

Situación Estados Unidos

Tercer trimestre 2020



Índice

1. Editorial	3
2. Recuperación de EE. UU.: por hache o por «V»	6
3. La Fed baraja su próximo paso	16
4. El retorno de los objetivos de la curva de rendimiento	21
5. Análisis del efecto de la ayuda económica de la Ley CARES en la recuperación de la crisis del COVID-19	26
6. El hidrógeno: una pieza esencial del rompecabezas de la energía limpia	33
7. Condiciones crediticias, desapalancamiento y préstamos bancarios tras la crisis del COVID-19	40
8. Previsiones.....	48

Fecha de cierre: 12 de agosto de 2020
Traducción del original en inglés

1. Editorial

Los EE. UU. se encuentran inmersos en uno de los escenarios más hostiles de la historia moderna. De hecho, los próximos dos años serán cruciales para determinar el destino del país en los años venideros. En primer lugar, la pandemia de COVID-19 expuso importantes fracturas que estaban parcialmente ocultas por la mayor expansión económica de nuestra historia. En segundo lugar, la crisis sanitaria obligó a adoptar medidas draconianas que provocaron una destrucción masiva de puestos de trabajo y la peor recesión desde la Segunda Guerra Mundial.

Aunque desconocemos cuál será la magnitud y la duración de estos efectos, no es probable ni deseable que volvamos a la situación previa a la pandemia o a la «normalidad», como algunos lo llaman. Muy al contrario, esta es una oportunidad para identificar las fracturas y brindar soluciones que mejoren el bienestar de la ciudadanía más allá de la situación que se vivía antes de la pandemia.

A pesar de albergar tan solo al 4,3% de la población mundial, en EE. UU. se concentran alrededor del 25% de los casos y fallecimientos por COVID-19 de todo el mundo. Por ello, es inaceptable que el país con mayor riqueza del mundo, con ingentes recursos y con avances biomédicos y científicos sin parangón, no disponga de pruebas suficientes y no pueda proteger a sus ciudadanos. La negligente respuesta del Gobierno ha sido recibida con desconcierto por los expertos que llevan años advirtiendo a los legisladores acerca de las posibles consecuencias de que una pandemia arribara a nuestras costas. Según un estudio de la Universidad de Columbia, podrían haber fallecido 35.000 personas menos de las registradas hasta el 3 de mayo si las medidas de control se hubieran aplicado una semana antes. Esta cifra sería de 58.000 fallecimientos menos si las intervenciones se hubieran producido dos semanas antes.

Los errores burocráticos del CDC y la FDA, los mensajes contradictorios de los dirigentes electos; la falta de toma en consideración de los informes de los servicios de inteligencia, las afirmaciones científicas y los expertos; la falta de equipos médicos; los años de financiación insuficiente de los organismos de salud pública; la expansión de la desinformación, y las instituciones médicas privadas con incentivos discordantes generaron la tormenta perfecta. Lamentablemente, el número de fallecidos irá en aumento. Según el Instituto para la Métrica y Evaluación de la Salud, el número de fallecimientos totales podría situarse entre los 205.000 y los 524.000 antes del 1 de diciembre, por lo que el COVID-19 se catalogaría como la tercera causa de muerte en 2020, detrás de las enfermedades cardíacas y el cáncer.

La pandemia sacó a la luz el arraigo y la gravedad del racismo sistémico y de la injusticia social. Las personas de color tienen más probabilidades de contagiarse y fallecer de COVID-19. Las infraviviendas, la deficiente infraestructura sanitaria, la desnutrición, la contaminación, la mala calidad educativa y la falta de acceso a una atención sanitaria asequible y de alta calidad son solo algunos de los problemas. Sin baja por enfermedad remunerada, sin ahorros suficientes y sin una red de apoyo adecuada, millones de trabajadores con bajos ingresos de sectores esenciales, como la producción de alimentos o las tiendas de comestibles, tuvieron que desplazarse a sus lugares de trabajo y exponerse a sí mismos, a sus familias y a sus compañeros de trabajo al mortal virus.

Entre los millones de personas que han perdido su trabajo, la gran mayoría son jóvenes, trabajadores menos cualificados, mujeres y personas pertenecientes a minorías que trabajan en los sectores de servicios más vapuleados, como el de alojamiento y restauración, el comercio minorista y el cuidado personal. Según la Reserva Federal, a

finales de abril, el 37% de los trabajadores en el quintil más bajo de la distribución salarial había perdido su empleo, una situación que tan solo vivió el 10% de los adscritos al quintil más elevado. A mediados de mayo, la destrucción de puestos de trabajo ascendió al 30% y al 5% en estos quintiles, respectivamente. Mientras tanto, una gran parte de los trabajadores carecía de cobertura médica o la perdió tras su despido. Según la Kaiser Family Foundation, la tasa de población joven y adulta sin seguro es del 22% entre la población nativa americana y nativa de Alaska, del 19% entre la población hispana, del 11% entre la población negra y del 8% entre la población blanca. Por lo tanto, las minorías representan el 60% del total de personas sin seguro.

Desafortunadamente, las consecuencias económicas de la pandemia agravarán la pobreza y la desigualdad de ingresos. Esto último también se ha visto acrecentado por la globalización, la automatización y el cambio tecnológico. De conformidad con la doctrina económica imperante, la desigualdad contribuye al crecimiento, ya que incentiva a las personas para que trabajen, inviertan y ahorren más, y para que asuman riesgos. Esto se traduce en una mayor inversión y acumulación de capital, puesto que las personas adineradas tienden a consumir menos. Sin embargo, existen estudios empíricos que demuestran que la desigualdad da pie a políticas redistributivas y distorsionadoras, reduce la inversión en capital humano y aumenta el descontento social. Esto, a su vez, conduce a una reducción de la inversión y del crecimiento económico.

La combinación de desigualdad y un crecimiento económico escaso limita la movilidad económica, lo que podría iniciar un círculo vicioso de polarización, inestabilidad social y populismo. El Equipo de Opportunity Insights considera que solo el 25% de los niños cuyos padres se encuentran en el quintil de ingresos más bajos ganará más que sus progenitores en su vida adulta, mientras que esta probabilidad ronda el 70% en el caso de los niños con padres situados en el quintil de ingresos más altos.

No es de extrañar que el enfado y la frustración ante la destrucción masiva de puestos de trabajo, la persistencia de la pandemia y el uso opresivo de la fuerza, unido al racismo y la segregación estructurales, desencadenaran una oleada de protestas en defensa de la justicia social, la reforma de los cuerpos policiales y el fin de la discriminación. Los impuestos, las políticas redistributivas, una subida del salario mínimo y de la renta básica podrían disminuir la desigualdad y fomentar el crecimiento, siempre y cuando su concepción y aplicación sean adecuados y eficaces, y no respondan a intereses ideológicos. Sin embargo, se conseguiría mucho más con tan solo reducir los prejuicios y la discriminación raciales en el sistema de justicia penal, así como con el fomento de la igualdad de oportunidades, el acceso a una vivienda asequible, la acumulación de patrimonio y el acceso a una educación de calidad.

La pandemia también destacó la importancia del multilateralismo y de la cooperación a nivel mundial. Aunque las acciones unilaterales, como el cierre de fronteras o la restricción de los flujos comerciales, pueden resultar efectivas durante unos cuantos días a lo sumo y principalmente en países pequeños, perjudican el crecimiento al restringir el flujo de soporte técnico y alterar la actividad empresarial. Por ahora, casi todos los países han adoptado un enfoque introspectivo para combatir la pandemia. Sin embargo, en última instancia, se necesitará la cooperación internacional para distribuir las vacunas y los equipos médicos.

Los países también necesitan reforzar la cooperación, ya que se producirá otra crisis sanitaria casi con toda probabilidad. El SARS, el MERS, el H1N1, el ébola y el COVID-19 deberían servir como ejemplos para mejorar la preparación y la colaboración global. La misma lógica se aplica a otros peligros mundiales, como el cambio climático, la proliferación nuclear y el autoritarismo. Según Freedom House, su Índice de Libertad global cayó en 2019 por decimocuarto año consecutivo. En el marco de la pandemia, los líderes autoritarios han aprovechado el miedo y el desencanto con las instituciones para avanzar en sus respectivos programas políticos. A pesar del cambio en la

política exterior estadounidense en los últimos años, los poderes más y menos coercitivos (también denominados «poder duro» y «poder blando», respectivamente) se mantienen firmes y muchos países esperan que EE. UU. adopte un liderazgo mundial.

Los políticos, las empresas y la sociedad civil deben demostrar que están a la altura de las circunstancias y adoptar las decisiones correctas para lidiar con los peligros de un sistema sanitario en colapso, el racismo estructural, la desigualdad y las amenazas globales. Aunque sea más fácil decirlo que hacerlo y no existan garantías de que nada de esto vaya a suceder, aún queda un resquicio de esperanza si tenemos en cuenta que el país ha superado enormes obstáculos de calado internacional y nacional, como la Gran Depresión, los conflictos civiles de la década de 1960, el nazismo y la Guerra Fría.

2. Recuperación de EE. UU.: por hache o por «V»

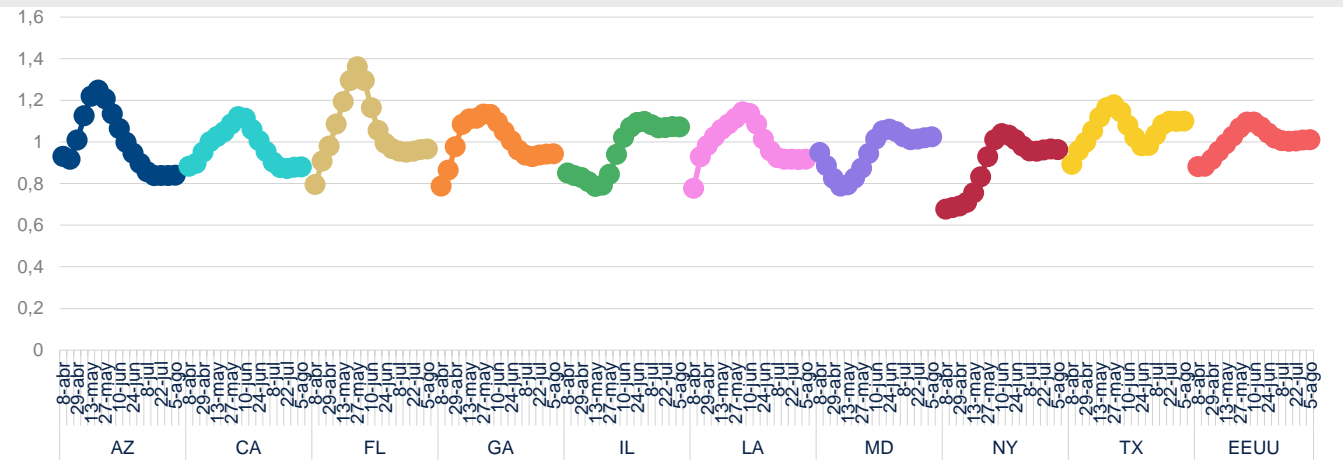
A la luz de la evolución del COVID-19 en el 3T20, mantenemos nuestro escenario base acerca de que el PIB en 2020 se contraerá un 5,1% y, en 2021, registrará un aumento de 3,5%. El 1S20 ha evolucionado en gran parte según nuestra perspectiva pospandémica, ya que previmos una contracción del PIB en términos anualizados del 5%, y del 32% en el primer y segundo trimestres, respectivamente. Además, contemplamos un aumento considerable en el número de casos como consecuencia del levantamiento de las medidas de distanciamiento social. No obstante, actualmente esperamos que se promulgue más apoyo fiscal, que probablemente esté en un término medio entre la Ley HEROES de los demócratas —que aportaría una financiación adicional de 3 billones de USD— y las propuestas del Partido Republicano, según las cuales contribuirían con una financiación de cerca de 1 billón de USD. Hasta que se desarrolle y se distribuya una vacuna eficaz, el alcance, la eficacia y el momento en que se promulguen estas políticas podrían determinar si la recuperación será en forma de «V» o si nos adentraremos en una recuperación en forma de «J invertida» o en forma de «W».

La contención del COVID-19: un factor clave que moldeará la forma de la recuperación

Como señalamos en nuestro informe anterior, el aumento de las interacciones sociales y la reducción de la distancia social incrementan la probabilidad de que se acelere la tasa de contagios dada la relación funcional del virus, que crece exponencialmente con respecto al número de contagios. Además, en algunas partes del país, la relajación de las medidas se produjo con un nivel elevado de casos y unas vagas directrices acerca del uso de equipos de protección individual, lo que se tradujo en un rápido aumento de casos en los estados del «Sunbelt» y en otras regiones.

El aspecto positivo es que, pese al aumento significativo del número de casos de COVID-19, el índice de fallecimientos con respecto al número de casos y al número de ingresos hospitalarios se encuentra muy por debajo de los niveles alcanzados en marzo. Esta evolución positiva puede deberse a las mejoras realizadas en el tratamiento y la terapia para combatir la enfermedad, a un mayor conocimiento del riesgo relativo derivado de padecer complicaciones graves en función de la edad y del estado de salud subyacente de los pacientes, y a un mayor distanciamiento social de la población más vulnerable.

Gráfica 2.1 **NÚMERO DE REPRODUCCIÓN EFECTIVA**



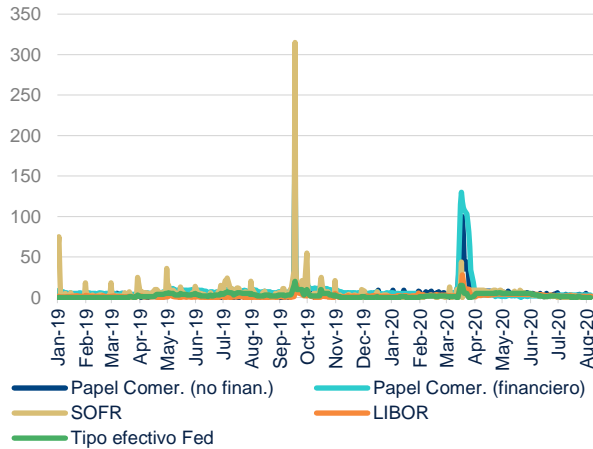
Fuente: BBVA Research, CDC, ECDC y JHU.

No obstante, aún existe una preocupación más que fundada en torno a una segunda ola, debido a la estacionalidad subyacente presente en la mayoría de los coronavirus y al hecho de que los casos existentes y los nuevos contagios siguen siendo elevados. En EE. UU. se diagnostican alrededor de 50.000 casos nuevos al día. Aunque los datos muestran un descenso de contagios en estados como California, Florida y Texas, los nuevos casos ascienden a 7.700 en los dos primeros estados y a 8.600 en el último. De media, se detectan 7 veces más casos nuevos que en Alemania, 185 veces más que en Corea del Sur y 350 veces más que en China. Las tasas de positivos en estados como Texas y Florida también son de dos dígitos, lo que sugiere que el virus no está contenido y que debería esperarse un aumento constante de los casos. Además, varios estados con menos densidad de población aún registran una cantidad de casos nuevos cercana a los niveles máximos.

Condiciones financieras

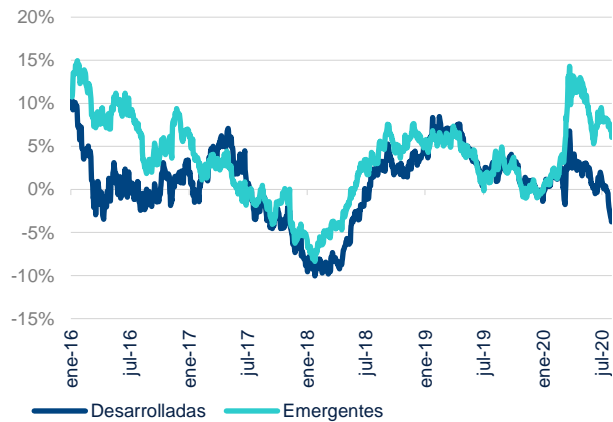
Después de la intervención masiva de la Reserva Federal (Fed) en el mercado financiero en el mes de marzo y de las medidas posteriores de respaldo para garantizar el funcionamiento de los principales mercados de crédito a través de sus líneas de crédito, las tensiones financieras se han desvanecido. La volatilidad del mercado, según la medición del VIX, ha disminuido significativamente con el repunte de los precios de la renta variable. El aumento de los flujos de entrada en los fondos del mercado monetario principales —los cuales registraron importantes flujos de salida durante la crisis— también sugiere que la propensión al riesgo se ha avivado gracias a una menor incertidumbre y, en consecuencia, los diferenciales de los bonos corporativos han vuelto a sus niveles medios históricos. Asimismo, los tipos del mercado monetario a corto plazo se han alineado con los índices de referencia, mientras que la operativa interbancaria se normalizó con el respaldo de la Fed, los ajustes a las reservas y los requisitos de capital. Los tipos de interés a largo plazo también se han mantenido estables a pesar de las ligeras disminuciones en la prima a plazo.

Gráfica 2.2 **DIVERGENCIA DEL TIPO DE INTERÉS (P.B. DE LOS FONDOS DE LA FED)**



Fuente: BBVA Research, Haver Analytics y Baker et al.

Gráfica 2.3 **TIPO DE CAMBIO NOMINAL PONDERADO CON RESPECTO AL COMERCIO**



Fuente: BBVA Research y Haver Analytics.

No obstante, el USD ha registrado una depreciación bastante significativa. Parte de la debilidad inicial es el reflejo de una desaceleración de la demanda global de dólares estadounidenses después de que las medidas de la Fed para aumentar la disponibilidad de financiación en dólares, a través de los swaps de liquidez del banco central y del mecanismo de repos extranjeros de la FIMA, aplacaran la lucha inicial por garantizar la liquidez del dólar. Numerosas divisas de mercados emergentes que avanzaron exponencialmente, como el peso mexicano, la rupia india, el won coreano o el rand sudafricano, se apreciaron frente al USD tras la estabilización de los mercados de financiación en dólares. Asimismo, estos países experimentaron una mejora en sus perspectivas epidemiológicas y económicas. Sin embargo, el constante viraje bajista del USD iniciado en julio parece reflejar un deterioro en la confianza debido al fracaso en la contención del COVID-19 respecto a otras divisas principales. De hecho, la depreciación ponderada con respecto al comercio frente las economías avanzadas —en concreto, las del euro, la libra y el franco suizo— apunta a una mejora relativa de las expectativas en torno a la recuperación europea tras la ratificación de la UE del respaldo a la política fiscal mejorada.

A pesar de los grandes errores en las políticas o del resurgimiento del virus en el 2S20 que desencadenará confinamientos de obligado cumplimiento, prevemos que las tensiones financieras continuarán atenuadas.

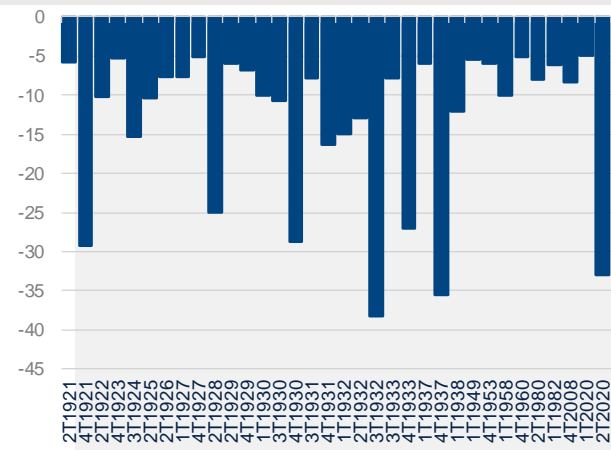
El PIB en el 2T20: la mayor contracción desde la Gran Depresión

Como resultado de los confinamientos generalizados, el mayor distanciamiento social y la incertidumbre económica sin precedentes, el crecimiento del PIB en el 2T20 cayó un 33% en términos anualizados. Esta podría suponer la disminución más abrupta del crecimiento intertrimestral desde 1937, justo después de la Gran Depresión. Desde el 4T19, se han perdido 2 billones de USD de producción económica.

Las idiosincrasias de la pandemia de COVID-19 se han traducido en resultados inusuales en comparación con los ciclos comerciales convencionales. Por ejemplo, las recesiones anteriores, por lo general, han sido propiciadas por la inversión. Esto no es así con la crisis del COVID-19, que ha provocado una caída del 34,6% en el consumo durante el

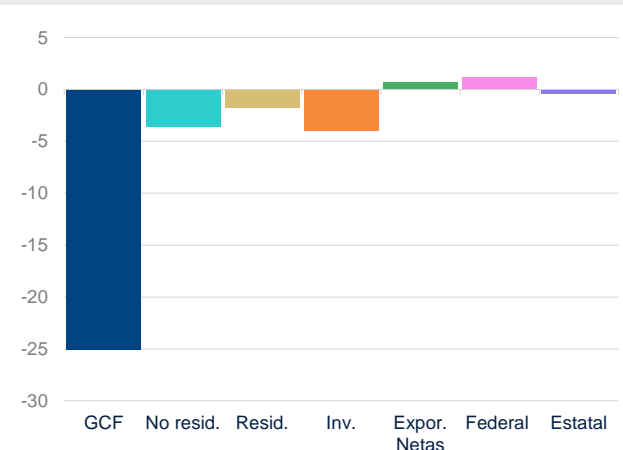
segundo trimestre. Asimismo, la mayor parte de este descenso se debe a una disminución del consumo de servicios, algo que jamás ha ocurrido antes. De hecho, desde 1947, las mayores caídas en el consumo de servicios fueron del 2,5% en el 2T80, y del 3% en el 4T53, en términos anualizados. Por el contrario, un cambio en el comportamiento de los consumidores a raíz de la pandemia y un impulso procedente de importantes transferencias fiscales llevaron a un aumento del consumo de vehículos de motor y de equipos recreativos.

Gráfica 2.4 **TRIMESTRES DE CRECIMIENTO NEGATIVO, % T/T ANUALIZADO**



* Área sombreada = PNB trimestral
Fuente: BBVA Research.

Gráfica 2.5 **CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO DEL 2T20 (P.P., 2T20)**



Fuente: BBVA Research, BEA y Haver Analytics.

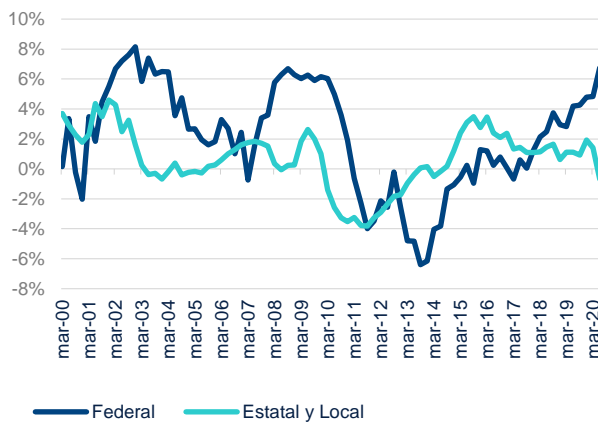
A pesar de algunos bastiones en los servicios domésticos y los servicios financieros, el sector servicios se desplomó hasta su nivel más bajo en cuatro años. Los servicios de asistencia sanitaria experimentaron un descenso histórico por segundo trimestre consecutivo, los servicios de transporte cayeron un 83,9% y los servicios recreativos —que incluyen conciertos, parques, centros deportivos, teatros y museos— disminuyeron un 93,5%, lo que supone su nivel más bajo desde 2002. Por su parte, los servicios de restauración y alojamiento se contrajeron más de un 80%.

Aunque la crisis actual es a todas luces una recesión desencadenada por el consumo, la inversión privada real también ha resultado gravemente afectada por la gran incertidumbre y la naturaleza sin precedentes de la pandemia, además de los problemas asociados con la redistribución del capital en los sectores que se revelarán como los más productivos en el mundo que resulte tras la pandemia. El sector minero también se ha visto perjudicado tanto por la caída de la demanda, derivada de la menor actividad en los transportes y los viajes, como por la incertidumbre que rodea a la oferta a consecuencia de la política suicida dominante entre los principales productores de petróleo del mundo.

Otro sector que ha sufrido las consecuencias de los confinamientos ha sido el de la inversión residencial, aunque la caída de la inversión no alcanzó ni mucho menos la envergadura del desplome inmobiliario de los años 2006 a 2008. No obstante, el aumento del teletrabajo y una mayor demanda de servicios virtuales y de videoconferencias, así como de compras y entregas sin contacto, espoleó considerablemente la inversión en equipos de información y procesamiento.

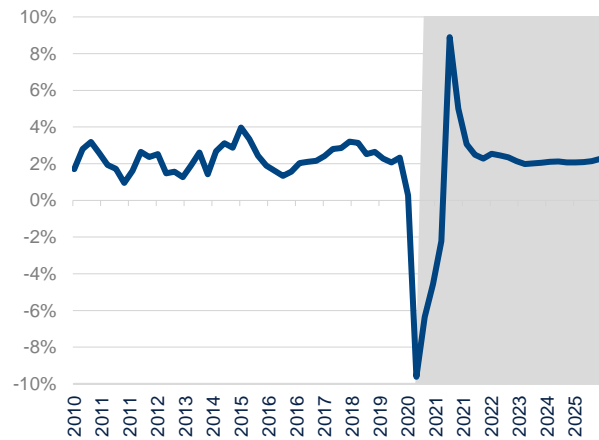
Los significativos problemas imperantes también colapsaron el comercio: los flujos comerciales totales cayeron 1,1 billones de USD durante el trimestre en términos anualizados, lo que representa casi el 7% del PIB. Cuatro rondas de estímulo fiscal también contribuyeron a elevar el gasto federal no destinado al sector de la defensa, lo que sumó 1 p.p. al crecimiento.

Gráfica 2.6 **INVERSIÓN Y CONSUMO A NIVEL LOCAL, ESTATAL Y FEDERAL (% A/A)**



Fuente: BBVA Research, BEA y Haver Analytics.

Gráfica 2.7 **PIB REAL (% A/A)**



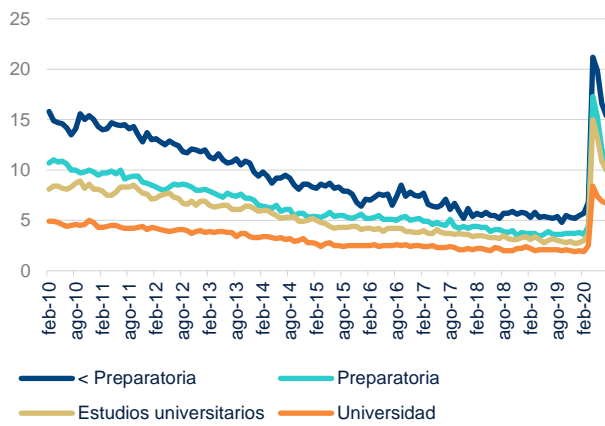
Fuente: BBVA Research, BEA y Haver Analytics.

En general, cabe esperar que en 2020 el consumo y la inversión caigan un 5,6% y un 6,7%, respectivamente, y que los flujos comerciales se reduzcan un 29%. Asimismo, consideramos que el estímulo federal podría aumentar, lo que seguiría fomentando el crecimiento. Sin embargo, la inestabilidad en las finanzas a nivel local y estatal contrarrestarán el estímulo a nivel federal, lo que implica un crecimiento total del gasto público de alrededor del 1,1%, un nivel inferior al crecimiento del gasto público en 2019. Como resultado, nuestro escenario central contempla un crecimiento del -5,1% en 2020 y del 3,5% en 2021.

Persistencia de las fricciones en el mercado laboral

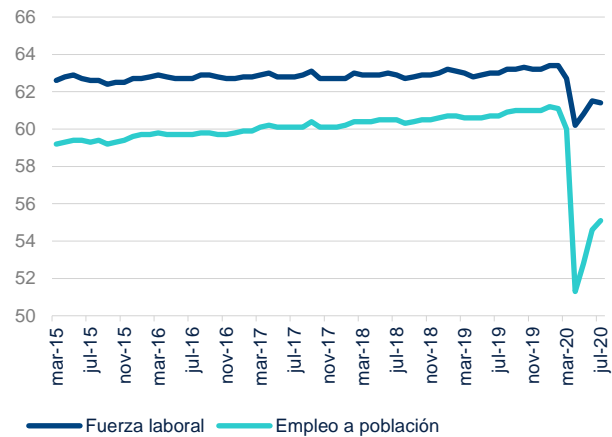
Tres meses consecutivos de creación de puestos de trabajo y una mejora en los indicadores del mercado laboral más generalizados vienen a confirmar que la economía está en la senda de la recuperación. Las nóminas no agrícolas aumentaron más de 1,8 millones en julio tras crecer 4,8 millones revisados en junio y 2,7 millones en mayo, lo que implica un aumento total de 9,3 millones de puestos de trabajo en los últimos 3 meses y una pérdida total de 12,9 millones desde febrero. Además, la tasa de desempleo disminuyó al 10,2%, lo que equivale a una caída de 4,5 p.p. desde su pico del 14,7% en abril. La creación de empleo en el sector industrial también ha sido de gran envergadura con una mejora casi generalizada en julio. Asimismo, el índice U-6 de desempleo, que tiene en cuenta a los rechazados, todos los demás trabajadores con relación laboral marginal y los empleados a tiempo parcial por razones económicas se mantuvo en el 16,5%, por debajo del 22,8% alcanzado en abril.

Gráfica 2.8 **TASA DE DESEMPLEO POR NIVEL EDUCATIVO (%)**



Fuente: BBVA Research, BLS y Haver Analytics.

Gráfica 2.9 **PORCENTAJE DE PARTICIPACIÓN EN LA FUERZA LABORAL Y RATIO EMPLEO/POBLACIÓN**



Fuente: BBVA Research, BLS y Haver Analytics.

Sin embargo, igual que en los meses anteriores, una parte de las personas empleadas pero que no están trabajando deberían haber sido clasificados como desempleados en suspensión temporal. Si se ajustaran las cifras oficiales en relación con el aumento de la cantidad de personas que han salido del mercado laboral y los casos mal clasificados, la cifra de desempleados aumentaría hasta los 23,1 millones, el equivalente a una tasa de desempleo del 14%.

Asimismo, el índice de participación en el mercado laboral cambió poco, a un 61,4%, mientras que la cantidad de personas que no participan en el mercado laboral registró el primer aumento (230.000) en tres meses. Las minorías, las mujeres y los trabajadores más jóvenes siguen viéndose afectados por la pandemia de forma desproporcionada, puesto que las tasas de desempleo entre la población adolescente (19,3%), hispana (12,9%), asiática (12,0%) y negra (14,6%) siguen siendo elevadas. Además, la tasa de desempleo para una persona sin el graduado en educación secundaria es del 15,4%, 8,6 p.p. superior a los niveles previos a la pandemia, mientras que la tasa de desempleo de las personas con un grado universitario o con una formación de posgrado solo ha ascendido 4,2 p.p., hasta el 6,7%.

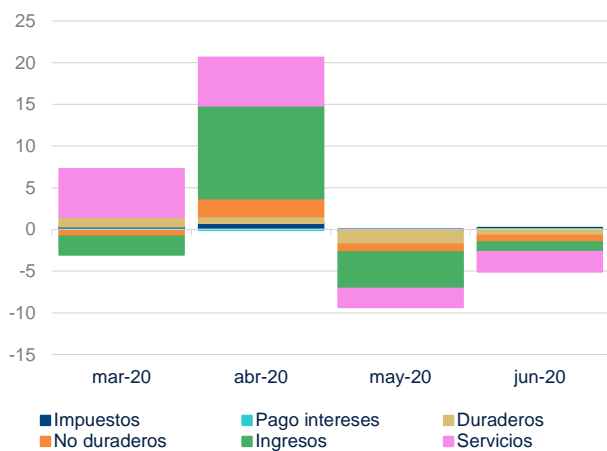
En cuanto a los salarios, los ingresos medios por hora aumentaron un 0,2% mes a mes, pero si se excluyen los puestos de supervisión ajenos a la producción, los salarios cayeron un 0,4% mes a mes. Esto pone de manifiesto la división entre los trabajadores más cualificados y los menos cualificados, y entre las industrias más y menos afectadas por la pandemia de COVID-19. De hecho, en los sectores comerciales minoristas y de transporte, los salarios de producción y de fuera del ámbito de la supervisión disminuyeron un 3,4% mes a mes y un 1,7% mes a mes, respectivamente, mientras que los salarios de todos los empleados de esos sectores aumentaron un 1,9% y un 1,1%. Dicho esto, el crecimiento salarial de producción y no supervisión en sectores que han salido fundamentalmente indemnes del período posterior al confinamiento y los beneficiarios del cambio del comportamiento de los consumidores, como la fabricación de bienes duraderos y los servicios de información, han superado el crecimiento general de salarios dentro del sector.

En el futuro, la creación de puestos de trabajo se mantendrá por encima de la media, puesto que los sectores como los servicios de restauración, hostelería y transporte, que fueron los más castigados por la crisis, recuperarán a sus trabajadores conforme la situación mejore. No obstante, en el futuro inmediato, muchos de estos sectores permanecerán en unos niveles muy inferiores a los registrados antes de la pandemia, mientras que otros segmentos posiblemente nunca regresarán a los niveles de empleo que ostentaban antes del brote de COVID-19. En consecuencia, nuestro escenario central contempla que la tasa de desempleo ascenderá al 8,6% a finales de este año, y al 7,4% a finales de 2021. En última instancia, prevemos un alto grado de fricción en el mercado laboral a causa de la crisis que ralentizará el retorno a los niveles habituales.

Ahorro y crédito

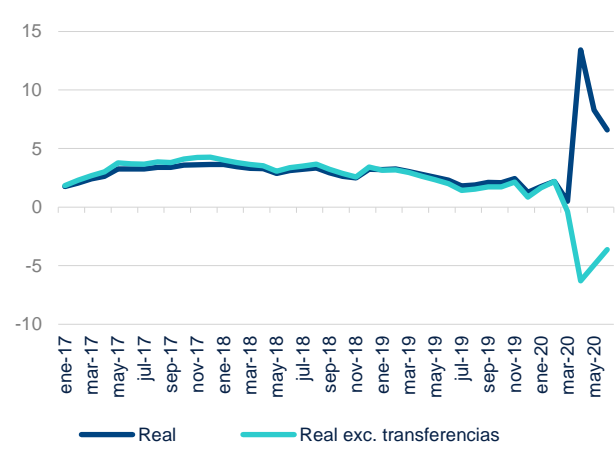
Aunque las condiciones del mercado laboral siguen siendo desfavorables y las incidencias negativas en los ingresos se concentraron en las rentas más bajas, las sustanciales transferencias gubernamentales y el efecto de la pandemia en el comportamiento han repercutido significativamente en el ahorro personal, lo que impulsó la tasa de ahorro personal hasta el 34% en abril. Sin embargo, con la reanudación de la actividad económica y el vencimiento de las medidas fiscales, la tasa de ahorro comenzó a disminuir, aunque sigue estando muy por encima de los niveles previos a la pandemia, ya que se sitúa en el 19% frente al 8,3% registrado antes de la irrupción del virus. No obstante, cuando las transferencias gubernamentales se excluyen de la renta personal, la historia es bien distinta. De hecho, la renta personal real se habría situado en el 6% —o 836.000 millones de USD por debajo de su máximo previo a la pandemia— sin dichas transferencias y podría haber caído casi 1,4 billones de USD en ausencia de respaldo fiscal.

Gráfica 2.10 **CONTRIBUCIÓN AL CAMBIO EN LA TASA DE AHORRO (P.P.)**



Fuente: BBVA Research, BLS y Haver Analytics.

Gráfica 2.11 **RENDA PERSONALES EXCL. TRANSFERENCIAS (% A/A)**



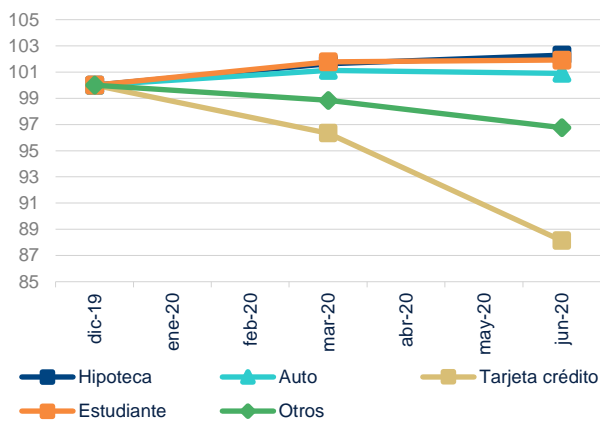
Fuente: BBVA Research, BEA y Haver Analytics.

Aunque la respuesta fiscal específica no tuvo una repercusión económica suficiente —puesto que una gran parte se destinó al ahorro—, una parte nada desdeñable de las transferencias se utilizó para amortizar la deuda. A pesar del aumento de la renta discrecional, las personas han optado por no viajar, no visitar restaurantes ni parques de atracciones y no gastar en otros servicios, incluso después de que finalizaran los confinamientos obligatorios en abril y mayo. Esta tendencia no es exclusiva de Estados Unidos. De hecho, ni siquiera una ayuda de 500 USD para

personas con rentas bajas en Italia, ni los cheques en Corea del Sur, Islandia, Taiwán y Tailandia, ni tampoco la campaña japonesa «Go To Travel» para promover el turismo han logrado incentivar lo suficiente a la población para que se arriesguen a viajar durante la pandemia. Por lo tanto, no es de extrañar que la recuperación del consumo no haya sido tan rápida como se preveía en un principio. Además, el ritmo de consumo de bienes propiciado por la prolongada pandemia, como automóviles, vehículos recreativos, bicicletas y equipos electrónicos, debería disminuir, ya que muchas personas han saciado su apetito. Además, la incertidumbre en el mercado laboral y los temores relacionados con el virus implican un aumento del ahorro preventivo, al menos de momento.

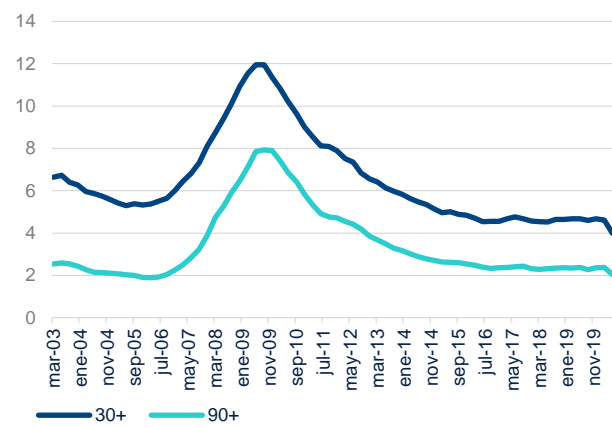
Los últimos resultados de la encuesta del panel de crédito de FRBNY han demostrado que las personas también destinan parte del ahorro adicional al pago de deudas, en particular a los créditos renovables. De hecho, en el 2T20, la deuda de tarjetas de crédito cayó 76.000 millones de USD y un 9% per cápita, alcanzando su nivel más bajo desde 2017. Por su parte, la deuda pendiente de préstamos de automóviles disminuyó por primera vez desde 2013 en 150 USD por persona. Sin embargo, amparada por el bajo coste del endeudamiento, la tendencia impulsada por la pandemia de refinanciación de hipotecas existentes o de búsqueda de más espacio y comodidad en un nuevo hogar para sobrellevar los confinamientos continúa aumentando los saldos de hipotecas pendientes.

Gráfica 2.12 **SALDOS DE CRÉDITOS AL CONSUMO**
(ÍNDICE: 4T19 = 100)



Fuente: BBVA Research, FRBNY y Haver Analytics.

Gráfica 2.13 **TASAS DE MOROSIDAD DE LOS CONSUMIDORES (%)**



Fuente: BBVA Research, FRBNY y Haver Analytics.

En términos de calidad crediticia, surgieron dos tendencias que se compensaron entre sí con categorías que se beneficiaron de la Ley CARES y de las medidas legislativas y ejecutivas adicionales, como la mejora de las condiciones hipotecarias y de los préstamos estudiantiles, mientras que otros productos, como las tarjetas de crédito o los créditos al consumo, aumentaron debido a la incidencia negativa en los ingresos y a unas perspectivas más aciagas del mercado laboral. En el futuro, aunque la persistente inestabilidad del mercado laboral, además de un estímulo y un respaldo fiscales menores perjudicarán la calidad crediticia, el 84% de las hipotecas de nueva creación se han concedido a personas con una puntuación de Equifax de 720 o superior. Esto sugiere que las condiciones con respecto a la demanda se están adaptando adecuadamente a las posibles dificultades que se avistan en el horizonte.

Inflación

Dados los optimistas informes del IPC de junio y julio, el riesgo de deflación total parece ser bajo y, lo que es más importante, puede que lo peor de la presión inflacionaria a la baja haya quedado atrás. De hecho, tras un descenso por tercer mes consecutivo, los precios al consumo general aumentaron un 0,6% m/m tanto en junio como en julio, impulsados por un aumento significativo en los precios de la gasolina y los alimentos. En lo que respecta a los precios subyacentes, también ha habido indicios de estabilización con el aumento de los costes en asistencia sanitaria, ropa y transporte, y los precios de la vivienda siguen siendo boyantes. Una mejora significativa de los últimos datos también ha aumentado las expectativas de inflación implícita durante los próximos 5 años en 1,4 p.p. (hasta el 1,5%) y en 0,9 p.p. (hasta el 1,7%) para tipos a plazo a 5 años.

Puesto que la escasez y el racionamiento han disminuido conforme se ha descubierto más acerca del COVID-19, parece poco probable que las posibles presiones sobre la oferta generen riesgos alcistas considerables con respecto a los precios en áreas afectadas por la escasez de trabajadores o las limitaciones de capacidad y producción derivadas de la cuarentena. En consecuencia, mantenemos nuestra previsión de que los precios al consumo se mantendrán bajos en 2020, pero comenzarán a aumentar gradualmente en el 2S20 a pesar de los contagios y el restablecimiento de confinamientos obligatorios. Más concretamente, nuestro escenario central contempla un crecimiento del IPC del 1,1% en 2020 y del 1,6% en 2021.

El equilibrio del riesgo sigue inclinado a la baja, aunque el alza gana peso

Tensiones financieras

La combinación de una intervención rápida y contundente de la Fed, y un sector bancario resistente con una capitalización favorable han propiciado unas condiciones financieras bastante halagüeñas, a pesar de la incertidumbre sin precedentes y las posibles amenazas. Sin embargo, la escasa artillería que aún se ha concedido a la Fed, las crecientes preocupaciones en torno a la sostenibilidad de la deuda estadounidense, el riesgo de que se deban emplear los colchones de capital y la incertidumbre que rodea al virus sugieren que un nuevo período de tensión financiera y volatilidad sigue suponiendo un riesgo significativo.

Política fiscal

La política fiscal tiene como objetivo desempeñar una función más importante de lo habitual en la inclinación del equilibrio del riesgo, dadas las consecuencias del aumento de casos de COVID-19. Por lo general, la brecha política e ideológica entre impuestos y gasto es evidente. Sin embargo, las prestaciones continuas por desempleo; el apoyo a Gobiernos locales y estatales, determinadas industrias, pequeñas empresas, hospitales y proveedores de servicios sanitarios; las medidas de dinero de helicóptero; las bajas por enfermedad remuneradas; y la financiación para pruebas, vacunas y tratamientos puede que se antojen necesarios para evitar una mayor contracción del consumo y un mayor deterioro de las finanzas públicas locales y estatales. De lo contrario, aumentarían considerablemente los riesgos bajistas con respecto al crecimiento.

No obstante, puede que nos llevemos una grata sorpresa en el ámbito fiscal con la promulgación de políticas oportunas y eficaces que podrían ayudar a compensar los inmensos lastres del sector privado que aumentarán este

año y el siguiente. Además, mantener a las personas vinculadas a la fuerza laboral, proporcionar incentivos y apoyo a la formación, al tiempo que se retiene a los trabajadores en sus puestos de trabajo actuales, cuando razonablemente proceda, podría favorecer el crecimiento de la productividad y la participación en la fuerza laboral, lo que aumentaría el PIB potencial durante la recuperación. Según parece, el destino del crecimiento en el 2S20 puede estar en manos de los legisladores por primera vez desde la Gran Depresión.

Repercusiones geopolíticas

Después de un período de calma durante el punto álgido de la pandemia, parece que las tensiones geopolíticas vuelven al «statu quo» anterior más reciente, caracterizado por el aumento de las fricciones entre China y EE. UU., una creciente sensación de aislamiento, algunos problemas relacionados con la pandemia y otros relativos a la indeleble tensión comercial. Es probable que las fracturas geopolíticas sigan siendo dilatadas, ya que resulta evidente que la administración actual considera que mantener una postura dura frente a China es una estrategia electoral beneficiosa. Paralelamente, los demócratas promueven una concepción de que hay que priorizar a Estados Unidos, dadas las proclamas de Joe Biden de que el «futuro debe labrarse en Estados Unidos».

Tensiones sociales y crecimiento: una oportunidad única

El estallido de las tensiones sociales tras el asesinato de George Floyd aumentó la inquietud acerca de si las protestas y el posible incumplimiento del distanciamiento social podrían disparar las tasas de contagios en las principales ciudades. Sin embargo, según algunas investigaciones recientes, en 315 ciudades de EE. UU. las protestas no supusieron un aumento significativo del respeto neto de las recomendaciones de confinamiento, lo que se explica, en parte, por la respuesta de las personas que no se manifestaron, quienes aumentaron el distanciamiento social. De hecho, el crecimiento de casos de COVID-19 se mantuvo más o menos estable tres semanas después de las protestas. No obstante, las tensiones subyacentes asociadas a la desigualdad constante y al racismo sistémico siguen siendo un riesgo que amenaza el crecimiento, la productividad, la innovación y la calidad de vida de EE. UU. Un estudio empírico de Cook (2014) reveló que «el mayor alcance e intensidad de la violencia relacionada con el odio en los siglos XIX y XX disminuyó la actividad de patentes entre los afroamericanos en un 1% anual, o el equivalente a un año de actividad de patentes de afroamericanos». Abordar estas desigualdades y mejorar las oportunidades para las minorías puede impulsar el crecimiento y aumentar la productividad, la cual se ha reducido considerablemente en las últimas décadas.

Cuenta atrás para las elecciones presidenciales de 2020

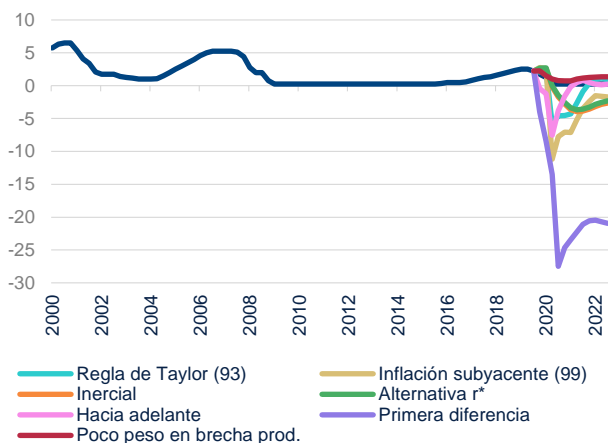
Si bien el resultado de las elecciones presidenciales de noviembre puede influir de forma palpable en el rumbo a largo plazo del país, los resultados económicos a corto plazo siempre han sido independientes del partido que ocupara la Casa Blanca. Lo que sí se ha revelado como un factor determinante de los resultados económicos es la capacidad de establecer una coalición a prueba de «filibusteros» (obstructores). Aunque en ocasiones se ha solicitado poner fin a esta práctica, seguimos convencidos de que es muy poco probable que alguno de los partidos lo logre y que se acabe con el «filibusterismo», un mecanismo que ha ganado popularidad en algunas facciones. Por ello, no vislumbramos ningún riesgo relevante con respecto a la perspectiva de las elecciones y, por lo tanto, el crecimiento y el entorno macroeconómico no deberían verse afectados por ninguno de los candidatos. No obstante, los efectos a niveles regional e industrial podrían variar, ya que las políticas de cada administración conllevan indeseadas consecuencias redistributivas.

3. La Fed baraja su próximo paso

Hace casi cuatro años, la entonces presidenta Janet Yellen realizó una categórica presentación en el simposio económico de Jackson Hole, en la que planteó lo que formuló como el pasado, el presente y, lo más importante, el futuro de la política monetaria. Según sus predicciones, los legisladores harían frente a problemas y restricciones asociadas a tipos de interés nominales bajos y una mayor probabilidad de regresar al límite inferior efectivo (ELB). De hecho, Yellen sostuvo que incluso los tipos de interés nominales neutrales al 3% supondrían un importante escollo, ya que los FOMC previos disponían de un margen de entre 3 y 10 puntos porcentuales para recortar los tipos ante dificultades económicas.

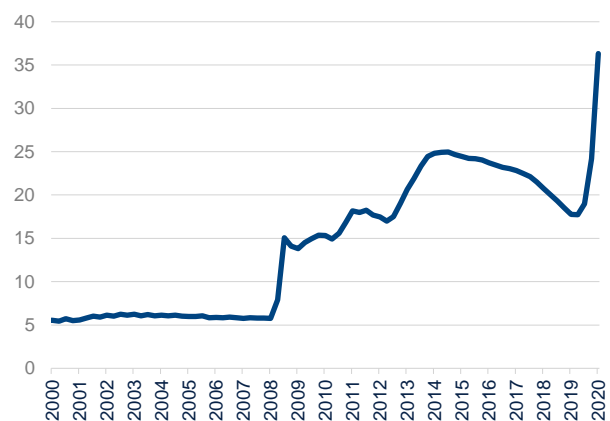
Sin embargo, con la virulenta irrupción de la pandemia de COVID-19, el tipo efectivo de los fondos federales se situó en el 1,58%, una cifra significativamente inferior a aquel 3% de los tipos nominales que parecía conformar un escenario complejo. Incluso en un ciclo comercial más convencional, la expresidenta Yellen afirmó que, si los tipos neutrales se aproximaban al 2% —como ocurría antes de la pandemia— «es posible que las compras de activos y la orientación futura se deban llevar al extremo». En última instancia, la incapacidad de la política monetaria convencional y la singularidad de los problemas que plantea esta crisis inclinan considerablemente el equilibrio del riesgo a la baja.

Gráfica 3.1 **SIMULACIONES DE LA REGLA DE TAYLOR BASADAS EN EL ESCENARIO BASE DE BBVA (%)**



Fuente: BBVA Research y FRB de Cleveland.

Gráfica 3.2 **ACTIVOS DE LA RESERVA FEDERAL CON RESPECTO AL PIB (%)**



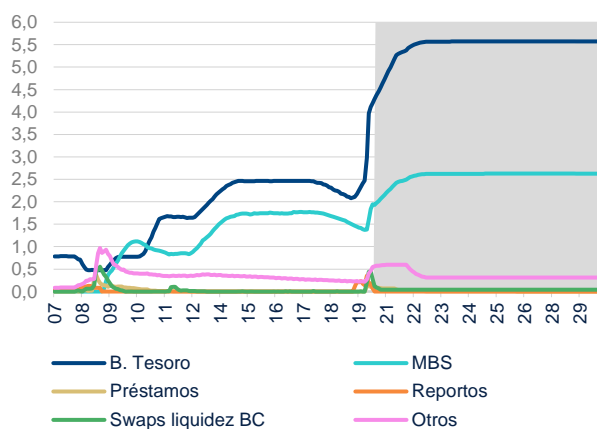
Fuente: BBVA Research y FRB.

Lo que no se previó fue la influencia que tendría el balance en el día a día de la elaboración de políticas monetarias, en lugar de constituir una herramienta para afianzar la estrategia acomodaticia a través de compras de activos a gran escala (LSAP). De hecho, la expresidenta Yellen pronunció la famosa frase de que la reducción del balance sería como «ver cómo se seca la pintura en la pared». Sin embargo, después de salir de un período de reinversión de capitales —en el que se logró mantener el balance en un nivel constante—, el FOMC tuvo que abandonar abruptamente la estrategia de que el balance retornara a unos niveles próximos a los normales en septiembre de

2019. La infructuosa reducción y la intervención forzada provocaron que el balance ascendiera a casi 4,1 billones de USD, lo que representó en torno al 18,9% del PIB en 4T19. Actualmente, a consecuencia de la recesión propiciada por la pandemia, el balance de la Fed representa aproximadamente un 36,3% del PIB. Salvo el cambio en los repos —a las que han desplazado las compras directas de títulos del Tesoro—, alrededor de dos tercios del aumento proceden de las compras de títulos del Tesoro, en torno al 23% se debe a valores respaldados por hipotecas y cerca del 9%, a otros instrumentos, como los servicios de préstamo de emergencia y los swaps de liquidez de bancos centrales extranjeros.

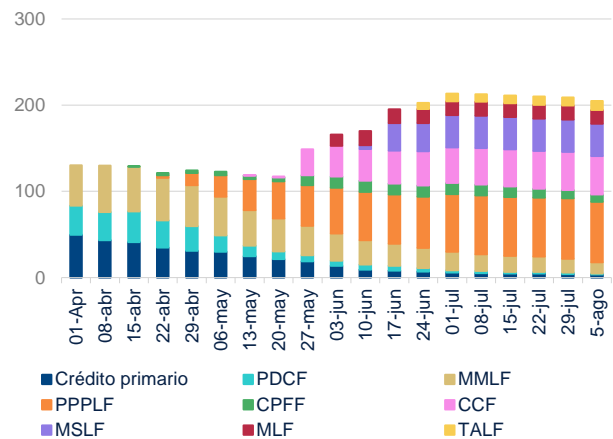
Aunque lo peor de la crisis sanitaria probablemente haya quedado atrás, los riesgos siguen siendo considerables, y las posibilidades de recuperación del mercado laboral, endebles. De hecho, Powell afirmó en su última rueda de prensa que «este cambio de tornas económico ha trastocado muchas vidas y ha generado una gran incertidumbre sobre el futuro». La tasa de desempleo, situada en el 10,2%, sigue siendo la más elevada desde la Gran Depresión. Otro factor que también dificultará la estrategia acomodaticia es que un número desproporcionado de estos desempleados son personas con baja cualificación asociados a sectores que se enfrentan a perturbaciones a largo plazo o permanentes. Esto sugiere que la tasa de desempleo puede situarse en un nivel superior al habitual de forma permanente. De hecho, la tasa de desempleo relativa a los mayores de 25 años sin el graduado de la educación secundaria es del 16,6%, en contraposición a la tasa de desempleo de aquellos con grado universitario o con una formación de posgrado, que ronda el 7%. Este hecho presenta un desafío único para la Fed, ya que estos trabajadores —quienes ya deben enfrentarse a la competencia que supone la automatización y la globalización— tendrán menos capacidad de cambiar su orientación profesional dentro del mercado laboral, lo que implica que una buena parte de estas personas podría estar en riesgo de encarar un desempleo de larga duración. Se ha demostrado que esta situación disminuye la participación de la fuerza laboral y augura consecuencias aún más aciagas.

Gráfica 3.3 **FACTORES QUE CONTRIBUYEN A LAS RESERVAS (BILLONES DE USD)**



Fuente: BBVA Research y FRB.

Gráfica 3.4 **PRÉSTAMOS DE LA RESERVA FEDERAL Y PARTICIPACIONES DE CARTERA NETAS (MILES DE MILL. DE USD)**



Fuente: BBVA Research y FRB.

Si bien los últimos datos de inflación han mejorado, la tendencia de las expectativas de inflación se mantiene por debajo del objetivo. Además, las perspectivas de una inactividad considerable y prolongada en el mercado laboral, así como una relación menos estrecha entre la utilización del mercado laboral y la inflación, implican que no se alcanzará el objetivo de inflación del 2% a corto plazo. Por lo tanto, a pesar de posibles e inesperadas alzas en el ámbito de la oferta, las perspectivas de inflación seguirán orientadas a la baja.

Dado que la Fed ha agotado sus dos herramientas más potentes y eficaces —las LSAP y los tipos de interés—, y dada la alta probabilidad de que los daños económicos alcancen el largo plazo, la pregunta que cabe plantearse en este punto es qué va a hacer la Fed para pasar de la fase de «estabilización» a la de «adaptación», y qué capacidad y disposición existen para aplicar estas herramientas de eficacia desconocida y que implican más riesgos.

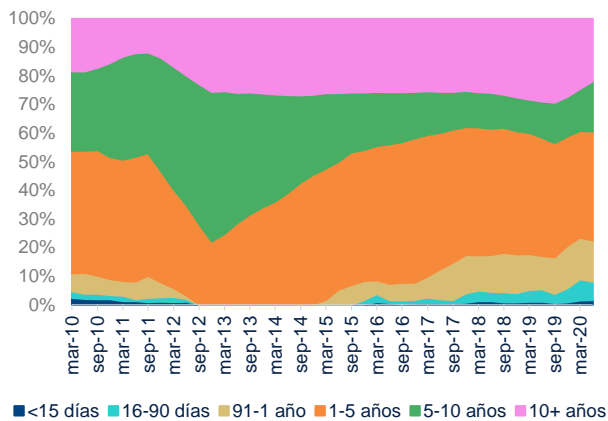
En cuanto al uso de los mecanismos de préstamo de emergencia, parece que hay cierta disonancia entre la demanda, por un lado, y la capacidad y la disposición de la Fed para recurrir a estos programas, por otro lado. Por ejemplo, incluso después de expandir el conjunto de valores aptos y de atenuar la restricción sobre la calidad crediticia, actualmente se han utilizado cerca de 200.000 millones de dólares de las líneas de crédito de la Fed, una cantidad muy inferior al nivel ajustado al riesgo permitido por el Fondo de Estabilización Cambiaria. Si bien parte de esta falta de apetito responde a posibles inquietudes en torno a las condiciones asociadas a su uso, también sugiere que los mercados de capital privado están operando a un nivel mucho mayor con respecto al punto álgido de la crisis. Además, el comité podría considerar la capacidad restante como efectivo disponible («dry powder») al que puede recurrir en caso de futuros repuntes de las tensiones financieras.

En consecuencia, parece posible que se deban aplicar otras alternativas para reforzar las políticas vigentes y para afianzar la estrategia acomodaticia. Algunas de estas políticas podrían enmarcarse en el alcance actual de las herramientas de la Fed y, posiblemente, otras no formen parte del conjunto de herramientas habitual. En primer lugar, como se comentó en la sesión de preguntas posterior a su última reunión, con respecto a su estrategia de balance, el FOMC podría cambiar el enfoque actual de estabilización financiera a un programa de LASP con una orientación más macroeconómica y una ampliación de los vencimientos. Si bien el aumento neto de 1,9 billones de USD en títulos (del Tesoro y MBS) que están en manos de la Fed desde marzo parece estar en consonancia con el programa de LSAP, la Fed ha sido explícita en la caracterización de dichas compras, puesto que el objetivo de la mayoría de las compras era estabilizar los mercados financieros, más concretamente el mercado del Tesoro, que se desplomó en marzo. En adelante, esto podría implicar un ligero aumento de las compras mensuales de títulos del Tesoro y de MBS cercano a los 90.000 millones y los 45.000 millones de USD, respectivamente. La media de compras actual se sitúa en torno a los 80.000 millones de USD con respecto a los títulos del Tesoro y a los 40.000 millones de USD en el caso de los MBS. Además, la capacidad de la Fed para centrarse en la transformación de los vencimientos también parece plausible, dado que solo el 40% de la cartera vence en un plazo superior a 5 años, 40 p.b. menos desde la última vez que se recurrió a este cambio en 2013 en el marco de la denominada «Operación Twist».

Una mejor orientación futura sigue siendo la propuesta con mayor consenso del Comité. Esto podría materializarse en un indicio más «dovish» en la orientación futura de los tipos de interés o en comprometerse con una ampliación constante del balance. Para corroborar su orientación de tipos, el Comité podría mejorar la «superación de acontecimientos recientes» para entrañar un período mucho más largo de expansión significativa o traducir la expresión «en curso» en una orientación cuantitativa o unos umbrales más explícitos o realizando un cambio semántico de «en curso» a «logrado» o «alcanzado». Dada la experiencia pasada con una orientación futura

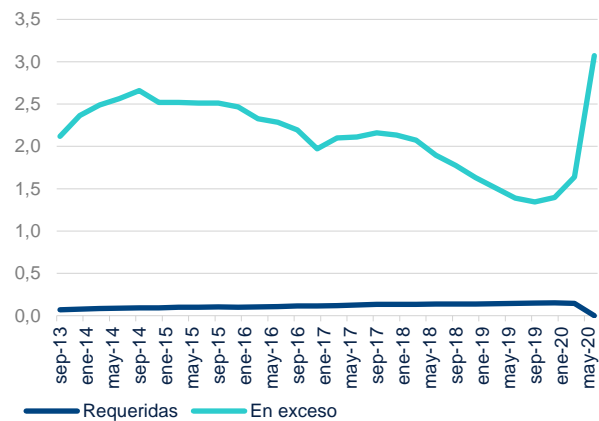
determinada por plazos, es poco probable que la Fed avance en esta dirección, mientras que la condicionalidad con respecto a los umbrales de inflación o desempleo se antoja más probable.

Gráfica 3.5 **DISTRIBUCIÓN DEL VENCIMIENTO DE LAS PARTICIPACIONES DE LA FED (%)**



Fuente: BBVA Research y FRB.

Gráfica 3.6 **BALANCES DE RESERVA DE INSTITUCIONES DEPOSITARIAS (BILLONES DE USD)**



Fuente: BBVA Research y FRB.

El Comité también podría recurrir a la revisión de su estrategia, que lleva elaborando un tiempo, para mejorar su orientación futura. Comprometerse a seguir una estrategia de inflación más agresiva, como establecer una media de inflación flexible, un nivel de precios objetivo y un PIB nominal objetivo o aumentar el objetivo de inflación podría contribuir a impulsar la orientación del Comité. Durante años, la Fed ha considerado que el objetivo de inflación del 2% ha influido en la tendencia bajista de la inflación, por lo que necesita una herramienta que contribuya a compensar los déficits. Dado el enfoque precavido de la Fed y la falta de atracción por los cambios radicales, lo más probable que es que se marque un objetivo de inflación media.

Habida cuenta de que el balance ha adquirido más protagonismo como instrumento de política, el Comité también podría contemplar una orientación más sólida con respecto a las compras —al igual que hicieron durante la reducción del balance— o modificar la duración del programa LSAP. Otra de las alternativas más probables es aplicar un programa de LSAP basado en el flujo, por el cual se sigan efectuando compras hasta alcanzar determinados umbrales económicos. El uso de la orientación de la curva de rendimiento como herramienta para mejorar la orientación futura también está sobre la mesa. La Fed lleva contemplado esta opción al menos desde 2010, y se presenta como una forma más eficaz de mantener los tipos de interés bajos. Sin embargo, también implica una mayor incertidumbre en torno a las dimensiones del balance.

Si la crisis sanitaria persiste y las condiciones económicas se deterioran o permanecen desfavorables durante un período prolongado, se barajarán otras opciones. Aunque los tipos de interés negativos no cuentan con la simpatía de los miembros del Comité ni de los mercados financieros, puede que se presente un escenario que requiera establecer tipos administrativos negativos nominales. No obstante, dados los recientes ejemplos observados en otros países

desarrollados y las distorsiones inherentes a una política de tipos de interés negativo, sobre todo dadas las complejidades de los mercados financieros estadounidenses, esta sería la última opción que se contemplaría.

Sin embargo, existen alternativas a las que se puede recurrir para incentivar el crédito sin que repercuta en los pequeños ahorradores. Por ejemplo, la Fed podría aplicar una estrategia de interés por el exceso de reservas (IOER) por niveles o cupos que penalice el mantenimiento de reservas excedentarias. Algunos bancos centrales, como el Banco Nacional de Suiza o el Banco de la Reserva de Nueva Zelanda, instauraron este sistema en el período posterior a la crisis. En una línea similar, algún mecanismo parecido al programa de financiación para préstamos implantado por el Banco de Inglaterra también podría erigirse como una opción que incentivara los créditos tanto a consumidores como a empresas, sin tener que recurrir a los tipos negativos de los fondos federales.

En conjunto, parece que la reciente crisis sanitaria y los retazos de la crisis financiera anterior han llevado a la Fed al límite en lo que a la formulación de políticas se refiere, lo que implica que se necesitarán medidas acomodaticias más duraderas. Estas presiones se intensificarán de forma directamente proporcional a los esfuerzos del Congreso por contener las medidas en materia fiscal. En consecuencia, prevemos que los tipos se mantendrán en el ELB al menos hasta 2023 y que la duración de las LSAP se prolongará hasta 2021. Además, la Fed estará preparada para emplear sus líneas de crédito si fuera necesario. Por otra parte, las peticiones de respaldo fiscal adicional seguirán en aumento, tal como dejaron patente la expresidenta Yellen y su predecesor Ben Bernanke con su viaje a Washington y con la defensa de medidas dentro de las «competencias del Congreso». Sin estas acciones, la Fed podría verse impelida a adoptar un enfoque más arriesgado a la hora de formular las políticas, lo que podría implicar la pérdida de su independencia, que tanto esfuerzo le costó conseguir.

4. El retorno de los objetivos de la curva de rendimiento

El inestable panorama económico que nos ha dejado la pandemia de COVID-19 ha inducido a los legisladores a sacar toda la artillería posible. Con la vuelta de los tipos de interés a cero, los programas de compra de activos a gran escala (expansión cuantitativa) y la orientación futura han sido las políticas de batalla desplegadas para inyectar liquidez y aumentar la confianza de los inversores. Si bien los bancos centrales han demostrado su eficacia desde la crisis financiera mundial, se necesitan urgentemente nuevos mecanismos que permitan aumentar la capacidad de la Fed de brindar un estímulo monetario adicional.

Además, los mercados financieros han estado sometidos a una ingente presión. En particular, a principios de marzo, el mercado de bonos del Gobierno de EE. UU. colapsó. En dos días hábiles, los rendimientos aumentaron entre un 0,76% y un 0,21% con respecto a los títulos del Tesoro a 10 años, y entre un 1,28% y un 0,7% con respecto a los de 30 años. No cabe duda de que estas excepcionales fluctuaciones han puesto el tramo largo de la curva de rendimiento en el radar de los reguladores.

La política de objetivos respecto a la curva de rendimiento (YCT; también denominado «control de la curva de rendimiento» o «límites de la curva de rendimiento») es una prometedora herramienta destinada a proporcionar un estímulo económico más sustancial y una orientación más firme con respecto a los tipos de interés a largo plazo. Con respecto al papel de la Fed a la hora de prevenir los fallos de mercado y de defender el doble mandato, las últimas conversaciones en el seno de la Fed han girado en torno a la posible adopción de los YCT. Según las actas de la reunión de junio del FOMC,¹ los participantes debatieron acerca del posible uso de la política de YCT, junto con la orientación futura y la expansión cuantitativa. En esa reunión también se analizaron de forma pormenorizada tres casos previos en los que se aplicaron los YCT:

1. los límites de la curva de rendimiento de la Fed durante y después de la Segunda Guerra Mundial;
2. el objetivo del Banco de Japón de rendimiento a 10 años de los bonos del Gobierno japonés (JGB) desde 2016; y
3. el objetivo del Banco de la Reserva de Australia de rendimiento a 3 años de los bonos del Gobierno australiano (AGB) desde marzo de 2020.

Antecedentes

La idea de los YCT no es del todo nueva: en la década de 1940, para paliar los gastos de financiación del Gobierno estadounidense derivados de la Segunda Guerra Mundial, la Fed se comprometió a limitar el rendimiento de los bonos del Tesoro. Se fijó un tipo del 0,375% en el tramo corto y del 2,5% en el tramo largo. En otras palabras, la Fed se comprometió a restablecer el mercado a los rendimientos definidos con anterioridad. De esta manera, la Reserva Federal se aseguró de que los nuevos bonos del Tesoro no se vendieran a precios con grandes descuentos y de que

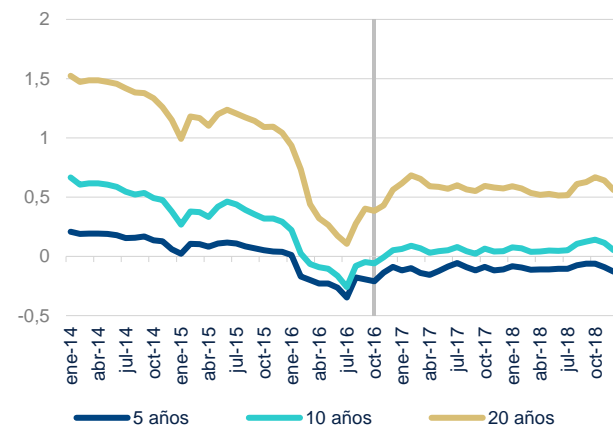
1: <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/fomcminutes20200610.htm>

se pudiera minimizar el nivel de endeudamiento del Gobierno. Como resultado, el Sistema de Operaciones de Mercado Abierto de la Fed se multiplicó casi por 11 entre 1941 y 1945.

La Reserva Federal y el Departamento del Tesoro anunciaron el fin de la limitación de la curva de rendimiento en 1951, en lo que se denominó el «Acuerdo entre la Reserva Federal y el Tesoro», después de que la Fed decidiera priorizar su objetivo relativo a la estabilización de precios ante la grave inflación sufrida después de la Segunda Guerra Mundial.

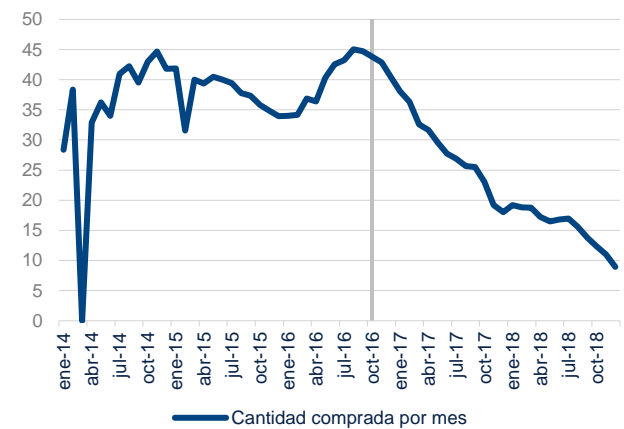
Más recientemente, la idea de utilizar los YCT como herramienta para la política monetaria recobró fuerza en un conocido discurso del antiguo presidente de la Fed, Ben Bernanke, en 2002.² En su declaración, defendió lo siguiente: «Un método más directo, por el cual me decanto personalmente, sería que la Fed comenzara a anunciar límites máximos explícitos de rendimiento de la deuda del Tesoro con vencimiento a largo plazo (...)». Posteriormente, tras la crisis financiera mundial de 2007, algunos economistas y legisladores analizaron más exhaustivamente esta propuesta. En 2016, la Fed publicó un memorando del FOMC que demuestra que, desde 2010, los YCT se contemplaron como instrumento de política.³

Gráfica 4.1 RENDIMIENTO DEL BONO DEL GOBIERNO JAPONÉS (%)



Fuente: BoJ, Haver y BBVA Research.

Gráfica 4.2 BONOS DEL GOBIERNO ADQUIRIDOS POR EL BOJ (BILLONES DE YENES)



Fuente: BoJ, Haver y BBVA Research.

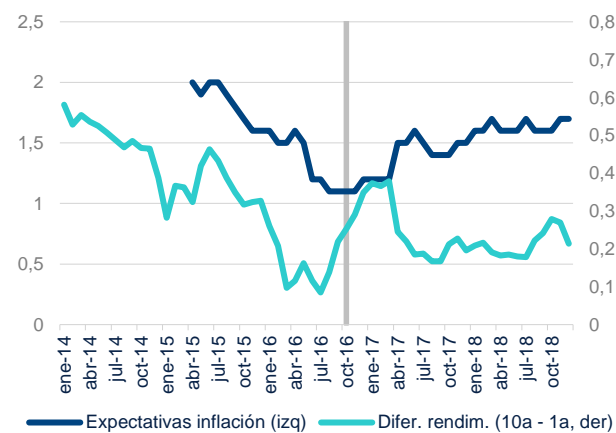
Sin embargo, el Banco de Japón (BoJ) se convirtió en la primera autoridad monetaria del mundo en aplicar de forma efectiva una política de esta índole. En septiembre de 2016, después de un «exhaustivo análisis» de la economía japonesa y la elaboración de políticas monetarias, el BoJ anunció que establecería un nivel objetivo para el rendimiento del JGB a 10 años en alrededor del 0%, que era el nivel del mercado en ese momento. Por aquel entonces, el BoJ llevaba tres años implantado políticas de expansión cuantitativa y cualitativa. Entre 2013 y 2016, el valor de los bonos del Tesoro en poder del BoJ prácticamente se cuadruplicó y llegó a ser un gran quebradero de

2: Bernanke, B. (2002). «Deflation: making sure "it" doesn't happen here» (número 530). Comité de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal.

3: Bowman, D., Erceg, C., y Leahy, M. (2010). «Strategies for Targeting Interest Rates Out the Yield Curve». Comité de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal.

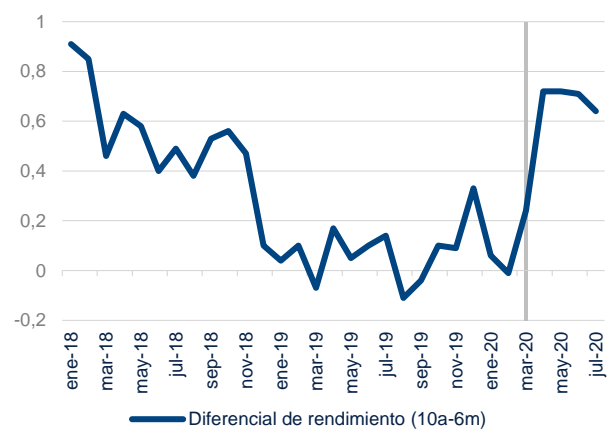
cabeza para los legisladores. Al comprometerse a mantener el rendimiento de los bonos del Tesoro a 10 años en torno al 0%, el banco central logró generar un tipo de interés bajo a largo plazo sin tener que ampliar su balance de forma agresiva. En definitiva, la mera expectativa de una intervención infinita bastó para convencer a los mercados de que el rendimiento se mantendría bajo, incluso si el banco central no realizaba compras masivas (gráficas 4.1 y 4.2).

Gráfica 4.3 EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN Y DIFERENCIAL DE RENDIMIENTO DEL BONO JAPONÉS (%)



Fuente: BoJ, Agencia de Asuntos del Consumidor, Haver y BBVA Research.

Gráfica 4.4 DIFERENCIAL DE RENDIMIENTO DEL BONO AUSTRALIANO (%)



Fuente: RBA, Haver y BBVA Research.

Después de que el BoJ anunciara un nuevo marco de políticas, la volatilidad del rendimiento de los JGB se redujo significativamente, al igual que el ritmo de expansión del balance. En otras palabras, el banco central logró su objetivo.

Sin embargo, cabe señalar que un tipo de interés bajo para bonos del Tesoro a largo plazo tiene un efecto secundario en las expectativas de inflación. Como se desprende de la experiencia japonesa, el diferencial entre los rendimientos a corto y a largo plazo ha conformado sus expectativas de inflación en un rango muy limitado, que se encuentra muy por debajo del 2%. Esto significa que, en un país con un banco central de genera confianza, el establecimiento de objetivos con respecto a la curva de rendimiento servirá como una orientación firme de las expectativas de inflación, lo que contribuirá al cambio real del nivel del precio agregado. Aunque los rendimientos se encuentran en niveles bajos, las expectativas de inflación nunca han superado la barrera del 2% desde que se instauró la política de control de la curva de rendimiento (gráfica 4.3).

Otro ejemplo es el Banco de la Reserva de Australia (RBA), el cual aplicó su versión del control de la curva de rendimiento en marzo de 2020, en plena pandemia de coronavirus. El RBA ha aprendido de la experiencia de Japón y, en lugar de centrarse en los bonos del Tesoro a 10 años, este banco central optó por fijar únicamente el rendimiento de sus bonos gubernamentales a 3 años a un límite en torno al 0,25%, dada «su importancia como tipo de referencia en los mercados financieros y el papel que desempeña en la financiación en gran parte de la economía australiana». De nuevo, los rendimientos se estabilizaron en el nivel correspondiente sin que el banco central comprara grandes cantidades de deuda pública. De hecho, el diferencial entre los bonos gubernamentales a corto y a largo plazo

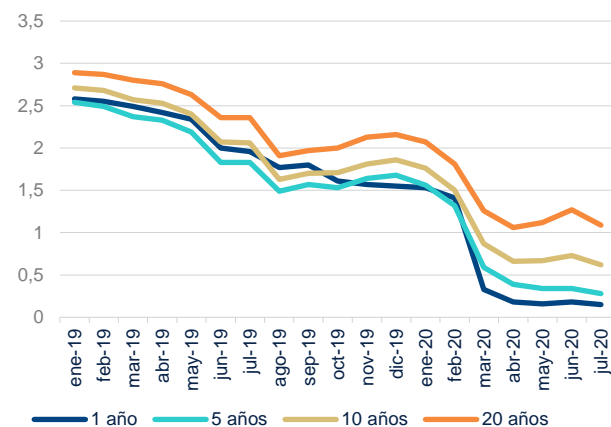
aumentó 40 puntos básicos entre marzo y julio (gráfica 4.4). Por su parte, el balance del RBA «solo» se amplió un 29%. Este resultado refleja que el RBA ha logrado alcanzar sus objetivos con un coste mínimo.

Los YCT en el plano estadounidense

Como demuestran los casos anteriores de Japón y Australia, gracias a la aplicación de políticas de YCT, los bancos centrales de ambos países lograron estabilizar la curva de rendimiento sin ampliar el balance de manera agresiva. La «magia» de los YCT reside en la credibilidad de la autoridad monetaria, el cual influye en los tipos de interés a través de su compromiso y sus expectativas, pero no recurre de forma efectiva a las compras de activos. Por lo tanto, los YCT pueden combinarse con la expansión cuantitativa y la orientación futura para maximizar el estímulo monetario.

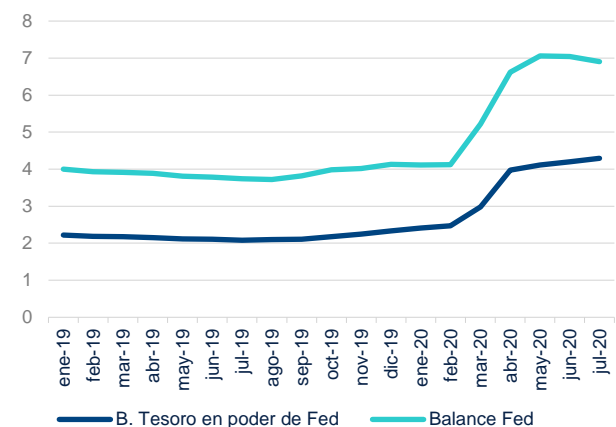
Los beneficios de los YCT son especialmente ventajosos en la crisis económica sin precedentes propiciada por la pandemia. Por un lado, el importe de los títulos del Tesoro de EE. UU. en poder de la Fed repuntó de los 2,5 billones registrados a finales de febrero a los 3 billones de USD de finales de marzo y a los 4,3 billones de USD principios de agosto: su importe se incrementó en un 72%. Mientras tanto, el balance de la Fed aumentó un 66% (de 4,2 billones a 7,0 billones de USD) en el mismo período. Por otro lado, la volatilidad del rendimiento se convirtió en un problema después del desplome del mercado en marzo, mientras que la expansión del balance de la Fed no redujo significativamente el rendimiento de los títulos del Tesoro (gráficas 4.5 y 4.6).

Gráfica 4.5 RENDIMIENTOS DE LOS TÍTULOS DEL TESORO ESTADOUNIDENSE (%)



Fuente: FRB, Haver y BBVA Research.

Gráfica 4.6 BALANCE DE LA RESERVA FEDERAL (BILLONES DE USD)



Fuente: FRB, Haver y BBVA Research.

Un número de eminentes economistas y legisladores han abogado por que la Fed implante los YCT. En concreto, Bernanke (2020)⁴ sugiere que la reducción de los tipos de interés a lo largo de la estructura de plazos aumenta la capacidad del banco central de estimular la economía más que la expansión cuantitativa y la orientación futura. Sin embargo, también señala que «el control de la curva de rendimiento al estilo japonés» —a saber, estableciendo rendimientos a muy largo plazo— puede resultar infructuoso en Estados Unidos. Dado que la aplicación de YCT al

4: Bernanke, B. S. (2020). «The new tools of monetary policy». *American Economic Review*, 110(4), págs. 943-983.

estilo japonés requiere que la Fed adquiera una parte considerable de los bonos en circulación, el banco central puede adolecer de significativas pérdidas de capital. Por lo tanto, Bernanke propone que la Fed se centre únicamente en objetivos de bonos a más corto plazo, en lugar de en la totalidad de la curva de rendimiento.

La gobernadora de la Fed Lael Brainard (2020) también es partidaria de fijar objetivos con respecto al rendimiento de los bonos a más corto plazo.⁵ Brainard argumenta que «limitar los tipos de interés en el tramo de corto a medio plazo de la curva de rendimiento» podría reforzar el efecto de la orientación futura, así como reducir la incertidumbre suscitada por los programas de compras de activos. Asimismo, al no establecer objetivos con respecto al rendimiento de bonos del Tesoro a largo plazo, los legisladores conceden más margen para que aumenten las expectativas de inflación y, en última instancia, para que la inflación se sitúe por encima del objetivo del 2%. Cabe señalar que las actas de la reunión de junio revelan que el FOMC también comparte esta visión. Por su parte, el presidente de la Fed de Nueva York John C. Williams señaló en mayo que los legisladores estaban «estudiando seriamente» la posibilidad de adoptar objetivos específicos relativos a la curva de rendimiento de los títulos del Tesoro.

Aunque, en apariencia, la política de YCT es una herramienta idónea para la situación económica actual —con algo de incertidumbre únicamente en torno a aspectos específicos de la curva de rendimiento—, también puede poner al banco central en una posición de riesgo. En otras palabras, con los YCT, la Fed arriesga aún más su independencia, sobre todo si el Departamento del Tesoro emite una gran cantidad de títulos que la Fed deberá ostentar. El banco central puede fijarse como objetivo o bien la cantidad o bien el precio de los títulos del Tesoro, pero no puede centrarse en ambos parámetros. Si establece objetivos relativos al rendimiento de los bonos del Tesoro y se compromete a restablecer el mercado a precios concretos, la Fed ya no podrá decidir la dimensión del balance. Por lo tanto, la cooperación entre legisladores de políticas monetarias y de políticas fiscales es crucial. En el peor de los casos, la Fed se verá obligada a comprar una ingente cantidad de bonos del Tesoro si la política fiscal es demasiado agresiva, como es el caso a día de hoy. Entre marzo y julio, la emisión neta mensual de títulos del Tesoro ascendió a una media de 103.000 millones de USD, 4 veces mayor que la media histórica. Algunos legisladores pueden pensar que la expansión del balance de la Fed podría ser una manera de financiar un estímulo masivo de la política fiscal, mientras que otros pueden preferir tener más peso en la Fed.

Conclusión

Dado que la expansión cuantitativa y la orientación futura han pasado a formar parte de las herramientas de batalla de las políticas de la Fed, parece que esta podría optar por establecer objetivos con respecto al rendimiento de los títulos del Tesoro de corto a medio plazo para estimular aún más la economía. A la luz de las declaraciones recientes del presidente Powell sobre el preocupante efecto del coronavirus en la recuperación económica de EE. UU., y dado que el rendimiento actual de los títulos del Tesoro a 5 años es de alrededor del 0,25%, la probabilidad de aplicar dicha herramienta es cada vez mayor. Sin embargo, como el éxito de la política de YCT depende de la cooperación entre legisladores monetarios y fiscales, su confianza —o desconfianza— mutua podría desempeñar un papel importante en las futuras acciones de la Fed.

5: Brainard, L. (2020). «Monetary Policy Strategies and Tools When Inflation and Interest Rates Are Low: A speech at the 2020 US Monetary Policy Forum, sponsored by the Initiative on Global Markets at the University of Chicago Booth School of Business, New York, New York, February 21, 2020», (n.º 87502).

5. Análisis del efecto de la ayuda económica de la Ley CARES en la recuperación de la crisis del COVID-19

Antecedentes

La Ley de Asistencia, Alivio y Seguridad Económica por Coronavirus (CARES) se promulgó el 27 de marzo de 2020 y constituyó el tercer mecanismo destinado a refluotar la economía estadounidense en los primeros días de la crisis del COVID-19. El consumo se encontraba bajo mínimos, ya que las autoridades locales y estatales emitieron órdenes para que la población permaneciera en sus hogares, al tiempo que los temores ante el virus aniquilaban los desplazamientos.⁶ El gasto total de consumo continuó su descenso hasta la primera semana de abril y, lentamente, comenzó a repuntar durante el verano de 2020. A mediados de abril, se apreció un aumento en la recuperación de la demanda de los consumidores, coincidiendo con la aportación, al amparo de la Ley CARES, de 1,7 billones de USD de estímulo a pequeñas empresas y a estadounidenses de clase media y baja, que se sumaron a los 500.000 millones de USD otorgados al Fondo de Estabilización Cambiaria del Tesoro. Estos se emplearon para conceder préstamos directos y garantías de préstamo a empresas de transporte aéreo, tanto de mercancías como de pasajeros, y otras empresas fundamentales para garantizar la seguridad nacional. Esta dotación también se destinó a respaldar los mecanismos de liquidez y las líneas de crédito de emergencia de la Fed para empresas, estados y municipios.

El efecto de los pagos transferidos a través de mecanismos para estabilizar la caída del consumo es difícil de medir de forma independiente, ya que la estabilidad del consumo se debió a los préstamos del programa Paycheck Protection Program (PPP) en tanto que se emplearon para reducir los despidos masivos y la pérdida de ganancias. La eficacia de las medidas destinadas a la protección de los puestos de trabajo se determinará más eficazmente tras la recuperación de la crisis de COVID-19, cuando dispongamos de más datos. Sin embargo, estos esfuerzos brindaron una oportunidad única para analizar el efecto de las transferencias programadas a los consumidores en forma de cheques de estímulo económico —los cuales no se habían emitido de forma masiva desde la Gran Recesión—, además del aumento temporal de los pagos de prestaciones por desempleo. Estas acciones frenaron la disminución de la demanda de los consumidores y coincidieron con acusados repuntes y la recuperación estable de la demanda en ciertos sectores.

Algunos investigadores de las universidades de Harvard y de Brown recopilaron datos sobre el gasto de los consumidores, la situación laboral, las ganancias y los ingresos de las empresas con el fin de analizar y compartir información en tiempo real sobre el estado de la recuperación económica. El informe que publicó este equipo confirmó las tendencias que, según se sospechaba, se originaron a raíz de la particular idiosincrasia de la crisis del COVID-19. La mayoría de las economías locales de EE. UU. corroboran el relato siguiente.⁷ La información sobre la propagación del virus en marzo de 2020 provocó un cambio de comportamiento principalmente entre las rentas altas, algo que más tarde regularían las autoridades locales y estatales. Esta falta de flujos de efectivo afectó a los negocios situados en

6: <https://www.apple.com/covid19/mobility>

7: https://opportunityinsights.org/wp-content/uploads/2020/05/tracker_paper.pdf

los barrios más ricos, lo que condujo al desempleo masivo de los trabajadores con rentas bajas. Posteriormente, esta crisis laboral interrumpió la entrada de efectivo en los negocios de rentas bajas y otras personas con bajos ingresos, y el ciclo comenzó a autoafianzarse. Dado que el colapso observado del gasto de los consumidores tanto entre rentas altas como bajas responde a factores distintos (principalmente, el temor al virus en el caso de las rentas más altas y al desempleo en las personas con bajos ingresos), cabrían esperar reacciones muy diferentes entre estos grupos demográficos ante las medidas aplicadas en virtud de la Ley CARES.

Estas diferencias de comportamiento nos permiten medir la eficacia de los pagos transferidos a los consumidores de rentas bajas y medias como mecanismo de política fiscal, así como los fundamentos que debemos tener en cuenta a la hora de comprender la crisis después de la recuperación, siempre y cuando el consumo estuviera ligado no solo a los medios de los consumidores, sino también a la percepción de una amenaza existencial.

Metodología

Gracias a los datos publicados en Opportunity Insight Economic Tracker⁸, podemos realizar un seguimiento del gasto, el desempleo, el empleo y los ingresos de las personas con rentas bajas, medias y altas por condado. Debido a un cambio permanente o temporal en estas series en el período en el que se promulgó la Ley CARES y dada la posterior distribución de pagos de estímulo económico debidos al COVID-19, así como a los incrementos en las prestaciones por desempleo, pretendemos comprobar si un análisis de intervención puede describir ampliamente el movimiento no lineal en la mayoría de estas series. Sobre la base del efecto de la intervención, empleamos una estimación bayesiana del coeficiente no lineal en un modelo autorregresivo de media móvil (ARMA) lineal para describir la magnitud de la intervención, que se produjo en torno al 15 de abril de 2020:

$$y_t = z_t + \frac{\theta(B)}{\phi(B)} \epsilon_t$$

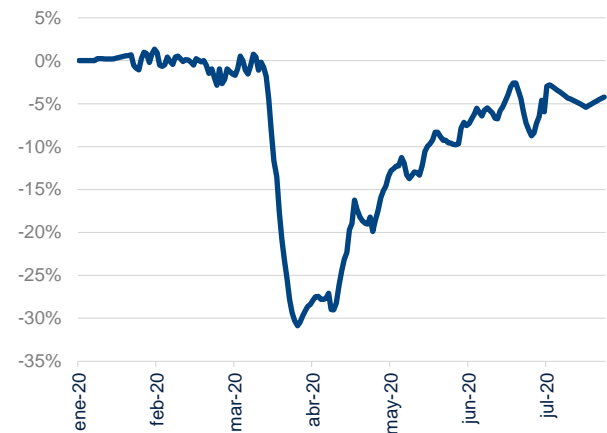
En esta fórmula, y_t es la variable dependiente, z_t es el efecto de la intervención en el momento t , y $\frac{\theta(B)}{\phi(B)} \epsilon_t$ es un modelo ARMA específico. La mayoría de las variables siguen la tendencia de la gráfica 5.1 de una intervención cuyo efecto se estabiliza gradualmente y con respecto a la cual la velocidad de recuperación viene determinada por un factor autorregresivo de correlación (z_t) cuyo efecto se produce de forma simultánea en todas las series y se presupone que, en último término, desaparece. La capacidad de este factor adicional para explicar los residuos de un modelo ARMA estándar es significativamente distinto de cero, por lo que optamos por aplicar este modelo a subseries a nivel de condado.

La estimación de este coeficiente de correlación se sitúa entre 0 y 1. Cuanto más próximo esté el coeficiente a 1, mayor es el efecto de la intervención en esa serie y más rápido se recuperan las series hasta alcanzar los niveles previos a la pandemia. La excepción a esta regla reside en las solicitudes de prestaciones por desempleo, puesto que se articularon para reducir su nivel desde que se asumió la intervención, como se refleja en la gráfica 5.2. Una vez se calcula el efecto para cada variable a nivel de condado, el efecto se compara con respecto a las posibles

8: <https://tracktherecovery.org/>

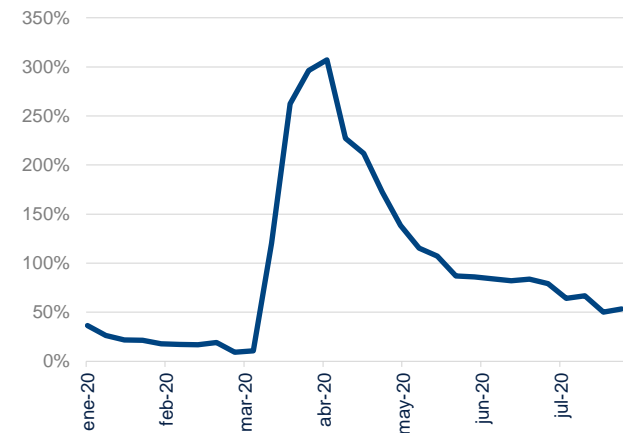
características relevantes de la economía del condado pertinente, a fin de describir los patrones entre estas características y el efecto de la intervención de la Ley CARES.

Gráfica 5.1 **RECUPERACIÓN DEL GASTO DE LOS CONSUMIDORES (ENERO DE 2020 = 0)**



Fuente: BBVA Research, Harvard, Universidad de Brown, Oficina del censo de EE. UU.

Gráfica 5.2 **RECUPERACIÓN DE LA TASA DE SOLICITUDES DE PRESTACIONES POR DESEMPLEO**



Fuente: BBVA Research, Harvard, Universidad de Brown, Oficina del censo de EE. UU.

Análisis

Las dos características de la economía de los condados que decidimos analizar son los ingresos medios y la distribución de la riqueza, según las mediciones realizadas a partir de una estimación del coeficiente de Gini de un condado. Estas idiosincrasias parecen importantes para un análisis superficial y, especialmente, cuando se producen la serie de acontecimientos que llevaron a la primera caída de la demanda de los consumidores. Sin embargo, destacamos otras características que merecen una consideración de cara al futuro.

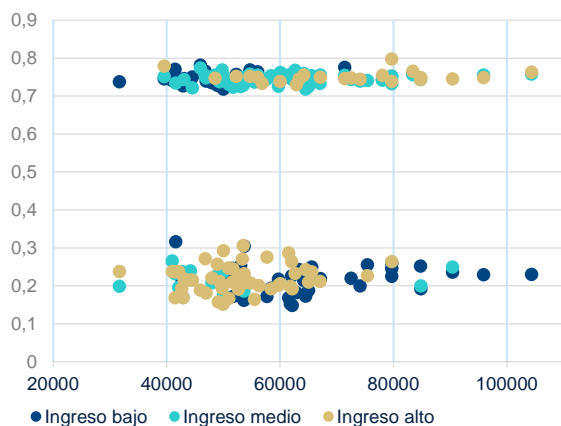
Los efectos sobre los ingresos determinan los efectos sobre el empleo en el condado, y viceversa. Estos forman dos grupos de condados y poblaciones: aquellos que respondieron relativamente rápido a los pagos de estímulo, que se sitúan en torno a un coeficiente de 0,75 (se estabilizaron a principios de mayo), y aquellos que tardaron mucho más en recuperarse, que se sitúan en torno a un coeficiente de 0,20 (se estabilizaron a mediados de julio). En este análisis, las personas con rentas bajas, medias y altas se corresponden con el tercio inferior, medio y superior de rentas familiares de cada condado, respectivamente. Dada la distribución de la renta familiar en EE. UU. y las condiciones que se deben reunir para recibir cheques de estímulo, la mayoría de los ciudadanos y residentes permanentes se encuentran por debajo del percentil 95 de las personas que perciben rentas que pueden acceder a algún tipo de ayuda.

A primera vista, podríamos esperar que las personas que perciben menos ingresos se correspondan con el grupo de personas que solicitaron antes los pagos de estímulo económico y las prestaciones por desempleo ampliadas, dado que, por lo general, son en quienes pensamos cuando consideramos qué empresas han recurrido a los programas de regulación temporal de empleo o al despido de empleados cuando los flujos de efectivo empezaron a menguar. Sin

embargo, las poblaciones con rentas bajas tenían la misma probabilidad de situarse en la categoría de personas que tardaron más en recurrir a estas ayudas, independientemente de los ingresos medios o los coeficientes de Gini. Esto podría tener varias interpretaciones. Quizá la crisis de desempleo nacional que identificó tantas dificultades económicas era principalmente de carácter regional y los trabajadores con rentas bajas de condados menos afectados sencillamente no reunían los requisitos para acceder a las ampliaciones de las prestaciones por desempleo. Los trabajadores esenciales podrían haber aliviado el paso de la crisis en sus respectivos condados; de hecho, la mayoría de estos trabajadores acudieron a sus puestos de trabajo a lo largo de la pandemia y únicamente podían optar a los cheques de estímulo. Entre las poblaciones con rentas bajas de estos condados puede que también se encuentren inmigrantes que, pese a estar en nómina en empresas, no reunieran las condiciones para recibir cheques de estímulo ni prestaciones por desempleo. Independientemente de la explicación, este resultado implica que la población total de personas con rentas bajas no recuperó por completo los ingresos ni el puesto de trabajo perdidos a raíz de recibir un pago de estímulo único y las ampliaciones de la prestación por desempleo.

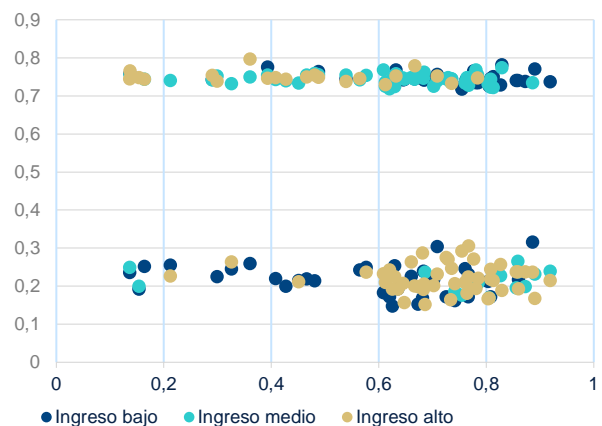
La práctica totalidad de los trabajadores con rentas medias se correspondieron con el grupo de población que más se benefició de la Ley CARES. Quizá la mayoría de estas personas se correspondían plenamente con la población de empleados cuyos ingresos o puestos de trabajo se vieron amenazados por la pandemia, pero que ganaron lo suficiente, bien a nivel individual o en el conjunto de su núcleo familiar, para poder acceder a un cheque de estímulo. Como cabía esperar, los trabajadores con rentas altas apenas apreciaron la intervención de la Ley CARES, ya que cada vez menos de entre ellos podía optar a ningún tipo de ayuda pecuniaria, independientemente de si habían perdido o no su puesto de trabajo. Curiosamente, las poblaciones con rentas más altas tenían más probabilidades de beneficiarse de las ayudas pecuniarias si residían en un condado con unos ingresos medios más elevados o con una distribución de ingresos más uniforme, lo que puede ser el resultado de una relación simbiótica entre la distribución de ingresos y la recepción de ayudas o estímulos. Probablemente, estos condados se encuentren menos segregados económicamente y los trabajadores con ingresos más elevados puedan beneficiarse en mayor medida de la política fiscal que favorece a los trabajadores de rentas bajas y medias.

Gráfica 5.3 TASA DE RECUPERACIÓN DE INGRESOS EN COMPARACIÓN CON LA RENTA FAMILIAR MEDIA DEL CONDADO



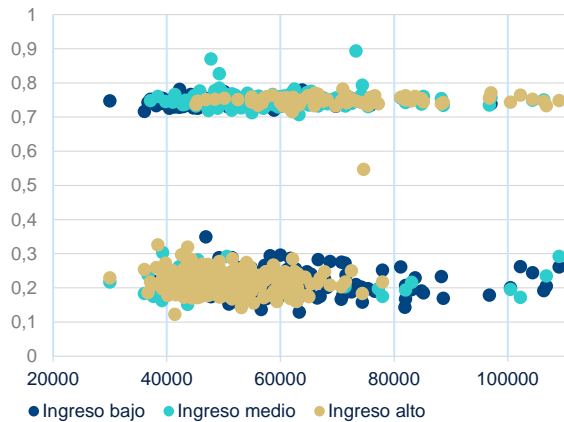
Fuente: BBVA Research, Harvard, Universidad de Brown, Oficina del censo de EE. UU.

Gráfica 5.4 TASA DE RECUPERACIÓN DE INGRESOS EN COMPARACIÓN CON EL COEFICIENTE DE GINI DEL CONDADO



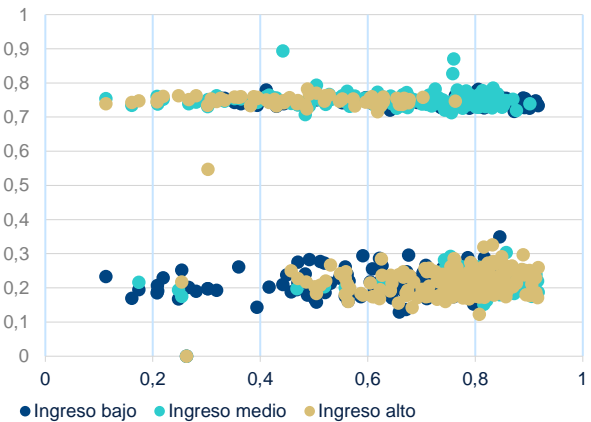
Fuente: BBVA Research, Harvard, Universidad de Brown, Oficina del censo de EE. UU.

Gráfica 5.5 TASA DE RECUPERACIÓN DE EMPLEO EN COMPARACIÓN CON LA RENTA FAMILIAR MEDIA DEL CONDADO



Fuente: BBVA Research, Harvard, Universidad de Brown, Oficina del censo de EE. UU.

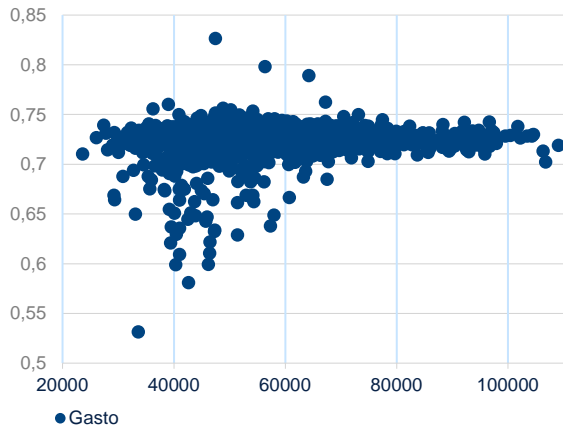
Gráfica 5.6 TASA DE RECUPERACIÓN DEL EMPLEO EN COMPARACIÓN CON EL COEFICIENTE DE GINI DEL CONDADO



Fuente: BBVA Research, Harvard, Universidad de Brown, Oficina del censo de EE. UU.

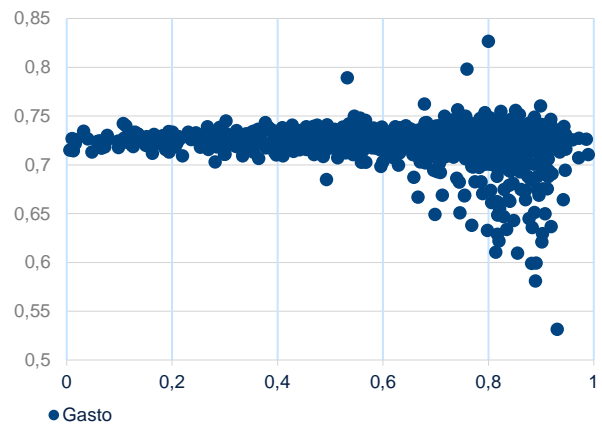
Los efectos de las ayudas pecuniarias de la Ley CARES en el gasto son bastante previsibles. La medida en que estas ayudas estimularon una recuperación del gasto rondó el 0,72 (estabilizándose alrededor de primeros de mayo). El patrón más interesante de la relación entre ingresos, desigualdad y recuperación del gasto presenta una acusada heterocedasticidad. Los condados con ingresos medios más bajos o con coeficientes de Gini más altos presentaron una mayor variación que los condados con mayores rentas o con una distribución de ingresos más uniforme. Parece probable que los condados con rentas medias más bajas o con una mayor disparidad de ingresos alberguen una mayor población de personas empobrecidas. Cabe la posibilidad de que estas personas fueran más conservadoras con sus ingresos adicionales y sus cheques de estímulo y optaran por aumentar sus ahorros en lugar de gastarlo en bienes duraderos, como hizo una significativa cantidad de personas con rentas bajas y medias. Puede que este grupo de población también hubiera optado por destinar las ayudas a bienes no relacionados con el consumo y en otros desembolsos tales como el pago de obligaciones de deuda contraídas y el alquiler. Como consecuencia, tenemos un estímulo fiscal que se centra en las rentas medias y bajas como un medio para impulsar la recuperación económica, pero que se ve bloqueado por las estructuras existentes. El objetivo era que el efectivo de los grupos de segregación económica y de pobreza fluyera entre los diferentes grupos de renta.

Gráfica 5.7 **TASA DE RECUPERACIÓN DEL GASTO EN COMPARACIÓN CON LA RENTA FAMILIAR MEDIA DEL CONDADO**



Fuente: BBVA Research, Harvard, Universidad de Brown, Oficina del censo de EE. UU.

Gráfica 5.8 **TASA DE RECUPERACIÓN DEL GASTO EN COMPARACIÓN CON EL COEFICIENTE DE GINI DEL CONDADO**

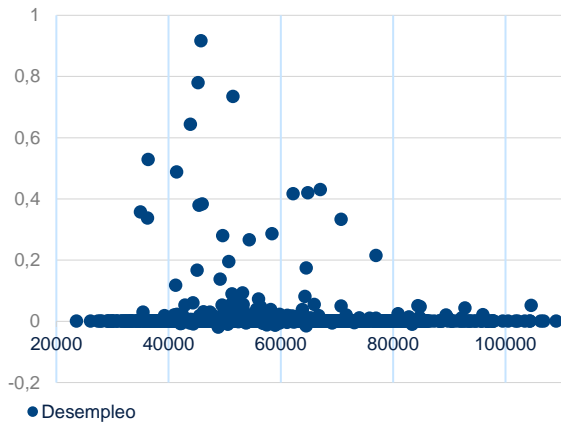


Fuente: BBVA Research, Harvard, Universidad de Brown, Oficina del censo de EE. UU.

La última variable que consideramos fue el efecto de las ayudas pecuniarias en las solicitudes de prestaciones por desempleo. Esta variable es más difícil de describir en lo que a transferencias únicas se refiere, ya que dichas solicitudes comenzaron a aumentar en torno a la semana en la que se emitieron las ayudas y las ampliaciones de las prestaciones por desempleo. Los préstamos del programa PPP emitidos en virtud de la Ley CARES desempeñaron un papel importante en la disminución de solicitudes de prestaciones por desempleo a mediados de abril, por lo que cualquier mejora en este período es menos probable que se deba a los pagos realizados a los consumidores y más atribuible al PPP.

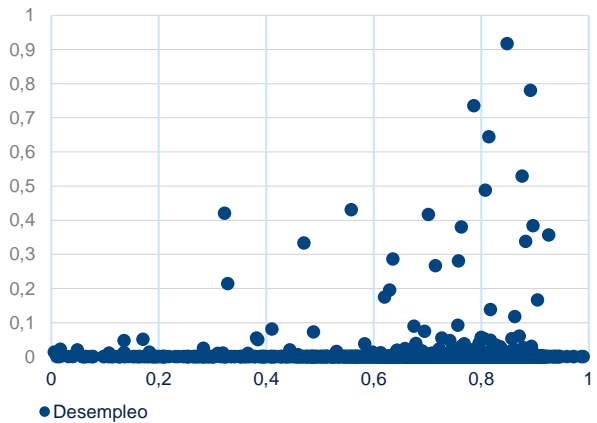
No obstante, a medida que el gasto se recuperaba en la segunda mitad de abril gracias a los pagos de impacto económico, las nuevas solicitudes de prestaciones por desempleo continuaron en descenso. De hecho, la mayoría de los condados experimentaron una desaceleración definitiva e inmediata en lo que respecta a dichas solicitudes tras la aplicación de la Ley CARES. Un patrón interesante es que un considerable número de condados con unos ingresos medios bajos y un coeficiente de Gini elevado apenas experimentaron una ligera mejora en las solicitudes de prestaciones por desempleo tras la emisión de los pagos. Este patrón desaparece en el caso de los condados con ingresos medios más altos y aquellos en el nivel más bajo tanto en cuanto a la uniformidad de ingresos como de renta media. De nuevo, parece que las estructuras económicas impiden que las transferencias a los consumidores se traduzcan en la recuperación del empleo.

Gráfica 5.9 **TASA DE RECUPERACIÓN DE LAS SOLICITUDES DE PRESTACIONES POR DESEMPLEO EN COMPARACIÓN CON LA RENTA FAMILIAR MEDIA DEL CONDADO**



Fuente: BBVA Research, Harvard, Universidad de Brown, Oficina del censo de EE. UU.

Gráfica 5.10 **TASA DE RECUPERACIÓN DE LAS SOLICITUDES DE PRESTACIONES POR DESEMPLEO EN COMPARACIÓN CON EL COEFICIENTE DE GINI DEL CONDADO**



Fuente: BBVA Research, Harvard, Universidad de Brown, Oficina del censo de EE. UU.

Resultaría interesante comparar estas ocho variables (los ingresos y el empleo en las poblaciones de renta baja, media y alta; el gasto y el desempleo) con otras variables aclaratorias, aparte de la renta y el coeficiente de Gini. A raíz de dicha comparación, probablemente veríamos que surgen algunos patrones sólidos a partir del PIB según el sector, la edad media, la población y la densidad de la población, y en las agrupaciones geográficas. Estas variables son muy específicas de la crisis del COVID-19, pero su consideración resultará muy importante con vistas a contextualizar la recuperación y la mitigación en el mundo que surja de esta crisis. Los resultados arrojan luz sobre cómo se difunden las transferencias a los consumidores y cómo una política tan genérica como un cheque de estímulo económico puede orientarse a determinados grupos y sectores afectados.

Conclusión

La versión de la crisis de COVID-19 según la cual las reducciones del gasto de los consumidores repercutieron en las clases más bajas y medias parece validar el uso de las transferencias a los consumidores afectados como un impulso inicial para el crecimiento económico. Sin embargo, ahora nos damos cuenta de que los efectos conductuales de la crisis han sido demasiado complejos como para corregirlos con un solo tipo de medida fiscal. Prueba de ello es que, en pleno agosto de 2020, la mayoría de los bienes y servicios cuyo intercambio es presencial aún no se han recuperado por completo hasta sus niveles previos a la pandemia. Esto encaja con un escenario en el que la disminución del gasto de los consumidores de las clases más bajas se debió a la merma en sus medios económicos, más que por temor al virus. Si los legisladores tenían la intención de estimular la recuperación económica específicamente entre las clases medias, podemos afirmar que lograron con creces su objetivo a través de los cheques de estímulo y las ampliaciones de prestaciones por desempleo. Por otra parte, las estructuras económicas tales como la pobreza y la desigualdad impidieron que las transferencias se tradujeran en recuperación en otras esferas.

6. El hidrógeno: una pieza esencial del rompecabezas de la energía limpia

Introducción

El hidrógeno es el elemento más simple y abundante del universo, y se utiliza en la fabricación de numerosos productos. Además, al igual que la electricidad, es un vector energético. Dado el aumento de las presiones por contener el calentamiento global, las empresas, la comunidad científica y los legisladores se están fijando en el hidrógeno y en su posible función en la transición a una economía limpia. El hidrógeno es una fuente de energía limpia: cuando entra en combustión, produce agua en lugar de dióxido de carbono (CO₂). En concreto, el hidrógeno podría ayudar a descarbonizar industrias tales como la del transporte, la aviación, los productos petrolíferos, los materiales de construcción y la fabricación de productos químicos, las cuales presentan dificultades para reducir las emisiones de gases de efecto invernadero. A continuación, analizaremos los posibles beneficios y limitaciones del hidrógeno como fuente de energía limpia.

Situación actual del hidrógeno

El hidrógeno representa una industria global consolidada con una producción anual de aproximadamente 70 millones de toneladas métricas y con unos ingresos que ascienden aproximadamente a 130.000 millones de USD.⁹ Este elemento tiene aplicaciones principalmente industriales. Las industrias del hierro y el acero, de refinería y química, consumían aproximadamente tres cuartas partes del hidrógeno producido en el mundo. Las refinerías de petróleo utilizan hidrógeno para eliminar el azufre de los productos refinados. En la industria química, el hidrógeno se emplea como materia prima para producir el amoníaco que se utiliza en la fabricación de fertilizantes y de productos de limpieza domésticos. El hidrógeno también participa en la producción de metanol, que se destina a la creación de combustible, disolventes y anticongelante. Dado que el hidrógeno tiene una masa muy baja por unidad de volumen, resulta difícil de transportar y almacenar. En consecuencia, el 90% del hidrógeno se produce en plantas autoproductoras cercanas al usuario final.

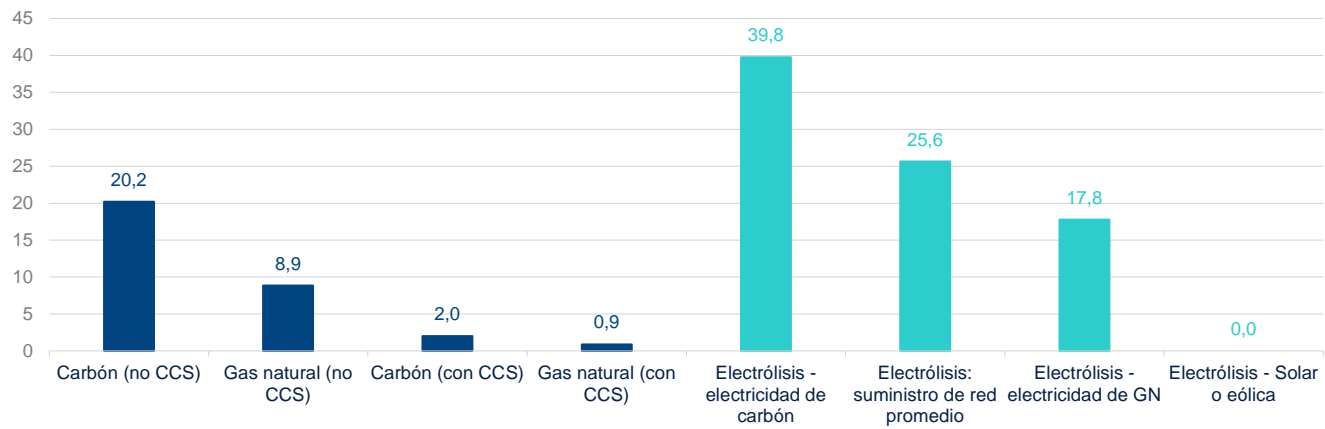
El hidrógeno no se puede encontrar en su estado puro, por lo que se debe obtener a partir de otros elementos. Actualmente, casi el 95% del suministro de hidrógeno mundial proviene de combustibles fósiles a través de un proceso conocido como reformado con vapor de metano (SMR), en el que se utiliza vapor a alta temperatura para producir hidrógeno a partir de una fuente de metano, como el gas natural.

Aunque la combustión de hidrógeno no genera emisiones, su producción es altamente contaminante, puesto que genera casi 830 millones de toneladas métricas de CO₂ al año (lo que equivale a las emisiones del Reino Unido e Indonesia juntas). Un kilogramo de hidrógeno genera aproximadamente 9 kg de CO₂ si se fabrica con gas natural y 20 kg de CO₂ si se produce con carbón. Sin embargo, la producción de hidrógeno a gran escala con cero emisiones

9: Fuente: Agencia Internacional de la Energía y Morgan Stanley.

será una realidad en las próximas décadas, gracias a la expansión de la energía renovable y al desarrollo de tecnologías de captura de carbono.

Gráfica 6.1 **CANTIDAD DE CO2 EN LA PRODUCCIÓN DE HIDRÓGENO (KG DE CO2/KG H2)**



Fuente: «Hydrogen Economy Outlook», Bloomberg New Energy Finance.

La reducción del coste de la energía renovable ha permitido producir hidrógeno sin emisiones de carbono a través del electrólisis de agua. El hidrógeno producido mediante esta técnica se conoce como **«hidrógeno verde»** y actualmente representa un 4% de la producción total (aproximadamente 2,8 millones de toneladas métricas). En todo el mundo, se han anunciado 21 proyectos de hidrógeno verde con una capacidad total de 3 GW, la mayoría de ellos, en Europa.

Además, las innovaciones tales como las tecnologías de captura, uso y almacenamiento de carbono (CCUS) pueden reducir significativamente las emisiones de SMR, lo que resulta en lo que se denomina **«hidrógeno azul»**. Las tecnologías de CCUS evitan las emisiones, ya que captan el CO2 que producen las plantas industriales, lo comprimen para transportarlo y lo inyectan en las formaciones rocosas a gran profundidad, donde se puede almacenar de forma permanente. El CO2 capturado mediante las tecnologías de CCUS también se puede utilizar en la recuperación mejorada de petróleo crudo, la fabricación de hormigón o de productos químicos, etc. En 2019, existían 51 proyectos globales de CCUS a gran escala, de los cuales 19 siguen operativos, 4 están en proceso de construcción, 10 se encuentran en una fase de desarrollo avanzada y 18 están en una fase de desarrollo inicial. En conjunto, estos proyectos tienen la capacidad de capturar 100 millones de toneladas métricas de CO2 al año¹⁰, lo que equivale al consumo eléctrico de 16,9 millones de hogares¹¹. Tres de las plantas en funcionamiento están dedicadas a la producción de hidrógeno.

10: Fuente: Global CCS Institute.

11: Fuente: Calculadora de equivalencias de gases de efecto invernadero de la EPA.

El hidrógeno más allá de las aplicaciones actuales

El hidrógeno ha demostrado ser una excelente alternativa para descarbonizar el transporte. Los vehículos impulsados por hidrógeno, en lugar de depender de una batería, dependen de una pila de combustible que utiliza la energía que contiene el hidrógeno para producir electricidad. Los vehículos eléctricos con pila de combustible (VPC) no producen emisiones de escape, aparte de agua y aire caliente. Como el hidrógeno puede almacenar tres veces más energía por unidad de peso que la gasolina o el diésel, los VPC pueden recorrer más de 800 km con el depósito lleno, es decir, más que los motores de combustión y que los vehículos eléctricos de batería (VEB) con carga completa. A diferencia de los VEB, los VPC se pueden repostar en cinco minutos, como en el caso de los motores de combustión. A día de hoy, Honda, Toyota y Hyundai han lanzado modelos impulsados por hidrógeno.

Sin embargo, la adopción masiva de VPC aún plantea algunos problemas. Los modelos disponibles son caros (su precio ronda los 60.000 USD) y, al contrario que los VEB, no se pueden cargar en casa. Por lo tanto, el éxito de los VEB depende de la infraestructura de puntos de recarga públicos, la cual es muy limitada en este momento. Además, el hidrógeno es aún más caro que la gasolina y la electricidad. Al contrario que con los turismos, los camiones pesados que trasladan bienes y servicios a largas distancias parecen ser el nicho más prometedor para el hidrógeno, debido a su mayor densidad energética en relación con las baterías eléctricas.

Otros sectores en los que el hidrógeno se ha revelado como una potencial alternativa para reducir las emisiones son el transporte de mercancías marítimo, la aviación, el calor a alta temperatura, los edificios y la electricidad.

Casi el 90% de los bienes comercializados se transportan por mar, de forma que el sector del transporte de mercancías marítimo es responsable del 2,5% de las emisiones de CO₂. Entre las tecnologías disponibles se incluyen las pilas de combustible, el amoniaco y los motores de hidrógeno. El cambio a flotas enteras de hidrógeno requeriría inversiones considerables para adaptar la infraestructura de buques y repostaje. A corto plazo, las empresas valoran la posibilidad de mezclar el hidrógeno con los combustibles fósiles que se utilizan actualmente. Otra alternativa es que los barcos utilicen amoniaco, un subproducto del hidrógeno que se transporta principalmente en buques.

Las industrias como la química, la del cemento, el hierro, el acero y el aluminio podrían utilizar hidrógeno para producir calor. Actualmente, estas industrias utilizan combustibles fósiles (principalmente carbón) para generar calor a alta temperatura en diferentes procesos, como la gasificación y la fusión, así como para desencadenar reacciones químicas. Es probable que estas industrias continúen creciendo en las próximas décadas, junto con la población y el crecimiento económico. Las actividades industriales a alta temperatura industrial (responsable del 3,3% de las emisiones totales de CO₂) son las más difíciles de realizar con fuentes de energía limpias.

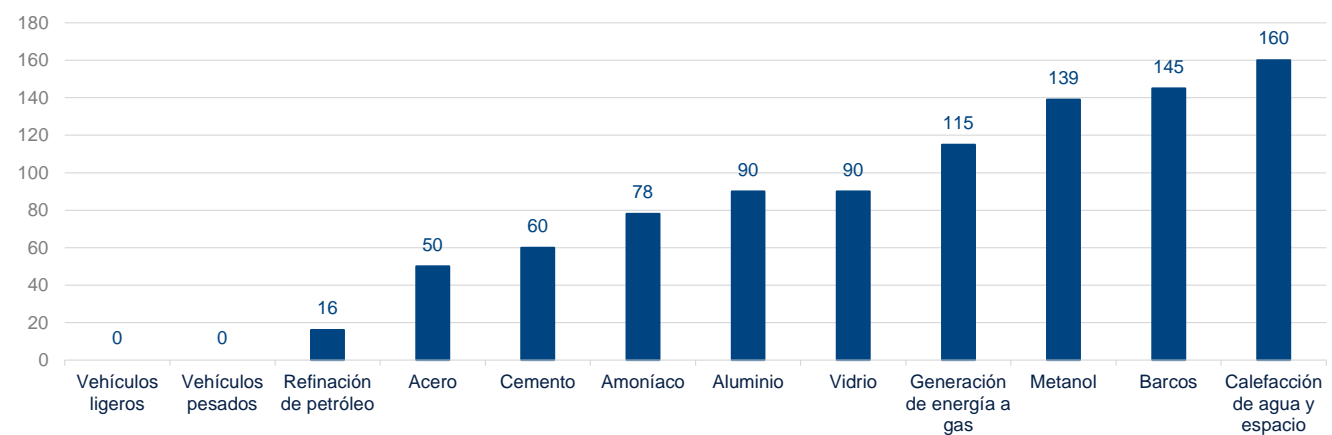
Del mismo modo, las opciones de combustible con bajo contenido de carbono escasean en la industria de la aviación. Los combustibles mezclados con hidrógeno podrían convertirse en una alternativa para reducir las emisiones. Sin embargo, esta opción aún es considerablemente más costosa que el carburreactor. Análogamente, el hidrógeno se ha considerado una alternativa energética para edificios, ya que se puede transportar a través de la misma infraestructura de tuberías que el gas natural. No obstante, los sistemas de calefacción y refrigeración que solo emplean hidrógeno necesitan cambios en lo que respecta a infraestructura de suministro y los equipos o electrodomésticos, lo que podría implicar costes considerables tanto para las empresas como para los consumidores. Otra opción, potencialmente más asequible, es mezclar el hidrógeno con el gas natural.

El hidrógeno también se puede mezclar con el gas natural para producir electricidad en el ámbito de los servicios públicos, lo cual contribuiría a que estos compensen la oferta dado el bajo nivel de producción de electricidad renovable. Además, el hidrógeno producido a partir de electrólisis se puede utilizar para almacenar el exceso de electricidad generado por las fuentes de energías eólica y solar cuando la demanda es baja y la oferta es alta. Esta energía puede almacenarse en formaciones rocosas de forma similar al gas natural. A largo plazo, el hidrógeno podría sustituir al gas natural en la producción de electricidad.

Los desafíos de la producción a gran escala

A pesar de su potencial como fuente de energía limpia en las industrias con infraestructuras más difíciles de dismantelar, el hidrógeno sigue resultando caro. Para la mayoría de los sectores descritos anteriormente, los precios del carbono deberían ser muy altos como para que el hidrógeno pudiera competir con los combustibles fósiles dadas las tecnologías actuales. Por ejemplo, según Bloomberg New Energy Finance (BNEF), los precios del carbono tendrían que ascender a 160 USD/tCO_{2e} para 2050 en el ámbito de la calefacción de locales y de agua para que pueda competir con el gas natural. En el caso de la producción de electricidad mediante gas, el precio del carbono debería ser de 115 USD/tCO_{2e}. Para poner estos datos en perspectiva, los precios actuales del carbono oscilan entre 1 USD/tCO_{2e} y 119 USD/tCO_{2e}, y el precio de la mitad de las emisiones cubiertas es inferior a 10 USD/tCO_{2e}.¹² Esto sugiere que sería necesaria una intervención gubernamental considerable, así como avances tecnológicos, para que prosperen los sectores del hidrógeno azul y del hidrógeno verde. Esta intervención del Gobierno podría tomar forma de subvención, incentivos fiscales, reglamentos de emisiones bajas de carbono y gastos en I+D.

Gráfica 6.2 **PRECIOS DEL CARBONO NECESARIOS PARA QUE EL HIDRÓGENO PUDIERA COMPETIR CON EL COMBUSTIBLE FÓSIL MÁS ECONÓMICO EN CADA CASO DE USO, 2050 (USD/TCO_{2E})**



Fuente: BBVA Research con datos de «Hydrogen Economy Outlook» (Bloomberg New Energy Finance).

También existen obstáculos técnicos que encarecen el uso del hidrógeno. Debido a tan baja densidad, una gran parte de la energía se pierde en la producción, el transporte y la combustión, lo que convierte al hidrógeno en una fuente

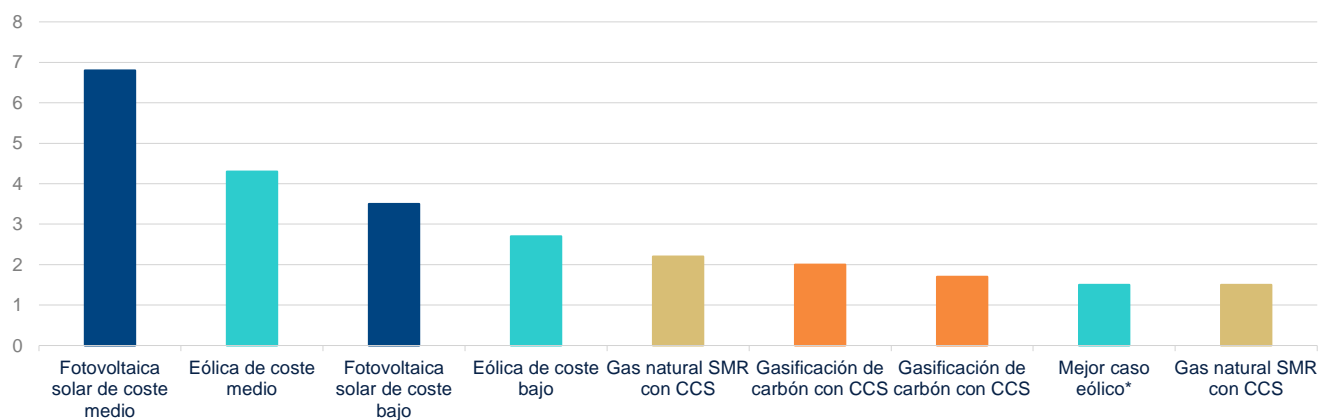
12: Fuente: Banco Mundial.

menos eficiente que los combustibles fósiles y las baterías eléctricas. Se necesitará más I+D y más innovaciones en las próximas décadas para resolver estos problemas.

Otro desafío está relacionado con los métodos de producción. Las tecnologías de CCUS no han despuntado tan rápido como se preveía. Aunque parece que está emergiendo una nueva oleada de inversiones, los efectos económicos adversos de la pandemia podrían retrasar su progreso. Según el Global CCS Institute, para que las CCUS cumplan con los objetivos de mitigación del cambio climático, el número de proyectos a gran escala tendría que aumentar a 2.000 para el año 2040.

Hoy en día, el hidrógeno verde también es más caro que los combustibles fósiles. No obstante, se espera que los costes del electrólisis disminuyan significativamente en las próximas décadas. BNEF prevé que la electrólisis de agua impulsada por electricidad renovable se convertirá en la forma más económica de producir hidrógeno a largo plazo debido al menor coste de la electricidad renovable y los electrolizadores. Sin embargo, aún se necesitarían inmensas grandes cantidades de tierra y agua para producir hidrógeno verde a gran escala, por lo que estos tipos de proyectos se antojan irrealizables en lugares donde la tierra es escasa y la demanda de hidrógeno aumenta, como Corea del Sur o Japón.

Gráfica 6.3 **COSTE ACTUAL DE LA PRODUCCIÓN DE HIDRÓGENO A PARTIR DE ENERGÍAS RENOVABLES Y DE COMBUSTIBLES FÓSILES (COSTE NIVELADO DEL HIDRÓGENO, USD/KG)**



* Suponiendo que el coste de los electrolizadores sea de 200 USD.

Fuente: BBVA Research con datos de la Agencia Internacional de las Energías Renovables y de «The Future of Hydrogen. Seizing Today's Opportunities».

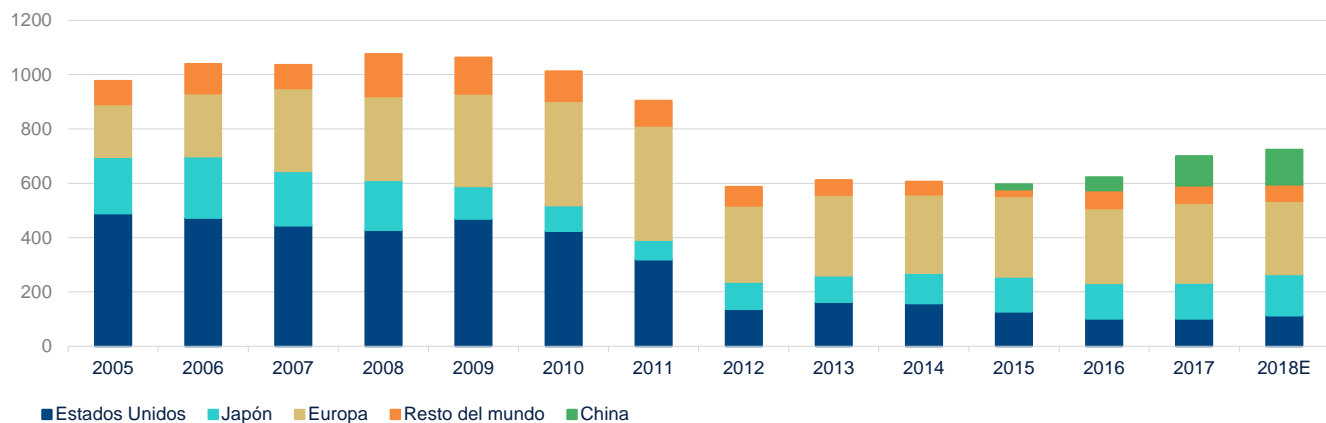
Las perspectivas del hidrógeno en Estados Unidos

Por otro lado, EE. UU. cuenta con todos los elementos necesarios para convertirse en la «central» de hidrógeno mundial: capital, extensión de tierra, grupos industriales, activos de energía renovable, capacidad de almacenamiento, potencial investigador, etc. En torno al 95% del hidrógeno producido en el país procede del gas natural a través de SMR. El país ya es líder mundial en proyectos de CCUS. En Port Arthur (Texas), la planta de captura de carbono de Air Products produce hidrógeno mediante procesos SMR y CCUS. La planta ha mitigado alrededor de 5 millones de

toneladas métricas de CO2. Dado el advenimiento de nuevos proyectos, el Gobierno federal ha respaldado el desarrollo de tecnologías de CCUS en virtud del artículo 45Q del Código de Ingresos Fiscales de EE. UU. («Internal Revenue Code») en el que se prevén créditos fiscales para el almacenamiento de CO2. En 2019, se presentó al Congreso la Ley en materia de utilización de emisiones significativas con tecnologías innovadoras (la Ley USE IT) en un intento de garantizar la consolidación de los proyectos de CCUS. Mientras tanto, la Norma de combustible con bajo contenido de carbono («Low Carbon Fuel Standard») de California incluyó un protocolo de CCUS en 2019.¹³ Estados como Montana, Luisiana, Texas y Dakota del Norte proporcionan incentivos fiscales para los proyectos de CCUS. El hidrógeno azul podría constituir una buena forma para que las industrias del petróleo y el gas estadounidenses, así como otras industrias con infraestructuras difíciles de dismantelar, prosperen en un mundo que, cada vez con más ahínco, busca alternativas a los combustibles fósiles.

Sin embargo, el país se encuentra por detrás de otras economías avanzadas en lo que a nuevas aplicaciones se refiere. La inversión en I+D relativa al hidrógeno y las pilas de combustible pasó de casi 489 millones de USD en 2005 a alrededor de 113 millones de USD en 2018, y actualmente es la más baja entre los países avanzados. La mayoría de los proyectos relacionados con el «hidrógeno verde» no se encuentran en EE. UU., sino en el norte de Europa y Asia. Por ejemplo, la UE anunció recientemente sus planes de instalar 40 GW de capacidad de «hidrógeno verde» en 2030, lo que equivale a la producción de 40 centrales nucleares.

Gráfica 6.4 **PRESUPUESTO PÚBLICO DE I+D RELATIVO AL HIDRÓGENO Y LAS PILAS DE COMBUSTIBLE (EN 2018, MILLONES DE USD)**



Fuente: BBVA Research con datos de «Hydrogen Economy Outlook» (Bloomberg New Energy Finance).

Con los incentivos adecuados, EE. UU. podría convertir el hidrógeno en una actividad de exportación rentable y repetir el éxito de las exportaciones de gas natural licuado (GNL). El país podría aprovechar la infraestructura de tuberías actual para transportar hidrógeno hacia las terminales de exportación y, de ahí, a regiones donde la demanda es cada vez mayor. Además, dada la continua expansión de las energías eólica y solar, existen posibilidades de que la

¹³Fuente: Global CCS Institute.

presencia del hidrógeno verde aumente, especialmente en los estados con mayor capacidad instalada, como Texas, Iowa, California y Carolina del Norte, entre otros.

Conclusión

El hidrógeno podría desempeñar un papel esencial en la combinación energética necesaria para lograr una economía con bajas emisiones de carbono. En EE. UU., la industria del petróleo y el gas podría obtener beneficios con la producción de hidrógeno azul. Paralelamente, la expansión de la energía renovable y el menor coste previsto del electrólisis facilitarían la producción de hidrógeno verde a gran escala. Sin embargo, a pesar de sus beneficios, las alternativas de hidrógeno todavía constituyen un riesgo financiero en lo que respecta a generar una oleada sostenida de inversiones privadas, similar a lo que ocurrió con la energía solar o la eólica. Por lo tanto, se necesitan incentivos públicos, como créditos fiscales e impuestos al carbono, para que la industria prospere. Según demuestra la eficacia de las energías solar y eólica, estos incentivos merecen la pena, ya que el hidrógeno es probablemente la única alternativa viable a la que pueden recurrir algunas industrias para reducir significativamente su huella de carbono. Al mismo tiempo, la población se beneficia de una menor contaminación, de mayor salubridad y de menores riesgos de sufrir desastres relacionados con el clima, lo que convierte al hidrógeno en una opción que nos conviene a todos.

Referencias:

- Bloomberg New Energy Finance (2020). «Hydrogen Economy Outlook». 30 de marzo www.bnef.com
- Agencia Internacional de la Energía (2019). «The Future of Hydrogen. Seizing today's opportunities». Junio. www.iaea.org
- Agencia Internacional de las Energías Renovables (2019). «Hydrogen: A Renewable Energy Perspective». Septiembre. www.irena.org
- Morgan Stanley (2018). «Could Green Hydrogen Fuel a Reduced-Carbon World?». 17 de agosto. <https://www.morganstanley.com/ideas/green-hydrogen-economy>
- Grupo del Banco Mundial (2020). «State and Trends of Carbon Pricing 2020». Washington DC, mayo. <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/33809>

7. Condiciones crediticias, desapalancamiento y préstamos bancarios tras la crisis del COVID-19

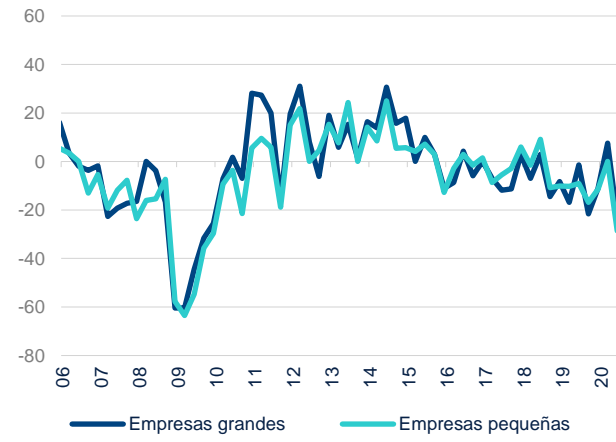
Según la última encuesta de opinión entre funcionarios sénior de crédito de la Fed (SLOOS), en el 2T20, los bancos continuaron con la restricción de condiciones crediticias por segundo trimestre consecutivo. Históricamente, los ciclos de restricción tienden a prolongarse durante varios trimestres. Esto significa que, si este ciclo se desarrolla como otros del pasado, no es probable que las condiciones crediticias se relajen antes de mediados de 2021. Sin embargo, dada la singularidad de la recesión provocada por la pandemia, existe una gran incertidumbre sobre la magnitud y la duración del ciclo de restricción actual.

La encuesta es relevante porque la restricción de las condiciones crediticias y la menor disposición a conceder préstamos son buenos indicadores futuros del posterior crecimiento de los préstamos y pueden contribuir al desapalancamiento, lo que se traduce en menores perspectivas de crecimiento tras la recesión. De cara al futuro, después de la contracción única en los préstamos pendientes debido a la amortización de los préstamos al amparo del Paycheck Protection Program (PPP), la encuesta apunta a que el crecimiento subyacente de los préstamos será moderado. Como resulta evidente, el apoyo fiscal y monetario adicional que ofrece una cantidad sustancial de liquidez y préstamos en condiciones favorables podría retrasar o incluso revertir esta perspectiva.

Conclusiones de la encuesta de SLOOS más reciente

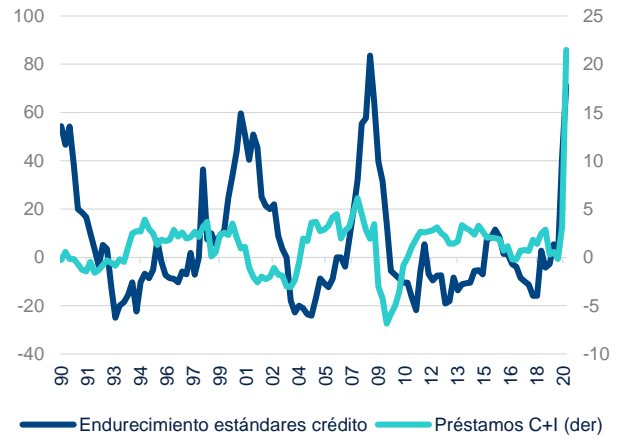
Los créditos comerciales e industriales aumentaron un 21% en el 2T20 en relación con el trimestre anterior debido a la asistencia del PPP auspiciado por el Congreso. En este contexto, resulta sorprendente que los encuestados informen de un descenso de la demanda (gráfica 7.1), con la única excepción de grandes y medianas empresas (con ventas anuales superiores a 50 millones de USD) con préstamos en grandes bancos. Esto confirma que, en cierto modo, las grandes empresas y los grandes bancos están capeando mejor la recesión actual. Sin embargo, el descenso en la demanda neta de préstamos es menor si lo comparamos con la magnitud de la Gran Crisis Financiera (GCF), aunque es probable que se amplíe en la siguiente encuesta con el fin del PPP el 8 de agosto y la ausencia de otra ronda de estímulo a las pequeñas empresas. A diferencia de la demanda de crédito, la restricción de las condiciones crediticias con respecto a los créditos comerciales e industriales ya ha alcanzado los niveles de la GCF y ha superado los máximos registrados en las recesiones de principios de la década de 1990 y de 2001 (gráfica 7.2). Dado que el aumento de los créditos comerciales e industriales retrasa las condiciones crediticias de tres a cuatro trimestres, la desaceleración de los préstamos comerciales e industriales subyacentes al comienzo del 3T20 se encuentra en sus primeras fases. Las razones aducidas en la encuesta para las contracciones en el 2T20 fueron el deterioro de las perspectivas económicas y los problemas específicos de la industria, lo que confirma que la contracción económica aún no ha alcanzado las posiciones de liquidez y capital de los bancos, las cuales son ahora más sólidas que antes de la GCF.

Gráfica 7.1 **DEMANDA DE CRÉDITOS COMERCIALES E INDUSTRIALES** (% NETO DE ENCUESTADOS QUE INDICAN UNA MAYOR DEMANDA)



Fuente: BBVA Research y Reserva Federal.

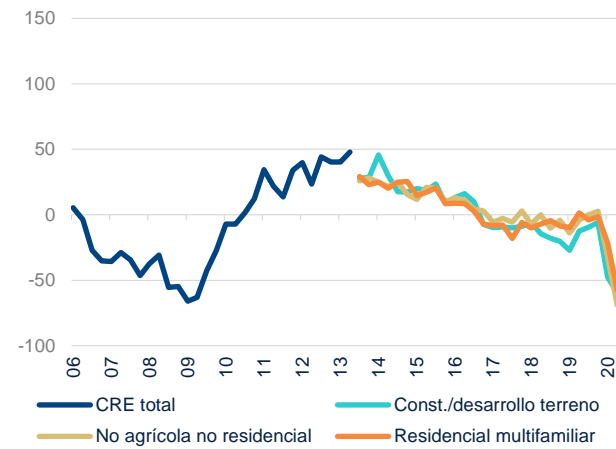
Gráfica 7.2 **CONDICIONES DE CRÉDITOS COMERCIALES E INDUSTRIALES Y TASAS DE AUMENTO DE PRÉSTAMOS (% NETO DE ENCUESTADOS QUE INDICAN RESTRICCIONES Y % T/T)**



Fuente: BBVA Research y Reserva Federal.

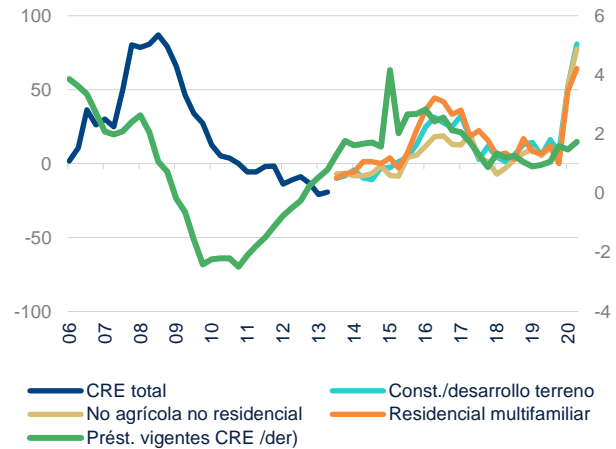
Según la encuesta, la demanda de nuevos créditos sobre bienes raíces comerciales (CRE) se derrumbó en el 2T20 (gráfica 7.3). No obstante, aún no se refleja en el nivel de préstamos pendientes sobre CRE, que de hecho aumentaron en un 1,7% t/t. La razón que subyace a esta desconexión probablemente reside en la retirada cauta de fondos de las líneas de crédito existentes, la cual probablemente disminuya en el siguiente período. Las condiciones crediticias rondan los niveles observados en la GCF (gráfica 7.4) y presentan un deterioro generalizado, incluso con respecto a los préstamos multifamiliares, que han experimentado un crecimiento de dos dígitos y han aumentado el doble de rápido que el resto de los segmentos de CRE. Los resultados de la encuesta implican una disminución significativa en los préstamos pendientes sobre CRE durante los próximos 12-24 meses.

Gráfica 7.3 **DEMANDA DE CRÉDITOS SOBRE CRE**
(% NETO DE ENCUESTADOS QUE INDICAN UNA MAYOR DEMANDA)



Fuente: BBVA Research y Reserva Federal.

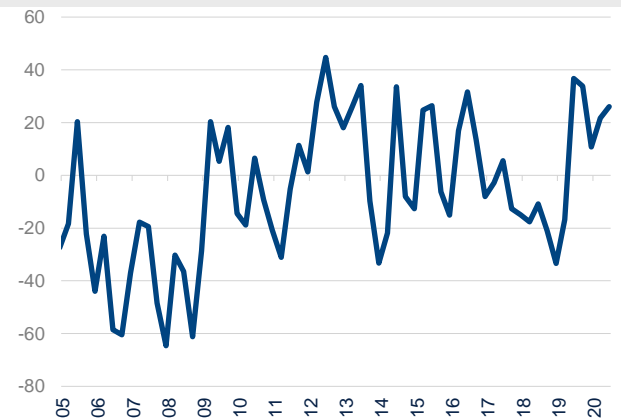
Gráfica 7.4 **CONDICIONES DE CRÉDITOS SOBRE CRE Y TASAS DE CRECIMIENTO DE PRÉSTAMOS** (% NETO DE ENCUESTADOS QUE INDICAN RESTRICCIONES Y % T/T)



Fuente: BBVA Research y Reserva Federal.

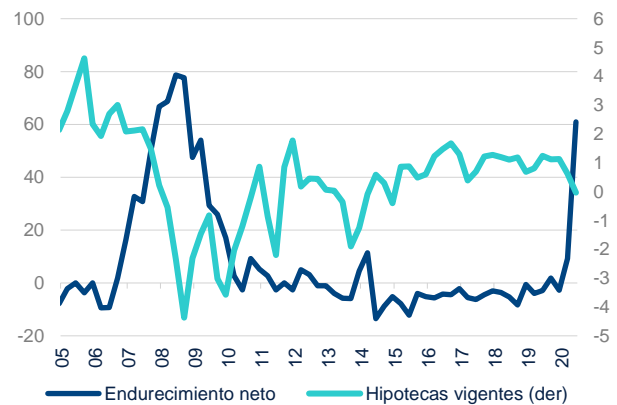
La encuesta muestra diferentes evoluciones en las hipotecas sobre viviendas. A pesar de la recesión económica del 2T20, los agentes de crédito indicaron un aumento de la demanda de préstamos para la financiación de viviendas (gráfica 7.5) por quinto trimestre consecutivo, lo que coincide con la disminución de los tipos de interés hipotecarios iniciada a principios de 2019. Sin embargo, los saldos de hipotecas pendientes de la banca múltiple disminuyeron ligeramente en comparación con el trimestre anterior, mientras que las condiciones crediticias se endurecieron (gráfica 7.6). Aunque la temporada de compra de viviendas de primavera resultó perjudicada por la reducida producción crediticia derivada de los parones temporales, la disminución de los saldos también responde a que los bancos han suscrito más hipotecas aptas de agencias paragubernamentales (o GSE), que se venden a Fannie Mae y Freddie Mac, y menos hipotecas no aptas, que tienden a permanecer en los balances de los bancos. Las condiciones crediticias por tipo de hipoteca confirman este extremo, ya que restringieron en mayor medida la cantidad de préstamos «jumbo» no admisibles y, en menor medida, las hipotecas aptas de GSE y el Gobierno (gráfica 7.7); todo ello sin contemplar las hipotecas de alto riesgo o «subprime», que por lo general no se suscriben en grandes cantidades actualmente. Las condiciones actuales persistirán durante los próximos dos trimestres, lo que conllevará una disminución adicional del crecimiento de los saldos de hipotecas en los balances de los bancos, pero si se produjera algún retroceso es probable que no sea acusado. La salud financiera de los hogares sigue siendo relativamente buena después de un período de desapalancamiento y gracias al respaldo de la ampliación de las prestaciones por desempleo y los pagos de impacto económico. Además, los tipos acreedores se mantienen cerca de sus mínimos históricos y la asequibilidad ronda un máximo de cuatro años. Asimismo, la morosidad hipotecaria sigue próxima a sus tasas mínimas históricas (gráfica 7.8) gracias al firme proceso de concesión de hipotecas de la última década.

Gráfica 7.5 **DEMANDA DE HIPOTECAS**
(% NETO DE ENCUESTADOS QUE INDICAN UNA MAYOR DEMANDA)



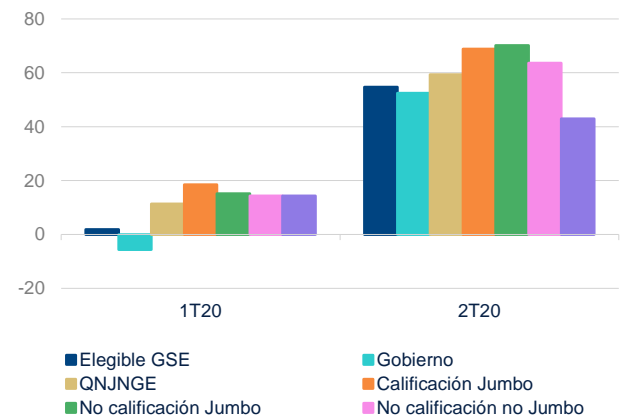
Fuente: BBVA Research y Haver Analytics.

Gráfica 7.6 **CONDICIONES DE CRÉDITOS HIPOTECARIOS Y TASAS DE CRECIMIENTO** (% NETO DE ENCUESTADOS QUE INDICAN RESTRICCIONES Y % T/T)



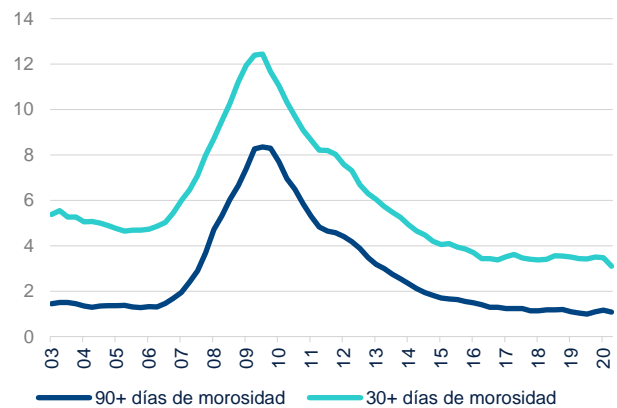
Fuente: BBVA Research y Reserva Federal.

Gráfica 7.7 **CONDICIONES DE CRÉDITOS HIPOTECARIOS POR TIPO** (% NETO DE ENCUESTADOS QUE INDICAN RESTRICCIONES)



* QNJNGE: Préstamos admisibles distintos a «jumbo» y no aptos para las GSE.
Fuente: BBVA Research y Reserva Federal.

Gráfica 7.8 **NUEVA TASA DE MOROSIDAD DE CRÉDITOS HIPOTECARIOS** (%)

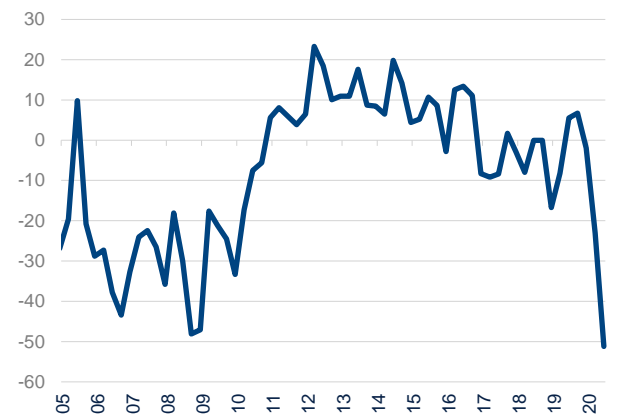


Fuente: BBVA Research y NYFRB.

Según los participantes en la encuesta SLOOS, la demanda de nuevos créditos al consumo y la disposición a conceder préstamos se redujo drásticamente en el 2T20 (gráfica 7.9). Esto es coherente con el descenso de los saldos de los créditos al consumo en un 4,3% en relación con el 1T20. La mayor parte de la actividad de los créditos al consumo se debió a una disminución de los saldos pendientes de las tarjetas de crédito, que se contrajo un 8,4% en relación con el 1T20. Esto se debe a que los consumidores aumentaron el ahorro preventivo y amortizaron partes de sus saldos de tarjetas de crédito. Las condiciones crediticias se restringieron en todos los tipos de créditos al consumo (gráfica 7.11), aunque los préstamos para compra de vehículos evolucionaron mejor que las tarjetas de

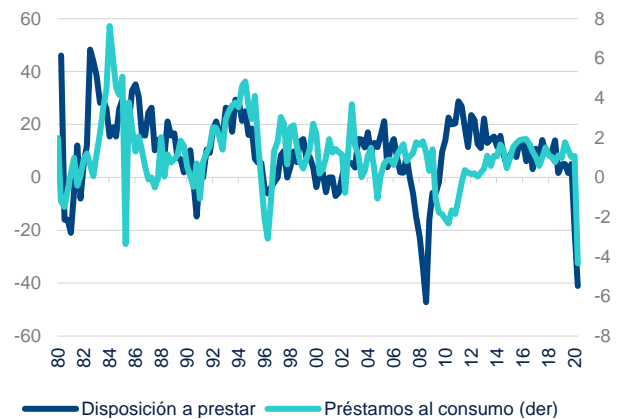
crédito y otros créditos al consumo. Una menor contracción en los segmentos de préstamos para compra de vehículos sugiere que estos productos serán los primeros en iniciar la recuperación tras la recesión actual. Este proceso también quedará respaldado por la sólida calidad crediticia, dado que los nuevos impagos superiores a 30 días de préstamos para compra de vehículos también disminuyeron en el último trimestre (gráfica 7.12). Si bien esperamos que la calidad de los créditos al consumo se deteriore significativamente debido al alto desempleo, el apoyo fiscal y los sólidos balances de un segmento considerable de la población limitarán los riesgos a la baja.

Gráfica 7.9 **DEMANDA DE CRÉDITOS AL CONSUMO**
(% NETO DE ENCUESTADOS QUE INDICAN DE UNA MAYOR DEMANDA)



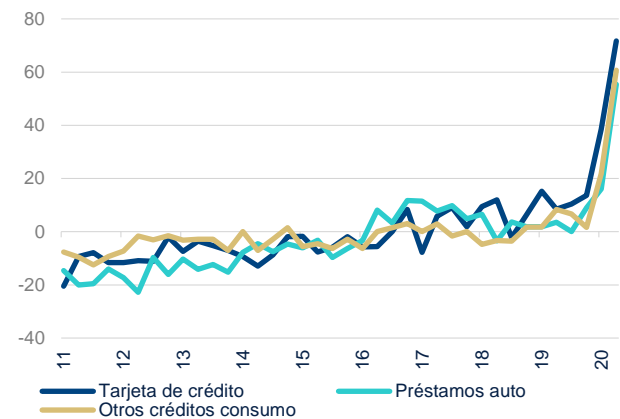
Fuente: BBVA Research y Reserva Federal.

Gráfica 7.10 **DISPOSICIÓN A CONCEDER CRÉDITOS AL CONSUMO Y TASAS DE CRECIMIENTO** (% DE ENCUESTADOS QUE INDICAN UNA MAYOR DISPOSICIÓN A CONCEDER PRÉSTAMOS Y % T/T)



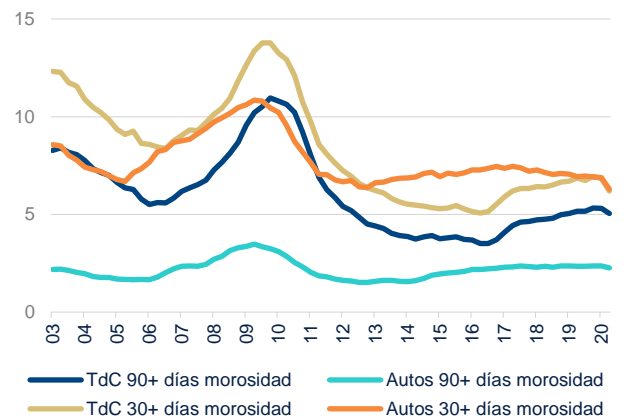
Fuente: BBVA Research y Reserva Federal.

Gráfica 7.11 **CONDICIONES DE CRÉDITOS AL CONSUMO POR TIPO** (% NETO DE ENCUESTADOS QUE INDICAN RESTRICCIONES)



Fuente: BBVA Research y Reserva Federal.

Gráfica 7.12 **TASA DE NUEVA MOROSIDAD EN CRÉDITOS AL CONSUMO** (%)



Fuente: BBVA Research y NYFRB

Desapalancamiento de deuda

La restricción de las condiciones crediticias está vinculada al desapalancamiento, que es un proceso de amortización de deudas incobrables por parte de empresas y sectores sobreendeudados que, por lo general, se produce a raíz de una recesión. Las grandes olas de desapalancamiento tienden a surgir en los sectores que más se endeudaron en el periodo previo a una crisis. Por ejemplo, los hogares se desapalancaron de forma masiva tras la GCF, mientras que las empresas no financieras se desapalancaron tras la recesión de 2001 y tras la CFG (gráfica 7.13). Los tres catalizadores principales del proceso de desapalancamiento son una menor oferta de crédito por parte de las instituciones financieras, una menor demanda de crédito debida a la cautela de los prestatarios y las quiebras. A la luz de la evolución actual de la recesión provocada por el COVID-19 y la palpable restricción de las condiciones crediticias, es importante comprender las tres fuerzas y su probable efecto en la economía, ya que el desapalancamiento considerable y prolongado puede llegar a lastrar sustancialmente la tasa de crecimiento económico posterior a la crisis.

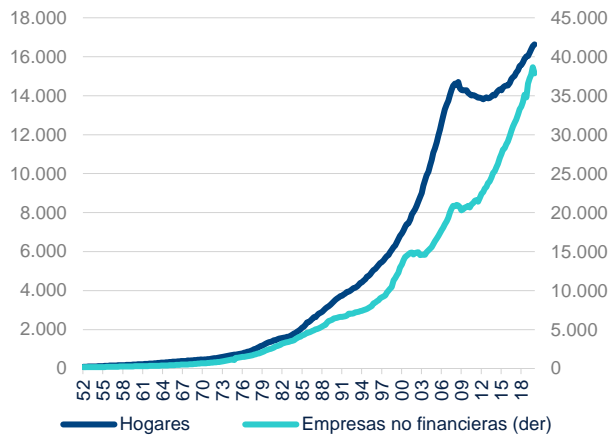
El descenso de la oferta de crédito se puede producir cuando los prestamistas endurecen excesivamente las condiciones crediticias debido a cambios regulatorios, una elevada aversión al riesgo o la incapacidad de conceder préstamos debido a la mala situación de sus propios balances. Si bien la reciente contracción de las condiciones crediticias puede provocar una acusada reducción en la oferta de crédito (gráficas 7.14 y 7.15), este extremo es poco probable según nuestro análisis. Tal y como demuestran los resultados de las últimas pruebas de resistencia de la Reserva Federal, así como el exceso de depósitos debido a las compras de activos de la Reserva Federal, las posiciones de capital sólidas ayudarán a los bancos a aumentar los préstamos a las empresas y los hogares una vez hayamos pasado la peor parte de la recesión. Además, la amplia acomodación monetaria ha resultado en condiciones financieras inusualmente favorables en los mercados financieros a pesar de la acusada recesión, tal y como lo demuestran los bajos diferenciales de los bonos corporativos (gráfica 7.16), lo que permite que las grandes empresas obtengan capital a bajo precio. Al mantenerse a flote y reanudar su actividad, las grandes empresas apoyan de forma indirecta a las empresas más pequeñas y a los hogares. Esto implica que, hasta ahora, las autoridades monetarias y fiscales han logrado limitar el grado de desapalancamiento y están evitando el desarrollo de una crisis crediticia masiva, aunque corren el riesgo de distorsionar los mercados durante una temporada y de fomentar problemas de riesgo moral en el futuro.

Por lo general, el descenso de la demanda de créditos debida a la cautela de los prestatarios se produce tras repuntes de apalancamiento particularmente desfavorables, como la Gran Depresión y la GCF. Los clientes minoristas tienen más probabilidades de reaccionar de manera emocional de esta forma, mientras que será más probable que las empresas cambien su estrategia después de un cambio de los reglamentos. Si bien el aumento de la precaución fue la causa probable de la disminución de los saldos de las tarjetas de crédito en el 2T20, los hogares permanecen en una posición financiera relativamente sólida, ya que presuponen una continuación de las prestaciones por desempleo ampliadas y una sólida recuperación del mercado laboral. Esto reduce la probabilidad de que la demanda de crédito se contraiga debido a una mayor precaución que, posteriormente, impulse el desapalancamiento en el período posterior a la crisis.

En general, las quiebras se suceden en entidades con sobreendeudamiento que no generan ingresos suficientes para satisfacer todas sus obligaciones de pago. Este proceso normalmente se agudiza cuando los tipos de interés aumentan y disminuye el apetito por el riesgo. Los participantes del mercado que más aumentaron su apalancamiento en el período previo a la crisis actual fueron empresas no financieras, la mayoría de las cuales actualmente experimentan una demanda menor. Esto sugiere que la oleada de quiebras se hará más palpable en este segmento

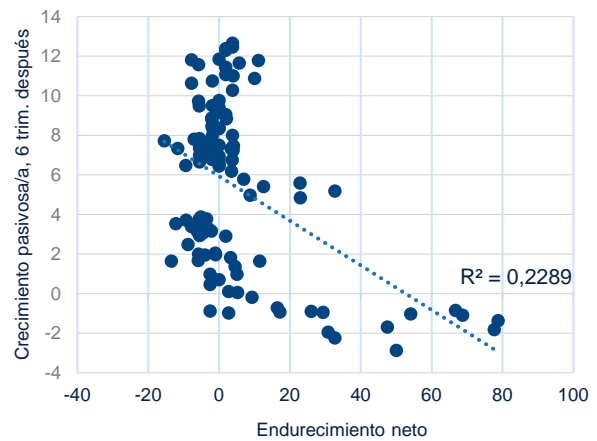
de la economía. El segmento con más riesgo es el de las empresas más pequeñas y aquellas en industrias especialmente perjudicadas por la recesión, como la del petróleo y el gas, y las que se enfrentan a problemas estructurales, como el comercio minorista tradicional. Por su parte, las grandes empresas tienen acceso a los mercados de bonos y pagarés, que cuentan con el respaldo directo de la Reserva Federal, así que pueden renovar las deudas y posponer los períodos de vencimiento. Sin embargo, las empresas más pequeñas disponen de menos opciones y dependen principalmente de la banca múltiple. Si bien el sector bancario se capitaliza mejor que hace una década y posee sólidas reservas de liquidez para atender a los prestatarios de forma adecuada, el respaldo de programas como el PPP y el Main Street Lending Program de la Reserva Federal también será fundamental para evitar grandes oleadas de impagos y quiebras de pequeñas y medianas empresas. Dados los bajos tipos de interés actuales, que se mantendrán en estos niveles durante un período prolongado, el respaldo gubernamental al endeudamiento de pequeñas empresas puede mejorar aún más la capacidad de esta gran parte de la economía para hacer frente a la crisis actual. Esto es muy importante habida cuenta de que las pequeñas y medianas empresas contratan a prácticamente la mitad de todos los empleados del sector privado.

Gráfica 7.13 **PASIVOS TOTALES**
(TRILLONES DE USD)



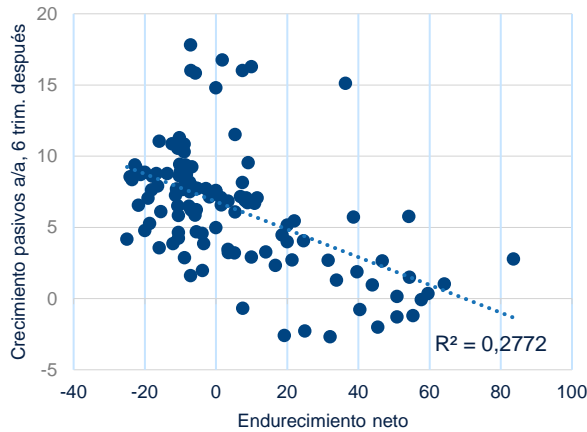
Fuente: BBVA Research y Reserva Federal.

Gráfica 7.14 **CONDICIONES DE CRÉDITOS**
HIPOTECARIOS Y CRECIMIENTO POSTERIOR
DE LOS PASIVOS DE LOS HOGARES (% Y %
A/A)



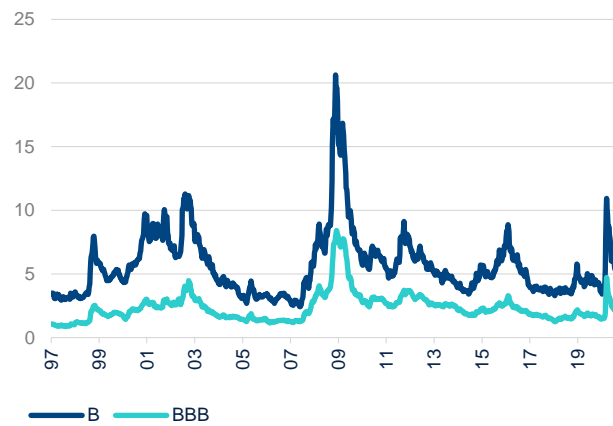
Fuente: BBVA Research, Haver y Reserva Federal.

Gráfica 7.15 **CONDICIONES DE CRÉDITOS COMERCIALES E INDUSTRIALES Y CRECIMIENTO POSTERIOR DE LOS PASIVOS DE LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS (% Y % A/A)**



Fuente: BBVA Research y Reserva Federal.

Gráfica 7.16 **DIFERENCIALES DE BONOS CORPORATIVOS SOBRE RENDIMIENTOS DE LOS TÍTULOS DEL TESORO A 5 AÑOS (%)**



Fuente: BBVA Research. ICE/BofA y Reserva Federal.

Conclusión

La encuesta de SLOOS más reciente confirma que los bancos han endurecido las condiciones crediticias hasta alcanzar niveles observados durante la GCF. La disminución resultante de la disponibilidad de crédito perjudicará en particular a las empresas más pequeñas que dependen de la financiación bancaria y carecen de respaldo adicional por parte de las autoridades fiscales. Por su parte, las empresas más grandes se benefician del acceso a los mercados crediticios en los que las condiciones financieras se han flexibilizado significativamente debido a la intervención de la Reserva Federal durante los últimos seis meses. Los hogares permanecen en una posición relativamente favorable, suponiendo que las prestaciones por desempleo se mantengan cuantiosas y que los mercados laborales sigan mejorando. En función de la velocidad de recuperación, las condiciones crediticias se relajarán, pero se producirá cierto desapalancamiento, especialmente en el sector de las empresas no financieras. La mayor parte del proceso de desapalancamiento derivará de las quiebras de entidades altamente apalancadas y se producirá en industrias que se han visto gravemente afectadas por la recesión actual. No obstante, el grado de desapalancamiento en el período posterior a la crisis será limitado. Los balances bancarios sólidos y resistentes contribuirán a la recuperación, así como las políticas monetarias y fiscales. No obstante, si bien el apoyo monetario y fiscal puede contribuir a aliviar las presiones de desapalancamiento —y es particularmente necesario para las pequeñas y medianas empresas—, también puede resultar excesivo e incrementar los riesgos de incidencia de problemas de riesgos morales, lo que podría resultar en una asignación desfavorable del capital en el futuro. Por lo tanto, siguen siendo cruciales tanto el apoyo al sector empresarial como la aplicación de una estrategia eficaz de salida de la crisis que favorezca una transición sin contratiempos al entorno que surja tras la pandemia.

8. Previsiones

Cuadro 8.1 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	3,1	1,7	2,3	3,0	2,2	-5,1	3,4	2,4	2,1
PIB real (contribución, pp)											
Consumo privado (PCE)	1,0	2,0	2,6	1,9	1,8	1,9	1,7	-3,9	3,1	2,1	1,6
Inversión privada bruta	1,1	1,0	1,0	-0,3	0,6	1,1	0,3	-2,0	0,4	0,9	0,8
No residencial	0,5	1,0	0,3	0,1	0,5	1,0	0,4	-1,1	-0,1	0,8	0,7
Residencial	0,3	0,1	0,3	0,2	0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	0,1	0,0
Exportaciones	0,5	0,6	0,1	0,0	0,5	0,4	0,0	-3,2	-1,6	0,2	0,3
Importaciones	-0,3	-0,8	-0,9	-0,3	-0,8	-0,7	-0,2	3,8	1,3	-0,5	-0,5
Gobierno	-0,5	-0,2	0,3	0,3	0,2	0,3	0,4	0,4	0,2	-0,3	0,0
Tasa de desempleo (% , promedio)	7,4	6,2	5,3	4,9	4,3	3,9	3,7	8,8	7,7	6,9	6,1
Nómina no agrícola promedio (miles)	192	250	227	195	176	193	177,8	-801	154	138	107
Precios al consumidor (% a/a)	1,5	1,6	0,1	1,3	2,1	2,4	1,8	1,1	1,6	2,4	1,9
Subyacente al consumidor (% a/a)	1,8	1,8	1,8	2,2	1,8	2,1	2,2	1,7	1,6	1,8	1,8
Balance fiscal (% PIB)	-4,1	-2,8	-2,4	-3,1	-3,4	-3,8	-4,6	-16,4	-7,9	-5,3	-5,0
Cuenta corriente (bdp, % PIB)	-2,0	-2,1	-2,2	-2,1	-1,9	-2,2	-2,2	-2,2	-2,2	-2,2	-2,3
Tasa objetivo Fed (% , fdp)	0,25	0,25	0,50	0,75	1,50	2,50	1,8	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	2,5	0,1	4,9	4,3
Valores tesoro 10 años (rend, % , fdp)	2,90	2,21	2,24	2,49	2,40	2,83	1,9	0,78	1,11	1,38	1,87
Precio del WTI (dps, promedio)	97,9	93,3	48,7	43,2	50,9	65,0	57,0	36,7	47,0	54,2	57,4

(p): Previsión,

Fuente: BBVA Research

Cuadro 8,2 **CRECIMIENTO DEL PIB REAL POR ESTADOS EN EEUU, %**

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020 (p)	2021 (p)	2022 (p)
Alabama	-0,7	1,3	0,7	1,2	2,8	2,3	-6,0	2,8	1,6
Alaska	-2,7	1,0	-2,0	0,0	0,7	2,5	-5,1	2,3	4,2
Arizona	1,3	2,4	3,2	3,5	4,1	3,1	-7,5	2,4	3,5
Arkansas	1,0	0,8	0,6	0,7	1,7	1,8	-7,5	3,4	3,2
California	4,1	5,0	3,0	4,4	4,3	2,6	-7,4	3,6	3,7
Carolina del Norte	2,2	3,2	1,2	2,1	2,4	2,3	-5,9	3,4	3,0
Carolina del Sur	2,6	3,5	2,9	3,3	2,6	3,0	-6,5	1,5	2,5
Colorado	4,7	4,6	2,4	4,0	3,5	3,5	-3,6	3,7	2,4
Connecticut	-1,4	2,2	0,0	0,4	0,5	1,6	-4,2	3,0	1,9
Dakota del Norte	7,6	-2,9	-7,0	0,0	3,6	2,3	-4,7	1,7	0,6
Dakota del Sur	1,3	2,9	0,5	-0,1	1,9	0,7	-7,5	5,1	2,8
Delaware	7,3	3,7	-4,2	-0,6	0,0	0,8	-3,3	-0,3	0,8
Florida	2,7	4,2	3,3	3,4	3,2	2,8	-6,7	4,0	3,6
Georgia	3,3	3,4	3,5	3,7	2,4	2,0	-5,6	1,7	2,6
Hawaii	0,3	3,6	2,2	2,3	2,4	1,0	-7,6	0,1	1,1
Idaho	2,6	2,8	3,9	3,5	4,0	2,8	-6,1	3,7	4,4
Illinois	1,4	1,3	0,4	0,9	2,1	1,6	-7,0	1,2	1,2
Indiana	3,2	-0,7	1,6	1,9	2,0	0,8	-10,6	2,1	2,4
Iowa	5,4	2,6	-0,3	-0,3	2,2	0,9	-4,4	6,2	3,4
Kansas	2,1	1,9	2,6	1,0	2,1	0,9	-6,3	1,3	1,3
Kentucky	0,3	0,7	0,7	1,1	1,4	1,1	-9,1	0,2	1,1
Louisiana	3,1	-0,5	-1,8	1,4	2,6	1,3	-8,1	4,1	2,4
Maine	1,7	0,7	2,2	2,2	2,2	1,9	-5,2	2,7	1,7
Maryland	1,1	1,9	3,4	0,9	2,5	1,5	-6,4	2,5	1,7
Massachusetts	2,0	3,8	1,7	2,5	3,1	2,5	-6,1	2,0	1,8
Michigan	1,7	2,5	2,2	1,5	2,5	0,7	-11,6	1,6	2,0
Minnesota	2,9	1,2	1,9	1,9	2,6	1,4	-7,3	1,2	1,9
Mississippi	0,5	0,1	0,4	0,9	1,3	1,3	-4,7	-2,3	0,9
Missouri	0,5	1,3	-0,4	1,0	2,4	2,1	-6,3	4,6	1,8
Montana	1,7	3,9	-1,4	1,7	2,6	2,1	-8,7	2,1	1,5
Nebraska	2,0	2,9	0,4	2,1	0,9	0,6	-6,4	4,0	1,2
Nevada	1,3	4,2	2,9	3,2	4,2	2,9	-14,0	-1,8	2,3
Nueva Hampshire	1,1	2,8	1,8	1,8	2,3	2,7	-4,9	3,3	1,4
Nueva Jersey	0,5	1,8	0,9	0,7	2,2	1,5	-3,0	2,2	1,0
Nueva York	2,3	1,7	1,3	2,1	1,2	1,8	-11,1	4,9	-0,8
Nuevo México	3,2	2,2	0,1	0,1	2,5	3,7	-4,0	2,8	2,0
Ohio	3,8	1,5	0,8	1,6	1,9	1,7	-5,6	1,8	1,8
Oklahoma	5,7	4,3	-3,0	0,8	2,6	2,4	-8,7	2,8	4,4
Oregon	3,4	5,6	4,7	3,8	3,8	2,7	-7,7	3,7	4,1
Pennsylvania	2,3	2,2	1,3	0,6	2,6	2,3	-5,4	2,3	2,6
Rhode Island	0,1	1,8	0,0	-0,2	1,2	2,7	-3,3	2,8	1,5
Tennessee	1,7	3,4	2,1	1,9	3,1	2,2	-7,5	3,3	2,4
Texas	3,5	4,8	0,2	2,9	4,0	4,4	-6,6	2,5	4,1
Utah	3,2	4,1	4,0	3,9	3,7	3,8	-5,7	5,2	3,9
Vermont	0,1	1,3	1,6	0,1	1,2	2,5	-7,5	4,2	2,0
Virginia	-0,2	2,0	0,4	1,8	2,6	1,9	-7,2	4,1	3,5
Virginia Occidental	-0,4	-0,2	-1,2	1,5	2,3	1,0	-5,6	3,4	3,3
Washington	3,6	4,4	3,5	5,2	5,8	3,8	-8,5	4,3	3,3
Wisconsin	2,1	1,8	1,2	1,3	2,4	1,4	-8,1	5,3	2,8
Wyoming	0,6	2,6	-4,2	-0,1	0,1	3,3	-8,6	2,8	3,7

 (e): estimado; (p): previsión
 Fuente: BBVA Research

AVISO LEGAL

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Este informe ha sido elaborado por:

Economista Jefe

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

Filip Blazheski
filip,blazheski@bbva.com

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

