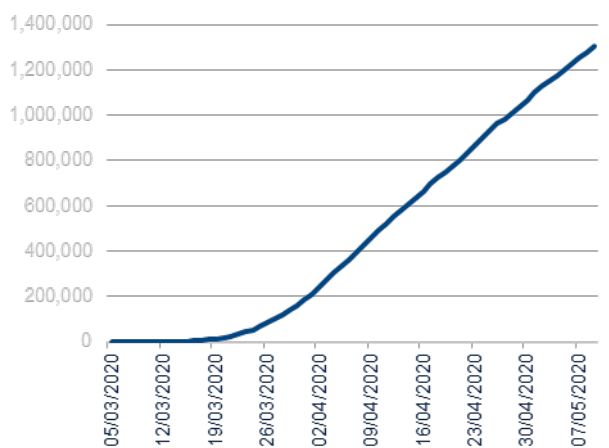
## 2. Una nueva normalidad: cómo se recupera la economía estadounidense en el mundo posterior al COVID

Con el mundo sumido en una de sus crisis económicas y sanitarias más trágicas de la historia contemporánea, actualmente preveemos que el crecimiento en Estados Unidos disminuirá en un 4,4% en 2020. Esto supone una caída en picado del PIB del 32,3% t/t anualizado en el 2T20, en la misma medida que las tasas de crecimiento, las cuales no se veían desde la Gran Depresión. Sin embargo, dados los extraordinarios niveles de incertidumbre, el crecimiento anual podría disminuir en una magnitud menor o mayor (de -3% a -7%). La insondable destrucción de puestos de trabajo será la norma a corto plazo. De igual modo, seguimos esperando que, incluso después de aplicar un ajuste fiscal y monetario histórico, los legisladores tengan que proporcionar respaldo adicional para mitigar las consecuencias económicas. Con la esperanza puesta en las terapias y la vacunación generalizada, sigue existiendo la posibilidad de que la recesión en curso no desemboque en una depresión prolongada que deje profundas y duraderas cicatrices generacionales.

### Distanciamiento social óptimo en el mundo del COVID-19

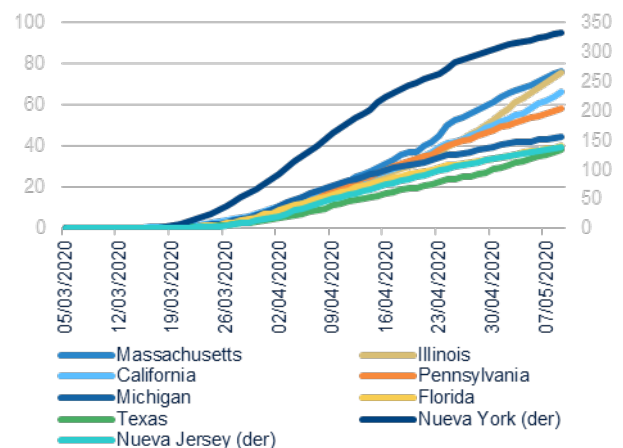
Un elemento importante de la recuperación de la economía estadounidense será el grado en que prevalezca el distanciamiento social (voluntario e involuntario) en el 2S20 y en 2021. Algunas estimaciones apuntan a que la relajación homogénea a largo plazo en el distanciamiento social podría reducir la producción en un 40%, mientras que una relajación escalonada en función de la susceptibilidad de la población apenas provocaría una reducción del 10% de la producción.

Gráfica 2.1 **Casos acumulados de COVID-19 en EE. UU. (número)**



Fuente: BBVA Research, CDC y JHU

Gráfica 2.2 **Casos acumulados de COVID-19 por estados (número)**



Fuente: BBVA Research, CDC y JHU

Dado el mayor conocimiento que se está adquiriendo acerca de la epidemiología del COVID-19, parece que los paralelismos con la pandemia de la gripe de 1918 a 1919 son mínimos. En primer lugar, los estudios de poblaciones expuestas han demostrado que en estados como Nueva York y California, las tasas de casos pueden ser significativamente más altas y, por lo tanto, las tasas de mortalidad podrían ser mucho más bajas y consistentes con cepas de gripe menos mortales. En segundo lugar, una nueva investigación revela que las tasas de infectividad ( $R_0$ ) pueden ser de mayor magnitud y podrían ser similares a las estimaciones de la varicela y el sarampión. En tercer lugar, las poblaciones vulnerables son muy diferentes; la gripe española afectó de forma desproporcionada a los individuos más jóvenes sin patologías previas, mientras que el COVID-19 ha afectado a mayores de 65 años con patologías previas.

Según se comprobó a raíz de las medidas de distanciamiento, o intervenciones no farmacológicas (NPI), como cierres de escuelas, prohibiciones de reuniones públicas y cuarentena/aislamiento, implantadas durante la pandemia de la gripe española en Estados Unidos, las NPI contribuían a aplanar la curva, pero no estuvieron vigentes el tiempo suficiente como para repercutir en la mortalidad global. Este hallazgo apunta a que el distanciamiento prolongado será beneficioso para la sociedad, pero la pregunta es: ¿cuál es el nivel de distanciamiento social y económicamente óptimo?

En última instancia, la política de distanciamiento debe ser dinámica, pero discontinua, y debe mantenerse hasta que surja un tratamiento eficaz (vacuna, terapia, etc.). Debe aplicarse de forma escalonada y en ningún momento ser demasiado restrictiva. El distanciamiento social debe ser obligatorio. A la luz de estudios recientes, si se permite a los individuos determinar el nivel socialmente óptimo de distanciamiento, no compensarán adecuadamente los beneficios de salud externos del distanciamiento. Por lo tanto, el distanciamiento social voluntario no será suficiente para alcanzar el nivel preciso para combatir eficazmente una pandemia. Además, como en el caso del COVID-19, el nivel inicial de infección estaba muy por encima de un nivel que pudiera reducirse con distanciamiento voluntario, ya que los individuos no podían valorar el alcance de la crisis.

Puesto que muchos portadores de COVID-19 son asintomáticos, el nivel de infecciones existentes en EE. UU. supera con creces el umbral necesario para que una estrategia no intervencionista funcione de manera eficaz. Sin embargo, según los expertos, para conseguir la inmunidad de grupo se requiere que el porcentaje de población con anticuerpos sea del 70 al 90%, aproximadamente, para reducir la tasa de reproducción efectiva ( $R_E$ ) a un nivel que se corresponda con dicha inmunidad. Esto sugiere que el distanciamiento social tendrá que disminuir y fluir en los próximos trimestres hasta que se disponga de una vacuna de forma generalizada. Aún así, los sacrificios económicos asociados con paralizaciones prolongadas en la actividad y el espectro de prioridades desde un punto de vista institucional y demográfico indican que no habrá una solución uniforme en todo el país.

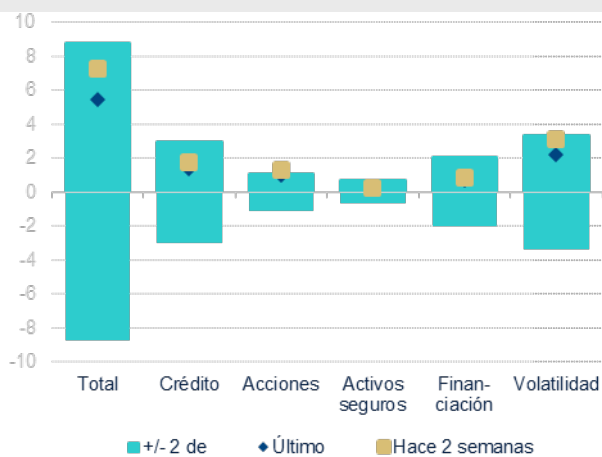
## **Tras su rápido aumento, las tensiones financieras se alivian**

Al comienzo de la crisis del COVID-19, las condiciones financieras experimentaron una restricción importante. Los precios de la renta variable cayeron en picado, mientras que, según el VIX, la volatilidad del mercado repuntó. Del mismo modo, los diferenciales de los bonos corporativos se encaminaron hacia máximos que no se alcanzaban desde la crisis financiera mundial. Mientras tanto, la caída histórica de los precios de las materias primas y los flujos de los refugios seguros impulsaron el dólar tanto en relación con las divisas fuertes como las de mercados emergentes. Esto propició una venta forzosa a medida que los inversores aumentaban sus reservas de efectivo, lo que se tradujo en una reducción aún mayor de los precios de los activos. En algunos mercados, las actividades de mercado y la determinación de precios se desplomaron.

Sin embargo —después de que la Fed bajara los tipos hasta el límite inferior igual a cero, pasara a adoptar un programa de compra de activos ilimitado, aumentara la liquidez y las medidas de financiación, proporcionara ayudas para préstamos y concediera préstamos directos a hogares y empresas, y revisara los requisitos normativos para los bancos—, el funcionamiento del mercado y las condiciones financieras generales han mejorado de forma constante. El dólar se ha estabilizado, los precios de la renta variable han repuntado, la volatilidad ha bajado, los diferenciales de los bonos corporativos con grado de inversión se han estrechado desde sus máximos de marzo, mientras que las presiones de la financiación interbancaria se han reducido. Sorprendentemente, todo esto ha tenido como telón de fondo un número creciente de casos de COVID-19, la publicación de datos económicos poco entusiastas, un mayor número de empresas que han tenido que echar el cierre o que han entrado en mora o en quiebra, unas elecciones presidenciales muy reñidas, unos niveles elevados de incertidumbre respecto a las políticas y riesgos considerables de nuevas olas de casos.

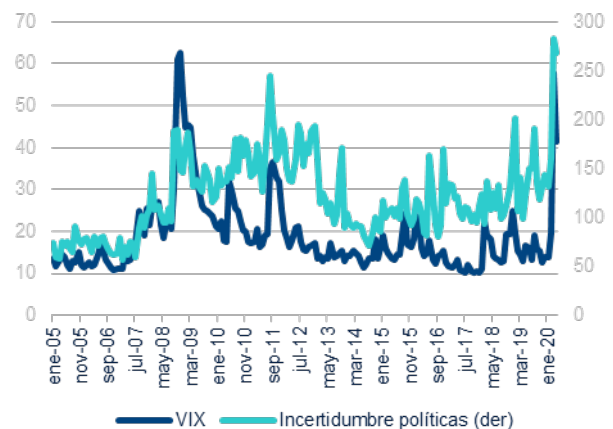
En cierta medida, la recuperación de los precios de los activos representa más un repunte desde los bajos niveles alcanzados al comienzo de la crisis que una señal inequívoca de que los riesgos se han evaporado. En otras palabras, los inversores ya no descartan un peor escenario, que hubiera sido más probable en ausencia de una intervención monetaria y fiscal. Además, los mercados podrían estar anticipando la disposición de los legisladores a hacer todo lo que sea necesario en caso de que comiencen a asomar algunos de los riesgos bajistas y, por lo tanto, la recuperación tendrá lugar de una manera u otra.

Gráfica 2.3 Índice de estrés financiero (> 0 estrés)



Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

Gráfica 2.4 Volatilidad del mercado e incertidumbre respecto a las políticas (% y 1985 = 100)



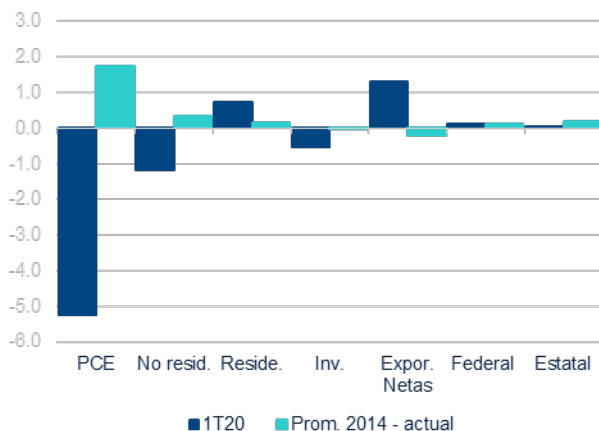
Fuente: BBVA Research, policyuncertainty.com y Haver Analytics



## La economía estadounidense se enfrenta a las históricas secuelas de la crisis del COVID-19

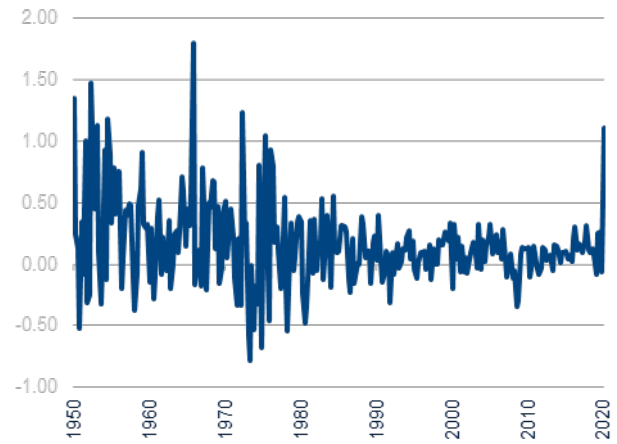
Por primera vez desde 2014, el PIB disminuyó con respecto al trimestre anterior, en una caída de un 4,8% t/t anualizado, en línea con nuestras expectativas (-4,7%). Aunque un trimestre de crecimiento negativo no es significativo en el marco de la referencia empleada hasta la fecha en las recesiones económicas, prevemos que EE. UU. experimentará la mayor contracción en la actividad económica del 2T20 desde la Gran Depresión. De hecho, un descenso del 32,3% t/t anualizado en el PIB trimestral durante el segundo trimestre representará la tercera mayor caída desde la década de 1920. Sin embargo, dado que una parte nada desdeñable de la economía empieza a retomar la actividad a mediados del segundo trimestre, mantenemos nuestra previsión de un crecimiento positivo en el 2S20. De hecho, en términos anualizados, nuestro escenario de referencia asume un repunte del 17,2% en el segundo semestre del año. No obstante, el PIB no volverá a los niveles anteriores a la crisis (4T19) hasta el 2T22.

Gráfica 2.5 **Contribuciones al crecimiento en el 1T20**  
(en p.p.)



Fuente: BBVA Research, BEA y Haver Analytics

Gráfica 2.6 **Contribución al crecimiento derivado del consumo de alimentos en establecimientos**  
(en p.p.)



Fuente: BBVA Research, BEA y Haver Analytics

En las primeras fases de la crisis, el consenso establecía que los esfuerzos de contención afectarían de forma desproporcionada a las cadenas de suministro, dado que se pensaba que la mayoría de los casos de COVID-19 se limitaban a China. Sin embargo, a raíz del colapso en los esfuerzos de contención y la rápida propagación del COVID-19 en todo el mundo y en Estados Unidos, la balanza se ha inclinado al otro lado. Las medidas de distanciamiento social han dejado los viajes en avión en tierra y las tasas de ocupación hotelera por los suelos, mientras que las reuniones sociales concurridas, los cines, los conciertos, la asistencia a eventos deportivos y otras actividades recreativas se cancelaron o entorpecieron mediante órdenes de confinamiento o el aislamiento voluntario. De hecho, la contracción en el consumo de servicios de asistencia sanitaria, transporte, alojamiento y servicios recreativos fue la mayor desde que se tienen registros.

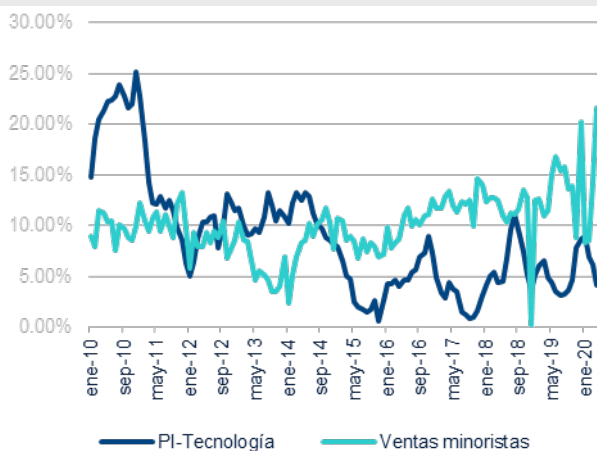
Sin contar algunos segmentos de servicios (como tiendas de comestibles y los servicios de distribución mayorista y minorista) y los segmentos orientados a la tecnología en remoto (como los servicios de informática en la nube, las

redes sociales, el «streaming», el teletrabajo y las videoconferencias), el consumo de servicios cayó en picado un 70% de m/m anualizado en marzo. De hecho, la desaceleración en el consumo de servicios de asistencia sanitaria, transporte, alojamiento y servicios recreativos fue la mayor desde que se tienen registros. Mientras tanto, el consumo de piezas de vehículos a motor y ropa y calzado disminuyó un 98% y un 97%, respectivamente. Por el contrario, el consumo de alimentos y bebidas para su consumo fuera de los establecimientos ha subido más del 700%. En general, los gastos de consumo privado disminuyeron un 7.6% t/t anualizado durante el 1T20, el peor comportamiento desde el 2T80.

De cara al futuro, esperamos que estas tendencias volátiles y extremas continúen, pero en la dirección opuesta: con un fulminante repunte del sector servicios debido a la moderación de las órdenes de confinamiento. Los matices de una pandemia pueden dar lugar a un espectro de resultados para diferentes sectores y segmentos: una caída de las inversiones en algunos, una recuperación rápida en otros o mantenimiento de niveles bajos durante un periodo prolongado.

Dicho esto, una serie de sectores de servicios que están soportando la mayor parte de la crisis seguirán enfrentándose a factores adversos a lo largo del año y posiblemente en 2021. Suponiendo que las respuestas fiscales y monetarias consigan respaldar la demanda a corto plazo, el consumo de bienes duraderos debería mejorar, aunque a un ritmo más moderado que el sector servicios.

Gráfica 2.7 **Producción industrial de alta tecnología y ventas minoristas realizadas fuera de comercios (% a/a)**



Fuente: BBVA Research, Fed, Census y Haver Analytics

Gráfica 2.8 **Número de plataformas e inversión privada real en equipos de minería (número y miles de millones USD de 2012)**



Fuente: BBVA Research, BEA y Baker Hughes

Un reducido número de segmentos podría permanecer prácticamente ileso. Por ejemplo, si la demanda de infraestructura eléctrica y de comunicaciones se acelera dado el rápido cambio al teletrabajo, se puede producir un repunte en la infraestructura de comunicaciones y un reequilibrio de las inversiones relacionadas con la electricidad. Del mismo modo, la recuperación desde el 1T20 de la inversión en propiedad intelectual relacionada con el entretenimiento podría dinamizarse. La falta de creación de contenido como resultado de las medidas de distanciamiento social y la alta demanda de entretenimiento en el hogar apuntan a que las empresas se apresurarán

en ofrecer nuevo contenido a un público confinado. El imperturbable cambio hacia el inmovilizado también sugiere un repunte en investigación y desarrollo, así como en propiedad intelectual asociados con el software, las tecnologías digitales y la asistencia sanitaria.

Con respecto al sector residencial, el efecto de las órdenes de confinamiento y las medidas de aislamiento voluntario desinflaron el impulso acumulado en el 1T20. La inversión residencial se recuperará cuando la crisis remita con el respaldo de los bajos tipos de interés y la acumulación de la demanda (consulte el apartado [El mercado de la vivienda en la era del COVID-19](#) para más información), y compensará, con el tiempo, las adversidades derivadas de las elevadísimas —aunque potencialmente breves— tasas de desempleo y los altos niveles de incertidumbre económica. Sin embargo, el ajuste en los mercados de vivienda regionales será heterogéneo. Habrá zonas que aún permanecerán en niveles bajos, como las áreas urbanas más pobladas que han sufrido confinamientos más prolongados —y cuyas perspectivas del mercado laboral, por tanto, son menos halagüeñas—, con precios de vivienda elevados y con un mayor riesgo a largo plazo de repunte de los casos de COVID-19. Por su parte, otros mercados de vivienda con menor densidad de población que experimentaron medidas de confinamiento más laxas y retomaron antes su actividad económica podrían recuperar el impulso perdido más rápidamente.

Si bien el desplome histórico de la producción industrial (el peor de los 101 años de historia del índice) sugiere que el daño a corto plazo en el sector manufacturero podría ser grave, desde el prisma del distanciamiento social, esta industria podría experimentar una recuperación más rápida y beneficiarse de la escasez de oferta en el mundo que nos deje el COVID-19. La acumulación de la demanda y la menor incertidumbre deberían fomentar un mayor consumo de bienes duraderos de gran valor, el cual podría verse impulsado por los paquetes de estímulos para particulares y negocios. Para muchas empresas, modificar el espacio de trabajo para adaptarse a las directrices de reapertura no supondrá un problema. Además, un cambio hacia el consumo en los hogares puede beneficiar a los principales fabricantes de bienes no duraderos. Dicho esto, la turbulenta situación en la fabricación de transporte podría prolongarse, ya que Boeing pasa de una crisis a otra, y posiblemente ajuste sus cadenas de suministro para incorporar los viajes aéreos en un mundo sin opciones viables de inmunización.

La recesión industrial de materias primas entre 2015 y 2016 también destacó los crecientes vínculos entre la actividad del sector manufacturero nacional y la actividad del sector minero. Como resultado de la caída insondable de los precios del petróleo, existe una alta probabilidad de que la desaceleración de la minería se extienda al sector manufacturero.

Con respecto a la minería, el 20 de abril, el precio del barril de West Texas Intermediate alcanzó los -36,9 USD/barril, rompiendo el límite teórico a largo plazo de cero dólares por barril y cuyo efecto se extendió por los mercados. Los precios se han recuperado de esos mínimos a corto plazo, los cuales se asocian con las fricciones generadas por los desafíos que plantean las entregas físicas, los límites de almacenamiento y el arbitraje financiero. Sin embargo, a partir del 8 de mayo, el número de plataformas activas en EE. UU. descendió a 374, su nivel más bajo registrado, y con la posibilidad de seguir disminuyendo, mientras que la producción ha bajado 1,1 mbd (-8,5%) desde el máximo histórico alcanzado a mediados de febrero.

Según la relación histórica entre los precios del petróleo y la actividad de las plataformas, existe la posibilidad de que estas últimas puedan seguir en descenso, aunque el debilitamiento de las expectativas y los planes para reducir las inversiones antes del brote de COVID-19 sugieren que el descenso en la actividad de las plataformas puede alcanzar un mínimo en el segundo o tercer trimestre de este año. Además, es probable que las secuelas de la inversión se desarrollen a lo largo del año, lo que implica que la inversión real en estructuras mineras como la prospección y los

pozos mineros será la más baja desde la década de 1950, en torno a los 50.000 millones de dólares. En términos de dólares de 2012, representa más de 200.000 millones de dólares por debajo del máximo registrado en la década de 1980 y casi 125.000 millones menos que el pico que alcanzó el esquisto en 2014.

Al tomar estos datos en su conjunto, esperamos que la crisis del COVID-19 propicie una caída de la inversión privada real del 9,8% en 2020 y del 1,1% en 2021; el crecimiento anual positivo volverá en 2022.

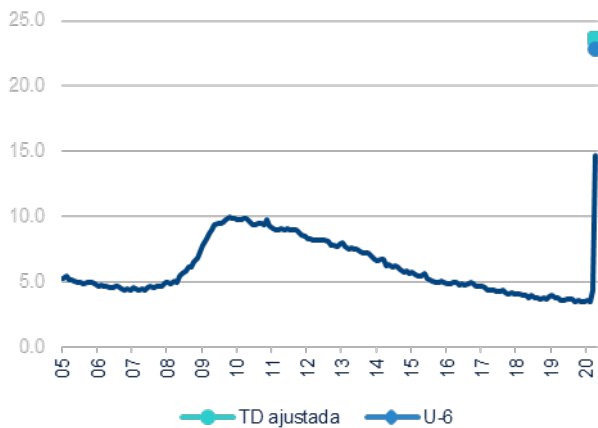
En lo que respecta al comercio, la recesión económica global tendrá un efecto importante en los flujos comerciales en general. De hecho, esperamos que los flujos comerciales totales en EE. UU. bajen más del 10%, aunque deberían recuperarse conforme se relajen las medidas de confinamiento en todo el mundo. No obstante, la desaceleración de los flujos comerciales conducirá a una reducción del déficit comercial, ya que las importaciones se reducen en mayor medida que las exportaciones, dados los persistentes desequilibrios comerciales, la fortaleza del dólar y la naturaleza de la crisis actual, la cual afecta mucho más a los bienes de consumo y los servicios. Este hecho implica que las exportaciones netas contribuirán positivamente al crecimiento del PIB en 2020. En línea con un menor déficit comercial, esperamos que el déficit de la balanza de pagos disminuya tanto en términos absolutos como relativos (1,9% del PIB).

En lo que respecta al apartado fiscal, la rapidez con la que el Gobierno federal lanzó las ayudas para combatir la crisis del COVID-19, así como su alcance, no tenían precedentes. Las medidas que afectan a las políticas —como rebajas impositivas para personas físicas, ampliación de las prestaciones por desempleo, préstamos condonables para pequeñas empresas, retrasos en los pagos de impuestos sobre salarios y la flexibilización en los límites de la deducibilidad de intereses y pérdidas operativas— proporcionan alrededor de 4,0 billones de dólares en apoyo fiscal y capital riesgo. Esto tendrá un efecto significativo en el consumo público a nivel federal, estatal y local. En conjunto, nuestro escenario de referencia supone que el consumo y la inversión del Gobierno crecerán un 3,4% y un 4,1% en 2020 y 2021, respectivamente. Además, estas medidas tendrán un impacto histórico sobre el déficit federal (16,2% del PIB en 2020) y la deuda pública.

## **El mercado laboral pierde décadas de avances**

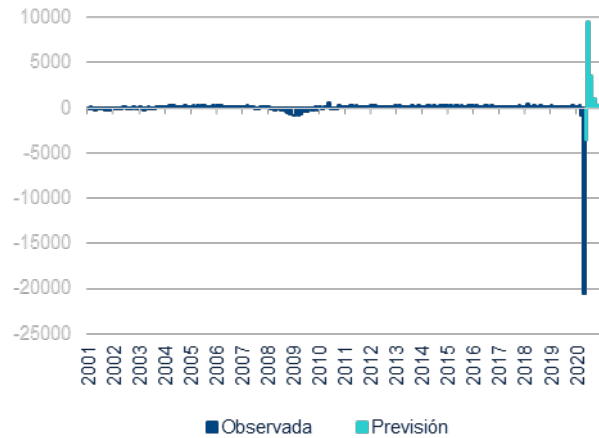
Desde el comienzo de la pandemia, más de 30 millones de personas han solicitado una prestación por desempleo, 21 millones de empleados no agrícolas perdieron su trabajo, 16 millones de personas han pasado a una situación de desempleo y más de 8,3 millones han abandonado su puesto de trabajo. En consecuencia, la tasa de desempleo aumentó a un ritmo histórico hasta alcanzar el 14,7%. Sin embargo, también había otros 8,9 millones de trabajadores clasificados erróneamente como empleados, pero inactivos en su puesto, que, con toda probabilidad, fueran desempleados temporales. Si se hubiera aplicado dicho ajuste, el desempleo total habría ascendido a los 38,9 millones, y la tasa de desempleo sería del 23,6% en abril (y de 10,3 millones y del 6,3%, respectivamente, en marzo).

Gráfica 2.9 Tasa de desempleo (%)



Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

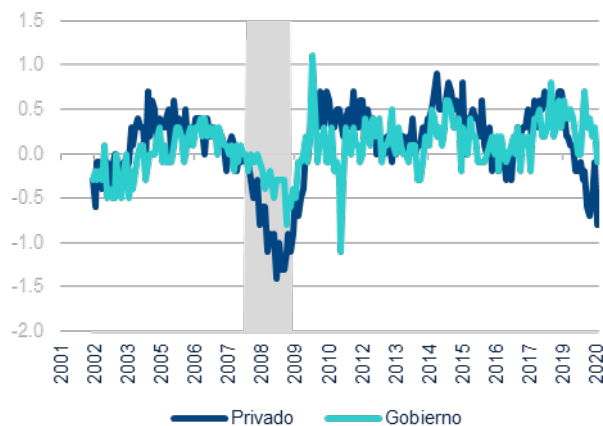
Gráfica 2.10 Empleos no agrícolas (variación en miles)



Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

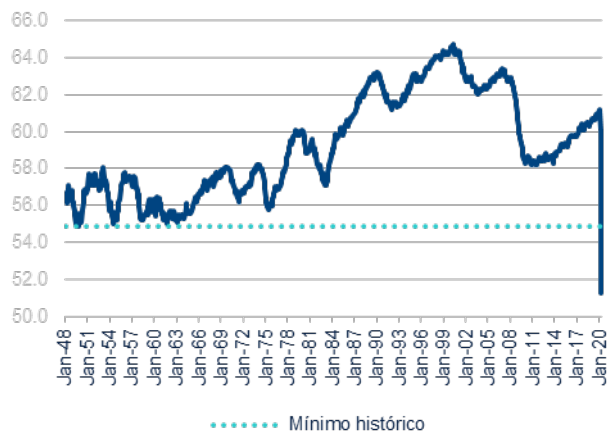
No es de extrañar que la tasa de participación de los trabajadores disminuyera hasta el 60,2%, y la tasa de empleo cayera hasta el mínimo histórico de 51,3%; ese dato resulta sorprendente si se tiene en cuenta que, en la década de 1940, solo un tercio de las mujeres formaban parte de la población activa ocupada. La tasa de desempleo aumentó hasta el 31,9% entre los adolescentes, lo que refleja su gran participación en sectores de servicios de alojamiento y restauración, así como en otros ámbitos de la hostelería, que han acusado esta crisis con mayor intensidad. La tasa de desempleo de los hombres adultos aumentó 9,0 p.p., mientras que para las mujeres ascendió 11,5 p.p., lo que posiblemente refleja las exigencias que la crisis del COVID-19 está imponiendo a las familias trabajadoras con niños pequeños o parientes mayores, así como una mayor participación de mujeres en los sectores de servicios.

Gráfica 2.11 Creación de empleo (a/a, p.p.)



Fuente: BBVA Research y BLS

Gráfica 2.12 Empleo respecto a la población (%)



Fuente: BBVA Research y BLS

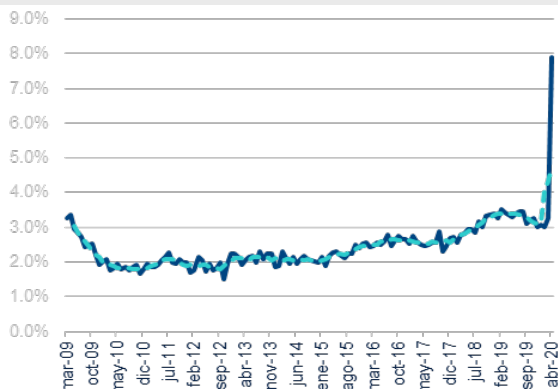
En términos de impacto sectorial, se destruyeron un total de 11,8 millones de empleos en los sectores del comercio minorista (2,1 millones), la asistencia sanitaria y social (2,1 millones), y el ocio y la hostelería (7,7 millones), es decir, alrededor del 58% del total de las pérdidas de empleo. Sin embargo, los principales perjudicados fueron el ocio y la hostelería, que han prescindido de 8,2 millones de puestos de trabajo desde febrero, lo que supone una caída del 47,2%, el nivel más bajo desde 1988. Otros servicios bajaron un 21,2%, el comercio minorista se contrajo un 13,5%, mientras que la fabricación de bienes duraderos y el empleo minero cayeron un 11,5% y un 11,3%, respectivamente. En cambio, algunos subsectores lograron salir indemnes, como las empresas de paquetería y mensajería, y la publicación y los medios de difusión en Internet, aunque su participación apenas contribuye al empleo total.

En última instancia, el ritmo de recuperación del mercado laboral dependerá de la rapidez con la que los estados puedan retomar su actividad económica. También desempeñará una función importante la eficacia a la hora de afianzar el vínculo entre los trabajadores y sus empleos/empleadores mediante medidas políticas, como el Programa de protección de salarios (PPP), los rescates empresariales, los aplazamientos y créditos fiscales sobre salarios, y los mecanismos de préstamo de la Reserva Federal. La historia revela que, tras las recesiones profundas, la fuerza laboral correspondiente ha generado una creación de empleo estructuralmente mayor en relación con el número de desempleados, sobre todo en el caso de profesiones encargadas de tareas rutinarias. Además, las deslocalizaciones de esta magnitud en el mercado laboral producen fricciones persistentes que tardan años en revertirse. Dadas las circunstancias sin precedentes, es difícil determinar la intensidad de la histéresis y de la inestabilidad del mercado laboral en el futuro. Sin embargo, la gravedad de la crisis hará evidente la necesidad de reacciones proporcionadas y oportunas por parte de los legisladores para evitar que la recesión se torne en una depresión.

## Desinflación para hoy, ¿estanflación para mañana?

Con respecto a los salarios, debido a la pronunciada caída de los empleos con menor remuneración en los sectores, el salario medio por hora aumentó un 4,7% durante el mes y se incrementó un 7,9% a/a. En el caso de los tres sectores mejor remunerados, el salario por hora subió un 1,5% a lo largo del mes y un 4,4% a/a. Aunque existe el riesgo de que la menor oferta laboral pueda ejercer una presión alcista sobre los salarios, después de que las idiosincrasias a corto plazo eludan los datos, prevemos un descenso salarial.

Gráfica 2.13 **Salario medio por hora**  
(% a/a y 5mcm)



Fuente: BBVA Research y BLS

Gráfica 2.14 **Índice de difusión de régimen de inflación elevada** (riesgo de +/- 50 de régimen de inflación elevada o baja)



Fuente: BBVA Research

De hecho, en abril los precios al consumo bajaron un 0,8% durante el mes, en lo que supusieron las primeras señales de un importante descenso de la inflación. Las cifras fueron significativamente inferiores a lo esperado y marcaron el mayor descenso mensual desde diciembre de 2008. La variación del IPC general en los últimos doce meses fue del 0,3% frente al 1,5% de marzo. Además, la inflación subyacente experimentó la mayor caída de la historia, contrayéndose un 0,4% con respecto al mes de abril, aunque es un 1,4% mayor que hace un año (2,1% en marzo). Asimismo, los precios de la producción con respecto a la demanda final disminuyeron un 1,3% en abril, lo que representa el mayor descenso en la historia de la serie, esto es, desde 1947. Por su parte, los precios de importación y exportación cayeron un 2,6% y un 3,3%, respectivamente. Este último dato representa la caída más pronunciada de la historia.

La reversión de las consecuencias de las crisis de oferta y demanda específicas del sector y su efecto direccional sobre los precios puede resultar complicada, especialmente cuando hay muy pocas transacciones y la determinación de precios es mínima. Hasta ahora, la crisis de la demanda parece estar abatiendo la crisis de la oferta. Si bien esto podría exacerbar las presiones desinflacionarias, la probabilidad de una deflación absoluta sigue siendo baja. No obstante, si la inflación permanece en niveles bajos durante mucho tiempo, podría reducir las expectativas de inflación y afectar al gasto de consumidores y empresas, lo que a su vez podría repercutir en el comportamiento de los precios, creando así un ciclo de retroalimentación que daría lugar a una inflación anémica persistente. Nuestro escenario de referencia asume un descenso de los precios generales en 2020, antes de repuntar en 2021, y que la inflación subyacente se mantendrá baja tanto en 2020 como en 2021

## Sondear los límites de los legisladores

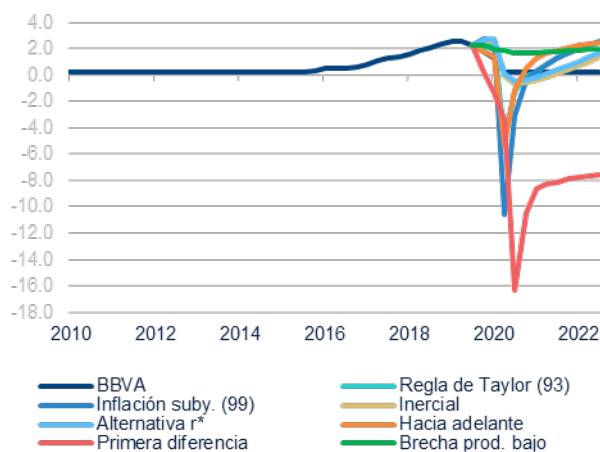
Si bien el crecimiento del PIB en el 1T20 cayó en consonancia con nuestras expectativas, los riesgos bajistas se mantienen en niveles elevados. El número de nuevos casos de COVID-19 sigue siendo elevado y, con los esfuerzos de relajación ya en marcha en algunas partes del país, existe un riesgo significativo de rebrotes localizados, amenazas de una nueva ola estacional de casos en el 2S20, nuevas medidas de confinamiento y un posible aumento de los casos en comunidades sin acceso a servicios. Esto sugiere que el grado de distanciamiento social que prevalecerá en el 2S20, tanto voluntario como obligatorio, será mayor de lo previsto anteriormente. Sin embargo, esta tesitura permitirá a las empresas volver a contratar personal y a los hogares empezar a normalizar la actividad y el gasto en aras del progreso económico. La forma en que las empresas y las personas se adaptan a la nueva normalidad del COVID-19 será un aspecto clave de la recuperación y las perspectivas en 2020 y 2021, y determinará si la economía dinamiza su recuperación o si necesitará terapias adicionales para sobrevivir a la pandemia.

### 3. ¿Qué Rubicón cruzará ahora la Fed?

En palabras de su presidente, la Fed ha adoptado una política monetaria más acomodaticia con una reducción de los tipos a una «velocidad y con un impulso sin precedentes», mediante el aumento del tamaño (ilimitado) y el alcance (CMBS) de las compras de activos a gran escala (LSAP) y la concesión de billones de dólares en créditos a hogares y empresas, al tiempo que se reducen también los requisitos de capital y la orientación regulatoria. Estos programas incluso han llevado a algunos observadores a cuestionar la independencia de la Fed y su papel como prestamista de última instancia, dadas las preocupaciones acerca de alentar un comportamiento de mayor riesgo y la selección adversa. No obstante, las últimas declaraciones del presidente adoptaron un tono sombrío, lo que implica que el papel de la Fed en la mitigación de la crisis puede no haber llegado a su fin, ya que esta crisis «ha causado un nivel de daño difícil de describir, las vidas están trastocadas con una gran incertidumbre sobre el futuro».

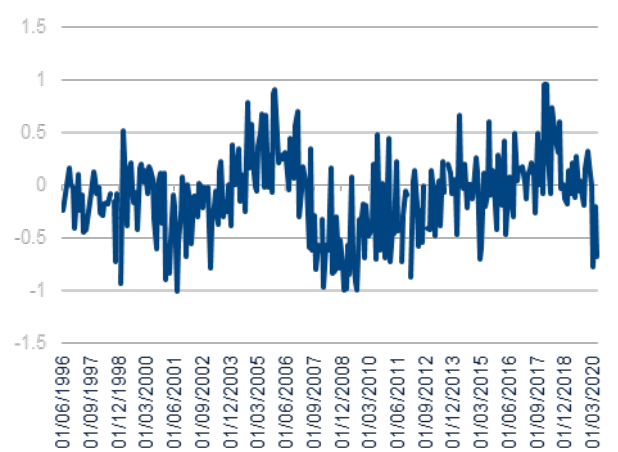
En las primeras etapas del brote de COVID-19 en EE. UU., en una reunión de última hora celebrada el 3 de marzo, la Fed bajó su tipo de interés de referencia en 50 p.b. hasta el entorno del 1,0% al 1,25%, dado que «el coronavirus plantea riesgos cambiantes para la actividad económica». En ese momento, algunos interpretaron esta decisión como una respuesta prematura a una corrección del mercado financiero bajo la premisa de que el varapalo económico derivado de la crisis sanitaria era transitorio. De hecho, 12 días después, en una segunda reunión imprevista, la Fed recortó los tipos 100 p.b. hasta el 0%-0,25%. Algunos miembros todavía creían que una reducción más moderada del tipo de los fondos federales de alrededor de 50 p.b. era más apropiada, pero Loretta Mester (presidenta del Banco de la Reserva Federal de Cleveland) discrepaba acerca de las medidas adoptadas para reducir el tipo al límite inferior igual a cero (ZLB). En retrospectiva, habida cuenta de lo que ahora sabemos acerca de la gravedad de la crisis económica y el inconcebible aumento del desempleo, la estrategia de bajar al ZLB puede haber resultado demasiado cautelosa. Aunque se podría argumentar que las reducciones de tipos no son mecanismos adecuados para hacer frente a grandes y persistentes trastornos de la oferta, la deslocalización en los mercados financieros fue tan severa como en la Gran Recesión.

Gráfica 3.1 **Tipo implícito de los fondos federales según las reglas de la política (%)**



Fuente: BBVA Research y Fed de Cleveland

Gráfica 3.2 **Índice de confianza de la Fed de BBVA (<0 = cauteloso/«dovish»)**

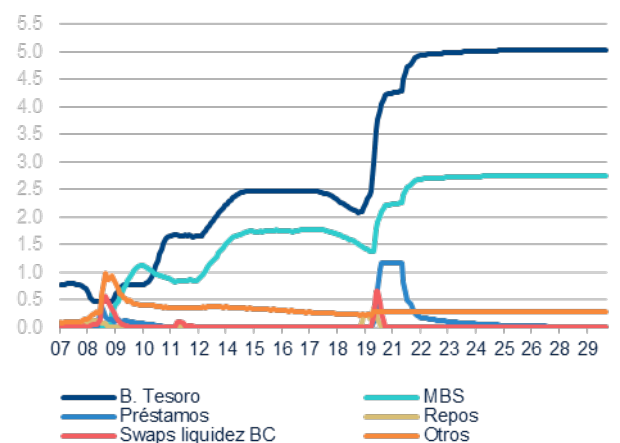


Fuente: BBVA Research



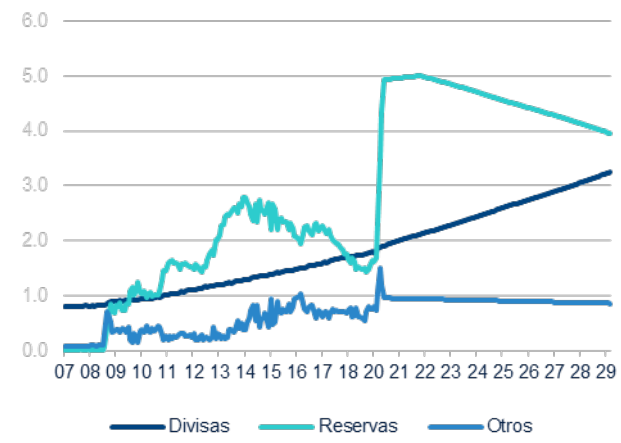
Además de bajar los tipos al ZLB, la Fed amplió su programa de compra de activos. En primer lugar, en un intento comedido de aliviar las preocupaciones en torno a la liquidez del mercado, la Fed aumentó el alcance de su LSAP, que pasó de ser una estrategia de gestión de reinversión sucesiva de pagos de capital y activos en crecimiento en línea con el crecimiento orgánico de las obligaciones a comprar al menos 500.000 millones de dólares en bonos del Tesoro y 200.000 millones de dólares en valores respaldados por hipotecas (MBS). Después de no alcanzar el nivel de compromiso necesario para detener las consecuencias de las expectativas derivadas de la creciente crisis, la Fed se comprometió a comprar activos ilimitados y, posteriormente, a comprar valores respaldados por hipotecas comerciales (CMBS). Este compromiso ilimitado y el elevado apetito de liquidez provocaron un aumento de aproximadamente 1,5 billones de dólares en compras de bonos del Tesoro, así como un incremento de casi 230.000 millones de dólares en MBS en dos meses.

Gráfica 3.3 Factores que contribuyen a las reservas (billones USD)



Fuente: BBVA Research y FRB

Gráfica 3.4 Factores que absorben las reservas (en billones USD)



Fuente: BBVA Research y FRB

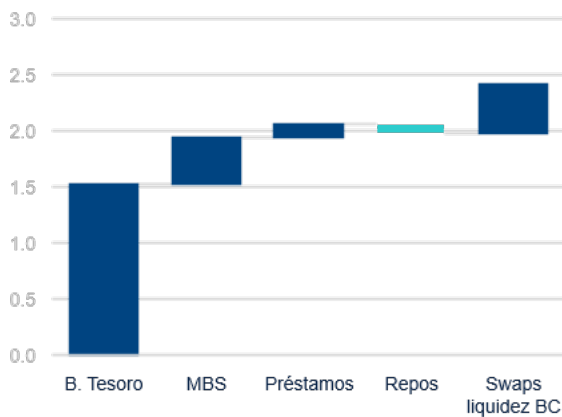
Para favorecer el buen funcionamiento del crédito, la Fed también desempolvó su libro de estrategias contra la crisis: fomentó los redescuentos; modificó la orientación sobre el uso de las reversas de capital y liquidez, y rebajó los requisitos de reserva; instauró el mecanismo de liquidez temporal en dólares; y anunció la aplicación del mecanismo de repos de las Autoridades Monetarias Internacionales y Extranjeras (FIMA). Además, con el respaldo del Fondo de Estabilización Cambiaria del Tesoro (ESF), la Fed liberó más de 2 billones de dólares en capacidad de crédito para valores como bonos corporativos, préstamos del Programa de protección de salarios (PPP) o valores municipales ([¿La guerra de los mundos o Con la muerte en los talones?](#)). A 6 de mayo, se han registrado unos 113.000 millones de dólares en concepto de adopción de mecanismos de préstamo y un aumento de aproximadamente 450.000 millones de dólares en swaps de liquidez del Banco Central. Con respecto a los préstamos, alrededor del 40% lo han empleado los fondos de inversión del mercado monetario; el 26%, el PPP; el 23%, el crédito primario a las instituciones depositarias; y el 13%, los operadores primarios.

A pesar de que las medidas aplicadas hasta este momento no han tenido precedentes en numerosos frentes, el oprimido discurso de Powell, el aún elevado número de casos de COVID-19 y la mayor probabilidad de que el distanciamiento social, tanto voluntario como obligatorio, seguirá vigente durante algún tiempo, apuntan a que es

posible que la Fed aún no haya terminado. El presidente —famoso por la sinceridad de sus declaraciones— dijo: «Tal vez no sea el capítulo final, dado que el camino que tenemos por delante es muy incierto y está sujeto a importantes riesgos bajistas». Los comentarios de esta índole sugieren que todas las opciones están sobre la mesa.

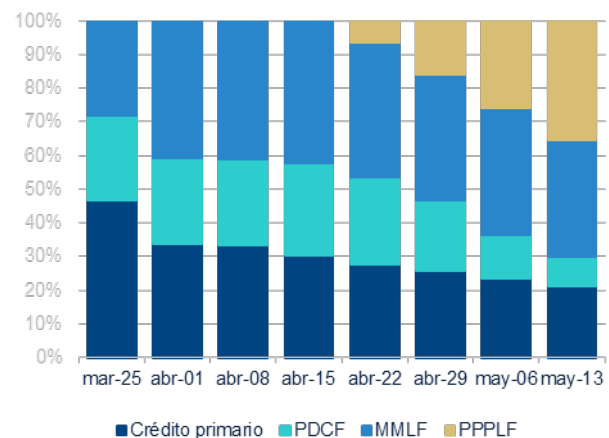
En cuanto a la facilidad de aplicación y la confianza en la estrategia —basada en la cantidad de capital riesgo disponible en el ESF—, la Fed tiene al menos 2 billones de dólares en capacidad de préstamo adicional a través de sus diversos mecanismos de préstamo. Si bien el aumento del tamaño de las ofertas de préstamos se mantiene dentro del alcance de la estrategia actual de la Fed, se ha recurrido a menos mecanismos de préstamo de los que hay disponibles y, por lo tanto, no se necesita utilizar el ESF para obtener capital adicional.

Gráfica 3.5 **Activos del balance de la Reserva Federal** (variación desde el 11 de marzo, billones de dólares)



Fuente: BBVA Research y FRB

Gráfica 3.6 **Mecanismos de préstamo de la Reserva Federal** (% del total)



Fuente: BBVA Research y FRB

Para fomentar una mayor acogida, la Fed podría ampliar el acceso, relajar las restricciones y condiciones asociadas con el uso de los mecanismos de préstamo, reducir el componente punitivo en los costes crediticios y, simultáneamente, seguir luchando contra el estigma asociado al uso de estos mecanismos. Si bien todo esto parece corresponder a las competencias de la Fed, ya hay preocupaciones en torno a los efectos a largo plazo de estos programas, que pueden fomentar el riesgo moral, conducir a una selección adversa y desplazar capital privado, que al final podría derivar hacia fondos monetarios sin liquidez. Además, un balance en expansión y un alcance más amplio de intervención en los mercados financieros podrían intensificar las fricciones políticas y amenazar la independencia de la Fed.

En el plano de la política monetaria, la Fed podría fijar los tipos a un nivel inferior a cero, como han hecho otros bancos centrales de relevancia en la última década. Esto implica penalizar a los bancos por sus depósitos en la Fed para incentivar el préstamo bancario. Muchos economistas creen que ese es el punto hacia el que se dirige la Fed. De hecho, los futuros federales para principios de 2021 se han adentrado ligeramente en terreno negativo, lo que supone una probabilidad nada desdeñable de que los tipos de las políticas sean negativos.

Sin embargo, no está clara la eficacia de los tipos negativos debido a sus posibles efectos distributivos y distorsionantes. En referencia a los tipos negativos en Japón y Europa, el presidente de la Fed de San Luis, J. Bullard, dijo recientemente: «No está nada claro que allí hayan tenido éxito». Además, en sus últimas declaraciones, el presidente Powell señaló: «La opinión del comité sobre los tipos negativos no ha cambiado. No es algo que estemos contemplando». Por lo tanto, si bien no se pueden descartar completamente los tipos negativos, aún queda mucho margen para que la Fed se mueva en esa dirección, ya que requeriría el agotamiento de los demás recursos.

Asimismo, la Fed podría ser más agresiva con respecto a su orientación futura de la política monetaria. Hasta ahora, la Fed ha indicado que los tipos se mantendrán en los niveles actuales «hasta se tenga la certeza de que la economía ha superado los acontecimientos recientes y está en camino de alcanzar sus objetivos de máxima estabilidad de empleo y precios». Esto implica claramente que deberemos haber superado la pandemia. Sin embargo, no está claro en qué condiciones tendrá que estar la economía para que la Fed retome el «camino» para cumplir el doble mandato.

El texto de la declaración de la Fed no es fortuito, ya que existe una elevada incertidumbre sobre la rapidez con la que el desempleo comenzará a bajar y a qué ritmo. Además, si bien la crisis de la demanda añade presiones a la baja sobre los precios, las perturbaciones de la oferta se mueven en la dirección opuesta. De esta manera, la Fed se está dando margen en caso de que se produzca un repunte de la inflación en medio de altos niveles de desempleo, o si la economía se recupera con fuerza y con una inflación considerablemente por debajo del objetivo. Si la Fed percibe que las expectativas del mercado no se corresponden con las suyas, podría añadir condicionalidad, ya sea mediante la fijación de una fecha o umbrales para variables clave. Por ejemplo, indicar que no se aumentarán los tipos hasta 2023 o hasta que la inflación se encuentre en el mismo nivel que el objetivo, o por encima de este, durante seis meses consecutivos.

La Fed también contempla fijarse como objetivo el nivel y la pendiente de la curva de rentabilidad de los bonos del Tesoro (Control de la curva de rendimiento, YCC), una medida similar a una política promulgada en la década de 1940 para ayudar al Tesoro a financiar la Segunda Guerra Mundial. Aunque la política favoreció una curva de rentabilidad al alza, produjo distorsiones significativas en el mercado, como la efectiva endogenización de la distribución del tamaño y el vencimiento del balance de la Fed, lo que obligó a la entidad a comprar lo que los inversores privados no querían. Por lo tanto, si el YCC es creíble, la Fed puede alcanzar el objetivo mediante la compra, únicamente, de una cantidad limitada de bonos del Tesoro o incluso ninguno en absoluto. Sin embargo, si la economía se recupera vigorosamente o se produce un repunte en la inflación, la credibilidad podría estar en peligro, lo que obligaría a la Fed a comprar grandes sumas de bonos del Tesoro o incluso toda la oferta. En este entorno, la Fed monetizaría la deuda. Allan Sproul, el presidente de la Fed en aquel entonces, llegó incluso a decir: «En un mercado respaldado donde todas las obligaciones puedan considerarse obligaciones de demanda, teóricamente se necesitaría una estructura de tipos horizontal».

Añadir las complejidades derivadas de reducir una distribución de vencimiento fijo a un balance masivo podría suponer una ardua tarea habida cuenta que el control del YCC duró casi nueve años. Además, la Fed, apenas el año pasado, tuvo que responder a las significativas presiones del mercado monetario cuando su política de agotar activamente las reservas condujo a un aumento de los tipos y la volatilidad de los fondos monetarios.

## Revisión de la política en un mundo pospandémico

Antes de la pandemia, después de casi dos años de análisis, se esperaba que la Fed anunciara los resultados de su revisión de la estrategia de la política monetaria este año. La revisión se efectuó principalmente a raíz de la complejidad de luchar contra las recesiones en un entorno de tipos de interés bajos derivado de una caída del tipo de interés natural y de que la inflación se mantuviera persistentemente por debajo del objetivo del 2%. Aunque se barajan varias opciones —como la fijación de objetivos de nivel de precios o la subida del objetivo de inflación—, la Fed parecía más inclinada a establecer objetivos de inflación medios. En virtud de esta estrategia, con una inflación por debajo del objetivo, la Fed mantendría los tipos de interés bajos para dejar que la economía prosiguiera a toda máquina. De este modo, permitiría un repunte de la inflación y que esta rebasase el objetivo; de media, la inflación sería aproximadamente igual al 2%.

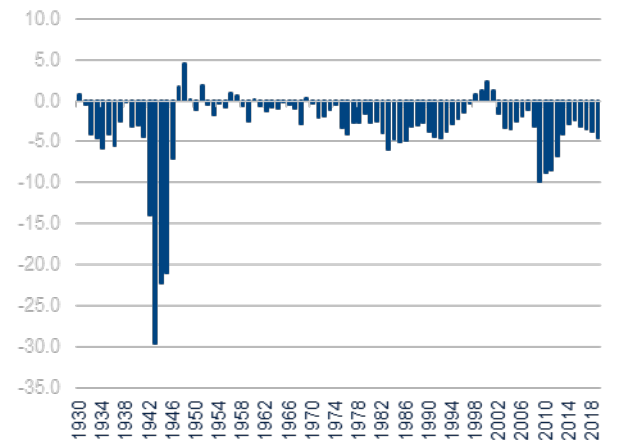
Sin embargo, la crisis actual refleja parcialmente lo que habría sido la esencia de la revisión de la estrategia durante las desaceleraciones: reducir los tipos a cero, aplicar el LSAP y ofrecer una orientación futura. No obstante, seguimos sin saber cómo la Fed planea rebajar la inflación cuando una recesión llegue a su fin y mantenerla cerca de su objetivo. Si la decisión es optar por establecer un objetivo de inflación media, la Fed también tendrá que anunciar cómo se calculará esta media. Por ejemplo, el punto de partida y la velocidad a la que la Fed espera alcanzar dicha media. Sin embargo, el entorno actual aumenta la probabilidad de que la Fed retrase indefinidamente cualquier cambio de política.

Teniendo todo esto en cuenta, esperamos que la Fed mantenga los tipos de interés en el ZLB durante un período prolongado y continúe favoreciendo la recuperación a través del LSAP y los programas de préstamos de emergencia. Es probable que estos programas evolucionen con el tiempo, ya que la Fed tendrá que seguir explorando formas mejores, pero seguras, de llegar a todos los sectores de la economía. Puede que algunos programas no funcionen tal y como se espera, mientras que otros tendrán que reajustarse. También es posible que se implanten nuevos programas.

## 4. Los legisladores responden con un apoyo fiscal masivo

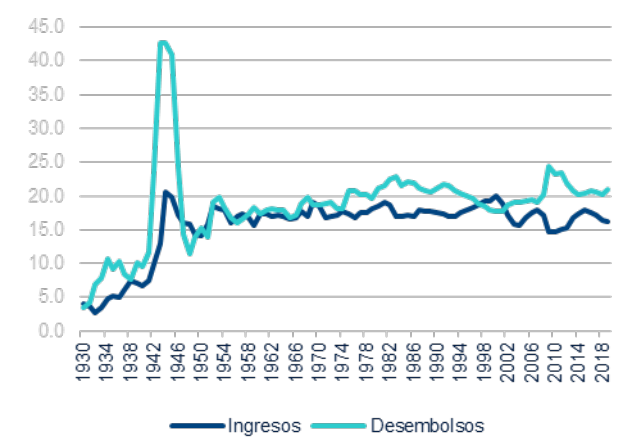
Los legisladores han reaccionado agresivamente para mitigar los costes sanitarios, sociales y económicos del nuevo coronavirus o COVID-19. Hasta ahora, el apoyo fiscal a través de acciones legislativas y administrativas asciende a más de 4 billones de dólares, equivalente al 19% del PIB. La última vez que el Gobierno actuó de manera tan contundente fue entre 1942 y 1945 durante la Segunda Guerra Mundial.

Gráfica 4.1 **Saldo fiscal (en % del PIB)**



Fuente: BBVA Research, OMB y Haver Analytics

Gráfica 4.2 **Ingresos y desembolsos (en % del PIB)**



Fuente: BBVA Research, OMB y Haver Analytics

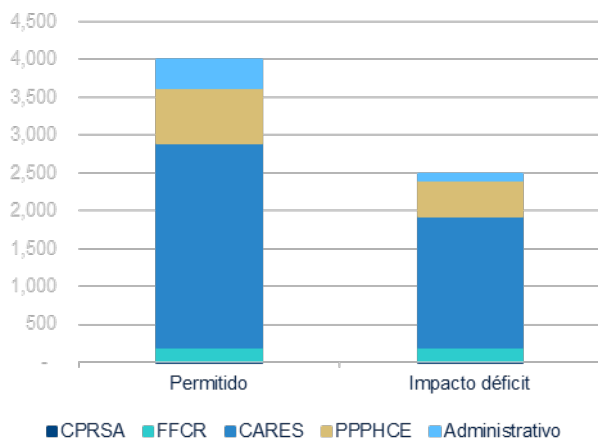
A través de medidas administrativas, el Gobierno ha destinado cerca de 380.000 millones de dólares a respaldo económico para cubrir fondos de reserva para el socorro en caso de desastres, una moratoria de 60 días sobre pagos de intereses de préstamos estudiantiles, así como sobre desalojos y ejecuciones hipotecarias de la Administración Federal de la Vivienda (FHA), la prórroga en la presentación de impuestos, pagos directos a agricultores y ganaderos con pérdidas y la concesión de planes altamente deducibles para cubrir los costes del coronavirus. Se recuperarán unos 300.000 millones de dólares, principalmente a través de los ingresos fiscales una vez que las personas y las empresas vuelvan a pagar impuestos. Por lo tanto, solo 80.000 millones de dólares contribuirán al aumento del déficit.

En el frente legislativo, el Congreso ha aprobado cuatro medidas de rescate diferentes: tres en marzo y una más en abril. El primer proyecto de ley —Ley de Asignaciones Suplementarias para la Preparación y Respuesta ante el Coronavirus—, que se promulgó el 6 de marzo, autoriza una financiación de emergencia de 8.300 millones de dólares para combatir la pandemia de COVID-19, así como para el desarrollo de vacunas, la prevención de la salud, los esfuerzos de preparación y respuesta, centros sanitarios comunitarios, la capacidad de respuesta médica y para luchar contra el COVID-19 a nivel internacional. Las consecuencias sobre el déficit se contabilizarán en unos 8.100 millones de dólares, con un 14% en el ejercicio fiscal 2020 y más de la mitad en el ejercicio fiscal 2021.

El segundo proyecto de ley —Ley Familias Primero de Respuesta al Coronavirus (FFCRA), promulgada el 18 de marzo— proporciona alrededor de 192.000 millones de dólares a través de créditos fiscales para bajas por enfermedad remuneradas y permisos médicos o por cuidado de familiares remunerados, una mayor aportación federal de los pagos de Medicaid y renuncias al seguro privado, reparto de costes de Medicare y Medicaid/CHIP para la realización de pruebas de diagnóstico y atención médica relacionados con el COVID-19. Además, el proyecto de ley ofrece una mayor financiación para que las agencias destinen más gasto en necesidades relacionadas con el COVID y fondos federales por un segundo período de 26 semanas de prestación por desempleo, entre otros. Según la CBO, el déficit federal aumentará en 192.000 millones de dólares en 10 años, aunque el 70% se producirá en el ejercicio fiscal 2020 y el 29% en el ejercicio fiscal 2021.

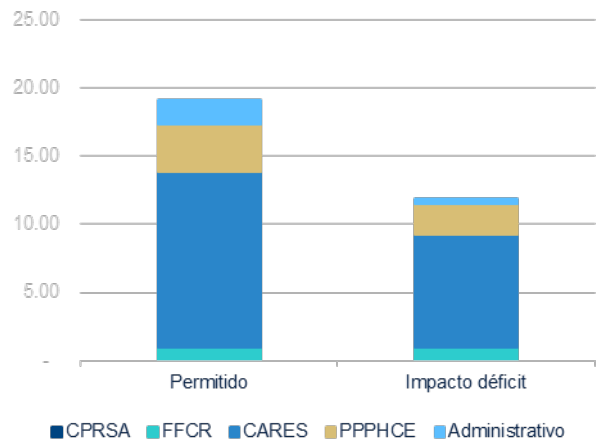
El tercer proyecto de ley —Ley de Asistencia, Alivio y Seguridad Económica por Coronavirus (CARES), promulgada el 27 de marzo— autoriza destinar unos 2,7 billones de dólares en gastos. Esta ley proporciona pagos directos únicos a los hogares a través de créditos fiscales reembolsables, una expansión significativa de las prestaciones por desempleo, préstamos condonables para pequeñas empresas para cubrir los costes de salarios, así como otros gastos pertinentes, a través del Programa de protección de salarios (PPP), préstamos y subsidios a grandes y pequeñas empresas, ayuda económica a estados y financiación para proveedores de asistencia sanitaria. Además, el proyecto de ley permite diferir la aportación del empleador en los impuestos a la seguridad social, concede préstamos a las aerolíneas comerciales y de transporte de mercancías, así como empresas que se consideran esenciales para la seguridad nacional, y suspende los pagos de los préstamos federales pendientes a estudiantes, entre otros. Durante los dos primeros años, la repercusión en el déficit será de 2,1 billones de dólares. Sin embargo, suponiendo que el apoyo a los mecanismos de préstamo de la Fed (454.000 millones de dólares) tenga un coste neto insignificante, el impacto total sobre el déficit a lo largo de diez años será de 1,7 billones de dólares.

Gráfica 4.3 **Apoyo fiscal por el COVID-19**  
(billones USD)



Fuente: BBVA Research, CBO, CRFB y Haver Analytics

Gráfica 4.4 **Apoyo fiscal por el COVID-19**  
(% del PIB)



Fuente: BBVA Research, CBO, CRFB y Haver Analytics

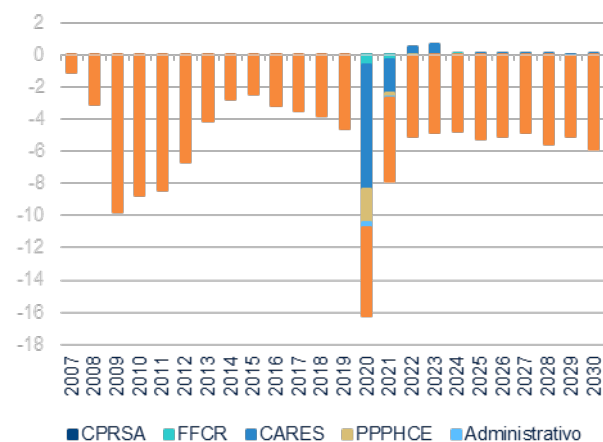
El cuarto proyecto de ley —Ley de Mejora de la Atención Médica y Programa de protección de salarios, promulgada el 24 de abril— ofrece 733.000 millones de dólares para asistir principalmente a las pequeñas empresas a través del PPP. Además, aumenta la financiación para los préstamos y subsidios de emergencia para daños por desastres

(EIDL), así como el fondo de emergencia para los servicios sociales y la sanidad pública. Dado que se espera que la mayor parte del EIDL genere ingresos en el futuro, el efecto neto sobre el déficit se sitúa en unos 483.000 millones de dólares en diez años.

El efecto combinado de todas las medidas está sujeto a una incertidumbre elevada, ya que el gasto real depende de la duración de los confinamientos, el tiempo y el coste de disponer de una vacuna, la forma en que las agencias apliquen los programas, y cómo responderá el comportamiento de consumidores y empresas a los diferentes incentivos previstos en la legislación.

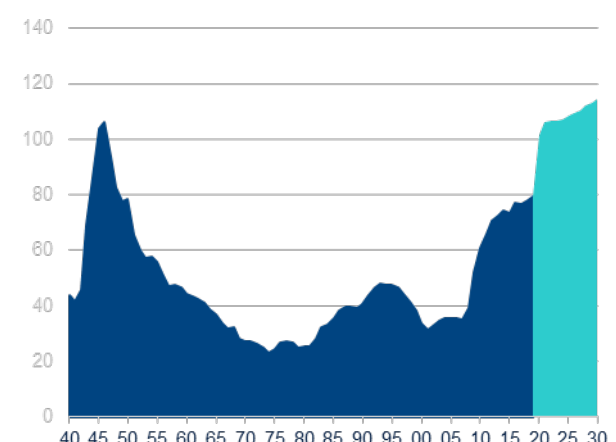
No obstante, según nuestras estimaciones macroeconómicas (PIB, tipos de interés, empleo, desempleo, etc.) y en hipótesis relativas a la duración de la pandemia, esperamos que el déficit federal alcance los 3,4 billones de dólares en el ejercicio fiscal 2020 y 1,7 billones en el ejercicio fiscal 2021. Esto equivale al 16,2% del PIB este año y al 7,9% el próximo. Además, esperamos que la deuda pública federal alcance el 102% del PIB en 2020 y el 106% en 2021.

Gráfica 4.5 **Saldo fiscal**  
(% del PIB)



Fuente: BBVA Research, CBO, JCT, CRFB y Haver Analytics

Gráfica 4.6 **Deuda pública**  
(en % del PIB)



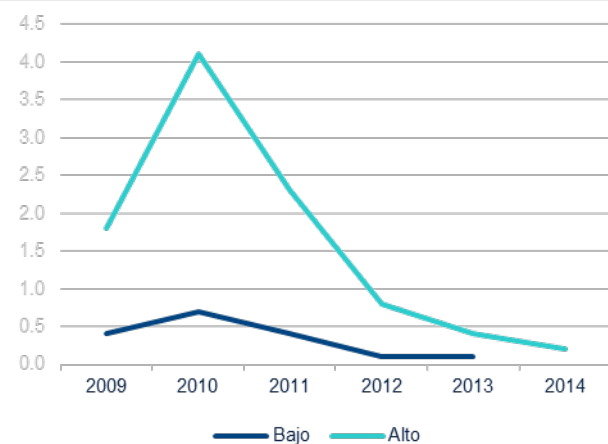
Fuente: BBVA Research, CBO y Haver Analytics

Estos importantes déficits y niveles de deuda no solo reflejan los considerables paquetes introducidos para contener los riesgos de la pandemia, sino también las condiciones previas a la crisis que ya presuponían déficits medios anuales de 1,3 billones de dólares en los próximos 10 años, lo que equivale al 4,8% del PIB. Estos déficits son aproximadamente dos veces mayores que los déficits medios durante los períodos de expansión. Además, el ratio deuda/PIB se aproximaría al 80% en 2019, el doble que en 2008 y el más alto desde 1948.

Estas tendencias plantean dos preguntas fundamentales: ¿será muy eficaz el apoyo fiscal? y ¿cuáles son los riesgos para la sostenibilidad fiscal? Una opción para responder a la primera pregunta es echar la vista atrás a las consecuencias de la Ley de Recuperación y Reinversión de los Estados Unidos (ARRA) de 2009. Según la CBO, entre 2009 y 2014, las estimaciones inferiores y superiores del efecto en el crecimiento del PIB real oscilan entre 1,7 y 9,6 p.p. Considerando un estímulo total de alrededor del 5,3% del PIB durante los primeros seis años, el multiplicador fiscal resultante se sitúa entre 0,3 y 1,8.

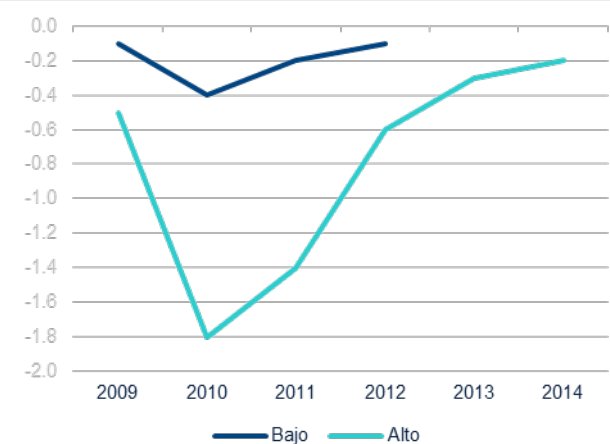
La aplicación de estos multiplicadores al apoyo fiscal actual arroja un efecto de entre 4 y 22 p.p. del PIB entre 2020 y 2023, sobre todo en el primer año. Aunque existen diferencias significativas entre la Ley ARRA y las medidas aprobadas desde marzo, así como los catalizadores de las distintas recesiones, estas estimaciones proporcionan un punto de referencia aproximado para conocer el alcance máximo y mínimo que puede tener el posible efecto de estas ayudas. En otras palabras, si tomamos las estimaciones de alto impacto y las aplicamos a nuestro escenario de referencia, en ausencia de medidas fiscales, el PIB disminuiría más del 26% en 2020. En cambio, con la estimación más baja, la caída del PIB sería inferior al 9%. Cabe señalar que las estimaciones no tienen en cuenta las medidas de la Fed ([¿La guerra de los mundos o Con la muerte en los talones?](#)).

Gráfica 4.7 Efecto de la Ley ARRA en el PIB (p.p.)



Fuente: BBVA Research, CBO y Haver Analytics

Gráfica 4.8 Efecto de la Ley ARRA en la tasa de desempleo (p.p.)



Fuente: BBVA Research, CBO y Haver Analytics

En cuanto a la segunda pregunta, la Gran Recesión también sirve como un buen punto de referencia. En aquel entonces, hubo un intenso debate sobre cómo el enorme estímulo fiscal iba a afectar al crecimiento, los mercados laborales, los tipos de interés, la inflación y la inversión privada. Muchos rechazaban el estímulo por temor a una inestabilidad macroeconómica. Otros abogaban por él con la premisa de que la reducción de la demanda agregada era tan grave que la expansión fiscal no iba a tener efectos adversos, e incluso criticaron el estímulo por ser insuficiente.

En última instancia, aunque el debate sobre el impacto neto del estímulo sobre el crecimiento económico no se ha esclarecido, es evidente que ni los tipos de interés ni la inflación repuntaron. Además, es difícil defender que la inversión privada se estuviera desplazando. Por ejemplo, los pagos de impuestos de sociedades supusieron, de media, el 1,6% del PIB entre 2010 y 2014, esto es menos que el 2,1% alcanzado entre 2003 y 2007. Además, la contribución de los beneficios empresariales después de impuestos al PIB promedió el 10% y el 8% durante los mismos periodos.

Esto no garantiza que el resultado vaya a ser el mismo en esta ocasión. Sin embargo, sí sugiere que el espacio para la expansión fiscal puede ser mayor de lo esperado. Cuando las condiciones económicas se deterioran y el ahorro privado aumenta, la demanda de bonos del Tesoro tiende a subir. También es probable que la demanda externa se



mantenga en niveles elevados, ya que este es el activo financiero de refugio seguro más valorado del planeta. Esto pone de manifiesto la posición exclusiva del dólar estadounidense como divisa de reserva mundial. Además, la Fed participa en compras de activos a gran escala, lo que aumenta sus participaciones en bonos del Tesoro a un ritmo considerable. Por lo tanto, mientras la demanda de dólares estadounidenses se mantenga sólida, es difícil imaginar que la expansión fiscal se traduzca en una crisis de cuenta de capital o divisa, como ocurre en los países emergentes que aplican expansiones fiscales fortuitas.

Además, la inestabilidad fiscal tiende a producirse cuando el tipo de interés nominal (esto es, el tipo al que aumenta la deuda pública pendiente) es mayor que la tasa de crecimiento del PIB nominal (es decir, la tasa a la que la economía genera ingresos para pagar la deuda). Si el crecimiento potencial del PIB real se sitúa en torno al 2% y la inflación se mantiene cerca del 2%, los tipos de interés tendrían que aumentar hasta el 4% o más para tener un efecto significativo en la sostenibilidad de la deuda. Desde 2010, el PIB medio ha aumentado un 4% anual, mientras que el tipo de los bonos del Tesoro a 10 años ha alcanzado una media del 2,4%.

En el futuro, esperamos que el crecimiento del PIB nominal permanezca por encima de los tipos de interés medios de la deuda pública. Esto será así a menos que la inflación se descontrole o la demanda de dólares estadounidenses se desplome tan abruptamente que se traduzca en un aumento considerable de los tipos de interés, en cuyo caso la probabilidad de inestabilidad fiscal sigue siendo baja.

Sin embargo, cabe señalar que el espacio y los beneficios de la expansión fiscal se reducen a medida que aumenta la proporción de la deuda con respecto al PIB. Con mayores niveles de deuda, independientemente del tipo de interés, los pagos de intereses de la deuda pública se incrementarán, reduciendo así el espacio para otros tipos de gasto público sin un aumento de los ingresos fiscales. Por ejemplo, como porcentaje del PIB, el gasto discrecional se encuentra en un mínimo histórico; la inversión bruta es menos de la mitad de lo que era en la década de 1960, mientras que la I+D se encuentra en su nivel más bajo desde la década de 1950. Por su parte, el gasto obligatorio (Medicaid, Medicare y seguridad social) se sitúa en máximos históricos. Además, los mayores niveles de deuda aumentan la carga para las generaciones futuras y reducen la capacidad de responder a las recesiones económicas venideras.

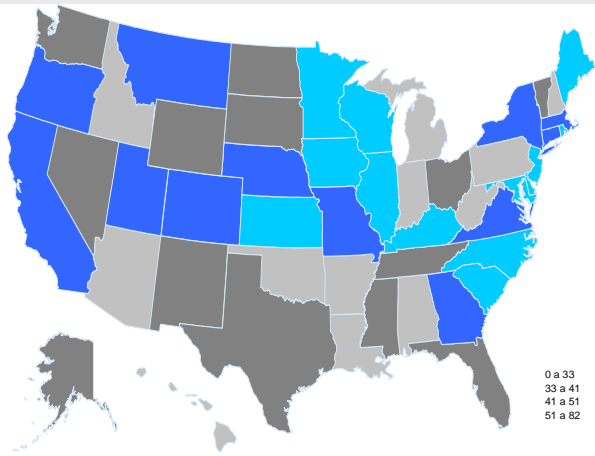
En última instancia, esto reduce el beneficio social de los impuestos y el gasto y genera un menor crecimiento económico, creando así un ciclo de retroalimentación negativo: mayor inflación y tipos de interés; menor crecimiento, ingresos y gasto; más desplazamiento de la inversión privada; y mayores déficits y niveles de deuda. Por lo tanto, a largo plazo, para reducir los posibles riesgos de estabilidad y devolver las finanzas públicas a una senda sostenible, es necesario que haya un alto grado de consolidación fiscal.

Finalmente, aunque la mayor parte de la atención se centra en las cuentas fiscales federales, tampoco cabe descartar que las finanzas públicas a nivel estatal y local se deterioren. La inversión y los gastos de los gobiernos en el ámbito estatal y local ascienden a 2,3 billones de dólares, o el 11% del PIB. A finales de 2019, su deuda total en valores municipales alcanzó los 3,1 billones de dólares. A diferencia del Gobierno federal, de los 50 estados, todos menos uno (Vermont) tienen alguna forma de enmienda presupuestaria equilibrada incluida en sus constituciones o estatutos y, por lo tanto, sus finanzas tienden a ser procíclicas. Esto quiere decir que, durante las épocas de bonanza, tienden a aumentar los gastos, pero durante las recesiones económicas, los disminuyen.

En el umbral de la pandemia del COVID-19, las finanzas estatales y locales eran relativamente estables y las perspectivas se mantenían sólidas. Sin embargo, los estados dependen en más del 50% de sus ingresos fiscales

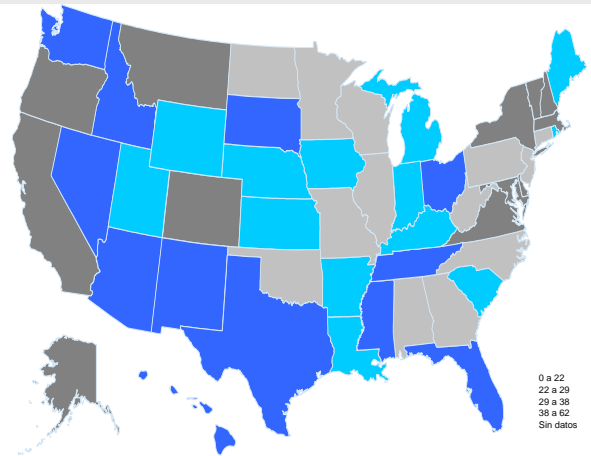
procedentes de los impuestos sobre las ventas y los beneficios, los cuales se espera que se desplomen tanto en el ejercicio fiscal 2020 (que finaliza en junio) como en el ejercicio fiscal 2021 como resultado de la crisis del COVID-19.

Mapa 4.1 Impuesto sobre beneficios con respecto a los ingresos fiscales totales (%)



Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

Mapa 4.2 Impuesto sobre ventas con respecto a los ingresos fiscales totales (%)



Fuente: BBVA Research

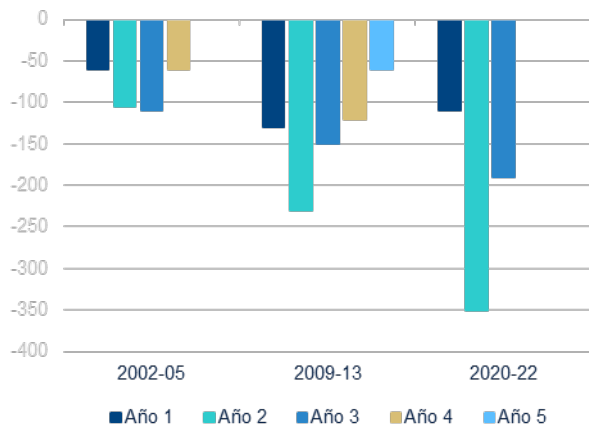
La contracción de la actividad económica, especialmente en el sector servicios, la reducción de los precios de los activos y la prórroga en la presentación de los impuestos implican descensos significativos en los ingresos fiscales. Para algunos estados como Nevada, Tennessee, Nueva York, Colorado y Florida, la contracción en el sector del arte, el entretenimiento y el ocio también generará importantes déficits de flujo de efectivo. Nevada y Florida también se verán afectadas por la menor actividad en los servicios de alojamiento y restauración, junto con otros estados como Hawái, Vermont y Maine. En otros casos, como Alaska, Luisiana, Nuevo México, Dakota del Norte, Oklahoma, Texas, Virginia Occidental y Wyoming, que dependen en gran medida del sector del petróleo y el gas, los problemas fiscales debidos al colapso de los precios del petróleo podrían ser significativos. Mientras tanto, los mayores costes derivados de la asistencia sanitaria y el desempleo, así como la necesidad de una red de seguridad social más amplia implican la necesidad de ampliar el gasto.

Según el CBPP, los déficits presupuestarios estatales podrían alcanzar los 650.000 millones de dólares en los próximos tres años. La mayor parte del impacto proviene del aumento del desempleo, ya que un aumento de 1 p.p. en la tasa de desempleo se traduce en 45.000 millones de dólares en déficits fiscales. A principios de mayo, la tasa de desempleo con derecho a prestación alcanzó un máximo del 15,7%, esto es en torno a 14,5 p.p. por encima de la tasa registrada en febrero, más de cinco veces superior a la media histórica y 8,7 p.p. por encima de su pico anterior alcanzado en 1975. La brecha fiscal se aliviará con ayudas federales y, en algunos estados, con balances de caja, aunque solo a corto plazo.

Los estados disponen de unos 75.000 millones de dólares en fondos de emergencia. Sin embargo, recurrir a estos fondos no es un proceso sin contratiempos, ya que existen varias restricciones vinculadas al uso de fondos de emergencia. Además, los estados podrían emplear los 65.000 millones de dólares de la ayuda federal, de los cuales 35.000 millones provienen de un aumento temporal de la participación en los pagos de Medicaid que abona el

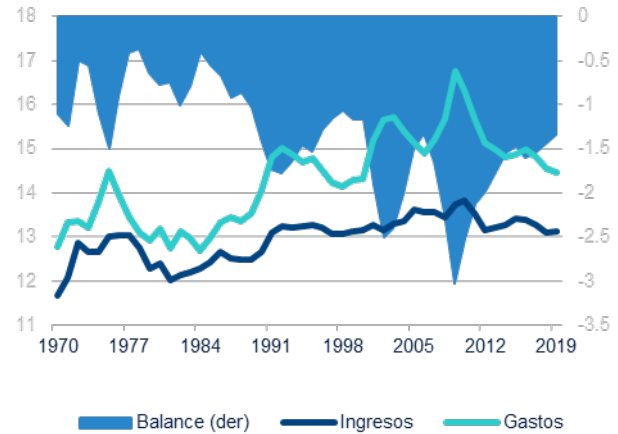
Gobierno federal en virtud de la Ley FFCRA, y 30.000 millones de dólares del Fondo de estabilización de la educación previstos en la Ley CARES.

Gráfica 4.9 **Déficit presupuestario estatal**  
(miles de millones USD)



Fuente: BBVA Research, CBPP y Haver Analytics

Gráfica 4.10 **Saldo neto, gastos e ingresos de los gobiernos estatales y locales (% del PIB)**



Fuente: BBVA Research, BEA y Haver Analytics

La Ley CARES también dispone otros 110.000 millones de dólares en ayudas a los estados y 30.000 millones de dólares para ciudades y condados con mayor densidad de población. No obstante, estos fondos no pueden utilizarse para paliar de forma directa los déficits de ingresos relacionados con el brote de COVID-19. En función de si los estados utilizan o no la totalidad de las ayudas a su disposición, el déficit se situará entre los 400.000 y los 510.000 millones de dólares. Por lo tanto, dada la magnitud de las consecuencias económicas, los estados tendrán que considerar tipos impositivos más elevados, recortes de gastos o una combinación de ambas cosas. Sin embargo, aumentar los tipos impositivos es complicado, especialmente si se tiene que hacer de forma rápida y durante una recesión económica. Mientras tanto, los recortes de gastos que provoquen despidos o una reducción de la prestación de servicios podrían empeorar las condiciones económicas, de forma que se ahondará la bajada de los ingresos fiscales.

La creciente brecha entre los ingresos y el gasto alimentó las preocupaciones de los inversores en torno a la capacidad de los gobiernos estatales y locales para recaudar ingresos suficientes y así cumplir con sus obligaciones financieras. Esto dio lugar a una gran salida de capital del mercado de bonos municipales y a aumentos de los diferenciales de los bonos. Para aliviar algunas de las presiones, la Fed estableció el Mecanismo de liquidez municipal (MLF), con el que se podrá comprar hasta 500.000 millones de dólares en pagarés a corto plazo directamente de estados (incluido Washington D. C.), condados con una población de, al menos, 500.000 habitantes, y ciudades con una población de, al menos, 250.000 habitantes. Los emisores a nivel estatal aptos podrán utilizar los ingresos para brindar respaldo a otros condados y ciudades.

Además, la Fed está dispuesta a intervenir en los mercados primario y secundario de valores municipales para respaldar el flujo de crédito y liquidez. Al comprar deuda municipal directamente en lugar de a través del mercado secundario —como se hace en el caso de los bonos del Tesoro, MBS y CMBS—, la Fed básicamente está

monetizando la deuda pública. Dadas las percepciones negativas asociadas a la monetización de deuda y el peligro de propiciar el riesgo moral, el precio de la deuda elegible será punitivo. Por lo tanto, la Fed puede terminar comprando una cantidad menor, ya que el mecanismo envía un mensaje meridiano a los gobiernos locales para desalentar el abuso. Sin embargo, para los inversores privados, el respaldo de la Fed puede ser suficiente para fomentar la financiación continuada de los gobiernos estatales y locales.

Otra alternativa que se está debatiendo en el Congreso es proporcionar un paquete de ayuda cuantioso a los gobiernos estatales y locales. Idealmente, esto incluiría algunas reglas y restricciones para garantizar que su uso tenga un mayor retorno con respecto al dinero empleado, así como para generar los incentivos adecuados de cara a evitar problemas de riesgo moral.

Dicho esto, superar esta crisis es la prioridad máxima y, por lo tanto, la atención de los legisladores debería seguir centrada en que la ayuda llegue a los que más la necesitan, de manera oportuna y eficaz.

## 5. El mercado de la vivienda en la era del COVID-19

El mercado de la vivienda se sostenía en una base sólida en 2020. Los tipos de interés eran atractivos y la demanda era sólida, respaldada por el menor ratio de apalancamiento de los hogares en casi dos décadas y la tasa de desempleo más reducida en 50 años. Dado que el mercado de viviendas de segunda mano era limitado, las sólidas ventas se tradujeron en una reaceleración de los precios: en febrero y marzo, el índice de precios de la vivienda de CoreLogic alcanzó el 4% y el 4,5% a/a, respectivamente, después de haber aumentado en torno al 3,5% a/a con respecto a los doce meses anteriores. Todo eso cambió cuando la recesión por el COVID-19 se avecinó a mediados de marzo.

### Mercado de viviendas de segunda mano

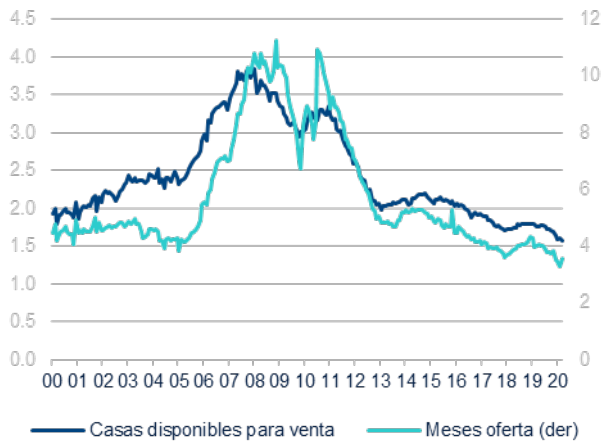
Al entrar en la recesión actual, la oferta de viviendas en venta de segunda mano se situaba en 3,6 meses, ajustados estacionalmente, un indicador de un mercado muy estrecho<sup>1</sup>. Mercados como el de Seattle, Oakland, Salt Lake City, San José, Denver y Washington, D. C. Experimentaban una escasez particularmente importante, mientras que otros como el de Miami y Nueva York disfrutaban de condiciones equilibradas. Las ventas en marzo se situó en una TAD de 5,27 millones, un dato no muy inferior a la media de 5,33 millones durante 2019, debido principalmente a los contratos firmados en febrero. El Índice de ventas de viviendas pendientes de la Asociación Nacional de Agentes Inmobiliarios (NAR) para marzo —un indicador de los contratos inmobiliarios firmados que se cierran uno o dos meses antes de que se venda una vivienda de forma efectiva— disminuyó un 20,8%. Esto implica que las ventas de viviendas de segunda mano en abril podrían alcanzar los 4 millones, probablemente seguidas de una cifra aún menor en mayo debido a las paralizaciones generalizadas en la actividad que terminan poco a poco. Aunque esperamos un aumento de las ventas a lo largo del verano debido a la acumulación de la demanda y a las personas que intentan cerrar una venta antes del comienzo del nuevo año escolar, el aumento del desempleo y la incertidumbre sobre la crisis mantendrán a una gran parte de los posibles compradores al margen.

El retroceso de la demanda durante la segunda mitad de marzo y abril se sumó a un descenso relativo de la oferta. Mientras que marzo y abril constituyen tradicionalmente el comienzo de la temporada de compra de viviendas y hubo un flujo de entrada neto positivo de nuevas viviendas a la venta, fue significativamente inferior en comparación con el mismo período del año pasado. Según datos de Redfin, las viviendas en venta en las 50 áreas estadísticas metropolitanas (AEM) de mayor tamaño aumentaron en términos netos (con respecto a la retirada de viviendas en venta) en 132.000 en las cinco semanas siguientes a mediados de marzo, lo que fue menos de la mitad del aumento neto de 319.000 visto durante el mismo período del año pasado. Además, el discreto aumento neto en 2020 se ha situado por encima de un punto de partida que ya se encontraba en un nivel más bajo en comparación con 2019 (Gráfica 5.3). La retirada de viviendas en venta ayudó a mantener el mercado algo equilibrado durante las cinco semanas desde mediados de marzo, mientras que, en términos relativos, se retiró la venta de la mayoría de los bienes inmuebles de precio elevado<sup>2</sup>.

1: Normalmente, se considera que la oferta de seis meses con la tasa de ventas actual representa un mercado equilibrado.

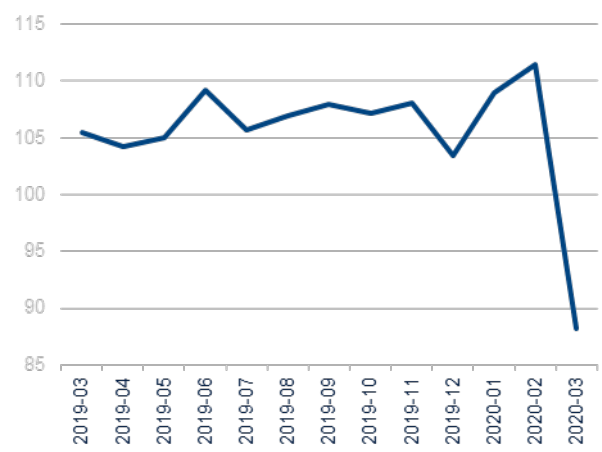
2: Ellis, T. (2020). Shortfall in New Supply of Homes for Sale Felt Most Acutely at the High End. Redfin. <https://bit.ly/3bfAuzA>

Gráfica 5.1 **Inventario de viviendas de segunda mano** (millones y meses, ajus. estacionalmente)



Fuente: BBVA Research y NAR

Gráfica 5.2 **Índice de ventas de viviendas pendientes** (2001 = 100)



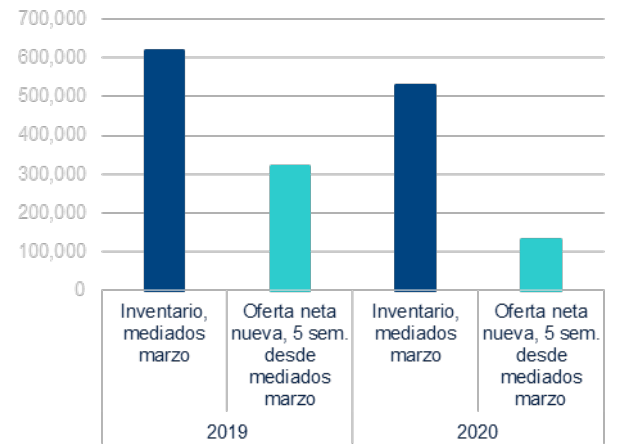
Fuente: BBVA Research y NAR

## Viviendas de obra nueva

Las nuevas viviendas se han mantenido en niveles sólidos desde finales de 2019 (Gráfica 5.4) y alcanzaron en enero una TAD de 1,6 millones, el nivel más alto desde 2006. Se esperaba que unos tipos de interés atractivos, un sólido crecimiento de los ingresos y una escasez de viviendas en la mayoría de los principales mercados mantuviesen un sólido nivel de actividad de construcción, especialmente en el segmento de las viviendas unifamiliares. Sin embargo, el panorama cambió en marzo cuando las construcciones de viviendas disminuyeron un 22% m/m, el mayor descenso desde mediados de la década de 1980. Este dato quedará ensombrecido por la caída prevista en abril. La indicación inicial de la gravedad y la velocidad de la desaceleración provino de la lectura del índice del mercado de vivienda de los constructores en abril, el cual mostraba una disminución de 42 puntos con respecto al nivel registrado en marzo (Gráfica 5.5). Este fue el descenso más pronunciado en un solo mes en la historia del índice, lo que implica que la actividad de construcción de viviendas unifamiliares disminuirá un 30%.

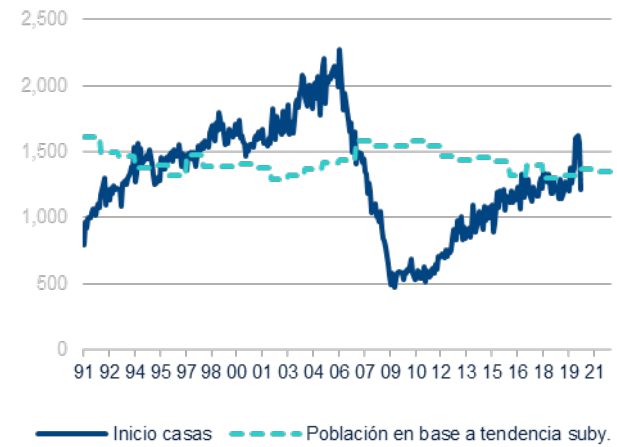
La reducción será más pronunciada en el segmento de viviendas multifamiliares. Durante el último ciclo, como parte del total de viviendas en construcción, las viviendas multifamiliares alcanzaron un máximo en 2015 y también registraron recientemente una tendencia al alza (Gráfica 5.6). Este aumento en los últimos dos años contribuirá a un alto nivel de viviendas vacías y a la disminución de los alquileres provocada por un mayor desempleo, lo que desalentará las nuevas promociones de viviendas multifamiliares a corto plazo. Más allá del corto plazo, la construcción de viviendas multifamiliares se recuperará una vez que el nivel de viviendas vacías se reduzca, respaldado por el crecimiento de la población y el descenso en la población perteneciente a la generación del «baby boom».

Gráfica 5.3 **Inventario de viviendas en venta de segunda mano** (unidades, no ajustadas estacionalmente)



Fuente: BBVA Research y Redfin

Gráfica 5.4 **Nuevas construcciones de viviendas** (miles, TAD)



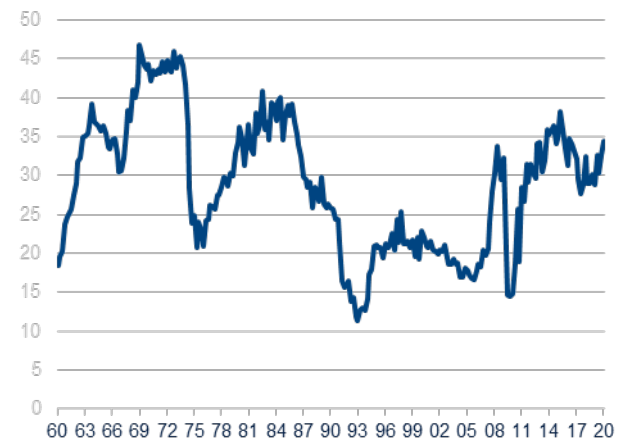
Fuente: BBVA Research y Oficina del Censo

Gráfica 5.5 **Índice del mercado de la vivienda de los constructores** (100 = buena situación)



Fuente: BBVA Research y NAHB

Gráfica 5.6 **Nuevas construcciones de viviendas multifamiliares como parte del total de las construcciones de viviendas** (%)



Fuente: BBVA Research y Oficina del Censo

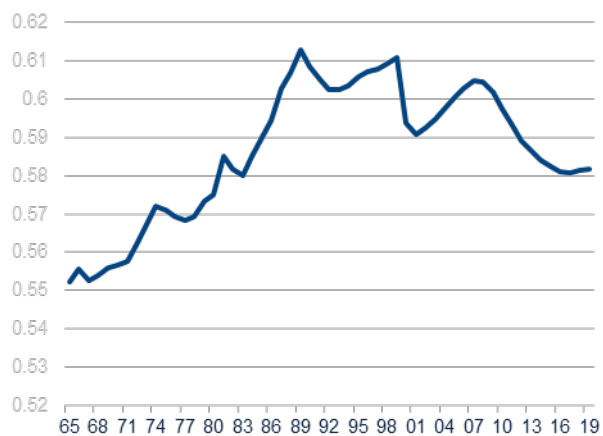
## Precios de la vivienda

Si bien la recesión económica actual es un hecho grave e impredecible, mientras la economía reanude cuanto antes el crecimiento y la mayoría de los desempleados recientes vuelvan a incorporarse al mundo laboral relativamente rápido, los precios de la vivienda no bajarán de forma precipitada, como ocurrió en el período posterior a la Gran Recesión. El

inventario de viviendas en EE. UU. en relación con la población adulta del país está cerca de su nivel más bajo de los últimos 37 años (Gráfica 5.7). Esta oferta deprimida se verá agravada aún más por la disminución de las construcciones este año, lo que permitirá cierta variación regional. La escasez de viviendas es mayor en los estados con bajas tasas de desocupación de viviendas en propiedad, como Nuevo Hampshire, Dakota del Sur, Minnesota, Maine, Nebraska y Wisconsin, y menor en los estados con tasas de desocupación de viviendas en propiedad más altas, como Alaska, Nuevo México, Dakota del Norte, Luisiana, Oklahoma, Arkansas y Alabama (Gráfica 5.8).

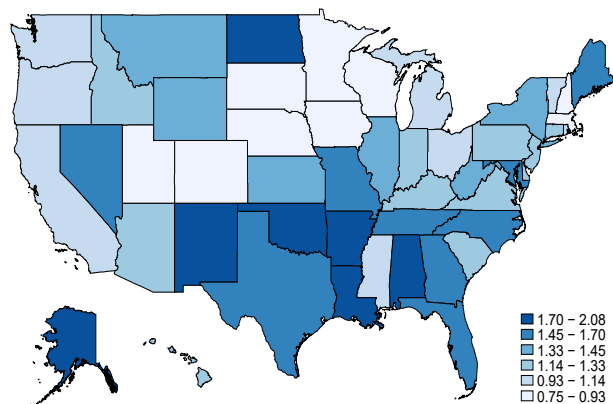
Además de la relativa falta de inventario de vivienda física en muchos mercados, el mercado de viviendas de segunda mano también seguirá siendo escaso, y los posibles vendedores que no tienen la necesidad de vender inmediatamente pospondrán la puesta a la venta de sus propiedades. Los propietarios se beneficiarán de diferentes formas de apoyo, tales como la concesión de refinanciaciones y mejores prestaciones por desempleo, que ayudarán a prevenir un acusado aumento de la puesta en venta de viviendas derivada de la venta forzada.

Gráfica 5.7 **Parque de viviendas con respecto a la población 20-84 (proporción)**



Fuente: BBVA Research y Oficina del Censo

Gráfica 5.8 **Desocupación de viviendas en propiedad por estado (1T20, 4T MM, %)**

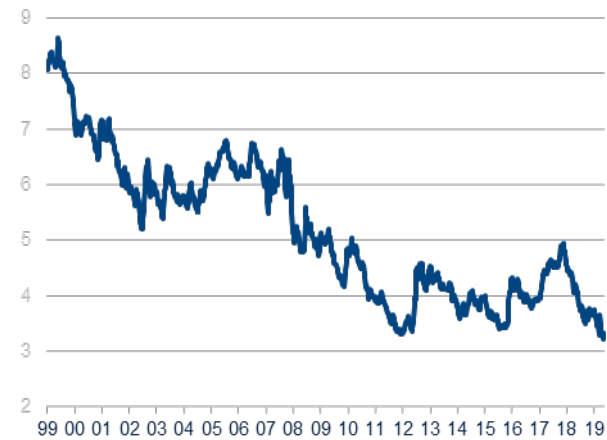


Fuente: BBVA Research y Oficina del Censo

Con respecto a la demanda, mientras que numerosos posibles compradores se retirarán del mercado debido al aumento del desempleo, la incertidumbre y los requisitos de préstamos más estrictos, los efectos se mitigarán por los atractivos tipos hipotecarios y una mayor asequibilidad, que podría atraer compradores con recursos para hacer una compra de mayor envergadura, ya sea como vivienda principal o como propiedad de inversión. Según FreddieMac, la hipoteca a tipo fija a 30 años alcanzó su mínimo histórico a finales de abril (Gráfica 5.9) y esperamos que permanezca en torno a este nivel durante el próximo año. Cualquier aumento en las tasas de rentabilidad de los bonos del Tesoro de referencia debido a una mejora de las perspectivas de crecimiento de la economía se verá contrarrestado en parte por un descenso de la prima de riesgo. Como resultado, con la oferta aún limitada y la demanda suavizándose de forma moderada, esperamos que los precios de la vivienda registren un discreto descenso este año, antes de volver a la senda del crecimiento en 2021 (Gráfica 5.10).

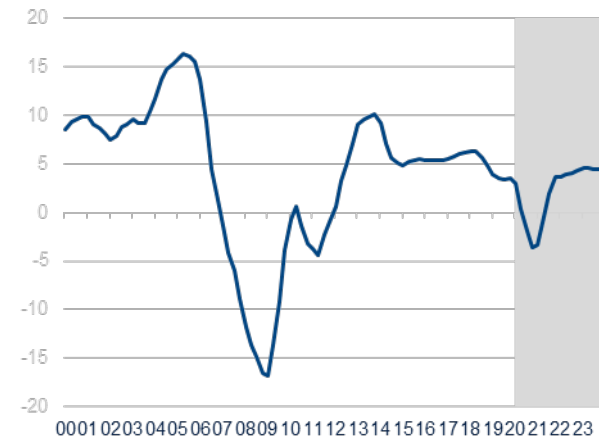


Gráfica 5.9 **Hipotecas a tipo fijo a 30 años: EE. UU.** (%)



Fuente: BBVA Research y Federal Home Loan Mortgage Corporation

Gráfica 5.10 **Índice de precios de la vivienda de CoreLogic** (% a/a)



Fuente: BBVA Research y CoreLogic

## Fuerzas estructurales

La pandemia está amplificando el impacto de las fuerzas estructurales que ya eran palpables en el mercado de la vivienda antes de la crisis. En primer lugar, la pandemia intensificará la escasez estructural de viviendas debido a la caída de las viviendas de obra nueva en los próximos dos años. En segundo lugar, intensificará el reequilibrio del atractivo relativo de los diferentes tipos de viviendas, aunque esta vez se alejará de densos núcleos urbanos y promociones de viviendas multifamiliares para acercarse a zonas residenciales con viviendas unifamiliares. Este tipo de viviendas ofrecen más oportunidades para el distanciamiento social, además de importantes comodidades que favorecen la calidad de vida. Dado que la pandemia ha precipitado la incorporación del teletrabajo en el día a día de las empresas y que estas proporcionarán mayor flexibilidad a sus empleados en el futuro, el tiempo efectivo que los empleados pasan en los desplazamientos al trabajo —uno de los mayores obstáculos que impiden a muchos jóvenes profesionales moverse a zonas residenciales en las afueras o incluso más alejadas— disminuirá hasta cierto punto.

La vivienda unifamiliar también se beneficiará de las tendencias demográficas que se darán en el próximo decenio. La mayoría de «millennials» se encontrará en los últimos tramos de la franja de edades aptas para la adquisición de una vivienda a lo largo de los próximos diez años y habrá fundado una familia, si aún no lo había hecho. Además, la generación Z también habrá alcanzado la edad a la que habitualmente se abandona el hogar familiar para crear un hogar propio. La demanda de viviendas de los «millennials» —la mayor cohorte generacional en EE. UU. actualmente— se verá satisfecha en parte por el inventario que entrará en el mercado al disminuir la población de la generación del «baby boom». La razón radica en la diferencia entre los recuentos de los grupos de edad pertinentes. Mientras que en 2019 había 23,5 millones de residentes estadounidenses entre 25 y 29 años —individuos de los que se podría esperar que compraran una vivienda por primera vez en los próximos cinco años— apenas había 9,6 millones de residentes de entre 75 y 79 años —un grupo de edad del que se podría esperar que vendiera su vivienda durante el próximo período de cinco años—. Esta discrepancia entre la demanda y la oferta tendrá que compensarse con la nueva construcción de viviendas.

Al mismo tiempo, aunque esperamos que el segmento del mercado de viviendas unifamiliares supere al de las multifamiliares en la próxima década, los apartamentos seguirán siendo una solución de vivienda fundamental y un mercado y una clase de activos sólidos, especialmente en áreas metropolitanas con preponderancia de la economía del conocimiento, con viviendas de alta calidad y un costo de vida elevado. Aunque los apartamentos desocupados aumentarán bruscamente durante el próximo año debido al aumento del desempleo y la entrada de nuevas viviendas terminadas en el mercado —unidades que comenzaron a construirse en los últimos años y que están a punto de concluir—, las viviendas desocupadas descenderán gradualmente a partir del próximo año con la ayuda de una economía en recuperación y de alquileres atractivos.

## Conclusión

Tanto la oferta como la demanda de viviendas se contraerán este año como resultado de la crisis económica provocada por la pandemia (Tabla 5.1). En lo que respecta a los precios, se espera que el mercado inmobiliario se modere, ya que este año los precios de la vivienda registran ligeros descensos antes de volver a un crecimiento positivo el próximo año. A medio y largo plazo, somos optimistas con respecto al futuro de la vivienda, especialmente de la unifamiliar, debido a la relativa escasez de oferta de unidades de vivienda, los bajos tipos de interés, la recuperación de la economía y, posiblemente, las medidas de estímulo que respaldan la adquisición de viviendas. Dicho esto, debido al alto nivel de incertidumbre en torno al desenlace final de la recesión del COVID-19, la dispersión de los resultados con respecto a nuestro escenario de referencia es significativamente mayor que en episodios anteriores.

Estructuralmente, es probable que la crisis actual y sus secuelas repercutan positivamente en el reequilibrio regional. Algunas áreas que han sufrido desindustrialización podrían resultar más atractivas si la mayor disponibilidad del teletrabajo mejora su perfil de rentabilidad. Las grandes ciudades seguirán siendo lugares atractivos para individuos altamente productivos en sectores punteros y mantendrán su crucial importancia para permitir el crecimiento económico a través del intercambio de conocimientos, los factores externos y los efectos de red, pero tendrían que someterse a un cierto grado de adaptación al cambio en las preferencias y necesidades de salud pública. Si bien la crisis no conducirá a la desurbanización, la propagación del virus expuso los riesgos inherentes a los entornos de alta densidad poblacional que deben considerarse y gestionarse en el futuro.

Tabla 5.1 **Previsiones en materia de vivienda**

	2017	2018	2019	2020	2021
Construcción de viviendas	1,21	1,25	1,30	1,07	1,07
Compraventa de viviendas de segunda mano	5,5	5,3	5,3	5,0	4,9
Precios de la vivienda	5,9	5,8	3,5	-0,4	0,4
Hipotecas a tipo fijo a 30 años	4,0	4,5	3,9	3,4	3,3

Fuente: BBVA Research

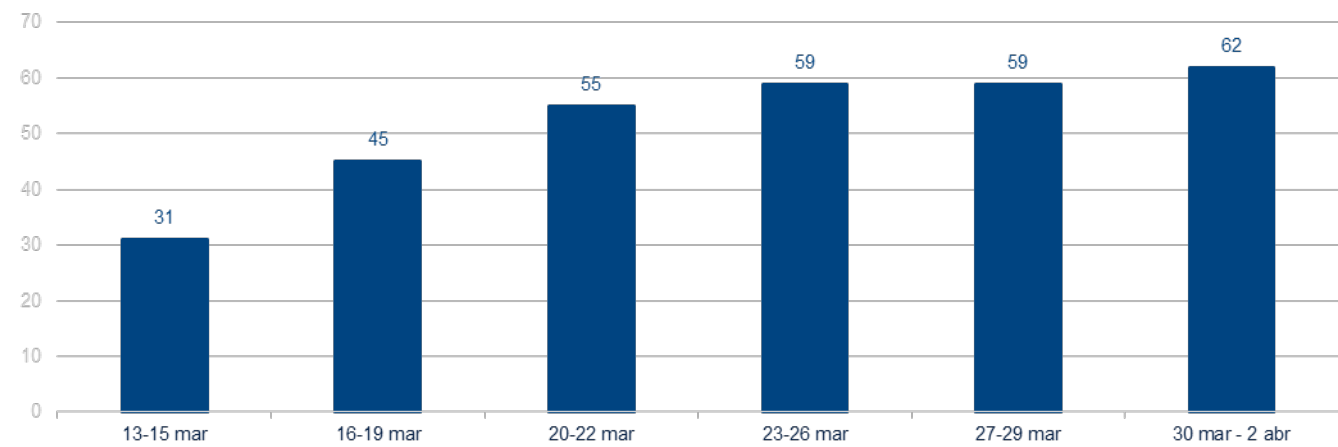
## 6. El trabajo después de la pandemia

La pandemia del COVID-19 tendrá un profundo efecto en la forma en que los seres humanos interactúan en la sociedad. Una de las cosas que experimentarán una transformación significativa es el trabajo. En este artículo, cubrimos tres aspectos del trabajo que adquirirán relevancia en el mundo que surja tras la pandemia: trabajo en remoto, automatización y diseño de oficinas.

### Trabajo en remoto: adiós al tráfico y al tiempo de los desplazamientos

En todo el mundo, la rápida propagación del COVID-19 llevó a los gobiernos a imponer confinamientos forzados, obligando a millones de personas a trabajar desde casa. El trabajo en remoto —también conocido como teletrabajo— no es nada nuevo. Antes de la pandemia, alrededor de 5 millones de personas en Estados Unidos trabajaban desde casa al menos la mitad del tiempo, lo que representaba el 3,2% de los trabajadores. Esta proporción aumentó sustancialmente desde que el COVID-19 se extendió por todo el país. En marzo, una encuesta realizada a 464 ejecutivos por MIT Technology Review Insights reveló que el 80% de su plantilla trabajaba en remoto. Según una encuesta realizada entre el 1 y el 5 de abril, Brynjolfsson, Horton, et al. (2020) estimó que alrededor del 50% de los empleados estadounidenses trabajaba desde casa.<sup>3</sup>

Gráfica 6.1 Encuesta de Gallup: porcentaje de empleados estadounidenses que han trabajado en remoto (%)



Fuente: Gallup

La pandemia ha supuesto un experimento natural para evaluar el efecto del trabajo en remoto. Sin embargo, las primeras valoraciones se deben tomar con cautela, ya que las condiciones de este experimento no son ni mucho

3: Erik Brynjolfsson, John Holton, Adam Ozimek, Daniel Rock, Garima Sharma y Hong Yi Tu Ye (2020). «Covid-19 and Remote Work: An Early Look at US Data». MIT Initiative on the Digital Economy. Abril Disponible en: <http://ide.mit.edu/publications/Covid-19-and-remote-work-early-look-us-data>

menos habituales. Por ejemplo, muchos trabajadores tienen que cuidar a niños o parientes mayores durante la cuarentena, mientras que muchos otros no tienen el equipo necesario para realizar sus tareas desde sus hogares.

Sin embargo, estas reservas no deberían impedir que destaquemos los aspectos positivos de tener más personas trabajando desde casa después de la pandemia. Por una parte, el teletrabajo ya era una tendencia que la pandemia solo ha acelerado. Cuando la economía resucite, esperamos que el trabajo en remoto se convierta en una práctica generalizada, ya que el coronavirus no se irá de inmediato y se aconsejará a las personas que trabajen desde casa tanto como sea posible. En este sentido, el teletrabajo es una manera eficaz de mantener la distancia social y prevenir futuros brotes.

Otros beneficios del teletrabajo se harán evidentes a medida que la economía vuelva a la normalidad. Para los trabajadores, podría ahorrar tiempo en los desplazamientos de casa al trabajo, y viceversa. El estadounidense medio pasa 225 horas al año en desplazamientos. El trabajo en remoto permitiría a los trabajadores dedicar más tiempo a otras actividades, potencialmente más satisfactorias, y mejoraría su bienestar. Al haber menos vehículos en la carretera, se reducirán las emisiones de carbono y la contaminación, con efectos positivos en la salud y el medio ambiente. Los gobiernos podrían ahorrar dinero en el mantenimiento de autopistas, y se podría invertir en TIC u otros tipos de infraestructura. En circunstancias normales y con acceso al equipo adecuado, el trabajo en remoto podría aumentar la productividad de los empleados. En un conocido estudio, Bloom et al. (2015) realizaron un experimento con los empleados de los centros de atención telefónica de la empresa china Citrip, que cotiza en el NASDAQ. En dicho experimento, se asignó el teletrabajo a un grupo de voluntarios seleccionados al azar durante nueve meses. Los autores observaron un aumento del 13% en el rendimiento asociado a menos descansos y días de ausencia por enfermedad, así como más llamadas por minuto.<sup>4</sup> Los empleados de gestión de personal indicaron niveles más altos de satisfacción y menores tasas de bajas voluntarias. Posteriormente, la empresa adoptó el trabajo en remoto como una política permanente. Según Global Workplace Analytics (GWA), el teletrabajo podría ahorrar a los trabajadores entre 2.500 y 4.000 dólares al año. La mayoría de estos ahorros provienen de la reducción de costes derivados de los desplazamientos, el estacionamiento y la comida, y no tienen en cuenta los gastos energéticos adicionales ni de consumo alimentario en el hogar. Para las empresas, GWA estimó que el empleador medio podría ahorrar 11.000 dólares al año por un empleado que teletrabaja a media jornada. Estos ahorros se debían principalmente al aumento de la productividad, la reducción de los costes inmobiliarios, la reducción del absentismo y la rotación de personal, y una mejor respuesta a los desastres.<sup>5</sup>

Las mayores tasas de teletrabajo permitirán a las empresas competir de forma más eficaz por el talento y ahorrar dinero en los costes de reubicación. El trabajo en remoto podría imponer igualdad de condiciones entre diferentes tipos de trabajadores, ya que obligaría a las empresas a confiar más en los objetivos cuantificables para evaluar el rendimiento. Las malas prácticas, como la política de oficinas o la discriminación por razones de identidad de género, podrían disminuir en entornos de trabajo en remoto.

Sin embargo, a pesar de sus múltiples beneficios, el teletrabajo no es una panacea. Sin una implantación adecuada, los teletrabajadores podrían sentirse trastornados, deprimidos y agotados a medida que los límites entre el trabajo y la vida se difuminaran. Los trabajadores introvertidos pueden tener un buen rendimiento en un entorno remoto, pero a

---

4: Nicholas Bloom, James Liang, John Roberts y Zhichun Jenny Ying (2015). «Does Working From Home Work? Evidence from a Chinese Experiment». The Quarterly Journal of Economics, volumen 130, número 1, febrero, páginas 165 a 218, <https://doi.org/10.1093/qje/qju032>  
5: Global Workplace Analytics (2020). «Latest Work-At-Home/Telecommuting/Mobile Work/Remote Work Statistics». Marzo Disponible en: <https://globalworkplaceanalytics.com/telecommuting-statistics>

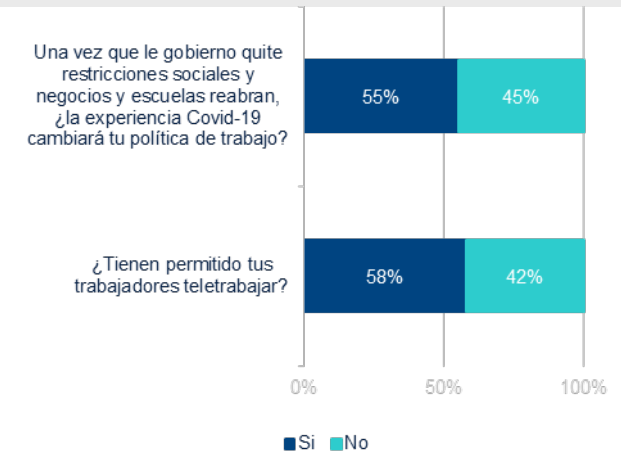
los trabajadores extrovertidos les resultaría difícil prosperar en configuraciones virtuales con una interacción física limitada. En su experimento con los trabajadores del centro de atención telefónica chino, Bloom et al. (2015) también descubrieron que el 50% de los trabajadores que fueron elegidos para trabajar desde casa decidieron regresar a la oficina cuando se les dio la opción, lo que se tradujo en un aumento aún mayor de la productividad del teletrabajo. El estudio sugiere que las políticas flexibles, en las que las personas tienen la opción de trabajar desde casa o en la oficina, podrían obtener los mejores resultados.

Gráfica 6.2 **Puntos de vista de los empleados sobre el teletrabajo (2020)**



Fuente: Gallup

Gráfica 6.3 **Puntos de vista del directivo sobre las políticas de teletrabajo (2020)**



Fuente: Gallup

En la actualidad, el teletrabajo es más un privilegio que una práctica arraigada, ya que es más frecuente entre los trabajadores con salarios y conocimientos elevados.<sup>6</sup> Sin embargo, para maximizar los beneficios que el teletrabajo podría aportar a la sociedad, debe estar disponible para todos los trabajadores que puedan realizar sus tareas habituales fuera de la oficina. No obstante, esto supone un gran desafío. Según un estudio realizado por Microsoft en 2019, 162,8 millones de estadounidenses no utilizan Internet a velocidades de banda ancha. Si la brecha de conectividad no se reduce, los beneficios del trabajo en remoto los disfrutarán en su mayor parte los asalariados con altos ingresos en un número limitado de profesiones.<sup>7</sup>

6: Katherine Guyot e Isabel V. Sawhill (2020). «Telecommuting Will Likely Continue Long After the Pandemic». Brookings. 6 de abril. Disponible en: <https://www.brookings.edu/blog/up-front/2020/04/06/telecommuting-will-likely-continue-long-after-the-pandemic/>

7: John Khan (2019). «It's time for a new approach for mapping broadband data to better serve Americans». Microsoft on the Issues. Abril. Disponible en: <https://blogs.microsoft.com/on-the-issues/2019/04/08/its-time-for-a-new-approach-for-mapping-broadband-data-to-better-serve-americans/>

Gráfica 6.4 Acceso al teletrabajo en el sector privado estadounidense por profesión (2019)



Fuente: Pew Research

Gráfica 6.5 Acceso al teletrabajo en el sector privado estadounidense por sector (2019)



Fuente: Pew Research

## Replanteamiento del espacio de oficinas

Los espacios de oficinas no volverán a ser los mismos después del COVID-19. A medida que las empresas se preparan para la reapertura, tendrán que tener en cuenta la seguridad de los trabajadores; esto exigirá cambios en los espacios físicos y en la forma en que los trabajadores interactúan.

Pocos ejemplos ilustran el efecto disruptivo del COVID-19 en la disposición de las oficinas mejor que el espacio abierto. Antaño considerados propicios para la creatividad y la colaboración, los espacios abiertos y las áreas de colaboración son ahora el entorno perfecto para la propagación del coronavirus. En un mundo pospandémico, los escritorios más pequeños y las zonas compartidas son de alto riesgo. Las empresas tendrán que gastar cantidades significativas de dinero en el rediseño de oficinas y la adaptación de infraestructuras como sistemas de calefacción, ventilación y aire acondicionado, baños, aparcamientos, cafeterías, centros de cuidado infantil y ascensores para cumplir con las directrices de distanciamiento social, entre otras.

Al mismo tiempo, las empresas verán que necesitan menos espacio si se permite a una parte importante de sus empleados trabajar desde casa con regularidad. Por lo tanto, el valor de las oficinas puede bajar. Las empresas podrán ahorrar dinero en alquileres, servicios públicos, seguros y costes de mantenimiento. Algunos de estos ahorros se pueden trasladar a los empleados para ayudarles a cubrir los gastos de vivienda más elevados o pagar salarios más altos para atraer a trabajadores con más talento sin la necesidad de mover la sede a regiones más atractivas —y generalmente más caras—.

No obstante, el desafío va más allá de la infraestructura y las medidas preventivas contra el contagio. Los mejores diseños de oficina serán aquellos que protejan la salud de los trabajadores sin menoscabar la productividad y la colaboración. Esto no será fácil. Al principio, las pruebas de diagnóstico, la toma de temperatura, las mascarillas, las marcas viales, las tecnologías de seguimiento y las reglas de distanciamiento social serán incómodos. Muchos empleados volverán a la oficina con estrés postraumático y encontrarán nuevas reglas y espacios de trabajo medio

vacíos. Replantearse la disposición de la oficina puede requerir un nuevo contrato social entre empleadores y empleados, directivos y subordinados, uno que facilite la transición a la nueva normalidad y ayude a recuperar la confianza en el futuro.

A nivel de política, será necesario actualizar las normativas laborales y los programas de apoyo al trabajo, reconociendo los nuevos marcos de trabajo y los peligros para la salud en el trabajo. La magnitud de la crisis y la inmensa respuesta fiscal necesaria para hacer frente a la perturbación del mercado laboral ponen de relieve la fragilidad, la ineficacia y la desigualdad de la red de seguridad social creada en torno a retazos de disposiciones para el empleo desde la década de 1930.

## La importancia de la automatización

A pesar de la gravedad de la pandemia, no todos los trabajadores podían realizar sus tareas desde casa. De hecho, según Diengel y Neiman (2020), solo el 37% de las profesiones en Estados Unidos se pueden realizar en casa. Por sector, la mayoría de estos trabajos pertenecen al sector de las finanzas, dirección corporativa y servicios profesionales y científicos; en cambio, la venta minorista, la agricultura, los hoteles y los restaurantes tienen muy pocas tareas que se puedan realizar de forma remota. Esto implica diferencias significativas entre regiones. Por ejemplo, en San Francisco, el 45% de los empleos se podían hacer en casa, mientras que en Las Vegas, la proporción se reduce al 30%.<sup>8</sup>

La crisis sanitaria puso de manifiesto la vulnerabilidad de las personas que no pueden trabajar desde casa. Los casos más evidentes fueron los médicos, dentistas y enfermeras, así como otros trabajadores considerados «esenciales», como los agentes del orden público, los empleados de fabricantes de alimentos y los trabajadores agrícolas, entre muchos otros. Esta situación ha suscitado un debate sobre la importancia de la automatización y la inteligencia artificial para respaldar el trabajo y proteger las vidas de los trabajadores esenciales que no pueden trabajar en remoto.

Las perspectivas de otra pandemia podrían acelerar los avances en la inteligencia artificial que reducen la interacción humana y protegen a los trabajadores con alto riesgo de infección. Faethm, una empresa de IA, calculó que había 32 millones de trabajadores en EE. UU. altamente expuestos a la pandemia porque sus tareas requerían un grado significativo de interacción cara a cara y no se podían realizar fácilmente desde casa. De ellos, 22 millones se consideraban «trabajadores esenciales». Por sector, el de asistencia sanitaria tiene el mayor número de trabajadores esenciales de alto riesgo con 11,8 millones, seguidos por el comercio minorista y mayorista con 2,9 millones, y la administración pública con 1,8 millones.<sup>9</sup>

La inteligencia artificial podría ayudar a los trabajadores esenciales a realizar sus tareas mejor y de forma más segura durante una pandemia. Por ejemplo, el aprendizaje profundo («deep learning») aplicado al reconocimiento de imágenes, las pruebas o la visión artificial podría ayudar a los hospitales a hacer frente a la escasez de personal, evitando el agotamiento entre médicos y enfermeras. Estas tecnologías también podrían ayudar a cuidar mejor a los

---

8: Jonathan I. Dingel y Brent Neiman (2020). «How Many Jobs Can Be Done at Home?» Becker Friedman Institute for Economics. Universidad de Chicago. Abril Disponible en: [https://bfi.uchicago.edu/wp-content/uploads/BFI\\_White-Paper\\_Dingel\\_Neiman\\_3.2020.pdf](https://bfi.uchicago.edu/wp-content/uploads/BFI_White-Paper_Dingel_Neiman_3.2020.pdf)

9: MIT Technology Review Insights y Faethm (2020). «Covid-19 and the Workforce. Critical Workers, Productivity and the Future of AI». The Global Agenda Series. MIT Technology Review. Abril Disponible en: <https://www.technologyreview.com/2020/04/30/1000888/covid-19-and-the-workforce-critical-workers-productivity-and-the-future-of-ai/>

ancianos sin exponerlos a los cuidadores humanos, que pueden ser asintomáticos. El aprendizaje automático («machine learning») podría ayudar a las empresas a supervisar a los empleados que necesitan mantener la distancia social en el lugar de trabajo. Sin embargo, los cambios introducidos por la IA no serán positivos para todos los trabajadores, ya que algunos trabajos podrían confiarse de forma permanente a las máquinas. En el comercio minorista, por ejemplo, los robots tienen actualmente la capacidad de sustituir a los cajeros. Al igual que el teletrabajo, las aplicaciones de IA no son nuevas, pero la experiencia de la pandemia puede acelerar la disrupción en algunas profesiones. En determinados casos, la IA mejorará la productividad de los trabajadores; en otros, los sustituirá por completo. A largo plazo, esto debería impulsar la eficacia, la productividad y el crecimiento económico. Sin embargo, la transición podría resultar costosa para algunos trabajadores y sectores.

## Conclusión

La pandemia del COVID-19 ha cambiado permanentemente la forma en que trabajan millones de personas. En tan solo unos meses, el teletrabajo ha pasado de ser un privilegio a una necesidad. La crisis sanitaria también puso de manifiesto la vulnerabilidad de millones de trabajadores cuyos empleos no podían realizarse desde casa. Muchos de estos trabajadores fueron considerados esenciales durante la pandemia, una situación que puso en riesgo sus vidas. Para ellos, los avances en inteligencia artificial (IA) ayudarán a mitigar las posibilidades de exponerse a este y a otros desastres. Sin embargo, la IA podría acabar asumiendo algunas profesiones esenciales. En circunstancias normales, el teletrabajo y la IA impulsan la productividad. Por lo tanto, es probable que las empresas aceleren su adopción cuando haya pasado la pandemia. En otras palabras, ambas tendencias han llegado para quedarse. Por último, la crisis sanitaria ha llevado a las empresas a replantearse la forma en que los empleados interactúan con sus espacios de trabajo. Esto dará lugar a conceptos de oficina originales que buscarán un equilibrio entre seguridad y colaboración, al tiempo que ahorrarán dinero a los empleadores a largo plazo.

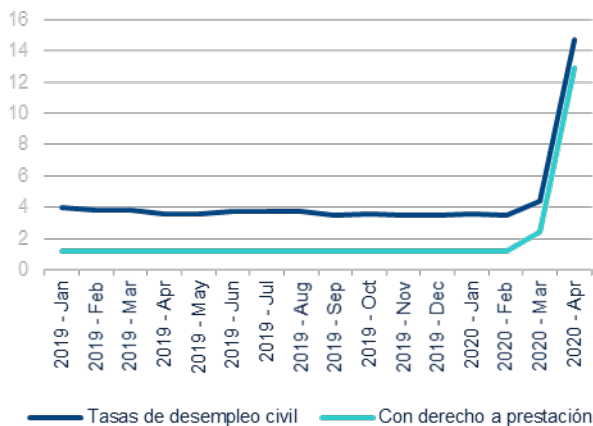


## 7. Los mercados laborales de los estados con el COVID-19 como telón de fondo

El informe sobre empleo de abril<sup>10</sup> mostró una alta tasa de desempleo sin precedentes: del -14,7%. (Gráfica 7.1) Esto implica que una de cada siete personas de la población activa está buscando un empleo. Por un lado, la destrucción de empleos en abril ilustra de manera convincente el efecto devastador de la pandemia. Por otra parte, los sorprendentes datos sobre el desempleo apuntan a que muchas personas de la población activa, especialmente la clase obrera, pueden no ser capaces de soportar el gran confinamiento durante mucho más tiempo.

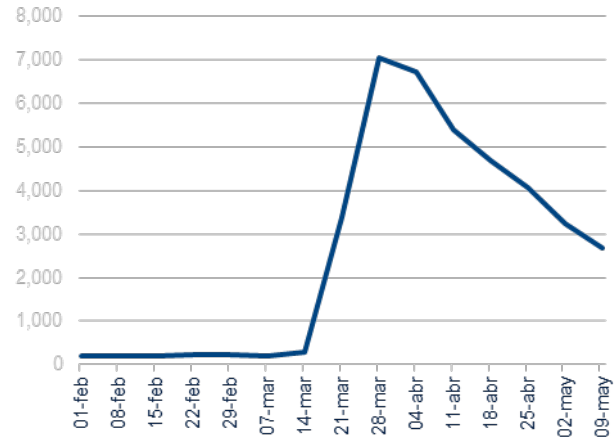
Sin embargo, dado que cada vez más estados están empezando a reabrir su economía y el ritmo de la destrucción de empleos se está ralentizando (Gráfica 7.2), las economías locales entrarán poco a poco en la fase de recuperación. En esta sección, tratamos de examinar la diversidad imperante en el mercado laboral en todo el país y descubrir los estados que se enfrentan a las mayores adversidades.

Gráfica 7.1 **Tasas de desempleo civil y con derecho a prestación (%)**



Fuente: Departamento de Trabajo, Haver y BBVA Research

Gráfica 7.2 **Solicitudes iniciales por semana en 2020 (miles)**



Fuente: Departamento de Trabajo, BLS, Haver y BBVA Research

### Vulnerabilidades económicas del COVID-19

Durante la pandemia, los sectores más dañados son los que ofrecen servicios de socialización. Las medidas de distanciamiento social, aunque aplanan eficazmente la curva, son devastadoras para los sectores del turismo, la venta minorista, la restauración y el entretenimiento. En medio de la crisis del coronavirus, muchas actividades de ocio,

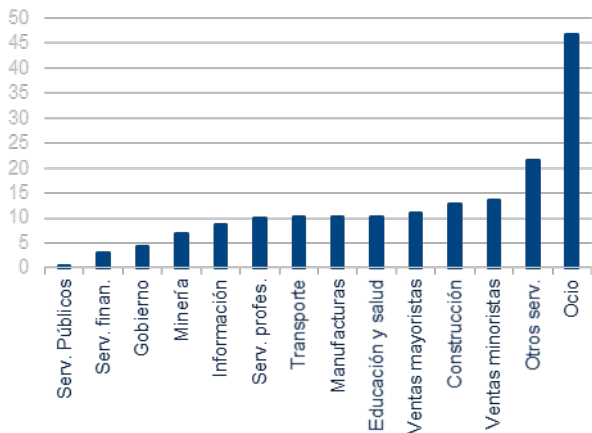
<sup>10</sup> <https://www.bls.gov/news.release/pdf/empsit.pdf>

como viajar, salir a cenar, ir al cine y asistir a eventos deportivos, se han convertido en riesgos para la salud e indeseables para el público.

Con el fin de medir cuantitativamente el efecto de la pandemia en diferentes sectores, calculamos el porcentaje de destrucción de empleos por sector para abril. Como podemos ver en la Gráfica 7.3, el sector del ocio y la hostelería se convirtió en la gran víctima de la pandemia: casi la mitad de los empleados de este sector perdieron sus empleos en un solo mes, fulminando la creación de puestos de trabajo lograda desde 1988.

Además, el sector minero es otra fuente de riesgo económico. La guerra de precios entre los principales productores de petróleo ahondó la pérdida derivada del exceso de oferta y la débil demanda. Aunque los datos sobre el empleo con respecto a abril no mostraron una disminución drástica de los puestos de trabajo en la minería, prevemos que los bajos precios del petróleo y el recorte de los gastos en bienes de capital tendrán un efecto negativo más duradero en este sector. Por lo tanto, a los estados con una alta concentración en el sector del petróleo y el gas puede que les vaya a costar más recuperarse, incluso después de que la pandemia haya terminado.

Gráfica 7.3 **Destrucción de empleo por sector (%)**



Fuente: BLS, Haver y BBVA Research

Tabla 7.1 **Índice de vulnerabilidad del COVID-19 (índice)**

Índice de vulnerabilidad del COVID-19 (1 - más vulnerable; 51 - menos vulnerable)		
Nivel		
1	NV	0,79
2	HI	0,51
3	AK	0,47
4	WY	0,46
5	OK	0,37
<hr/>		
47	VA	0,18
48	WI	0,18
49	CT	0,17
50	IA	0,16
51	DE	0,15

Fuente: BBVA Research

Las estructuras económicas desempeñarán un papel importante en la dinámica de los daños sufridos por las economías locales. Es probable que los estados con mayor presencia de sectores vulnerables sufran más durante la pandemia y tarden más en recuperarse. A partir de los últimos datos del empleo, generamos un Índice de vulnerabilidad del COVID-19 a nivel estatal que tienen en cuenta la participación de cada sector y su vulnerabilidad.

En la Tabla 7.1 se enumeran los estados más vulnerables y los menos según nuestro Índice de vulnerabilidad del COVID-19. Como podemos ver, la pandemia afectó más a las economías de Nevada y Hawái, ya que sus ingresos dependen en gran medida del sector del ocio y la hostelería. Además, Arkansas, Wyoming y Oklahoma —tres estados en los cuales un alto porcentaje de la producción depende del sector minero— también lo pasarán peor durante la pandemia: la demanda de petróleo es baja y se paralizan las inversiones más recientes.

El gobierno local también puede enfrentarse a problemas financieros debido a la pérdida de ingresos fiscales. Para equilibrar el presupuesto, los gobiernos estatales y locales se verán obligados a subir los impuestos y recortar los servicios públicos, a menos que reciban una ayuda sustancial del Gobierno federal. Durante las últimas décadas, el deterioro de la infraestructura pública y la insuficiente financiación de la educación —que procede de los ingresos fiscales estatales y locales— han sido problemas crónicos para la mayoría de las partes del país. Sin una intervención política masiva del Gobierno federal, los gobiernos estatales y locales tendrán que seguir la corriente, reduciendo la productividad y la producción económica a largo plazo.

Para evitar que se produzca un escenario en espiral descendente, el Gobierno federal debe dirigirse a los estados más vulnerables y proporcionar abundante financiación, de modo que puedan eludir importantes recortes de gastos durante esta difícil época y evitar así descensos en la productividad a largo plazo.

## Conclusión

Aunque los datos de marzo y abril marcan el inicio de una crisis económica, los datos que se publicarán con respecto a mayo y junio revelarán un panorama más amplio del efecto sobre las economías regionales. Los estados divergirán significativamente durante la fase de recuperación. Por un lado, los estados con más puestos de trabajo que permitan a las personas trabajar desde casa demostrarán una mayor resistencia. Por ejemplo, esperamos que California se recupere rápidamente una vez que termine la pandemia. Por otra parte, para aquellos estados en los que una parte significativa de los ingresos proceden de los sectores de la minería o la hostelería, les llevará mucho más tiempo salir de la recesión. Esto implica que el exceso de oferta de petróleo tiene que resolverse, y la gente necesita sentirse completamente segura para volver a viajar en avión.

Tal y como nos ha enseñado la Historia, la destrucción de empleo no se recuperará hasta que la recesión haya terminado. El ejemplo más reciente lo tenemos en la Gran Recesión. La economía alcanzó su punto mínimo en junio de 2009, pero la tasa de desempleo solo comenzó a disminuir después de octubre, es decir, cuatro meses más tarde. El mismo escenario se podría reproducir durante esta recesión, ya que los estados menos afectados pueden tardar de dos a seis meses en tener un crecimiento positivo del empleo. Sin embargo, para los estados con una presencia significativa de los sectores energético y de ocio, llevará mucho más tiempo.

## 8. La pandemia del COVID-19 en la región meridional (o «Sunbelt»)

### Introducción

Estados Unidos parece haber pasado el pico de la primera ola de la pandemia del COVID-19. Conforme los estados se encuentran inmersos en la creación y aplicación de sus estrategias para la reapertura de sus economías, se está considerando especialmente en qué punto se encuentra cada estado o región en su recuperación y cuál es su capacidad para combatir el COVID-19 según lo visto durante los últimos meses.

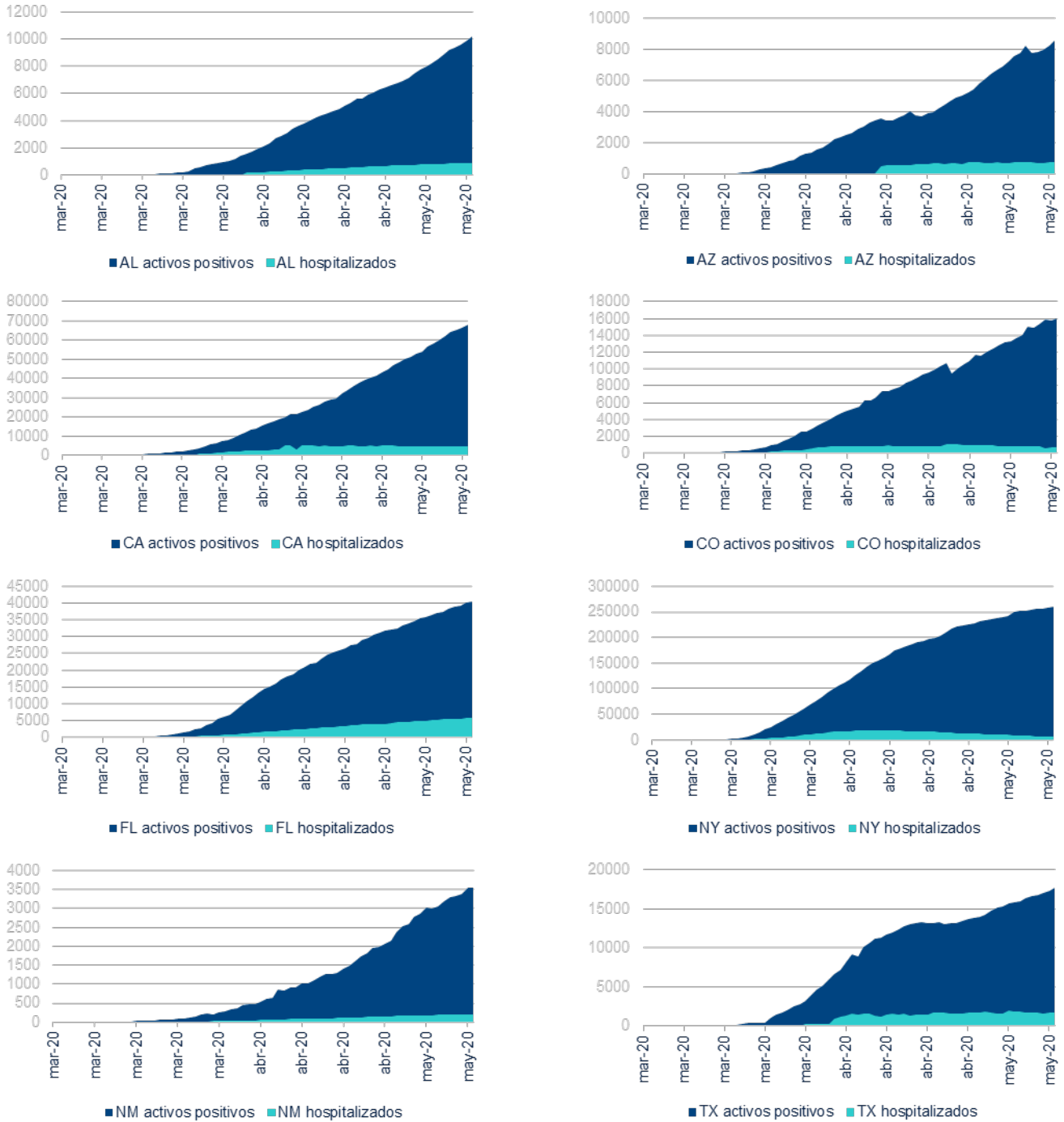
Desde un primer momento, la atención con respecto a la pandemia giró en torno a la costa oeste, ya que los primeros casos y las posteriores olas se originaron en el estado de Washington y en el norte de California. En unas pocas semanas, los ojos del país pasaron a focalizarse en la costa este, ya que los fracasos en las primeras medidas preventivas hicieron de la ciudad de Nueva York el epicentro global de la pandemia del COVID-19. La catástrofe de Nueva York hizo que el resto de EE. UU. quedara relegado en la conciencia colectiva. Sin embargo, en un sistema tan integrado a nivel transfronterizo a medida que el virus se propaga, la población no puede permitirse ignorar ninguna región que pueda convertirse en un nuevo epicentro dentro del período de incubación del virus.

Pasamos a centrarnos en los estados del sur, concretamente, en los estados de la región conocida como «Sunbelt», que se sitúan por debajo del paralelo 36. Consideramos los datos procedentes de esta región para crear una cuenta retrospectiva en torno a la respuesta del «Sunbelt» a la pandemia dada su infraestructura y su gobierno. Además, queremos evaluar cómo funcionaron estos factores en la lucha contra la enfermedad y sopesar los riesgos venideros.

### Estados

Según el CDC, entre el 1 de marzo y el 2 de mayo, la tasa de hospitalización acumulada a causa del COVID-19 en Estados Unidos fue del 50,3 por 100.000 habitantes. Entre los positivos confirmados con coronavirus, la tasa de hospitalizaciones varía ampliamente entre el 0,1% en niños/adolescentes de 5 a 17 años y el 17,2% de los adultos mayores de 85 años. Las hospitalizaciones por casos de COVID-19 fueron peores en los primeros días del brote. California alcanzó una tasa máxima de hospitalización del 22,8%, frente al 8,2% de las últimas dos semanas. La tasa de hospitalización de Florida se ha mantenido en torno al 14% durante la pandemia y Colorado ha logrado disminuir su tasa actual de hospitalización al 5,9% de todos sus casos activos. La Gráfica 8.1 muestra la evolución de los casos activos en comparación con las hospitalizaciones activas por COVID-19.

Gráfica 8.1 **Casos activos de COVID-19 y hospitalizaciones activas por COVID-19 a nivel estatal**



Fuente: BBVA Research

La probabilidad de que un individuo requiera hospitalización depende principalmente de su estado de salud. La variación en la tasa de hospitalización entre condados y estados en un momento dado podría describirse por diferencias en aspectos significativos, a saber, la profesión, el nivel de ingresos y su confluencia con la salud y el bienestar de una comunidad. Sin embargo, una disminución en la tasa de hospitalización a lo largo del tiempo parece estar más arraigada en el comportamiento o en factores no demográficos. Esta disminución puede representar una mayor precaución entre las personas con más riesgo de ser hospitalizadas por COVID-19, como las personas mayores y las personas con una patología subyacente. También es posible que la masa inicial de hospitalizaciones reflejara un mayor temor y falta de comprensión del virus. Otro factor puede ser político o burocrático. Antes de que las pruebas se extendan de forma más generalizada en EE. UU., algunos estados del «Sunbelt», como California y Texas, sometieron a pacientes sospechosos a una criba para confirmar si se les podía realizar las pruebas, entre cuyos criterios se incluía la hospitalización con síntomas similares a los de la gripe o el contacto probable con un caso confirmado.

La adquisición y distribución de las pruebas de COVID-19 es una medida preventiva y activa contra la propagación del virus, que varía enormemente según los estados y sus gobiernos. La Gráfica 8.2 presenta la publicación de los resultados de las pruebas de coronavirus por parte de los estados del «Sunbelt» y Nueva York, a modo de referencia, segmentados entre los resultados positivos y negativos.

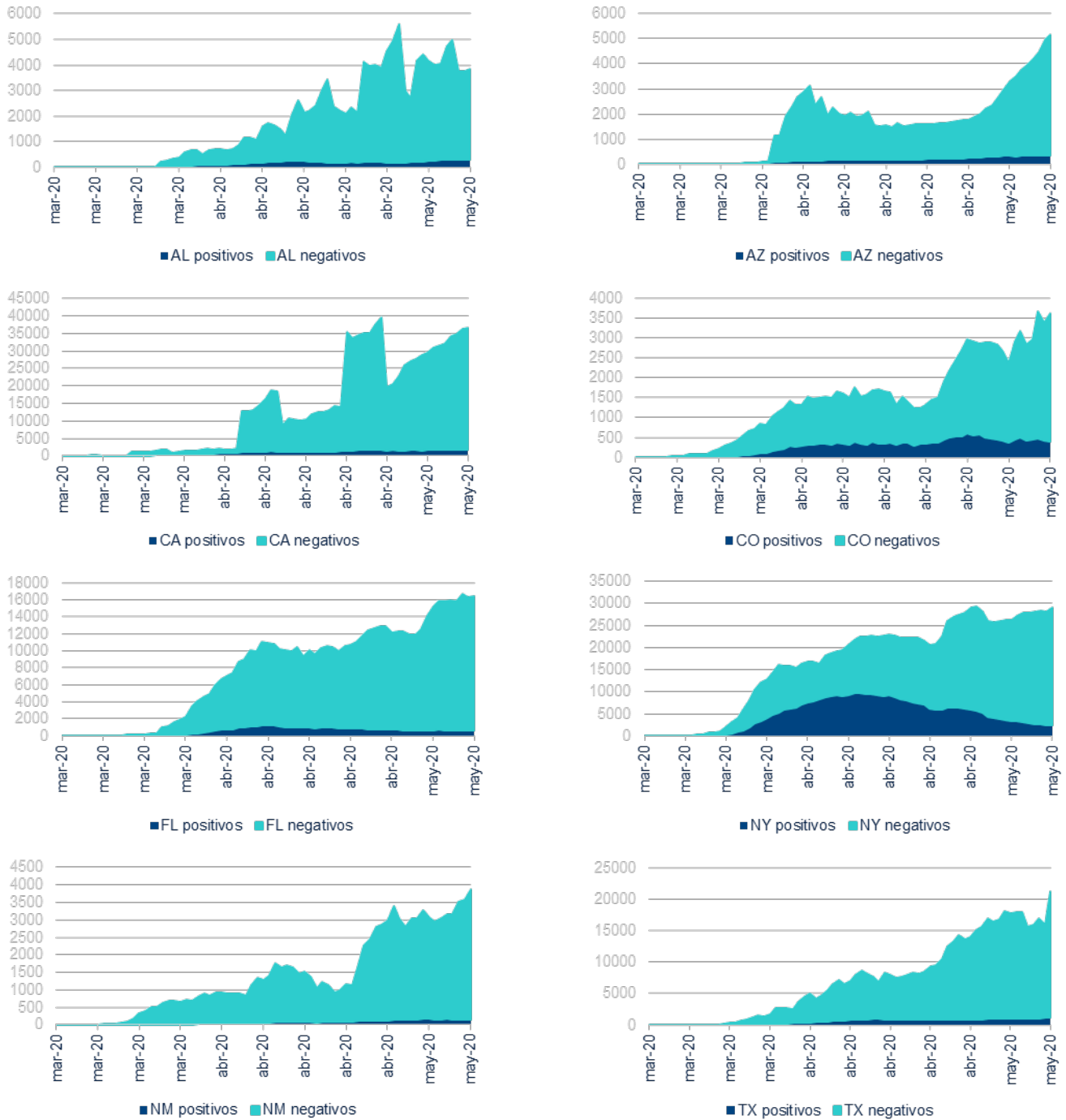
Todos los estados tuvieron dificultades para acceder a las pruebas desde el principio. California, aunque relativamente indemne posiblemente debido a sus tempranas órdenes de confinamiento, ha sido muy inconsistente en términos de pruebas. El estado sufrió graves retrasos en las pruebas dos veces durante la pandemia: una a finales de marzo y otra vez a mediados de abril. Ningún estado, además de Nueva York, se ha enfrentado a una elevada demanda de pruebas tan repentina como California. Sin embargo, Nueva York pudo procesar sus pruebas sin retrasos significativos.

Algunos estados como Arizona, cuya nueva curva de infecciones aún no ha descendido, se apresuran a aumentar las pruebas en previsión de la relajación de las restricciones económicas. Según la mayoría de indicadores, Arizona todavía está en el pico de su pandemia, pero comenzó a aliviar las restricciones económicas en la segunda semana de mayo. Hacia finales de abril, los dirigentes estatales anunciaron un importante aumento de las pruebas para reducir la brecha entre sus niveles actuales de pruebas y su objetivo de facilitar la reapertura de su economía.

Las estimaciones de los volúmenes de pruebas requeridos por una región para asegurar una reapertura económica segura son heterogéneas. El Global Health Institute de Harvard estima que es probable que una región esté procesando suficientes pruebas si logra una relación de pruebas totales/resultados positivos de diez a uno (10:1). El único estado del «Sunbelt» que actualmente no alcanza este umbral es Colorado con una relación de siete a uno (7:1). Arizona está justo por encima de él con una relación de once a uno (11:1). Lo ideal es poder aumentar las pruebas sin que aumenten demasiado los casos positivos adicionales, ya que esto supone una tasa de infección en la población inferior a la que implicarían las pruebas. Como se observa en la Gráfica 8.2, Arizona y Colorado fueron los únicos estados que experimentaron un aumento significativo en los resultados positivos de las pruebas junto con un aumento en el total de las mismas.

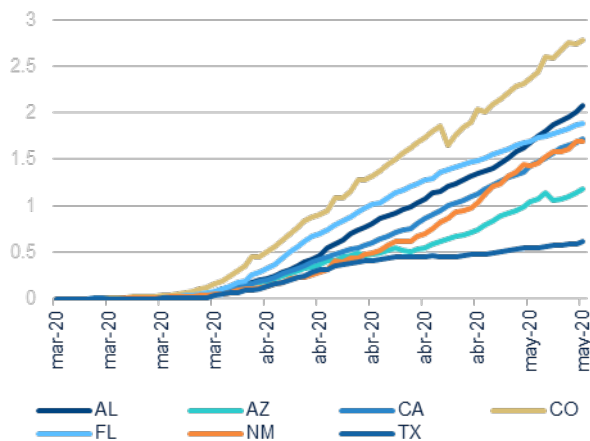
En este mismo estudio también se menciona que el objetivo de las pruebas de un estado depende de la gravedad de su brote. En abril, Deborah Birt, asesora de la Casa Blanca, declaró que las ciudades deberían administrar más de 30 pruebas por cada 1000 residentes diariamente para mantener la seguridad. Según esta medida, como se observa en la Gráfica 8.4, ninguno de los estados del «Sunbelt» (salvo Nuevo México) cumple con las normas de seguridad. La regla de diez a uno (10:1) pretende que se tome en cuenta la severidad del brote del estado. Por ejemplo, el umbral estimado para Nueva Orleans, una de las ciudades más afectadas del «Sunbelt», está más cerca de 45 por cada 1000 habitantes. Si bien las normas deben coordinarse a nivel municipal, los datos a nivel estatal sugieren que Arizona, Colorado y tal vez Texas están asumiendo un grave riesgo con la tasa de pruebas que mantienen actualmente.

Gráfica 8.2 **Resultados negativos de la prueba de coronavirus sobre resultados positivos por estado**



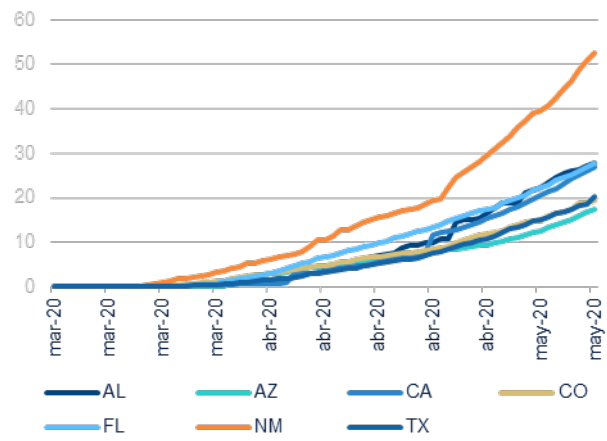
Fuente: BBVA Research

Gráfica 8.3 **Casos de COVID-19 activos por cada 1000 habitantes**



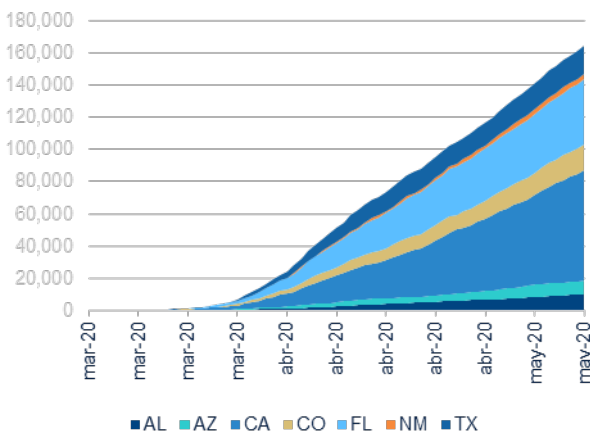
Fuente: BBVA Research

Gráfica 8.4 **Pruebas de coronavirus por cada 1000 habitantes**



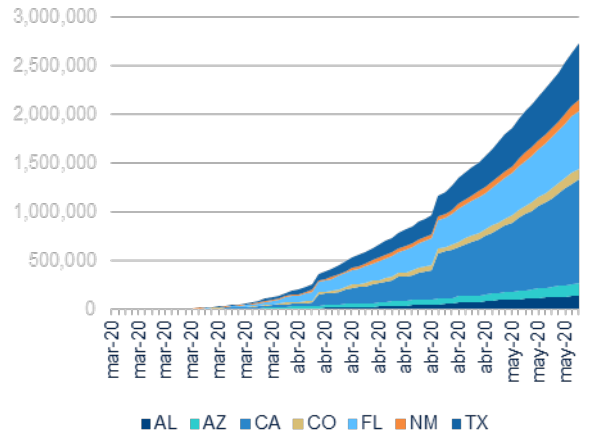
Fuente: BBVA Research

Gráfica 8.5 **Casos activos actuales de COVID-19 por estado**



Fuente: BBVA Research

Gráfica 8.6 **Pruebas acumuladas de coronavirus por estado**



Fuente: BBVA Research

## Áreas y condados metropolitanos

No fueron muchos los condados y ciudades del «Sunbelt» los que experimentaron el tipo de contagio visto en Nueva Inglaterra y la costa del Pacífico. Tal vez sea por la geografía del Sur, su infraestructura, su demografía, su respuesta política o alguna combinación de lo anterior. Los brotes del virus que desfilaron en ciudades como Atlanta o Nueva



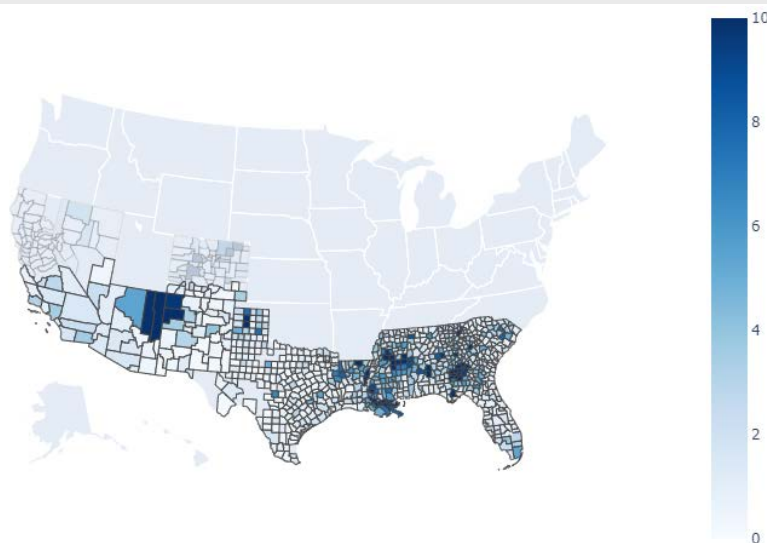
Orleans después del fin de semana de carnaval se mantuvieron cerca de su origen y no perdieron intensidad. Aunque no con la misma gravedad que en otras regiones, muchos de los estados del «Sunbelt» y sus ciudades se han visto debilitados por complicaciones exclusivas.

Las grandes ciudades en Alabama, California y Texas vieron picos repentinos de nuevos casos después de que la curva declinara. La mayoría de los estados del «Sunbelt» han comenzado a levantar las restricciones económicas. Georgia fue el primer estado que lo hizo a finales de abril antes de alcanzar los hitos recomendados por el CDC, como una disminución sostenida en los casos diarios durante dos semanas. Todavía es demasiado pronto para dilucidar el efecto que la relajación de las restricciones tendrá en la recuperación de cualquier ciudad antes de alcanzar las condiciones recomendadas.

Como se observa en la Gráfica 8.7, la mayoría de los condados rurales apenas registran un solo caso por cada 1000 habitantes. Las áreas metropolitanas más extensas que rodean Los Ángeles, Phoenix, Houston, Dallas, San Antonio y Austin se han visto relativamente poco afectadas en comparación con Nueva Orleans o ciudades cercanas a la frontera entre Alabama y Georgia, incluso al considerar regiones con un contagio implícito mayor. Además, parece poco probable que se transformen en epicentros y contribuyan a la propagación del brote a poblaciones colindantes.

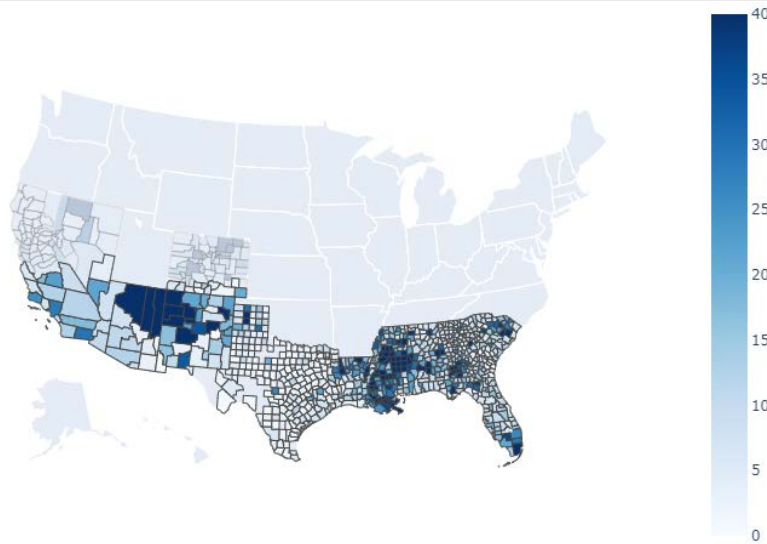
Los focos rurales del brote parecen ser una característica única del «Sunbelt». El norte de Misisipi, determinados condados en Alabama y la frontera entre Alabama y Georgia se vieron especialmente afectados en comparación con sus vecinos metropolitanos. La región más afectada del «Sunbelt» se encuentra entre la frontera de Arizona y Nuevo México. Estas son las naciones de los navajos y los hopis. Dada la falta de infraestructura en la región, no está claro si su recuperación irá a la zaga de la que experimenten las ciudades fuera de su frontera y, si es así, durante cuánto tiempo. Al estar ubicada cerca de Flagstaff y Albuquerque e integrada en sus economías, la incapacidad para controlar el brote aquí, o en cualquier área rural, hace que los residentes metropolitanos estén al alcance del virus.

Gráfica 8.7 **Casos confirmados por cada 1000 habitantes**



Fuente: BBVA Research

Gráfica 8.8 **Casos confirmados por cada 1000 personas y ajustados según relación de pruebas/pruebas positivas**



Fuente: BBVA Research

## Conclusión

La mayoría de las poblaciones de la región del «Sunbelt» apenas se han visto afectadas por la pandemia del COVID-19. Si bien los nuevos casos diarios han declinado tras la contención de Nueva York, una recuperación económica sostenida requiere que el resto del país siga su ejemplo. La primera ola de la pandemia de COVID-19 ha puesto de manifiesto que la combinación de la respuesta política y económica del «Sunbelt» con los sistemas existentes fue capaz de prevenir una crisis de la misma magnitud que se está viendo en otros lugares.

Las medidas de distanciamiento social como acción preventiva sirvieron para contener el virus en la costa del Pacífico y en todo el «Sunbelt». A medida que estos estados comiencen a reabrir sus economías, estaremos atentos a la diferencia que marcará una gran infraestructura de pruebas en la aplicación de políticas y recuperaciones municipales. Estos programas de pruebas permitirán a los especialistas diseñar de forma más efectiva estrategias de reapertura y adaptar sus recomendaciones para evitar el resurgimiento del virus. Tal vez, estos datos también puedan servir para describir los factores de riesgo de una región o los focos objetivo de la pandemia. Además, las pruebas y los análisis posteriores de los últimos meses probablemente ofrezcan una respuesta a las futuras olas de COVID-19. De este modo, en la próxima ola prevista para septiembre de 2020, se podrá planificar una desviación más optimizada del trabajo y los recursos, en lugar de implantar órdenes de confinamiento.

## 9. Previsiones

**Cuadro 9.1 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	-4.4	3.4	2.4	2.1
PIB real (contribución, pp)											
Consumo privado (PCE)	1.0	2.0	2.5	1.9	1.8	2.1	1.8	-4.3	3.1	1.7	1.6
Inversión fija bruta	1.1	1.0	0.9	-0.2	0.8	0.9	0.3	-1.8	-0.2	0.7	0.7
No residencial	0.5	1.0	0.3	0.1	0.6	0.9	0.3	-1.2	-0.4	0.7	0.6
Residencial	0.3	0.1	0.3	0.2	0.1	0.0	0.0	0.0	-0.1	0.0	0.1
Exportaciones	0.5	0.6	0.1	0.0	0.5	0.4	0.0	-1.0	-0.2	0.5	0.5
Importaciones	-0.3	-0.8	-0.9	-0.4	-0.8	-0.8	-0.2	2.2	-0.1	-1.0	-0.9
Gobierno	-0.5	-0.2	0.3	0.3	0.1	0.3	0.4	0.6	0.8	0.4	0.2
Tasa de desempleo (% , promedio)	7.4	6.2	5.3	4.9	4.3	3.9	3.7	8.1	5.9	5.0	4.3
Nómina no agrícola promedio (miles)	192	250	227	195	176	193	178	-706	154	138	107
Precios al consumidor (% a/a)	1.5	1.6	0.1	1.3	2.1	2.4	1.8	-0.1	0.8	2.1	1.9
Subyacente al consumidor (% a/a)	1.8	1.8	1.8	2.2	1.8	2.1	2.2	1.4	0.3	1.3	1.6
Balance fiscal (% PIB)	-4.1	-2.8	-2.4	-3.2	-3.4	-3.8	-4.6	-16.2	-7.9	-4.5	-4.1
Cuenta corriente (bdp, % PIB)	-2.1	-2.1	-2.2	-2.3	-2.3	-2.4	-2.3	-1.9	-2.0	-2.2	-2.4
Tasa objetivo Fed (% , fdp)	0.25	0.25	0.50	0.75	1.50	2.50	1.75	0.25	0.25	0.25	0.75
Índice precios viv. Core Logic (% a/a)	9.7	6.7	5.2	5.4	5.8	5.7	3.6	-0.4	0.4	4.0	4.5
Valores tesoro 10 años (rend. % , fdp)	2.90	2.21	2.24	2.49	2.40	2.83	1.86	0.59	1.18	1.41	1.89
Precio del WTI (dps, promedio)	97.9	93.3	48.7	43.2	50.9	65.0	57.0	35.2	47.0	54.2	57.4

(p): Previsión.

Fuente: BBVA Research

**Cuadro 9.2 CRECIMIENTO DEL PIB REAL POR ESTADOS EN EEUU, %**

	2015	2016	2017	2018	2019	2020 (p)	2021 (p)	2022 (p)	2023 (p)
Alabama	1.3	0.7	1.2	2.8	2.3	-4.2	2.6	1.8	1.5
Alaska	1.0	-2.0	0.0	0.7	2.5	-6.1	-0.7	1.1	1.2
Arizona	2.4	3.2	3.5	4.1	3.1	-4.3	3.0	2.6	3.3
Arkansas	0.8	0.6	0.7	1.7	1.8	-5.1	2.0	1.9	1.3
California	5.0	3.0	4.4	4.3	2.6	-4.4	3.7	3.7	3.3
Carolina del Norte	3.2	1.2	2.1	2.4	2.3	-4.0	2.9	2.8	2.4
Carolina del Sur	3.5	2.9	3.3	2.6	3.0	-3.8	2.7	2.5	2.1
Colorado	4.6	2.4	4.0	3.5	3.5	-3.4	3.3	3.0	3.0
Connecticut	2.2	0.0	0.4	0.5	1.6	-2.5	1.5	1.2	1.2
Dakota del Norte	-2.9	-7.0	0.0	3.6	2.3	-4.9	-2.1	1.7	1.6
Dakota del Sur	2.9	0.5	-0.1	1.9	0.7	-3.9	1.6	1.6	2.5
Delaware	3.7	-4.2	-0.6	0.0	0.8	-0.7	-0.5	1.3	1.7
Florida	4.2	3.3	3.4	3.2	2.8	-4.9	2.9	2.7	2.5
Georgia	3.4	3.5	3.7	2.4	2.0	-3.2	2.8	3.2	2.9
Hawaii	3.6	2.2	2.3	2.4	1.0	-1.5	2.1	1.9	1.8
Idaho	2.8	3.9	3.5	4.0	2.8	-5.3	2.1	3.5	3.2
Illinois	1.3	0.4	0.9	2.1	1.6	-4.8	2.3	1.5	1.3
Indiana	-0.7	1.6	1.9	2.0	0.8	-7.5	2.7	1.9	1.2
Iowa	2.6	-0.3	-0.3	2.2	0.9	-4.8	3.2	2.4	2.0
Kansas	1.9	2.6	1.0	2.1	0.9	-6.1	1.5	1.7	1.3
Kentucky	0.7	0.7	1.1	1.4	1.1	-5.5	2.1	1.3	1.1
Louisiana	-0.5	-1.8	1.4	2.6	1.3	-3.3	1.7	0.9	0.4
Maine	0.7	2.2	2.2	2.2	1.9	-2.5	1.3	1.3	1.2
Maryland	1.9	3.4	0.9	2.5	1.5	-1.3	2.5	2.1	2.1
Massachusetts	3.8	1.7	2.5	3.1	2.5	-3.2	2.0	2.3	2.3
Michigan	2.5	2.2	1.5	2.5	0.7	-6.7	3.1	1.8	1.1
Minnesota	1.2	1.9	1.9	2.6	1.4	-6.0	2.1	2.2	1.9
Mississippi	0.1	0.4	0.9	1.3	1.3	-3.8	-0.1	1.6	1.4
Missouri	1.3	-0.4	1.0	2.4	2.1	-3.1	0.9	1.5	1.3
Montana	3.9	-1.4	1.7	2.6	2.1	-0.7	1.8	2.7	2.3
Nebraska	2.9	0.4	2.1	0.9	0.6	-0.7	3.0	2.0	2.0
Nevada	4.2	2.9	3.2	4.2	2.9	-4.9	1.3	3.4	3.4
Nueva Hampshire	2.8	1.8	1.8	2.3	2.7	-2.9	3.0	2.2	2.1
Nueva Jersey	1.8	0.9	0.7	2.2	1.5	-3.8	1.7	1.6	1.2
Nueva York	1.7	1.3	2.1	1.2	1.8	-2.4	5.2	1.4	1.7
Nuevo Mexico	2.2	0.1	0.1	2.5	3.7	-7.2	2.5	1.7	1.8
Ohio	1.5	0.8	1.6	1.9	1.7	-3.7	1.7	2.0	1.5
Oklahoma	4.3	-3.0	0.8	2.6	2.4	-1.3	0.4	3.4	2.7
Oregon	5.6	4.7	3.8	3.8	2.7	-5.0	0.7	2.6	2.7
Pennsylvania	2.2	1.3	0.6	2.6	2.3	-3.2	1.8	1.7	1.4
Rhode Island	1.8	0.0	-0.2	1.2	2.7	0.0	2.7	1.8	1.6
Tennessee	3.4	2.1	1.9	3.1	2.2	-4.0	1.7	2.3	2.1
Texas	4.8	0.2	2.9	4.0	4.4	-5.6	3.8	4.1	3.7
Utah	4.1	4.0	3.9	3.7	3.8	0.5	3.6	4.1	4.1
Vermont	1.3	1.6	0.1	1.2	2.5	-3.9	2.1	1.5	1.5
Virginia	2.0	0.4	1.8	2.6	1.9	-1.8	2.0	2.1	2.2
Virginia Occidental	-0.2	-1.2	1.5	2.3	1.0	-4.3	0.9	0.8	0.7
Washington	4.4	3.5	5.2	5.8	3.8	-3.9	2.7	2.9	2.7
Wisconsin	1.8	1.2	1.3	2.4	1.4	-4.4	2.7	2.1	1.5
Wyoming	2.6	-4.2	-0.1	0.1	3.3	0.0	-7.0	1.9	1.8

(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

Adrián Casillas  
adrian.casillas@bbva.com

Kan Chen  
kan.chen@bbva.com

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

Marcial Nava  
marcial.nava@bbva.com

### INTERESADOS DIRIGIRSE A:

BBVA Research USA: 2200 Post Oak Blvd. Houston, TX 77025 Estados Unidos  
bbvaresearch@bbva.com - www.bbvaresearch.com

