

# Situación Estados Unidos

Segundo Trimestre 2012  
Análisis Económico

- La reavivación de las tensiones de la zona euro constituye el principal riesgo a la baja para el crecimiento global
- El crecimiento económico se recupera a un ritmo gradual, pero es vulnerable a los riesgos a la baja
- La producción manufacturera relacionada con el transporte sigue dando impulso a la producción industrial de la región
- Se prevé que el crecimiento potencial de la próxima década convergirá por debajo del promedio histórico
- El elevado crecimiento actual de los préstamos comerciales dará paso a un ritmo más sostenible

# Índice

1. Editorial.....	1
2. Situación global .....	2
3. Situación de EE. UU.....	5
4. Situación regional: con el cambio de viento ¿soltará amarras el sector servicios?.....	9
5. Los clústeres de alta tecnología de la región impulsarán el crecimiento de EE. UU.....	15
6. Valoración del crecimiento potencial de EE. UU.....	21
7. ¿Qué nivel de crecimiento de los préstamos a las empresas cabe esperar?.....	25
8. Hechos: Enfoque en la Economía limpia de EE. UU.....	29
9. Previsiones económicas.....	30

**Fecha de cierre: 14 de mayo 2012**

## 1. Editorial

En las últimas semanas, muchos analistas han mostrado su inquietud acerca del “abismo fiscal” al que se verá abocada la economía a comienzos de 2013. Según la legislación actual, el déficit fiscal se reducirá notablemente como resultado de la mayor recaudación tributaria y el menor gasto público. Las estimaciones de esta contracción fiscal fluctúan entre el 3,5% y el 5% del PIB, lo que, considerando los multiplicadores fiscales estándar, implica un considerable lastre sobre el crecimiento del PIB en el próximo año. Estas preocupaciones probablemente aumentarán a medida que nos adentremos en la segunda mitad de 2012 y se acerquen las elecciones presidenciales de noviembre. La diferencia entre las estimaciones refleja la forma en que se han calculado las cifras y la incertidumbre que rodea a las medidas adoptadas por el Congreso con respecto a los fondos de cobertura que expiran y a los recortes del gasto previamente acordados. En primer lugar, estos cálculos incorporan puntos de partida e hipótesis distintos. Si se combinan todas las provisiones, la contracción será sin duda de mayor magnitud. Sin embargo, es probable que, como ya se ha hecho en el pasado, se amplíen algunas medidas como el impuesto mínimo alternativo y los pagos de Medicare a los médicos, que juntas ascienden a más de 110.000 millones de dólares. Otras provisiones fiscales que llegan a su fin, como la depreciación acelerada, tienen un impacto relativamente bajo para el dólar y eliminarlas no afectará significativamente a la actividad económica. Estas provisiones representan una cifra adicional entre 20.000 y 30.000 millones de dólares. Permitir la ampliación temporal de las prestaciones de desempleo que vencen posiblemente no tenga una gran repercusión en la actividad económica si las condiciones del mercado de trabajo siguen mejorando, pues en cualquier caso estas prestaciones las recibiría un número menor de individuos. Además, su reducción o eliminación también podría generar tangencialmente incentivos para trabajar. De igual modo, eliminar el recorte de las deducciones salariales no tiene por qué ser necesariamente desastroso si en el conjunto sus ventajas se compensan parcialmente con un nivel de empleo más elevado o si el efecto multiplicador se mantiene por debajo de los promedios históricos.

Otras consideraciones importantes tienen que ver con el momento en que se produzcan los efectos. Incluso en el caso de que expiraran todas las provisiones de los recortes de impuestos efectuados en 2001 y 2003, los efectos se producirían a lo largo de 2013 y 2014, pues parte del impacto se manifestará cuando se completen las declaraciones de impuestos de 2013 en abril de 2014. En segundo lugar, y con igual importancia, no está claro que todas las provisiones vayan a expirar según exige la ley, en particular los recortes de impuestos para las familias de rentas bajas y medias. A juzgar por lo que los líderes de ambos partidos han afirmado a este respecto, esa suposición parece razonable. Además, el Congreso podría optar por modificar o retrasar parte de los recortes automáticos del gasto previamente acordados, como por ejemplo los de defensa. La magnitud total del lastre derivado de los recortes del gasto variaría significativamente si los legisladores se centraran en recortar el gasto con bajos multiplicadores fiscales. A diferencia de los efectos directos provocados por el menor gasto público, la reducción del déficit fiscal podría tener grandes efectos positivos a corto plazo si con ello se elimina la incertidumbre que actualmente rodea a la política fiscal. Además, si tal como está programado se pone fin a muchas de estas provisiones o si el gasto público se reduce de forma permanente, un entorno fiscal más seguro podría aportar beneficios adicionales. De hecho, el actual entorno de bajo crecimiento económico y grandes déficits fiscales indica que podríamos estar ya experimentando los efectos negativos de la incertidumbre fiscal. Si los agentes económicos perciben que los déficits y el elevado gasto público implican impuestos más altos en el futuro, o si los incentivos fiscales a corto plazo generan grandes distorsiones en las decisiones económicas, es probable que tanto consumidores como empresas rebajen el nivel de consumo y aplacen la decisión de invertir en previsión de cargas impositivas más elevadas en el futuro. Por consiguiente, cierto grado de contracción fiscal bien podría tener efectos positivos si forma parte de una estrategia más amplia para eliminar las distorsiones tributarias y ofrecer una trayectoria clara de sostenibilidad fiscal.

Por tanto, el debate entre los responsables políticos tiene que pasar de las soluciones a corto plazo a un gran acuerdo que garantice la sostenibilidad fiscal a largo plazo. Que se haga con suavidad a lo largo de unos cuantos años no tiene tanta importancia como poner en marcha una estrategia creíble y alcanzable que aborde los principales retos fiscales de la próxima década. Las presiones relacionadas con los programas de protección y las políticas fiscales son muchísimo mayores y más relevantes que los problemas inmediatos, dado que ya estamos en una senda fiscal insostenible. El retraso en la adopción de medidas, como ha sido el caso en los últimos años, solo servirá para imponer costes y cargas más elevados a las generaciones futuras. Además, expone la economía a un riesgo mayor si las expectativas del mercado cambian repentinamente. Llegado ese caso, podría ser demasiado tarde para lograr una solución y lamentarse por el tiempo perdido no servirá de nada. Afortunadamente, todavía hay tiempo y multitud de opciones para avanzar en la dirección correcta si los responsables políticos se concentran en seguir un enfoque bipartidista que dé prioridad a la eficacia económica.

Atentamente,  
Nathaniel Karp

**Economista en Jefe para EE. UU. de BBVA**

## 2. Situación global

### **La actividad económica mundial se recuperará gradualmente, mientras que los diferenciales de crecimiento se ampliarán entre las principales economías, pero los riesgos siguen inclinados a la baja**

Después de experimentar una desaceleración gradual durante 2011, especialmente en el último trimestre, la economía mundial comienza a repuntar. Preveemos que el crecimiento mundial del 1T2012 habrá superado al del trimestre anterior, dado el mayor crecimiento registrado en Asia (incluido Japón y excluida China) y en América Latina y el dinamismo sostenido, aunque modesto, de EE. UU. Estimamos que el crecimiento mundial seguirá aumentando y se situará por encima del 1% intertrimestral a finales de 2012 (0,6% en el 4T2011). Esta recuperación también será bastante heterogénea, y se incrementará la divergencia de las tasas de crecimiento entre las principales economías del mundo. El aumento del crecimiento en 2012 será más evidente en Asia debido al repunte de las cadenas de suministro regionales después de las catástrofes naturales de Tailandia y Japón y de la reversión parcial de las medidas de ajuste implementadas hasta mediados de 2011. Asimismo, es probable que el crecimiento de América Latina experimente un repunte, pues las tasas de crecimiento de Brasil aumentan debido a unas condiciones más flexibles de la política monetaria y México mantiene un crecimiento superior al 3,5% gracias a la demanda de EE. UU., a una mayor competitividad y a unas condiciones de financiación favorables. Por otro lado, EE. UU. seguirá manteniendo unas tasas de crecimiento intertrimestral en torno al 0,6% en 2012 y 2013, considerablemente por debajo de las tasas de recuperaciones anteriores. Aun así, esta situación es mejor que el estancamiento de la actividad experimentado en la zona euro en 2012. El crecimiento europeo se verá mermado por la agresiva consolidación fiscal de los países periféricos y por unas tensiones financieras persistentemente altas.

Por consiguiente, las economías emergentes recuperarán sus elevados diferenciales de crecimiento en comparación con las economías desarrolladas; estos diferenciales se situarán en torno a los 4 puntos porcentuales en 2012 y 2013. Al mismo tiempo, la brecha de crecimiento entre Europa y EE. UU. seguirá ampliándose en los dos próximos años, pese a que esperamos que las autoridades europeas sigan tomando medidas decisivas que poco a poco rebajen las tensiones financieras.

En general, nuestras previsiones de crecimiento no son muy diferentes de las que ya publicamos en febrero en nuestro anterior informe sobre la Situación Económica Mundial. Esperamos, pues, un crecimiento mundial del 3,6% en 2012 y del 4% en 2013, dentro del cual, las economías emergentes serán responsables del 80% del incremento de la actividad global (Gráfico 1). Pero, como ya hemos mencionado antes, este escenario depende de la evolución de la crisis en Europa y, por consiguiente, los riesgos para estas previsiones siguen todavía fuertemente inclinados a la baja.

En este contexto, las políticas monetarias de las economías avanzadas seguirán siendo muy flexibles durante un periodo de tiempo prolongado, desempeñando así el papel de puente para salvar el hundimiento de la actividad a medio y largo plazo. Sin embargo, mientras que la efectividad de nuevas intervenciones disminuye, los costes de adoptar medidas adicionales se incrementan, como el riesgo de una menor independencia de los bancos centrales y el daño colateral de las medidas no convencionales. Por consiguiente, otros responsables políticos e instituciones de EE. UU. y Europa deben comprometerse decididamente y compartir la carga de reavivar el crecimiento con los bancos centrales. Pueden implementar reformas económicas e institucionales y gestionar los riesgos fiscales. Mientras estas medidas surten efecto, los bancos centrales deben seguir apoyando un funcionamiento adecuado del mecanismo de transmisión monetaria.

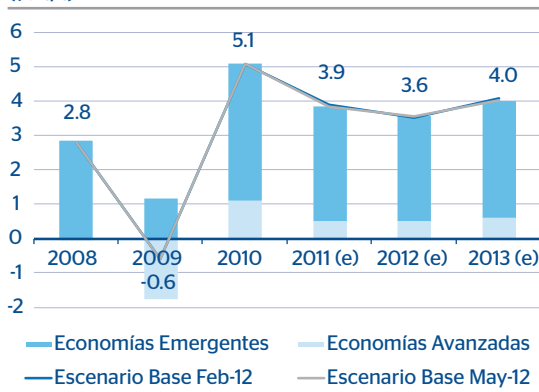
Las políticas monetarias flexibles de las economías avanzadas significan condiciones de financiación favorables en los países emergentes. En estas economías, los bancos centrales tienen que sopesar la presión de las entradas de capital y la incertidumbre de la demanda externa frente a los riesgos inflacionistas (debidos en parte a los precios del petróleo) y el fortalecimiento de la demanda interna. La diferencia de las previsiones de inflación en Asia y América Latina, que indican moderación en el primer caso y niveles estables en el último, condicionará una perspectiva diferente para las políticas monetarias. Según nuestras previsiones, el ciclo de flexibilización habrá terminado en gran parte de Asia (excepto en China y la India), mientras que se producirá un sesgo restrictivo de precaución en la mayoría de los países de América Latina, con la excepción de Brasil.

## Aunque se han producido algunos avances en el intento de apaciguar la crisis europea, aún quedan por dar pasos cruciales. Europa necesita una hoja de ruta clara

En los últimos meses se han hecho algunos progresos en la resolución de la crisis europea, pero todavía quedan pendientes muchos problemas importantes. En primer lugar, se reestructuró la deuda soberana de Grecia en manos del sector privado, aunque aún quedan dudas sustanciales acerca de su sostenibilidad a largo plazo, incluida la fatiga que provoca la reforma y la posibilidad de que la recesión sea más profunda de lo previsto. En segundo lugar, se dotó al Mecanismo Europeo de Estabilización (MEE) de una nueva capacidad de préstamo de 500.000 millones de euros (que se suman a los 200.000 millones ya comprometidos por el FEEF). Pero no ha bastado para calmar la ansiedad de los mercados, dado que el total se encuentra por debajo de las necesidades de financiación de España e Italia en los próximos 3 años. Además, la presunción de que los préstamos del MEE tendrían una categoría más alta que los tenedores de bonos privados ya existentes reduce seriamente su efecto catalizador para atraer más financiación desde el sector privado. Aunque el FMI ha incrementado su compromiso en 430.000 millones de dólares estadounidenses (unos 330.000 millones de euros) las dudas se acrecientan al no estar claro qué proporción de esa cantidad se destinará a los países europeos. También se ha sancionado el pacto fiscal (pendiente de la aprobación nacional) que compromete a los gobiernos a limitar los déficits estructurales a un máximo del 0,5% del PIB. Con ello se produce un cambio significativo hacia el control de los presupuestos de los países miembros, pero el hecho de que se permitan desviaciones de la regla bajo "circunstancias excepcionales" puede dar la imagen de que el pacto no es lo suficientemente firme como para justificar que los partidarios de la línea más dura del BCE, procedentes de los países centrales de Europa, tomen medidas más contundentes. Además, no se han producido avances hacia la unión fiscal ni hacia los eurobonos. En resumen, sigue echándose en falta una hoja de ruta clara de hacia dónde se dirige Europa.

Gráfica 1

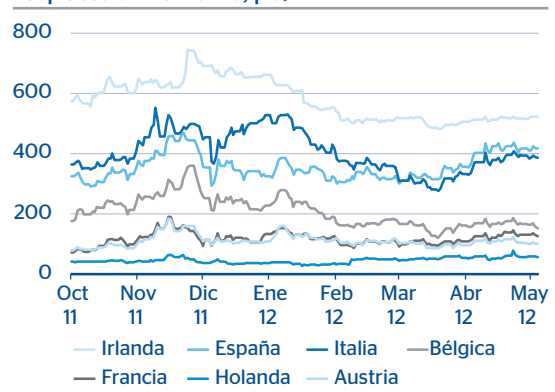
### Crecimiento del PIB mundial (% t/t)



Fuente: BBVA Research

Gráfica 2

### Primas de riesgo de la deuda soberana (diferenciales de los bonos a 10 años con respecto a Alemania, pb)



Fuentes: Datastream y BBVA Research

## Un nuevo recrudecimiento de la crisis europea sigue siendo el riesgo global más importante

No hay duda de que una de las medidas más importantes de los últimos cuatro meses ha sido la provisión de liquidez a largo plazo por parte del BCE. Esto permitió, al menos hasta marzo, una reducción significativa del riesgo de liquidez en los bancos europeos, una tímida apertura de los mercados de financiación mayorista y una compresión de los diferenciales soberanos en los países periféricos (Gráfico 2). Pero los efectos positivos resultaron ser solo temporales, pues los mercados (i) detectaron cierta complacencia en los responsables políticos a medida que la prima de riesgo disminuía en el primer trimestre de 2012, y (ii) dudaron de la capacidad de muchos países periféricos para llegar a sus objetivos fiscales a la vez que temieron un retroceso del crecimiento si realmente los alcanzaban. Por consiguiente, a partir de marzo, las primas de riesgo se incrementaron rápidamente en Italia y España, y en este último caso, subió a niveles similares a los de las elevadas tensiones experimentadas en noviembre (Gráfico 2).

El efecto poco duradero de la inyecciones de liquidez a largo plazo y el interrogante entre la consolidación fiscal y la recuperación del crecimiento ponen de relieve dos conclusiones. Primero, las medidas del BCE solo pueden servir de salvación a corto plazo mientras se abordan los problemas económicos e institucionales subyacentes. Esto significa que no se debe hablar de estrategias de salida para el BCE demasiado pronto, pero también implica que es preciso hacer que avancen las reformas económicas, al mismo tiempo que se reequilibra la demanda dentro de la zona euro con el estímulo de los países centrales. Segundo, es imprescindible replantear las vías de consolidación fiscal de forma coordinada (o el riesgo que han señalado en particular los mercados), estableciendo déficits estructurales en consonancia con el espíritu del pacto fiscal dentro una trayectoria más gradual. A cambio del mayor gradualismo, los estados miembros deben presentar planes de consolidación explícitos, globales, detallados y plurianuales. De este modo, podrían lograrse unas finanzas públicas saneadas sin graves daños para el crecimiento a corto plazo. Al mismo tiempo, esta forma de proceder permitiría a Europa beneficiarse de las reformas estructurales a largo plazo que están siendo implementadas en los países periféricos.

En este contexto, seguimos considerando que el principal riesgo es un nuevo recrudecimiento de la crisis europea, con posibles consecuencias muy negativas para el crecimiento mundial. La fatiga que provocan las reformas en los países periféricos unida a la fatiga por los rescates en los países centrales podría devenir en un aumento de las tensiones en el contexto de un periodo con numerosos procesos electorales: Francia, Grecia, Alemania, Irlanda y Holanda celebran elecciones o un referéndum en la primera mitad de este año.

### **Los precios actuales del petróleo solo tendrán un impacto moderado en el crecimiento global. Sin embargo, un gran repunte de los precios del petróleo constituiría un riesgo importante**

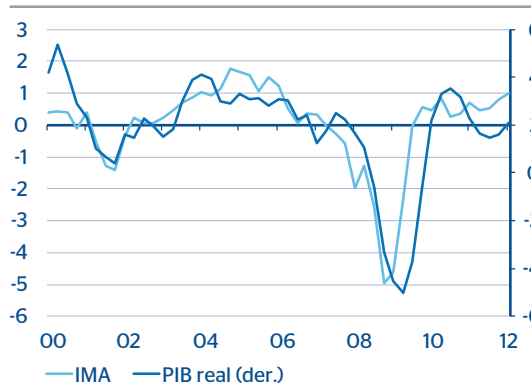
Una segunda amenaza para la economía mundial es un nuevo incremento de los precios del petróleo. El reciente repunte experimentado a comienzos de 2012 puede tener en parte su origen en unos fundamentos ajustados (oferta y demanda), pero también en un incremento de la prima de riesgo geopolítico de aproximadamente 10-15 dólares estadounidenses por barril, dadas las tensiones en torno a Irán y los muy reducidos colchones con los que cuenta el mercado (reservas de petróleo y capacidad sobrante de los productores). En nuestro escenario central, consideramos un precio en torno a los 120 dólares estadounidenses por barril de petróleo Brent durante gran parte de 2012, aproximadamente un 15% por encima de nuestras previsiones de febrero. En nuestra opinión, este precio solo tendrá un impacto negativo moderado sobre el crecimiento mundial, pues los bancos centrales de los países avanzados lo considerarán un choque temporal y sus débiles posiciones cíclicas les impedirán hacer un ajuste en la política monetaria, uno de los canales tradicionales de transmisión para reducir el crecimiento. No obstante, si el conflicto del Golfo se agravase, podrían producirse repuntes muy fuertes en los precios del petróleo, y aunque los bancos centrales siguieran sin reaccionar, el crecimiento podría verse dañado por el consiguiente aumento de la aversión al riesgo global. Creemos que la probabilidad de escalada del conflicto del Golfo es relativamente baja, pero el aumento de las tensiones podría tener repercusiones importantes en el crecimiento mundial.

### 3. Situación de EE. UU.

#### La recuperación económica es sensible a la desaceleración de la actividad en el 2T12

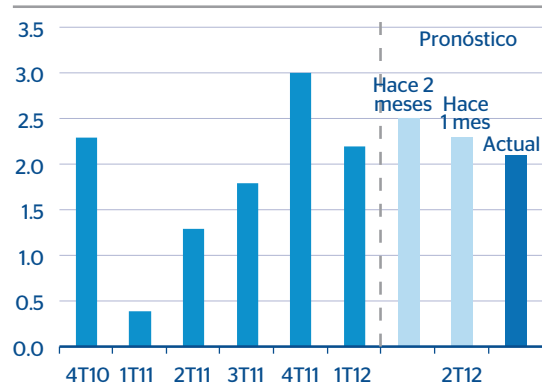
Los indicadores económicos más recientes transmiten señales contradictorias acerca de la solidez y sostenibilidad de la recuperación. No obstante, los datos del 1T12 fundamentan nuestras previsiones de un crecimiento más pronunciado en 2012. El resultado de las primeras estimaciones del crecimiento del PIB real del 1T12 es un incremento del 2,2% t/t anualizado en términos desestacionalizados. El consumo privado real sorprendió al alza con un crecimiento del 2,9%, lo que contribuyó a contrarrestar los resultados de otros componentes. De hecho, la media de crecimiento del consumo privado real del primer trimestre fue la más alta desde el último trimestre de 2006. Si excluimos los inventarios, que fueron el motor principal del crecimiento del 3,0% registrado en el 4T11, el PIB del primer trimestre fue ligeramente superior. En las primeras semanas del segundo trimestre de este año se ha producido una modesta desaceleración en diversas áreas, incluido el sector manufacturero, que hasta el momento venía siendo el motor principal de la recuperación económica. A pesar de la ralentización del ritmo de expansión y de la modesta caída de la demanda, el sector sigue sumando puestos de trabajo a buen ritmo, mientras que el crecimiento general del empleo se está frenando. Nuestro índice de actividad mensual, que utilizamos para hacer las previsiones del PIB a corto plazo, comprende cerca de 100 variables macroeconómicas que proporcionan una visión general de la actividad económica (Gráfico 3). En los últimos meses, nuestra previsión del PIB del segundo trimestre de 2012 (t/t anualizado) de hace dos meses fue ajustada ligeramente a la baja (desde el 2,3% al 2,1% actual) debido a la modesta desaceleración de muchos indicadores a corto plazo (Gráfico 4). Los datos que vayan publicándose irán aclarando las perspectivas del trimestre, prestando especial atención a los datos del consumo dada su fuerte aportación durante el primer trimestre del año. Una media de crecimiento real del consumo privado del 0,3% en abril, mayo y junio podría elevar nuestras previsiones de aumento del PIB correspondiente al 2T12 hasta el 2,3%. La previsión de crecimiento económico real para 2012 de nuestro escenario central se mantiene en el 2,3%.

Gráfica 3  
**Índice mensual de actividad de BBVA EE. UU. y PIB real (variación % 4T)**



Fuentes: BBVA Research y BEA

Gráfica 4  
**Evolución del PIB real (variación % t/t desest. anual)**



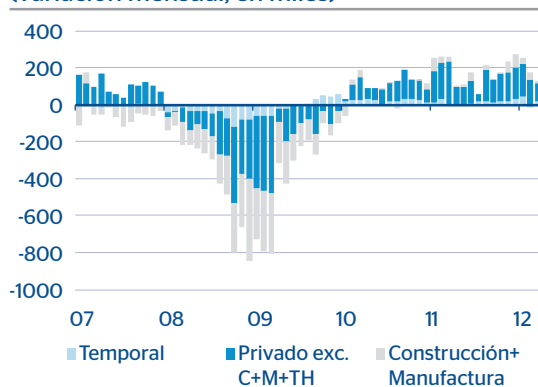
Fuentes: BBVA Research y BEA

En abril, el empleo no agrícola se incrementó en tan solo 115.000 puestos de trabajo tras las revisiones al alza de marzo (de 120.000 a 154.000) y de febrero (de 240.000 a 259.000). El empleo del sector privado sigue siendo el impulsor del incremento total del empleo, con un aumento de 130.000 puestos de trabajo en comparación con los 166.000 de la cifra revisada de marzo (Gráfico 5), compensando así el aumento de despidos en el sector público. Aunque las revisiones al alza son esperanzadoras, el empleo de marzo y abril se quedó lejos del aumento de más de 200.000 puestos de trabajo registrado durante los meses de invierno. Las últimas tendencias apoyan argumentos recientes que afirmaban que al haber sido el invierno más cálido de lo habitual, las ganancias normales de la primavera se han adelantado a los meses del invierno (Gráfico 6). De hecho, la demanda de energía para calentar los hogares de diciembre a marzo se ha desviado significativamente de la norma, lo que indica que este ha sido uno de los inviernos más cálidos en cerca de seis

años. En el invierno de 2006, cuando la necesidad de calefacción de los hogares también cayó por debajo de lo normal, el crecimiento mensual del empleo no agrícola llegó a un promedio de tan solo 90.000 puestos de trabajo en abril, mayo y junio. En comparación, el crecimiento medio de estos tres meses se aproximó a los 150.000 puestos de trabajo de los diez años anteriores. La desaceleración del crecimiento del empleo en marzo y abril de 2012 indica que probablemente veamos un impacto similar durante el resto del 2T12. Dadas las últimas tendencias de las demandas iniciales de desempleo, prevemos que el crecimiento del empleo no agrícola se mantendrá en un promedio por debajo de los 200.000 puestos de trabajo, al menos a corto plazo. En discursos recientes, el Presidente de la Reserva Federal, Ben Bernanke, ha destacado esta debilidad, señalando que las actuales tendencias del mercado de trabajo implican que la economía necesita una creación de empleo del orden de 150.000 a 200.000 puestos de trabajo al mes para reducir la tasa de desempleo. Según Bernanke, un ritmo de creación de empleo de 100.000 puestos de trabajo podría mantener estables las cifras de desempleo. En la situación actual, las empresas todavía no se sienten suficientemente cómodas con las condiciones de la demanda para ampliar sus niveles de producción, aunque suponemos que algunas han contratado trabajadores nuevos simplemente porque han potenciado al máximo su productividad con la base actual de empleados. La tasa de desempleo cayó sorprendentemente hasta el 8,1% en abril, pero una vez más refleja un descenso de la población activa. La tasa de participación ha caído hasta el 63,6%, el nivel más bajo desde diciembre de 1981, lo que subraya el incremento potencial de la tasa de desempleo si en los próximos meses más personas se incorporan (o vuelven a incorporarse) a la población activa.

Gráfica 5

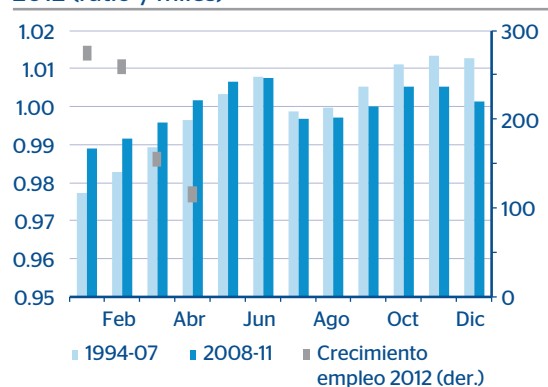
**Empleo no agrícola del sector privado  
(variación mensual, en miles)**



Fuentes: BBVA Research y BEA

Gráfica 6

**Estacionalidad y crecimiento del empleo en  
2012 (ratio y miles)**



Fuentes: BBVA Research y BEA

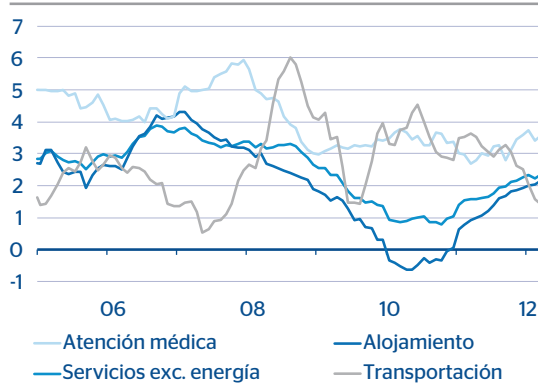
Los recientes incrementos de los precios de las materias primas convencieron a la Reserva Federal para incrementar sus perspectivas de inflación, pero en el conjunto del año prevén que se mantendrá dentro de su objetivo de inflación a largo plazo o por debajo del mismo. En general, el aumento de la inflación ha puesto coto a los esfuerzos de la Fed para apoyar la economía. Sin embargo, el clima inesperadamente cálido y la caída de los precios del gas natural parecen haber limitado el impacto de los altos precios del petróleo en el índice general de precios. Los precios de la atención médica y del alojamiento han ejercido presiones alcistas sobre la inflación subyacente (Gráfico 7), sin embargo, las tendencias actuales no presentan riesgos significativos para el objetivo de inflación de la Fed. Se prevé que la inflación se mantendrá bajo control dada la amplia brecha de producción y unas expectativas de inflación estables. Los costes del empleo siguen incrementándose, pero las tasas de crecimiento se mantienen bajas en comparación con las tendencias históricas. Las mediciones alternativas de la inflación subyacente, como la media truncada del IPC y la mediana del IPC, se han desacelerado en términos interanuales. La inflación subyacente del consumo privado, que la Fed vigila de cerca, oscila ligeramente por debajo del objetivo de crecimiento anual del 2% (Gráfico 8). De cara al futuro, la distribución del índice de precios al consumo indica una tendencia central a la baja. En 2012, nuestro escenario central asume un IPC general del 2,5%. No hemos revisado nuestra previsión de inflación subyacente, que se mantiene en el 1,9% para el año, aunque con algunos riesgos al alza.

A pesar de la prolongada debilidad del mercado de la vivienda, los últimos datos apuntan a un impulso positivo y ofrecen mejores perspectivas para el sector. El récord de asequibilidad contribuye al aumento de las ventas de vivienda nueva en términos no desestacionalizados y la confianza de los constructores también mejora. Los inventarios de viviendas nuevas y usadas a la venta se reducen y avanzan hacia el equilibrio. El menor



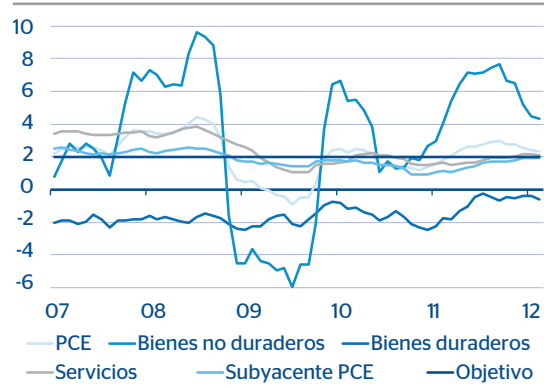
tamaño de los inventarios de vivienda nueva seguirá estimulando la construcción a medida que mejore la demanda, lo que apunta a que los nuevos proyectos de construcción de viviendas residenciales contribuirán este año de forma positiva al crecimiento económico. Aunque las ventas de vivienda y la construcción de viviendas nuevas parecen haber tocado fondo en 2011, los índices nacionales de precios experimentarán nuevas caídas en 2012 debido al exceso de propiedades procedentes de ejecuciones hipotecarias y al inventario de viviendas usadas. Las caídas de los precios generales están provocadas por el elevado porcentaje de ventas de propiedades con dificultades financieras en el mercado de vivienda usada, y por consiguiente, estas caídas se moderarán a medida que aumente el porcentaje de ventas de viviendas sin dificultades. Los vendedores potenciales comienzan a percibir un aumento de la demanda y una mejora del entorno de venta, pues los precios medios de la vivienda nueva y de la vivienda usada tienden actualmente al alza en términos interanuales.

Gráfica 7  
**Precios al consumo de los servicios**  
(variación % a/a)



Fuentes: BBVA Research y BEA

Gráfica 8  
**Índice de precios al consumo privado**  
(variación % a/a)



Fuentes: BBVA Research y BEA

Reducir el flujo de ejecuciones hipotecarias es un objetivo fundamental de los responsables políticos. El gobierno federal se centra en las ayudas a los propietarios de vivienda con dificultades, y se prevé que aumentarán los incentivos a deudores y prestamistas para refinanciar o para modificar las hipotecas. Los programas gubernamentales (por ejemplo el programa HARP) y los bajos tipos hipotecarios están estimulando las actividades de refinanciación. Un plan de conversión a gran escala de las propiedades inmobiliarias en manos del gobierno en propiedades de alquiler podría moderar el nivel de ejecuciones hipotecarias, apoyar los precios de la vivienda y abastecer el mercado de alquiler. Se prevé que el Tesoro propondrá una retirada paulatina de Freddie Mac y Fannie Mae a corto plazo. Entre las diversas opciones se incluyen la reducción del papel que desempeña el gobierno, la garantía del gobierno para el crédito inmobiliario privado cuando los mercados están bajo tensiones graves y los seguros gubernamentales para determinadas hipotecas que ya están garantizadas por compañías de seguros privadas. Las tres opciones conducirían a aumentar los costes y los tipos de interés hipotecarios para los deudores. Teniendo en cuenta que el presidente Obama apoya la participación del gobierno, la última opción es la más probable. Dada la proximidad de las elecciones presidenciales no prevemos que la reforma de la financiación hipotecaria se apruebe en 2012. La incertidumbre con respecto al futuro de la financiación hipotecaria ha tenido en última instancia efectos adversos en el mercado de la vivienda.

Tras la última reunión del FOMC, la Fed anunció que continuará implementando la Operación Twist (consistente en alargar el vencimiento medio de sus carteras de títulos) y mantendrá la actual política de reinversión del principal. El anuncio indica que los miembros mejoraron sus previsiones económicas para 2012 en comparación con las previsiones que hicieron en enero, pero rebajaron las previsiones del PIB correspondiente a 2013 y 2014 (Gráfico 9). En vista de los riesgos actuales de la situación (esto es, los problemas de la deuda soberana europea) y de los lastres persistentes sobre el crecimiento (es decir, la consolidación fiscal de EE. UU. y la depresión que sufre el sector de la vivienda), las condiciones siguen "justificando los niveles excepcionalmente bajos de tipos de interés de los fondos federales al menos hasta finales de 2014". En respuesta a una pregunta durante la conferencia de prensa, el Presidente Bernanke afirmó que según su opinión personal, los "niveles excepcionalmente bajos del tipo de los fondos federales" significan un tipo de interés entre el 0 y el 0,25%; sin embargo, hizo hincapié en que otros miembros del FOMC podrían tener una visión distinta. En cuanto al asunto de la flexibilización cuantitativa, la opinión de Bernanke es que las condiciones actuales no requieren políticas monetarias flexibles adicionales. Además, Bernanke y varios miembros del FOMC creen

que el inventario de activos tiene más importancia que el flujo de activos a la hora de determinar los tipos de interés. Por consiguiente, prevemos que la Operación Twist finalizará en junio, tal como está previsto, y que el impacto sobre la curva de rentabilidad será limitado. Nuestras previsiones se mantienen sin cambios, con un primer incremento del tipo de los fondos federales en octubre de 2014.

La situación fiscal exige más atención a medida que nos aproximamos al objetivo de 2013. La Fed ha sido más elocuente con respecto a las inciertas perspectivas fiscales, y ha destacado la necesidad de reformas y los riesgos derivados del vencimiento de varios planes de estímulo fiscal, incluidos los recortes de impuestos durante la recesión. Bernanke cree que el Congreso debe equilibrar los dos objetivos de sostenibilidad fiscal y crecimiento económico y pide menos medidas de austeridad a corto plazo para sostener la recuperación económica.

Gráfica 9

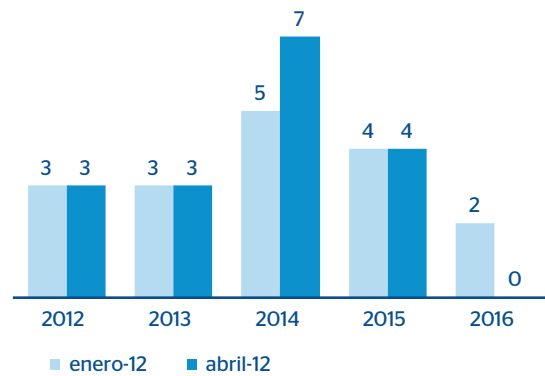
**Comparativa de previsiones de la Reserva Federal: declaración y conferencia de prensa del FOMC del 25 de abril (tendencia central)**

Prev. del FOMC, enero de 2012				Prev. del FOMC, abril de 2012					
2012	2013	2014	Largo plazo	2012	2013	2014	Largo plazo		
<b>PIB, var. % interanual en el 4T</b>				<b>PIB, var. % interanual en el 4T</b>					
Míni.	2.2	2.8	3.3	2.3	Míni.	2.4	2.7	3.1	2.3
Máx.	2.7	3.2	4.0	2.6	Máx.	2.9	3.1	3.6	2.6
<b>Tasa de desempleo, 4T, %</b>				<b>Tasa de desempleo, 4T, %</b>					
Míni.	8.2	7.4	6.7	5.2	Míni.	7.8	7.3	6.7	5.2
Máx.	8.5	8.1	7.6	6.0	Máx.	8.0	7.7	7.4	6.0
<b>Consumo privado subyacente, 4T, variación a/a</b>				<b>Consumo privado subyacente, 4T, variación a/a</b>					
Míni.	1.5	1.5	1.6	--	Míni.	1.8	1.7	1.8	--
Máx.	1.8	2.0	2.0	--	Máx.	2.0	2.0	2.0	--

Fuentes: BBVA Research y Reserva Federal

Gráfica 10

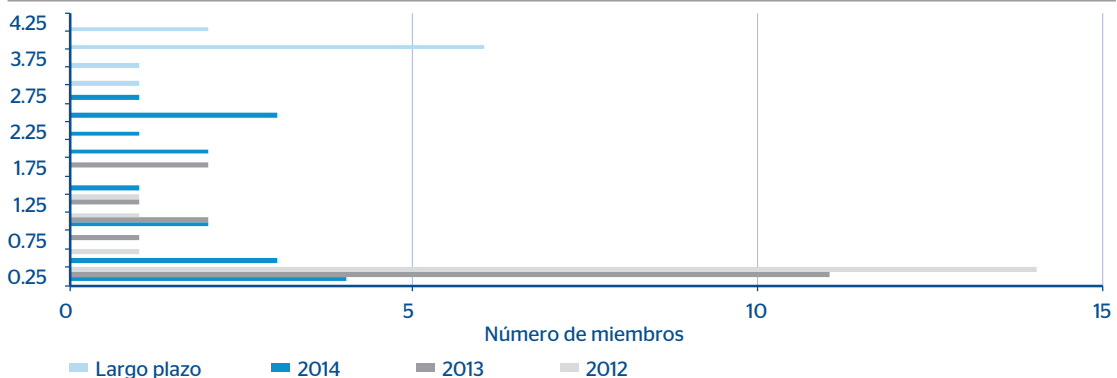
**Periodo apropiado para la consolidación de la política (número de participantes del FOMC)**



Fuentes: BBVA Research y Reserva Federal

Gráfica 11

**Previsión del tipo objetivo de los fondos federales (a final de año, %)**



Fuentes: BBVA Research y Reserva Federal

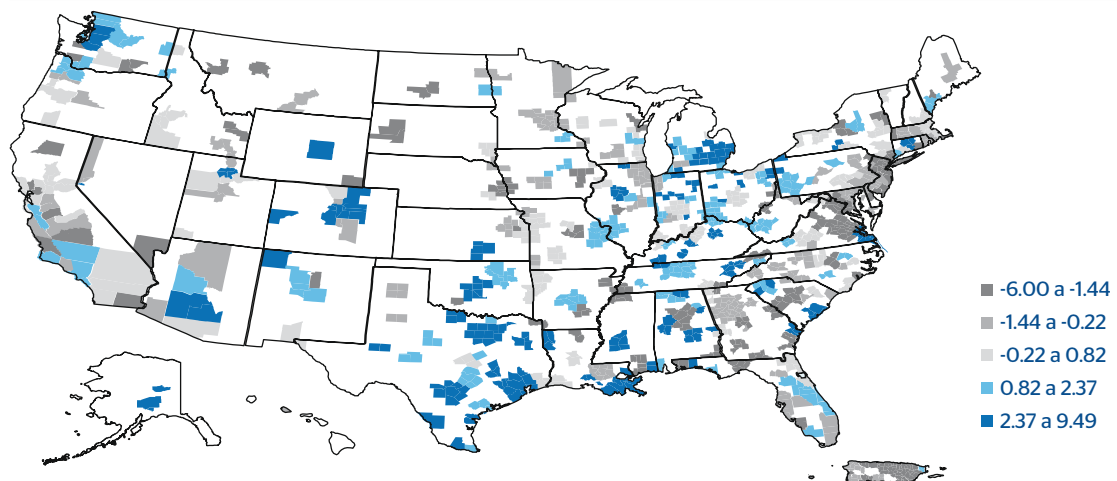
Las actas de la última reunión del FOMC indican que se han reducido las probabilidades de que se efectúen compras adicionales de activos a gran escala. Con un crecimiento moderado y la inflación en torno al objetivo a largo plazo, hay menos necesidad de una flexibilidad adicional. Sin embargo, otros datos más recientes del periodo entre reuniones apuntan a un incremento de la probabilidad de una flexibilización cuantitativa, especialmente por la caída de los mercados de valores y por el aumento de la inestabilidad financiera. Si las condiciones financieras se deterioran o si el crecimiento se ve afectado por alguno de los muchos lastres que persisten en la economía, la flexibilidad cuantitativa sigue "sobre la mesa" como una opción de política monetaria. La Fed ha señalado claramente que siguen siendo altos los riesgos de una desaceleración del crecimiento. Estos riesgos bajistas incluyen la crisis de la deuda soberana europea, la débil actividad del sector de la vivienda, el mayor desapalancamiento, los aumentos prolongados de los precios del petróleo y la desaceleración de las economías emergentes.

## 4. Situación regional: con el cambio de viento ¿soltará amarras el sector servicios?

La producción industrial de EE. UU. aumentó con fuerza durante la recuperación: la variación interanual llegó a su nivel máximo del 8,1% en junio de 2011 y se situó en un promedio del 5,1% durante el periodo de 24 meses que va desde marzo de 2010 a marzo de 2012. Este crecimiento es notable, pues supone un ritmo casi 3 puntos porcentuales por encima del ritmo medio anterior a la recesión del periodo 2002-2007. De 2008 a 2010, cuando las economías de EE. UU. y Europa se tambalearon tras la excesiva expansión del crédito, muchas economías en desarrollo siguieron creciendo rápidamente; en algunos casos, este crecimiento fue alimentado por la expansión del crédito interno. Así pues, como el crecimiento continuó en el extranjero, la demanda de las exportaciones de EE. UU. siguió aumentando y creó nuevos empleos en el sector manufacturero en todo el país. Las ciudades de Indiana y Ohio que dependen de la producción manufacturera, muy castigadas, se beneficiaron enormemente de este resurgimiento de la demanda. Sin embargo, el fuerte crecimiento de la producción industrial se desaceleró a principios de 2012, mientras que el índice nacional se incrementó un 0,7% durante el primer trimestre. El retroceso partió de varias industrias clave, y refleja un cambio de patrón en la generación del crecimiento a lo largo de 2012.

Gráfica 12

**Crecimiento de la producción industrial por MSA, ene-dic de 2011: diferencia con EE. UU. (variación del 3,8%), por quintiles**



Fuente: BBVA Research

En 2011, la efervescente demanda internacional se transfirió a los sectores del petróleo, el gas y la minería de carbón, pues la actividad de la extracción impulsó la producción industrial el año pasado. El aumento de los precios del petróleo y la capacidad de aprovechar las reservas de gas de esquisto descubiertas recientemente calaron en el sector de la energía; así, los estados ricos en recursos energéticos como Texas, Dakota del Norte, Luisiana y Wyoming crecieron rápidamente y crearon miles de puestos de trabajo. Además, este crecimiento permeó en otros estados como Ohio y Pensilvania, cuyo potencial energético no se conocía anteriormente. A medida que las empresas de prospección procedieron a extraer a toda velocidad tanto gas natural y petróleo de los yacimientos como fue posible antes de que vencieran los contratos, el precio del gas natural fue cayendo continuamente hasta llegar a tocar fondo en torno a 1,83 dólares por MMBtu a mediados de abril de 2012.

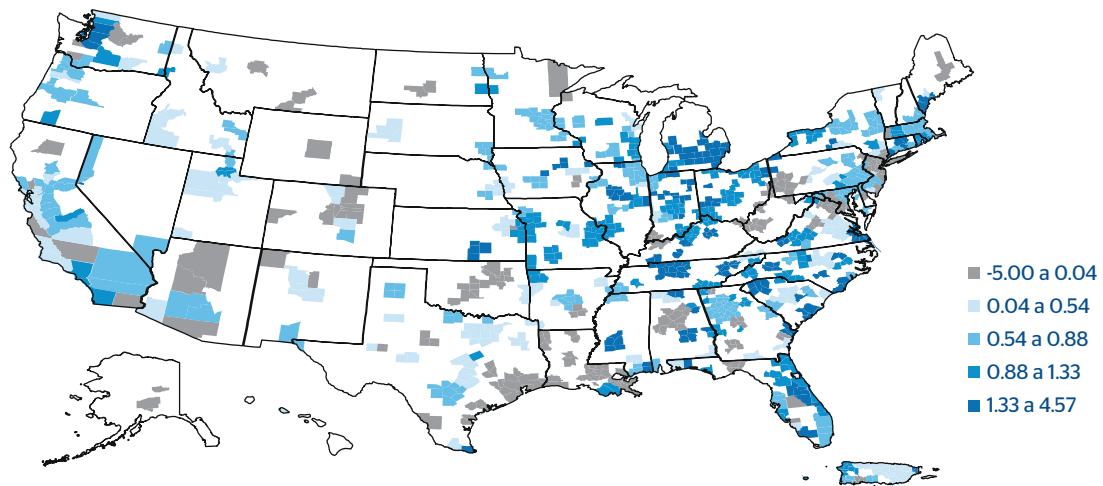
El exceso de gas natural y los precios en niveles mínimos redujeron el rendimiento económico de las nuevas perforaciones para extraer gas natural y, por consiguiente, las empresas de prospección han paralizado la producción en determinados pozos y han pasado sus recursos a la extracción de petróleo. A comienzos de mayo, el número de pozos dedicados a la extracción de gas natural descendió un 32% en comparación con mayo de 2011. Por consiguiente, la producción de gas de esquisto seco cayó bruscamente entre febrero y abril, de forma más significativa en los yacimientos de Barnett y Haynesville en Texas y en el yacimiento de Marcellus en Pensilvania. La reducción de la producción está dando como resultado un aumento de los precios: hasta mediados de mayo, el precio del gas natural ha aumentado cerca de 50 céntimos de dólar

por MMBtu, y los contratos futuros anticipan una nueva subida. La desaceleración de las actividades de perforación para la extracción de gas es en parte responsable de la moderación de la producción industrial a principios de 2012, ya que el componente de la extracción de petróleo y de gas ha caído durante el primer trimestre. De cara al futuro, cabe esperar nuevas reducciones del número de pozos para la extracción de gas, pues las empresas de extracción tienen como objetivo el petróleo. Sin embargo, a largo plazo, la amplia oferta de gas supone una enorme oportunidad para Estados Unidos; las inversiones en tuberías nuevas y las infraestructuras de procesamiento y exportación impulsarán el crecimiento, pues serán necesarias para aprovechar este recurso en su totalidad. Además, los elevados precios del petróleo seguirán apoyando la inversión en la extracción de petróleo de esquisto bituminoso mediante técnicas de fracturación hidráulica.

Otro motor clave de la reciente desaceleración de la producción industrial procede del sector de la minería, ya que tanto la producción de carbón como la producción de minerales no metálicos han caído más de un 15% en el primer trimestre. Aunque la industria minera de minerales metálicos aumentó ligeramente durante el primer trimestre, la fuerte caída de los otros dos sectores refleja la debilidad de la demanda interna y externa. En EE. UU., las crecientes restricciones medioambientales y los bajos precios del gas natural han provocado que muchos productores de electricidad doméstica hayan cambiado su combustible y utilicen ahora gas natural en lugar de carbón. Para complicar este cambio todavía más, la reciente caída del ritmo de actividad de China y Brasil ha reducido el mercado de exportación de carbón y de productos minerales no metálicos. Curiosamente, en EE. UU., el Wall Street Journal informó en fechas recientes de que la demanda de arena del medio oeste se está disparando debido a que es necesario utilizarla en la fracturación hidráulica. Esta actividad, junto con la industria minera relacionada con el mineral de hierro debería contribuir a impulsar la actividad minera en los próximos meses, aunque el ritmo global será moderado en comparación con el crecimiento de dos dígitos registrado en 2011.

Gráfica 13

**Crecimiento de la producción industrial por MSA, ene-mar de 2012: diferencia con EE. UU. (variación del 0,7%), por quintiles**

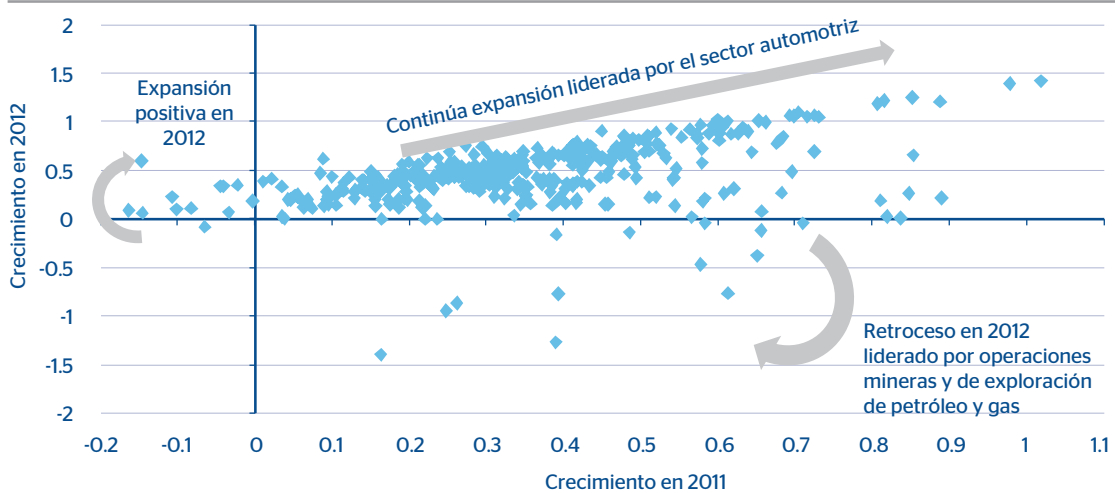


Fuente: BBVA Research

Aunque las actividades relacionadas con la minería y con la extracción de gas se han contraído con respecto al ritmo del año pasado, las perspectivas para el conjunto de la producción industrial siguen siendo favorables, ya que otros sectores están absorbiendo parte de la capacidad ociosa. En primer lugar, entre las industrias manufactureras líderes se incluyen la producción de automóviles y camiones, además de la producción de motores y equipos relacionados. De hecho, la fabricación nacional de vehículos de motor ha impulsado la producción industrial a comienzos de 2012 al registrar un crecimiento del 25% solo en el primer trimestre. Las ventas de vehículos aumentaron de forma continua durante el año anterior, y los inventarios de vehículos nuevos siguen excepcionalmente bajos. Por consiguiente, como las existencias son más reducidas y las ventas mejoran, estos sectores seguirán aumentando la producción industrial. El fortalecimiento del sector automovilístico apoya la actividad de un conjunto de industrias relacionadas que abarca desde fibras sintéticas hasta equipos de sonido. A nivel regional, Michigan, muchos estados limítrofes y Alabama se benefician de este aumento de la actividad manufacturera.

Gráfica 14

Crecimiento mensual medio de la PI por MSA, 2012 frente a 2011



Fuente: BBVA Research

En segundo lugar, el incipiente repunte del mercado de la vivienda también contribuirá al crecimiento este año. Por primera vez desde la recesión, se prevé que la inversión residencial contribuirá de forma positiva al PIB anual. Ciertamente, en el primer trimestre de 2012, los vientos han cambiado para diversas industrias relacionadas con el sector de la vivienda, como las fábricas textiles, las fábricas de muebles domésticos e institucionales y las fábricas de pinturas, que muestran todas ellas resultados ligeramente positivos. Esta inflexión está fomentando la producción en Carolina del Norte y en la región sureste de EE. UU. La expansión de estos sectores manufactureros continuará junto con el repunte de la inversión residencial a medida que mejoren las ventas de la vivienda de nueva construcción.

Si observamos el conjunto de EE. UU. podemos ver en los Gráficos 1 y 2 que la producción industrial en las áreas estadísticas metropolitanas (MSA) con concentraciones en minería y en petróleo y gas ha retrocedido. Por ejemplo, en 2011, Texas, Colorado, Luisiana y Wyoming tenían muchas áreas en azul oscuro que ahora están por debajo de la media de EE. UU. En el Gráfico 3, las MSA de Virginia Occidental; Fairbanks, AK; Midland, TX; Duluth, MN y Prescott, AZ, encabezan el retroceso en 2012. Las MSA de producción manufacturera relacionada con el transporte como Kokomo, IN, y Flint, MI, lideran la categoría de crecimiento continuo, mientras que Mayaguez, Puerto Rico, gana el título de mejor desempeño a principios de 2012 después de experimentar una caída en 2011. Curiosamente, muchas de las MSA que vieron caer la actividad industrial en 2011 también están entre las áreas con peores resultados en 2012. Estas áreas incluyen, entre otras, Santa Fé, NM; Tallahassee, FL; Hinesville, GA; Dothan, AL, y Atlantic City, NJ.

Si seguimos avanzando en 2012, es evidente que el retroceso de la producción industrial y manufacturera requerirá que el sector servicios se fortalezca y aumente el número de trabajadores para mantener el crecimiento del PIB. Hasta la fecha, el índice ISM no manufacturero se ha mantenido constantemente por encima de 50 puntos, lo que indica que el sector servicios está en expansión, y creemos que ese crecimiento continuará. No obstante, la generación de puestos de trabajo en el sector servicios depende del aumento de las rentas y de la producción complementaria de los sectores de producción. Por ejemplo, en términos interanuales, los 11 estados (o regiones) con mayor crecimiento de los servicios privados son Dakota del Norte, DC, Kentucky, Texas, Luisiana, Idaho, California, Nueva York, Maryland, Colorado y Utah. Seis de estos estados también se beneficiaron del auge de la producción relacionada con la energía en 2011 y otros tres se beneficiaron del dinero procedente del gobierno federal, mientras que el sector tecnológico dio impulso a California y las finanzas dieron impulso a Nueva York. Como el ritmo de creación de empleo en los servicios privados también ha decaído según los últimos datos, estaremos cada vez más pendientes de estos sectores en busca de nuevos indicios de debilidad y riesgos en los próximos meses.

Aunque más del 80% del total de las 370 MSA registraron una contracción mensual de la actividad industrial en los últimos datos, la diversidad industrial de la región del Sunbelt donde opera el Grupo Bancario BBVA Compass la coloca en una buena posición en 2011, y debería ser capaz de evitar una desaceleración de la

actividad nacional en 2012. Tanto en términos interanuales como a lo largo del primer trimestre de 2012, la mayoría de las MSA de la región muestran un diferencial de crecimiento positivo con respecto al promedio de EE. UU. Esta diferencia a su favor refleja que las posiciones de la producción manufacturera de la región son líderes en transporte, tecnología, aparatos médicos, maquinaria, metales y prospección de petróleo y gas. En 2012, se prevé que el PIB de la región del Sunbelt crecerá a un ritmo superior al promedio de EE. UU. debido a estos fundamentos que son responsables de la creación de empleo por encima de la media y de un crecimiento demográfico comparativamente más rápido. Sin embargo, los riesgos para el crecimiento del PIB de California se inclinan a la baja, pues el deterioro de la situación fiscal del estado obligará a aumentar los impuestos y a realizar nuevos recortes presupuestarios este año. El elevado desempleo unido a unas mayores cargas impositivas y regulatorias obstaculizará aún más el crecimiento. Por otro lado, Texas sigue atrayendo a empresas y trabajadores tecnológicos a medida que diversifica su actividad productiva.

Gráfica 15

**Rendimiento de la producción industrial en la región del Sunbelt donde opera el Grupo Bancario BBVA Compass**

MSA	Febrero-marzo 2012, variación %	Variación % interanual	Diferencia interanual con el promedio de EE. UU.	1T12, variación %	1T12, diferencia con el promedio de EE. UU.
<b>Alabama</b>					
Anniston-Oxford, AL	-0.19%	7.1%	3.3%	2.5%	1.8%
Auburn-Opelika, AL	-0.14%	6.9%	3.1%	2.6%	1.9%
Birmingham-Hoover, AL	-0.08%	2.3%	-1.5%	0.3%	-0.4%
Columbus, GA-AL	-0.42%	4.3%	0.6%	1.7%	1.0%
Decatur, AL	-0.32%	4.3%	0.5%	1.2%	0.5%
Dothan, AL	0.77%	0.5%	-3.3%	1.0%	0.3%
Florence-Muscle Shoals, AL	-0.84%	5.0%	1.3%	1.0%	0.3%
Gadsden, AL	-0.24%	5.3%	1.6%	1.8%	1.1%
Huntsville, AL	-0.14%	7.7%	3.9%	2.5%	1.9%
Mobile, AL	-0.30%	5.5%	1.7%	1.4%	0.7%
Montgomery, AL	-0.21%	6.6%	2.8%	2.5%	1.8%
Tuscaloosa, AL	-0.82%	5.0%	1.3%	-0.4%	-1.0%
<b>Arizona</b>					
Flagstaff, AZ	-0.30%	2.5%	-1.3%	0.6%	-0.1%
Phoenix-Mesa-Scottsdale, AZ	-0.20%	5.2%	1.5%	1.3%	0.6%
Prescott, AZ	-1.34%	2.0%	-1.7%	-2.3%	-3.0%
Tucson, AZ	-0.22%	2.9%	-0.9%	0.1%	-0.6%
Yuma, AZ	-0.47%	3.8%	0.1%	1.2%	0.5%
<b>California</b>					
Bakersfield, CA	-0.02%	5.6%	1.8%	-0.4%	-1.1%
Chico, CA	-0.18%	3.7%	-0.1%	1.3%	0.6%
El Centro, CA	-0.56%	2.1%	-1.7%	0.7%	0.0%
Fresno, CA	-0.08%	3.7%	0.0%	1.4%	0.7%
Hanford-Corcoran, CA	-0.23%	2.8%	-1.0%	1.2%	0.5%
Los Angeles-Long Beach-Santa Ana, CA	-0.09%	5.1%	1.4%	1.8%	1.1%
Madera, CA	-0.63%	4.5%	0.7%	1.7%	1.0%
Merced, CA	-0.36%	2.7%	-1.1%	1.2%	0.5%
Modesto, CA	-0.29%	3.7%	-0.1%	1.3%	0.6%
Napa, CA	-0.36%	2.2%	-1.6%	0.4%	-0.3%
Oxnard-Thousand Oaks-Ventura, CA	0.09%	3.2%	-0.5%	0.9%	0.2%

Continúa en la página siguiente

MSA	Febrero-marzo 2012, variación %	Variación % interanual	Diferencia interanual con el promedio de EE. UU.	1T12, variación %	1T12, diferencia con el promedio de EE. UU.
Redding, CA	-0.51%	2.0%	-1.7%	0.6%	-0.1%
Riverside-San Bernardino-Ontario, CA	-0.20%	4.0%	0.2%	1.5%	0.8%
Sacramento--Arden-Arcade--Roseville, CA	-0.07%	4.5%	0.7%	1.4%	0.7%
Salinas, CA	-0.15%	2.0%	-1.8%	0.4%	-0.3%
San Diego-Carlsbad-San Marcos, CA	-0.08%	5.1%	1.3%	1.7%	1.0%
San Francisco-Oakland-Fremont, CA	-0.20%	4.2%	0.4%	0.9%	0.2%
San Jose-Sunnyvale-Santa Clara, CA	0.00%	5.0%	1.3%	1.1%	0.5%
San Luis Obispo-Paso Robles, CA	-0.30%	3.5%	-0.2%	1.0%	0.3%
Santa Barbara-Santa Maria-Goleta, CA	-0.18%	5.0%	1.2%	1.1%	0.4%
Santa Cruz-Watsonville, CA	-0.07%	4.4%	0.6%	1.2%	0.5%
Santa Rosa-Petaluma, CA	-0.10%	4.0%	0.2%	1.2%	0.5%
Stockton, CA	-0.33%	4.0%	0.2%	1.5%	0.8%
Vallejo-Fairfield, CA	-0.03%	3.2%	-0.6%	1.2%	0.5%
Visalia-Porterville, CA	-0.26%	2.7%	-1.1%	1.0%	0.4%
Yuba City, CA	-0.29%	4.3%	0.5%	1.1%	0.4%
<b>Colorado</b>					
Boulder, CO	-0.01%	3.8%	0.0%	0.9%	0.3%
Colorado Springs, CO	-0.22%	4.4%	0.6%	1.0%	0.3%
Denver-Aurora, CO	0.11%	4.8%	1.0%	0.4%	-0.3%
Fort Collins-Loveland, CO	-0.02%	4.5%	0.7%	1.1%	0.4%
Grand Junction, CO	-0.13%	7.9%	4.2%	0.6%	-0.1%
Greeley, CO	0.00%	5.9%	2.1%	0.6%	-0.1%
Pueblo, CO	-0.19%	4.2%	0.4%	1.3%	0.6%
<b>Florida</b>					
Cape Coral-Fort Myers, FL	0.05%	2.4%	-1.3%	1.2%	0.5%
Deltona-Daytona Beach-Ormond Beach, FL	0.06%	4.6%	0.8%	1.9%	1.2%
Fort Walton Beach-Crestview-Destin, FL	-0.06%	8.9%	5.2%	3.1%	2.5%
Gainesville, FL	-0.13%	3.6%	-0.2%	1.6%	1.0%
Jacksonville, FL	-0.19%	4.5%	0.7%	1.8%	1.1%
Lakeland, FL	-0.24%	2.7%	-1.1%	0.6%	-0.1%
Miami-Fort Lauderdale-Miami Beach, FL	-0.02%	3.6%	-0.1%	1.5%	0.8%
Naples-Marco Island, FL	-0.03%	4.2%	0.4%	2.0%	1.3%
Ocala, FL	-0.16%	5.2%	1.5%	1.7%	1.0%
Orlando, FL	-0.03%	5.7%	1.9%	2.2%	1.5%
Palm Bay-Melbourne-Titusville, FL	0.02%	5.8%	2.1%	1.6%	0.9%
Panama City-Lynn Haven, FL	-0.40%	6.0%	2.2%	1.8%	1.2%
Pensacola-Ferry Pass-Brent, FL	0.16%	2.5%	-1.3%	1.2%	0.5%
Port St. Lucie-Fort Pierce, FL	0.14%	4.8%	1.1%	2.0%	1.3%
Punta Gorda, FL	-0.38%	2.1%	-1.6%	0.5%	-0.2%
Sarasota-Bradenton-Venice, FL	0.04%	4.3%	0.6%	1.7%	1.1%
Tallahassee, FL	-0.24%	1.4%	-2.3%	0.3%	-0.4%
Tampa-St. Petersburg-Clearwater, FL	-0.05%	4.1%	0.3%	1.5%	0.9%
Vero Beach, FL	0.01%	6.9%	3.1%	2.4%	1.8%

Continúa en la página siguiente

MSA	Febrero-marzo 2012, variación %	Variación % interanual	Diferencia interanual con el promedio de EE. UU.	1T12, variación %	1T12, diferencia con el promedio de EE. UU.
<b>Nuevo México</b>					
Albuquerque, NM	-0.11%	4.2%	0.5%	1.1%	0.4%
Farmington, NM	0.04%	8.3%	4.5%	0.0%	-0.7%
Las Cruces, NM	-0.07%	4.3%	0.5%	1.4%	0.8%
Santa Fe, NM	0.18%	0.1%	-3.7%	-0.2%	-0.9%
<b>Texas</b>					
Abilene, TX	0.08%	5.5%	1.7%	0.5%	-0.2%
Amarillo, TX	-0.08%	5.0%	1.2%	1.4%	0.8%
Austin-Round Rock, TX	-0.04%	4.5%	0.7%	0.8%	0.1%
Beaumont-Port Arthur, TX	-0.18%	4.3%	0.5%	0.6%	-0.1%
Brownsville-Harlingen, TX	-0.18%	6.3%	2.5%	2.6%	1.9%
College Station-Bryan, TX	-0.05%	5.8%	2.1%	0.7%	0.0%
Corpus Christi, TX	-0.23%	6.4%	2.6%	0.1%	-0.6%
Dallas-Fort Worth-Arlington, TX	0.04%	5.7%	2.0%	1.2%	0.5%
El Paso, TX	-0.66%	4.3%	0.6%	1.3%	0.7%
Houston-Baytown-Sugar Land, TX	0.41%	5.6%	1.8%	-0.1%	-0.8%
Killeen-Temple-Fort Hood, TX	-0.49%	3.6%	-0.2%	1.0%	0.3%
Laredo, TX	-0.01%	7.9%	4.1%	0.2%	-0.5%
Longview, TX	0.14%	6.8%	3.0%	0.9%	0.3%
Lubbock, TX	-0.06%	3.3%	-0.5%	1.1%	0.4%
McAllen-Edinburg-Pharr, TX	0.01%	6.0%	2.3%	0.8%	0.1%
Midland, TX	0.35%	6.7%	2.9%	-1.1%	-1.8%
Odessa, TX	0.00%	8.8%	5.0%	0.8%	0.1%
San Angelo, TX	0.16%	4.8%	1.0%	1.0%	0.3%
San Antonio, TX	-0.15%	5.7%	2.0%	1.5%	0.9%
Sherman-Denison, TX	-0.02%	5.3%	1.5%	1.3%	0.6%
Tyler, TX	0.21%	6.4%	2.6%	0.8%	0.1%
Victoria, TX	0.16%	4.1%	0.3%	0.5%	-0.2%
Waco, TX	-0.10%	5.4%	1.7%	1.9%	1.3%
Wichita Falls, TX	0.02%	7.4%	3.7%	1.4%	0.8%

Fuente: BBVA Research



## 5. Los clústeres de alta tecnología de la región impulsarán el crecimiento de EE. UU.

En el último año, analistas, observadores ocasionales y periodistas se preguntaron si estamos inmersos en una "Burbuja tecnológica 2.0", término acuñado en la portada del 25 de julio de 2011 de la revista Fortune. Durante este tiempo, el mercado de EE. UU. ha visto doblarse el valor de mercado de Apple, un repunte de los valores de IBM y Google, un aumento meteórico de las valoraciones de empresas como Zynga, Groupon, LinkedIn y, en el momento de escribir estas líneas, la salida a bolsa de Facebook que valorará la red social en más de 100.000 millones de dólares. Los críticos sostienen que se está gestando otra burbuja y que estallará como sucedió en 1999-2000.

Aunque las valoraciones de las empresas tecnológicas estarán sujetas a la volatilidad y pueden divergir de los fundamentales, operan en un mundo globalmente interconectado y pueden ahora llegar a miles de millones de consumidores solo con tener presencia en la red. La proliferación de redes inalámbricas y dispositivos móviles ha conectado aproximadamente 2.100 millones de personas a Internet. Independientemente de la euforia que rodea a la colosal valoración de Facebook, hay que tener en cuenta que afirma tener cerca de 500 millones de usuarios activos diariamente, y más de 901 millones de miembros activos mensualmente, lo que equivale a cerca del triple de la población de Estados Unidos. Su base de usuarios casi se ha duplicado en dos años escasos. Mientras que los inversores continúan invirtiendo grandes cantidades en tecnología, el ejemplo de Facebook pone de relieve la nueva realidad en la que operan estas empresas, y EE. UU. seguirá siendo líder mundial en innovación tecnológica.

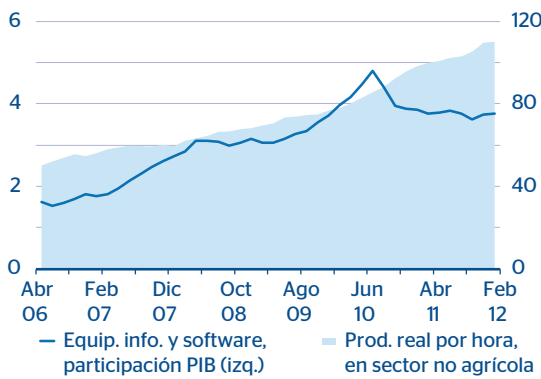
Estados Unidos es el centro neurálgico de la innovación mundial y la sede donde se albergan algunos de los clústeres tecnológicos más importantes del mundo. El liderazgo de EE. UU. en tecnología e innovación ha sido posible gracias a la combinación de varios factores, incluidos un sistema legal que protege con eficacia los derechos de propiedad, sustanciosas inversiones públicas y privadas en investigación y desarrollo (I+D), el espíritu emprendedor de la sociedad estadounidense, un extraordinario sistema educativo universitario, mano de obra muy cualificada y los conocimientos acumulados durante varias décadas de innovación en ciencia y en ingeniería.

Investigadores e innovadores de EE. UU. crearon estándares de comunicación que hicieron posible el florecimiento de Internet, y las instituciones académicas, los ingenieros y los informáticos del país tienen un enorme stock de conocimiento y experiencia que les permitirá seguir a la vanguardia del sector de la tecnología punta. Esta larga historia de innovación y emprendimiento tecnológico sigue pagando dividendos a la economía estadounidense. Por ejemplo, el desarrollo y la adopción masiva de los ordenadores y de la tecnología de redes durante la década de 1990 dio como resultado una mayor producción por trabajador y una mayor productividad empresarial. En la actualidad, la inversión en tecnología de la información (TI), equipos y software, es tan vital como el capital humano. Como cuota del PIB, la inversión privada en equipos y software de procesamiento de la información se situaba en un 1,6% en 1970, y alcanzó un promedio de aproximadamente un 3,8% anual durante la pasada década.

Aunque muchos componentes electrónicos y dispositivos informáticos se fabrican en el exterior, la innovación comienza dentro del país, y cerca del 30% del total de las exportaciones mundiales de productos de alta tecnología proceden de Estados Unidos. La creación de empleo en el sector de la tecnología punta se produce a un ritmo superior a la media, y las personas jóvenes familiarizadas con la informática que poseen habilidades de ingeniería y programación tienen mucha demanda. Más de 5 millones de personas, aproximadamente el 4% del total del empleo no agrícola, trabajan en el sector de la alta tecnología y en los últimos veinte años, la creación de puestos de trabajo alcanzó un promedio del 1,3% anual, frente a la media del 0,9% de otros sectores. Algunas de las profesiones de más altos ingresos, lo que se debe sin duda a su elevado nivel de estudios, se encuentran en el sector de la tecnología punta. Por ejemplo, en 2010, los programadores de software y los científicos que investigan sobre computación e información obtuvieron unos ingresos medios de 90.530 y 100.660 dólares, respectivamente, más del doble del salario medio.

Gráfica 16

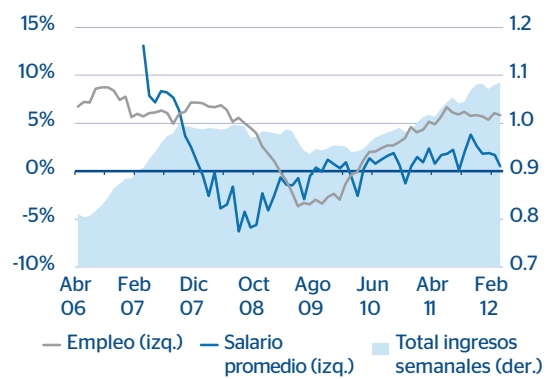
**Inversión en equipos informáticos y software y producción real por hora en el sector empresarial no agrícola (cuota % del PIB y 2005 = 100)**



Fuentes: BLS, BEA y BBVA Research

Gráfica 17

**Salario de programación informática personalizada, crecimiento del empleo y total de ingresos, (variación % a/a y miles de millones de \$)**



Fuentes: BLS, BEA y BBVA Research

## Clústeres de tecnología punta de la región del Sunbelt donde opera el Grupo Bancario BBVA Compass

Muchos de estos trabajadores se benefician de compartir el conocimiento y de trabajar juntos en equipo y, por consiguiente, tienden a agruparse en áreas geográficas concretas. Los clústeres tecnológicos son vitales para las empresas de alta tecnología, ya que la libre circulación de información y de conocimientos más allá de los límites de las empresas permite al sector desarrollar su potencial al máximo. El Dr. M. Hosein Fallah, profesor del Stevens Institute of Technology define un clúster tecnológico como "una concentración geográfica de empresas tecnológicas relacionadas, incluidos los competidores, proveedores, distribuidores y clientes; normalmente en torno a universidades y centros de investigación científica". Los clústeres ofrecen muchas ventajas a las empresas, como el acceso directo a los proveedores y, por consiguiente, obtienen insumos menos costosos, un conjunto relativamente nutrido de trabajadores altamente cualificados y un intercambio de ideas más intenso. Estas ventajas llevan a una mayor productividad y, en última instancia, a un crecimiento económico más elevado en la región, lo que explica por qué los gobiernos locales promueven activamente los clústeres a través de desgravaciones fiscales y otros incentivos.

Los clústeres tecnológicos se describen habitualmente como ecosistemas en los que cada parte desempeña un papel único en la supervivencia del sistema. Pensemos por ejemplo en el caso del Silicon Valley, California. Los centros educativos y de investigación, como la Universidad de Stanford y el sistema de la Universidad de California suministran trabajadores e investigación básica a las empresas que desarrollan y comercializan nuevos productos. Como el ciclo industrial es rápido, las empresas necesitan acceso inmediato al capital para financiar el crecimiento, y las empresas de capital de riesgo y los "ángeles inversores" son las principales fuentes iniciales de fondos para proyectos arriesgados. El sistema se perpetúa cuando empresas y universidades producen emprendedores y financieros que crean y financian la nueva generación de empresas tecnológicas. En las últimas décadas, las empresas tecnológicas de éxito han generado enormes sumas de riqueza en EE. UU., y este dinero vuelve a invertirse en tecnología.

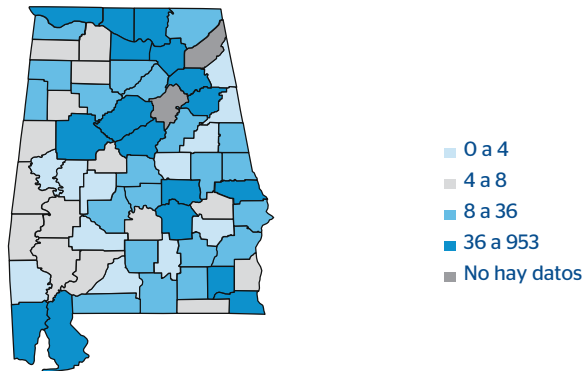
Aunque Silicon Valley es quizá el clúster tecnológico más famoso, también existen otros menos conocidos por todo EE. UU., desde Boston hasta Portland, bajando a Austin en el sur y hasta Florida y Carolina del Norte si nos desplazamos hacia el este. La región del Sunbelt donde opera BBVA Compass es sede de algunos de los clústeres de alta tecnología más importantes de Estados Unidos. En su conjunto, los siete estados concentran aproximadamente 2,3 millones de empleos en alta tecnología, en torno al 40% del total del empleo en alta tecnología de EE. UU. Estos clústeres se especializan en múltiples campos con propósitos militares o civiles, como la asistencia sanitaria, el desarrollo de software, la óptica, las energías alternativas, la aeronáutica y las telecomunicaciones.

### Alabama

El estado alberga el Cummings Research Park en Huntsville, una sociedad público-privada de empresas y organismos gubernamentales. Es el segundo parque de investigación de mayor tamaño de Estados Unidos, cuenta aproximadamente con 285 empresas y 25.000 empleados y está especializado en más de 40 campos tecnológicos distintos. Los contratos militares sostienen una investigación y un desarrollo importantes, pues algunas de las mayores empresas de defensa y de aeronáutica del país tienen aquí su residencia.

Gráfica 18

#### Centros de alta tecnología de Alabama por cada 1000 habitantes, por condado



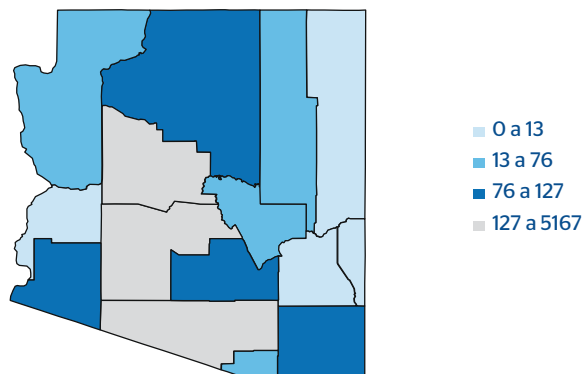
Fuente: BBVA Research

### Arizona

La industria de servicios de ingeniería es el mayor empleador del sector de alta tecnología de Arizona (17.650 puestos en 2010). Las industrias de mayor tamaño que operan en el estado son las que fabrican semiconductores, misiles teledirigidos y vehículos espaciales. Además, el Tucson Optics Cluster alberga más de 300 empresas y organizaciones. Las empresas de este clúster se especializan en biotecnología, defensa, astronomía, aeronáutica, electrónica de consumo, tecnología de visualización, almacenamiento de datos, atención sanitaria, seguridad y telecomunicaciones.

Gráfica 19

#### Centros de alta tecnología de Arizona por cada 1000 habitantes, por condado



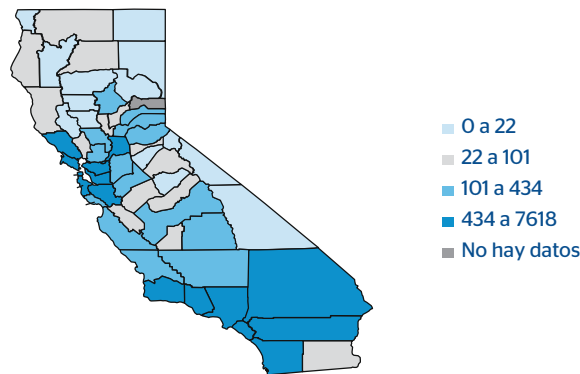
Fuente: BBVA Research

### California

Según TechAmerica Foundation, California ocupa el primer lugar en cuanto al número de puestos de trabajo en alta tecnología, con más de 930.000 empleados y unos 42.000 centros. Aproximadamente el 30% de las exportaciones de California está compuesto por productos informáticos y electrónicos. California alberga Silicon Valley, el centro tecnológico más importante del mundo, que cuenta con el apoyo de instituciones educativas y de investigación de primera categoría, como la Universidad de Standford, CALTECH y el sistema de la Universidad de California.

Gráfica 20

#### Centros de alta tecnología de California por cada 1000 habitantes, por condado



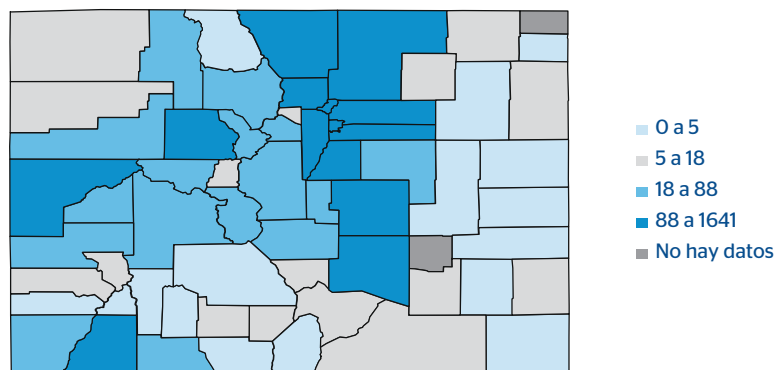
Fuente: BBVA Research

### Colorado

Según datos de 2010, Colorado cuenta con cerca de 157.000 trabajadores en el sector de la tecnología punta cuyos ingresos totales ascienden a 14.200 millones de dólares anuales; TechAmerica ocupa el 12º puesto del empleo total de la nación. Colorado está en tercera posición en cuanto a números de empleos tecnológicos por cada 1.000 trabajadores del sector privado. Aproximadamente el 50% de las exportaciones de Colorado se compone de productos de alta tecnología, y los principales sectores son la manufactura de ordenadores y productos electrónicos, la manufactura de equipos de transporte, la publicación de software y los servicios de ingeniería. La nanotecnología, las imágenes por satélite y la fotónica también están tomando impulso. Gran parte de esta presencia tecnológica se concentra en las áreas de Denver y Boulder.

Gráfica 21

#### Centros de alta tecnología de Colorado por cada 1000 habitantes, por condado



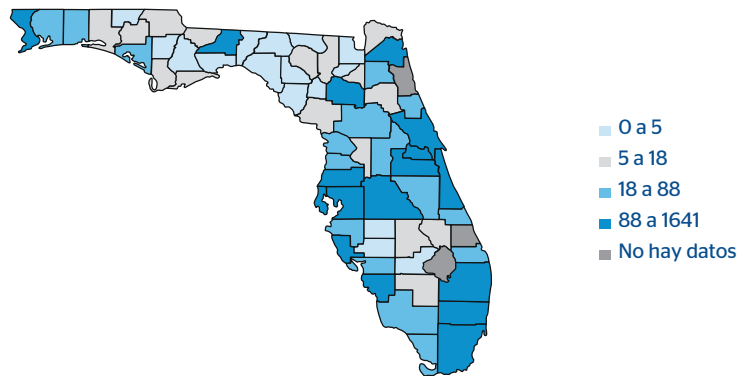
Fuente: BBVA Research

### Florida

El corredor de alta tecnología de Florida es una iniciativa de desarrollo económico regional de la Universidad de Florida Central, la Universidad del Sur de Florida y la Universidad de Florida. Se extiende principalmente a lo largo de la autopista Interestatal 4 entre Orlando y Tampa, y es una asociación de más de 25 organizaciones de desarrollo económico locales y regionales y 14 escuelas universitarias comunitarias. Las empresas del corredor se centran en los sectores de tecnología agrícola, aviación y aeronáutica, medios digitales, servicios financieros, informática, ciencias de la vida, microelectrónica, tecnologías médicas, nanotecnología, óptica y fotónica y energía sostenible.

Gráfica 22

#### Centros de alta tecnología de Florida por cada 1000 habitantes, por condado



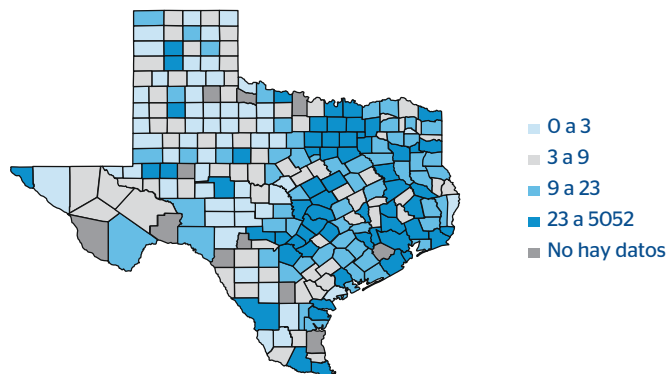
Fuente: BBVA Research

### Texas

Texas presenta la segunda mayor concentración de empleo en alta tecnología del país (456.500 empleos en 2010). Las industrias de alta tecnología líderes de Texas incluyen la fabricación de productos informáticos, electrónicos y aeronáuticos, ciencias biológicas y tecnología médica, así como servicios informáticos, técnicos y profesionales. A Austin se le ha dado el apelativo de "Silicon Hill" y alberga ahora 3.800 empresas tecnológicas y 91.000 empleados. Actualmente, por ejemplo, Apple, Google y Facebook buscan trabajadores en Austin para su contratación. Cuenta con el apoyo de la Universidad de Texas, el tercer mayor generador de patentes del país. Aunque Austin crece con rapidez y atrae obviamente a muchos emprendedores y empresas de alta tecnología, el área de Dallas también se ha dado en llamar "Silicon Prairie" porque hay aproximadamente 220.000 empleados que trabajan en empresas relacionadas con la tecnología punta, más que en Houston y Austin juntos. Además, en Houston, el centro médico maneja al año más de 1.200 millones de dólares destinados a la investigación y cuenta con 21.000 científicos, investigadores y otros profesionales con estudios de postgrado en ciencias de la vida. Las estimaciones fijan el impacto económico anual del Texas Medical Center en la región en más de 14.000 millones de dólares.

Gráfica 23

#### Centros de alta tecnología de Texas por cada 1000 habitantes, por condado



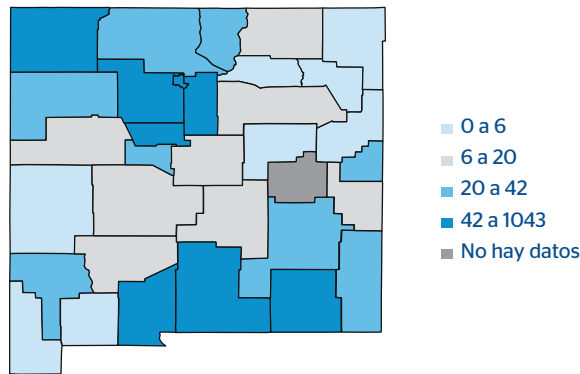
Fuente: BBVA Research

**Nuevo México**

Nuevo México figura en el 5º puesto en cuanto a concentración de mano de obra en alta tecnología; el 83 por mil de los trabajadores del sector privado tienen empleo en el sector de la tecnología punta, según TechAmerica. Gran parte de la industria tecnológica del estado relacionada con I+D está financiada por el gobierno federal. Los principales sectores incluyen los semiconductores, los laboratorios para pruebas de I+D y los servicios de ingeniería. El estado alberga algunas de las instituciones más importantes dedicadas a I+D, como Los Alamos National Laboratory, Sandia National Laboratories y White Sands Missile Range, organismos de carácter federal. Las bases de las Fuerzas Aéreas dan apoyo a las empresas aeronáuticas y tecnológicas.

Gráfica 24

**Centros de alta tecnología de Nuevo México por cada 1000 habitantes, por condado**



Fuente: BBVA Research

**Conclusión**

Desde el desarrollo de software hasta las energías alternativas y los aparatos médicos, el sector de la tecnología punta impulsará el crecimiento en las dos próximas décadas. Los clústeres tecnológicos regionales ofrecen a las empresas el acceso a otras empresas relacionadas dentro de un espacio relativamente pequeño, así como el acceso a proveedores, a un amplio conjunto de trabajadores altamente cualificados y el acceso a instituciones líderes como universidades y centros de investigación del gobierno. Cada uno de los estados de la región del Sunbelt donde opera el Grupo Bancario BBVA Compass es sede de un importante clúster tecnológico que apoya el crecimiento local y la innovación; sin embargo, debido a los considerables déficits presupuestarios a nivel federal y estatal existe el peligro de que se aumenten los impuestos y se recorten los presupuestos, lo que podría significar un cambio en los patrones regionales de crecimiento de la industria. Por ejemplo, los recortes presupuestarios federales que se han propuesto en defensa y en I+D podrían afectar a las iniciativas de investigación de Alabama, Nuevo México y San Antonio, y otros recortes en el presupuesto del sistema de la Universidad de California ponen en riesgo su posición competitiva como fuente de trabajadores cualificados y de innovación. Además, el aumento de las cargas impositivas locales disminuyen la competitividad y amenazan con poner en riesgo el emprendimiento. No obstante, estos clústeres que se extienden por todo EE. UU. recogerán los frutos de la generación de riqueza prevista mientras la tecnología prolifere en todo el mundo.

## 6. Valoración del crecimiento potencial de EE. UU.

**“El crecimiento económico no es una ley de la naturaleza. Puede desacelerarse o incluso paralizarse. Pero hay diversas razones para pensar que no hemos llegado al fin del potencial de crecimiento”. Daron Acemoglu, 2012.**

Estados Unidos lucha contra los retos fiscales y económicos que amenazan su crecimiento potencial. Para impulsar el crecimiento económico en las próximas décadas, el país necesita un nuevo auge sostenido de la tecnología y los responsables políticos han de plantearse reformas estructurales bien enfocadas. Nuestras previsiones indican que a lo largo de la próxima década, la economía de EE. UU. crecerá a un ritmo inferior a su promedio histórico, mientras el crecimiento demográfico se desacelera y caen las tasas de participación de la población activa. En este artículo investigamos el cálculo del crecimiento potencial de la economía de EE. UU.

El concepto de crecimiento potencial ocupa un lugar importante en la teoría económica y en las discusiones de política monetaria. El producto interior bruto (PIB) potencial representa el nivel de producción que una economía puede alcanzar sin elevar la tasa de inflación. No obstante, no debe considerarse como un límite de las posibilidades de producción que no puede superarse. De hecho, el crecimiento económico puede superar el potencial estimado, pero conlleva un precio: una inflación elevada. Si la producción real aumenta por encima de su nivel potencial, entonces, debido a la elevada utilización de los recursos, aumentan las presiones inflacionistas. En otras palabras, una tasa de crecimiento por encima de su potencial durará poco y creará problemas adicionales como la inflación y un aumento de la volatilidad en la actividad económica. Por otro lado, si la producción real cae por debajo de su potencial, entonces los recursos se vuelven inactivos y las presiones inflacionistas descenderán. Por consiguiente, para las autoridades monetarias es crucial saber cuál es la tasa crecimiento del producto potencial que permite mantener la inflación bajo control.

A pesar de la importancia del asunto, no existe una única forma de medirlo. Tratar de hacerlo presenta algunas dificultades debido a que la producción potencial no es susceptible de observación. Así pues, las estimaciones y sus incertidumbres variarán según el método elegido.

Los economistas han ideado varios enfoques y técnicas distintos para medir la producción potencial. Hemos empleado cuatro de ellos para compararlos y conseguir así una estimación más sólida del nivel de producción potencial de EE. UU.: un filtro de Hodrick-Prescott (HP), un modelo de componentes no observados (UC) con filtro de Kalman, un modelo UC con filtro de Kalman extendido y un método de función de producción.

Siguiendo la metodología presentada en Ozbek y Ozlale (2005), la producción real puede separarse en dos componentes: tendencia y ciclo.

$$Y_t = T_t + C_t \quad (1)$$

donde  $Y_t$ ,  $T_t$ ,  $C_t$  representan la producción real, la tendencia y el ciclo, respectivamente. Los que estén familiarizados con el concepto reconocerán fácilmente  $C_t$  como la brecha de producción. Siguiendo la bibliografía, asumimos que  $C_t$  sigue un proceso autorregresivo de segundo orden con un término de error que tiene una media cero y una varianza constante.  $T_t$  se asume como una caminata aleatoria con deriva que indica que los choques de las tendencias o la producción potencial son permanentes. El modelo puede resumirse de la siguiente manera:

$$C_t = \lambda_{1,t} C_{t-1} + \lambda_{2,t} C_{t-2} + \varepsilon_t \quad (2)$$

$$\lambda_{1,t} = \lambda_{1,t-1} + \psi_{\lambda,1,t} \quad (3)$$

$$\lambda_{2,t} = \lambda_{2,t-1} + \psi_{\lambda,2,t} \quad (4)$$

$$T_t = \mu_t + T_{t-1} + \varphi_t \quad (5)$$

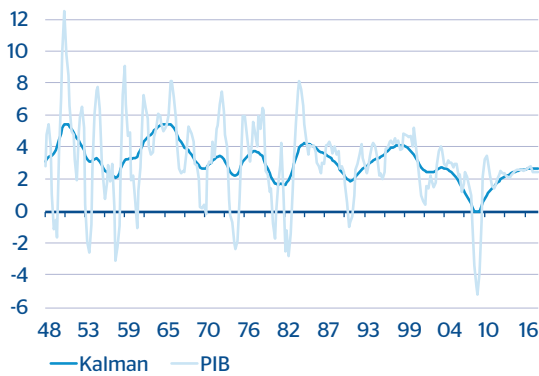
$$\mu_t = \mu_{t-1} + \psi_{\theta,t} \quad (6)$$

Donde los términos de error  $\varepsilon_t$ ,  $\psi\lambda_{1,t}$ ,  $\psi\lambda_{2,t}$  y  $\psi a_t$  son i.i.d. con media cero y varianzas constantes. El modelo anterior se denomina modelo de componentes no observables (UC) porque trata de calcular variables no observables, como la producción potencial utilizando información procedente de variables observables como el PIB real. Después de escribir el modelo en forma de espacio-estado, el modelo puede estimarse utilizando un algoritmo recursivo denominado filtro de Kalman que utiliza conjeturas para las variables no observables con el fin de predecir las variables observadas y mejora las conjeturas para minimizar el error de predicción.

En el modelo UC, hemos utilizado dos versiones distintas del filtro de Kalman. En primer lugar, calculamos el modelo con un filtro de Kalman estándar en el que los coeficientes son constantes a lo largo del tiempo. En segundo lugar, permitimos que los coeficientes autorregresivos del modelo del ciclo varíen a lo largo del tiempo y ofrezcan más flexibilidad al modelo. Como los componentes no observados y los parámetros variables tienen que calcularse simultáneamente, es preciso utilizar un método de cálculo no lineal. Este último método también se conoce como filtro de Kalman extendido.

Gráfica 25

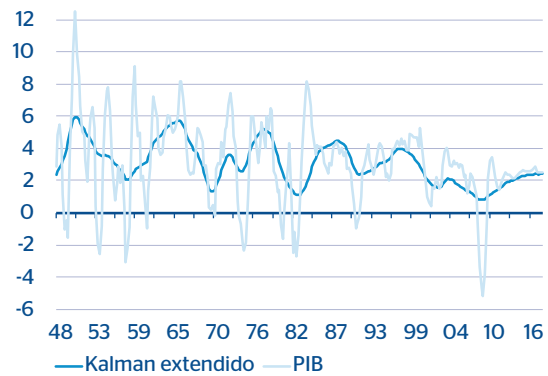
**Producción potencial utilizando el modelo UC con filtro de Kalman estándar, variación % a/a**



Fuente: BBVA Research

Gráfica 26

**Producción potencial utilizando el modelo UC con filtro de Kalman extendido, variación % a/a**



Fuente: BBVA Research

En una tercera especificación utilizamos el filtro de Hodrick-Prescott (HP), que es un procedimiento de alisamiento que se ha popularizado en la economía debido a su flexibilidad y facilidad de uso. Sin embargo, el filtro HP presenta muchas deficiencias y, por consiguiente, los economistas encuentran que las estimaciones de la producción potencial realizadas mediante el filtro HP son discutibles. No obstante, lo hemos utilizado como punto de referencia para compararlo con modelos más estructurales y complejos.

El último modelo es estructural y utiliza la teoría económica para aislar los efectos cíclicos de la producción real mediante una función de producción estándar en teoría económica. Partimos del supuesto de que la función de producción de EE. UU. tiene retornos constantes de escala, y este método nos permite calcular el PIB potencial y descomponer el crecimiento potencial en las aportaciones del trabajo (horas, tasa natural de desempleo y población en edad de trabajar), capital y progreso tecnológico (productividad). El progreso tecnológico se calcula como residuo del modelo.

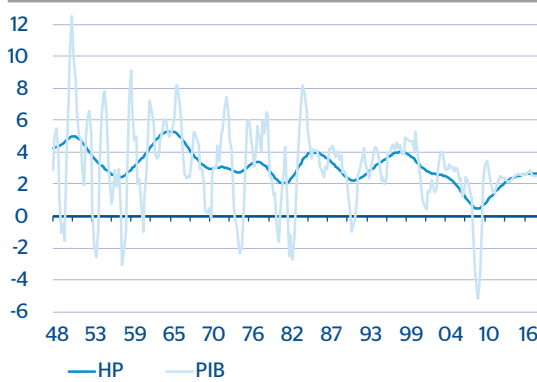


### El crecimiento potencial converge a un ritmo inferior al promedio

Todos estos modelos (excepto el modelo de función de producción) se calculan utilizando datos trimestrales desde 1947 hasta 2017. El modelo de función de producción se calcula utilizando datos anuales desde 1967 hasta 2017. Los datos posteriores al primer trimestre de 2012 proceden del escenario central de BBVA Research, que presupone que la tasa de participación comenzará a incrementarse en 2014 de forma gradual. Se parte del supuesto de que el desempleo disminuirá lentamente y se prevé que la tasa de crecimiento demográfico será inferior al 1%. Todos los datos son de dominio público y están disponibles en la Oficina de Análisis Económicos (BEA) y la Oficina de Estadísticas Laborales (BLS).

Gráfica 27

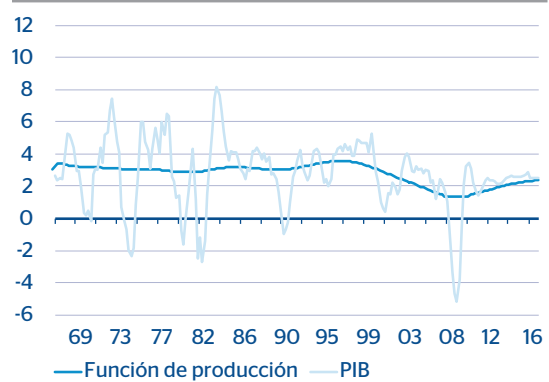
#### Producción potencial utilizando el filtro HP, variación % a/a



Fuente: BBVA Research

Gráfica 28

#### Producción potencial utilizando la función de producción, variación % a/a

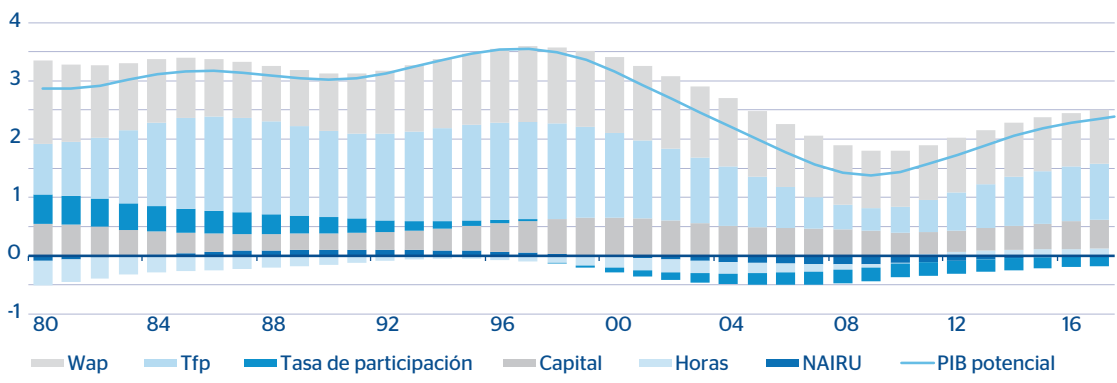


Fuente: BBVA Research

Los resultados del cálculo indican que los modelos HP y UC con un filtro de Kalman estándar producen previsiones de crecimiento potencial similares para la economía de EE. UU. Ambos modelos indican que la economía de EE. UU. tendrá un crecimiento potencial del 2,4% en los próximos 6 años. Por otro lado, el filtro de Kalman extendido y el método de función de producción miden la producción potencial con un resultado del 2,2% y el 2,1% respectivamente en los próximos 6 años. Al adentrarnos en 2015, el crecimiento potencial aumenta hasta un rango entre el 2,4 y el 2,7%. La función de producción arroja la estimación del crecimiento potencial más baja, mientras que el modelo UC con un filtro de Kalman estándar es el que da como resultado la predicción más alta.

Gráfica 29

#### Descomposición del crecimiento potencial, variación % a/a y contribución en puntos porcentuales



Fuente: BBVA Research

Los resultados indican que la crisis financiera de 2008 afectó seriamente a la tasa de crecimiento potencial de la economía de EE. UU. Un filtro de Kalman estándar estima un crecimiento potencial cercano al 0% durante la crisis financiera, algo que no es muy habitual en una economía desarrollada. Los resultados del modelo HP y el filtro de Kalman extendido son más razonables, ya que el aumento de la productividad durante la crisis financiera debería limitar la caída del crecimiento potencial. La diferencia entre las especificaciones de los filtros de Kalman estándar y extendido podrían tener en cuenta los cambios estructurales de la economía y, por consiguiente, la utilización de un filtro de Kalman extendido captará todos los cambios.

Aparte de producir una estimación del crecimiento potencial, el método de función de producción ofrece más detalles sobre el origen de los cambios que se producen en el potencial. Las estimaciones indican que la mayor parte del crecimiento potencial procede del aumento de la población en edad de trabajar (PET) y de la productividad total de los factores (PTF). A corto plazo, la contribución del trabajo al crecimiento potencial se incrementa debido al elevado número de trabajadores desempleados que volverán a trabajar a medida que continúe el crecimiento económico. Aunque nuestro análisis apunta a que el crecimiento potencial aumenta a medida que la economía se recupera de la crisis financiera, en años posteriores el crecimiento potencial converge a un nivel por debajo de su promedio histórico debido a la caída de la tasa de participación de la población activa y al menor crecimiento demográfico.

## Conclusión

En resumen, demostramos que es posible calcular el crecimiento potencial de EE. UU., pero las estimaciones varían según los supuestos del procedimiento. Sin embargo, los resultados de nuestro modelo indican que aunque el crecimiento potencial de EE. UU. aumentará a corto plazo, convergerá a una tasa de crecimiento inferior a su promedio histórico. Podría haber muchas explicaciones distintas del bajo crecimiento potencial de EE. UU., pero nuestro análisis reafirma la necesidad de que los responsables políticos afronten los retos estructurales, como la educación, la atención sanitaria, la inmigración y la política fiscal, de modo que la juventud de hoy en día no experimente un menor crecimiento económico y una menor movilidad social que las generaciones de sus padres. Evidentemente, EE. UU. no debe dar un alto crecimiento económico por sentado.

## Trabajos citados:

Acemoglu, Daron. "The World our Grandchildren Will Inherit: The Rights Revolution and Beyond." Documento de trabajo del NBER N° 17994, (2012).

Ozbek y Ozlale. "Employing the extended Kalman filter in measuring the output gap." *Journal of Economic Dynamics and Control*. (2005). Vol 29. Páginas 1611-1622.

## 7. ¿Qué nivel de crecimiento de los préstamos a las empresas cabe esperar?

### Introducción

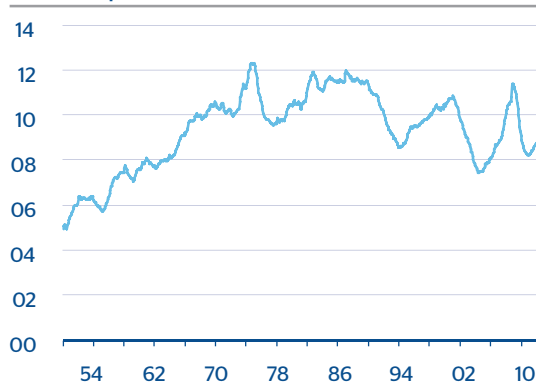
En los últimos seis meses, los bancos comerciales incrementaron los préstamos comerciales e industriales (C+I) en una media de 15.000 millones de dólares al mes. Es un ritmo de crecimiento fuerte y plantea la cuestión de qué nivel de crecimiento de los préstamos C+I cabe esperar en el futuro. En este artículo, revisamos varios enfoques distintos para conceptualizar el crecimiento de los préstamos C+I, desde el académico y complejo hasta simples ratios a partir del análisis histórico. Nuestra impresión es que gran parte del reciente auge de los préstamos C+I es el resultado de la superación de los temores y de la rápida recuperación de la actividad tras el fin de la recesión. Sin embargo, prevemos que la tasa de crecimiento de los préstamos C+I se desacelerará en los próximos 12 meses y se acercará más a la tasa de crecimiento que estimamos a largo plazo, tasa que se sitúa entre el 6% y el 7% según nuestro escenario central de lento crecimiento. Naturalmente, estas perspectivas dependen de que no se produzcan otros factores intervinientes: una nueva crisis financiera o una espiral recesionista. Los préstamos C+I, no obstante, se han beneficiado de una prima de riesgo reducida, de la recuperación de los pedidos de bienes duraderos y de la feroz competencia entre los bancos comerciales por captar clientes. Sin embargo, según nuestros cálculos, se prevé que la contribución del crecimiento del PIB nominal al crecimiento de los préstamos C+I se mantendrá en mínimos históricos.

### Algunas ideas a partir de los modelos teóricos

En el pasado, algunos investigadores han utilizado el grado de restricción de las normas de concesión de créditos (a través de la Encuesta sobre préstamos bancarios) como instrumento para describir lo que ocurre en la economía después de haberse producido oleadas de crecimiento en los préstamos o las normas crediticias. Estos investigadores colocan el PIB real, los precios del petróleo, el deflactor del PIB, los préstamos comerciales e industriales de los bancos comerciales y el sesgo restrictivo de los préstamos bancarios en el mismo vector de autorregresión (VAR) para identificar los choques de una variable en otra. En teoría, este pequeño sistema de ecuaciones debería decirnos cuál será la reacción típica del crecimiento de los préstamos C+I ante los distintos choques, ya procedan de los tipos de interés, de las variables macroeconómicas o de las normas crediticias. Los precios del petróleo sirven de medida de los choques en los precios de las materias primas. El deflactor del PIB es la medida estándar de la inflación en la economía.

Gráfica 30

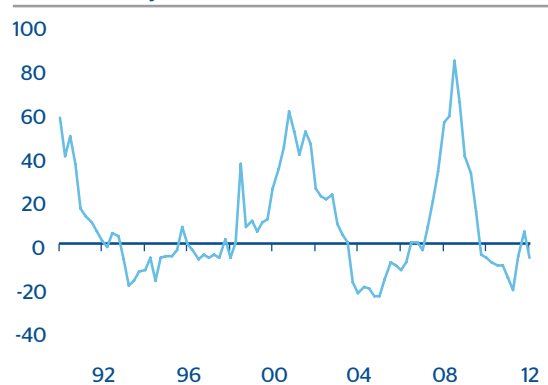
#### Ratio de préstamos C+I sobre el PIB



Fuente: BBVA Research

Gráfica 31

#### Condiciones del crédito C+I (Positivas=Ajuste neto)



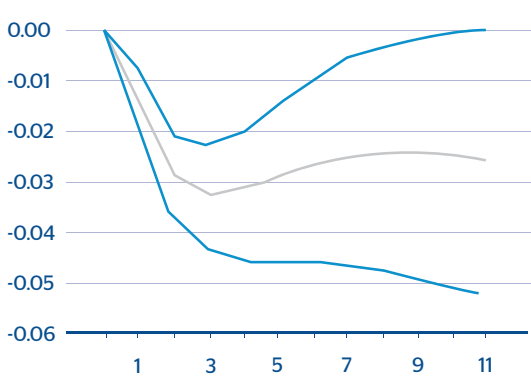
Fuente: BBVA Research

Las respuestas a los impulsos del modelo indican que, transcurridos cuatro trimestres, una crisis petrolera como la que tuvimos en el primer semestre de 2011, tendría pocas repercusiones sobre los préstamos, pero reduciría el crecimiento, aumentaría la inflación y restringiría las normas crediticias. Esto recuerda de algún modo lo ocurrido durante el periodo del cuarto trimestre, ya que las normas crediticias llegaron a endurecerse, pero en ese momento experimentábamos las presiones derivadas de las negociaciones fiscales

de EE. UU. y también de los rescates de la deuda soberana europea. Otra interpretación de los choques indica que un incremento del 1% en las restricciones da como resultado una reducción acumulada del 0,1% en los préstamos 10 trimestres más tarde. Naturalmente, la acumulación es considerable si tenemos en cuenta que el sesgo restrictivo se incrementó de cero a 83 entre el primer trimestre de 2007 y el cuarto trimestre de 2008. Sin embargo, la idea principal que revela este marco es que un ajuste repentino de las normas de concesión de préstamos C+I ejerce un efecto significativo y duradero en el PIB real, lo que a menudo se denomina el efecto de la "crisis crediticia". El modelo describe muchos acontecimientos posibles entre el primer trimestre de 2011 y el primer trimestre de 2012, pero es difícil desentrañar cuales son los motores principales. Así pues, nos centraremos a continuación en un marco más aplicado.

Gráfica 32

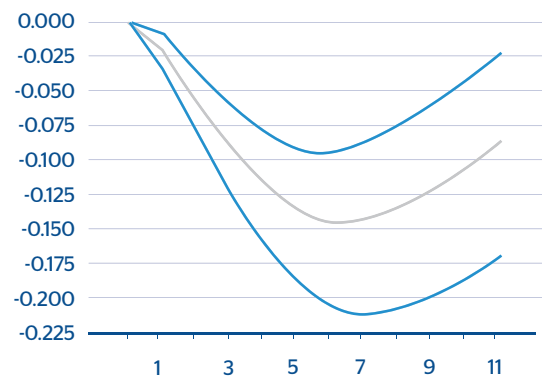
**Respuesta trimestral del PIB real al impacto de la restricción**  
(Azul = 84% de las líneas de Monte Carlo)



Fuente: BBVA Research

Gráfica 33

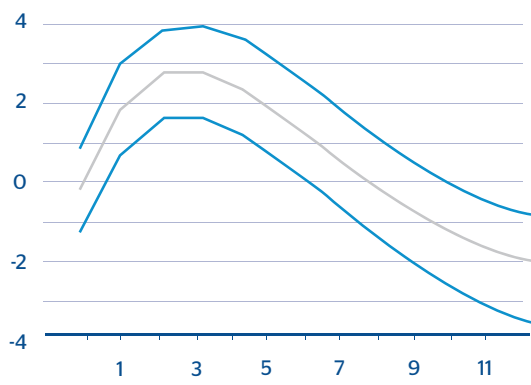
**Respuesta trimestral de los préstamos al impacto de la restricción**  
(Azul = 84% de las líneas de Monte Carlo)



Fuente: BBVA Research

Gráfica 34

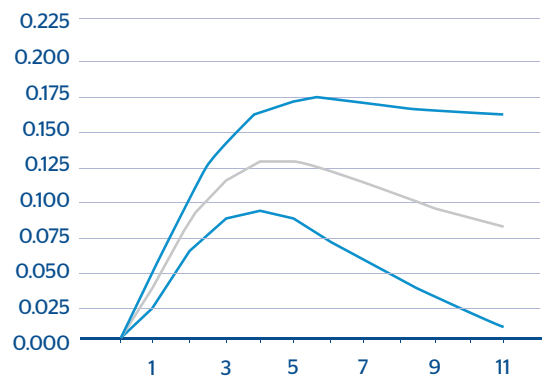
**Respuesta trimestral de los estándares de crédito a una crisis petrolera**  
(Azul = 84% de las líneas de Monte Carlo)



Fuente: BBVA Research

Gráfica 35

**Respuesta trimestral de la inflación a una crisis petrolera**  
(Azul = 84% de las líneas de Monte Carlo)



Fuente: BBVA Research

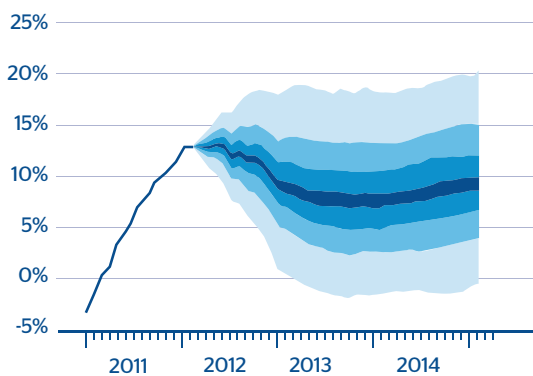
## Un marco aplicado para el crecimiento de los préstamos C+I

Una forma de considerar la dirección futura de los préstamos C+I es examinar detalladamente cómo esta categoría de crédito se relaciona con los indicadores económicos que creemos que explican su crecimiento. Si imaginamos que hay una relación a largo plazo entre los préstamos C+I, los pedidos de bienes duraderos, el crecimiento del PIB y la prima de riesgo, podemos calcular la contribución de cada una de estas variables al crecimiento de los préstamos comerciales. La prima de riesgo en este sentido es el diferencial entre los valores del Tesoro de EE. UU. a 10 años y los bonos corporativos de categoría BBB. Se supone que este diferencial plasma la compensación que se ofrece a los inversores por la tenencia de activos con mayor riesgo. La medición de la prima de riesgo es una medición de mercado de la incertidumbre económica, el riesgo de

morosidad corporativa y la inestabilidad, todo ello incorporado en un indicador. Los pedidos de bienes duraderos son una medición aproximada de la inversión empresarial, aunque no dan cuenta de las inversiones en elementos como el software. Utilizando pruebas estadísticas, determinamos que todas estas variables están cointegradas y, por tanto, puede decirse que tienen una relación a largo plazo. Dicha relación a largo plazo se calcula mediante un modelo de corrección de errores (ECM). Este método nos da una estimación del nivel de equilibrio de los préstamos C+I a largo plazo, así como la contribución histórica atribuible a cada variable

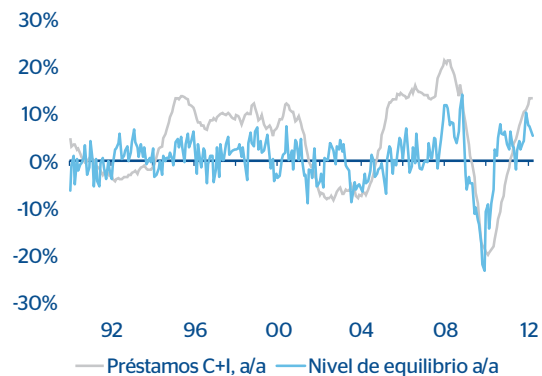
En primer lugar, nuestra especificación ECM genera una ecuación para el nivel de equilibrio de los préstamos C+I a largo plazo. El crecimiento de los préstamos puede estar por encima o por debajo de esta tendencia a lo largo del tiempo, pero el modelo predice la velocidad a la que vuelve a la tendencia. Naturalmente, es posible que haya fracturas estructurales que provoquen que esta línea de tendencia sea diferente a la del historial previo, pero el trabajo que hemos realizado en el paso no indica que este sea el caso de los préstamos C+I. Otra forma intuitiva de pensar en ello es que aunque los balances de los hogares experimentaron una burbuja crediticia y el subsiguiente desapalancamiento, los balances corporativos nunca han experimentado estos efectos. Como indica el gráfico siguiente, hay veces en que el crecimiento de los préstamos C+I está por encima o por debajo de la tasa de crecimiento de equilibrio. En concreto, vemos que en el periodo 2004-2008 los préstamos crecieron a un ritmo mucho más rápido que el nivel implícito a largo plazo. En parte, este es el caso de los datos más recientes, pero tanto los préstamos C+I como el nivel de equilibrio se han recuperado notablemente desde el fin de la recesión. Este resultado indica que las altas tasas de crecimiento que observamos actualmente son un fenómeno temporal. Por consiguiente, prevemos una vuelta a una tendencia de crecimiento interanual de los préstamos C+I en torno al 6%-7% en nuestro escenario central a largo plazo.

Gráfica 36  
**Previsión mensual de los préstamos C+I, % a/a**



Fuente: BBVA Research

Gráfica 37  
**Crecimiento a/a en equilibrio y préstamos C+I reales**

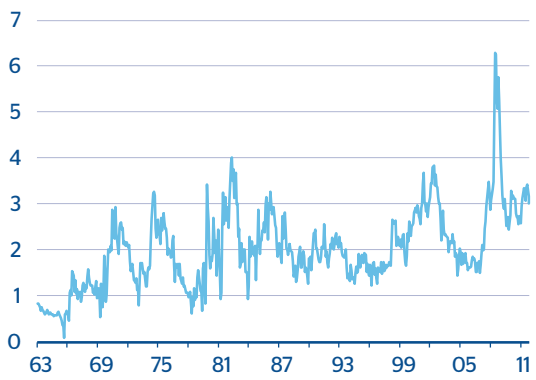


Fuente: BBVA Research

Nuestra segunda visión de las influencias sobre los préstamos C+I se basa en la contribución histórica de cada variable. Basándonos en el sencillo modelo descrito más arriba, podemos descomponer los datos históricos en una previsión y los efectos acumulados de los residuos. Todos nuestros valores son nominales para mantener la coherencia. Así pues, podemos ver que la contribución del PIB cayó considerablemente tras el colapso de Lehman Brothers. Además, también podemos ver que tanto la prima de riesgo como las caídas de los pedidos de bienes duraderos supusieron un lastre menor sobre los préstamos C+I tras el fin de la recesión, aunque esto se produjo con un retraso considerable después de la crisis. En los últimos 12 meses, la mejora de la prima de riesgo ha contribuido enormemente al crecimiento de los préstamos C+I, pero este efecto se reduce cuanto más se estabiliza el sistema financiero, a pesar de los problemas de la deuda soberana europea. Por consiguiente, podemos esperar una tasa de crecimiento de los préstamos C+I más moderada basándonos en el hecho de que no se materializará el efecto normalmente fuerte del crecimiento, dado que nos encontramos en una recuperación lenta. Asimismo, podemos esperar un ritmo de los préstamos C+I más moderado en vista de que el "factor de alivio" del descenso de la prima de riesgo y de la recuperación de los bienes duraderos también retrocede. Dentro de algunos años, el sistema financiero podría recuperar su salud hasta el punto en que los métodos de financiación que ahora se rechazan vuelvan a competir con los préstamos bancarios en la captación de clientes, por ejemplo el papel comercial. Esto representa un riesgo potencial a la baja, aunque históricamente los préstamos bancarios y la financiación de mercado han coexistido de forma pacífica en la mayoría de las ocasiones.

Gráfica 38

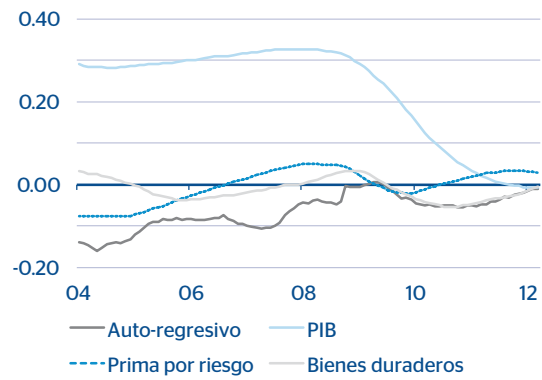
**Rentabilidad BBB sobre valores del tesoro a 10 años**



Fuente: BBVA Research

Gráfica 39

**Contribución al crecimiento de los préstamos C+I**



Fuente: BBVA Research

**Conjeturas a partir de las encuestas**

Aunque el marco que hemos aplicado anteriormente parece ajustarse a las influencias que se presuponen sobre el crédito C+I, podemos recurrir a algunas pruebas cualitativas procedentes de la Encuesta sobre préstamos bancarios de la Reserva Federal. Si observamos las cuatro encuestas de 2011, surge una idea clara: los bancos comenzaron el año con un fuerte crédito a las empresas medianas y grandes como resultado del aumento de la competencia tanto por parte de otros bancos como por parte de entidades no bancarias. La razón de ello es que en ese momento, la tasa de morosidad de los préstamos C+I se recuperó con mayor rapidez que la de otros tipos de préstamos. Aunque la tasa de amortización de los préstamos C+I se recuperó en líneas generales al mismo ritmo que otros préstamos, no llegó a un nivel tan elevado como el de otros préstamos. Otra idea que surge a partir de las encuestas de 2011 es que unas perspectivas económicas menos inciertas contribuyeron de forma importante a la concesión de nuevos préstamos C+I. Teniendo en cuenta todo el panorama, la encuesta indica que la demanda de préstamos comerciales se recuperó de su estado de paralización. Los bancos compitieron con fuerza en este segmento del crédito, ya que ofrecía perspectivas mucho mejores que otros segmentos. No se trata necesariamente de la sólida mezcla de condiciones que se darían en una recuperación más normal y fuerte. Así pues, estas pruebas cualitativas también confirman nuestra impresión de que el crecimiento de los préstamos C+I se desacelerará en el futuro.

**Conclusiones**

La experiencia histórica indica que las caídas en picado de los préstamos C+I se producen tras las caídas en picado de la actividad empresarial. Gran parte del reciente auge que experimentamos ahora puede estar relacionado con la superación de los daños derivados de la crisis y con el repunte de la actividad industrial. El crecimiento de los préstamos C+I ha sido verdaderamente rápido en los últimos meses, pero estamos lejos de algo parecido a una burbuja y lo más probable es que en los próximos meses se tienda a una tasa de crecimiento a largo plazo. Si tenemos en cuenta que desde 1980 la media del crecimiento a/a nominal del PIB está en torno al 5,4% y que los préstamos C+I están alrededor del 5,7%, cabría esperar un crecimiento aproximado del 5% de los préstamos C+I durante los próximos años dadas nuestras actuales perspectivas de lento crecimiento. Sin embargo, en ese historial se incluyen algunas crisis bancarias graves y una fuerte competencia de las entidades no bancarias. La ratio de crecimiento de los préstamos C+I sobre el crecimiento del PIB nominal hasta 1980 es mayor que en el periodo posterior a dicho año. Una buena regla general sería suponer una ratio de crecimiento de los préstamos-crecimiento del PIB nominal del 1,2, lo que confirma nuestro cálculo de equilibrio a largo plazo entre el 6% y el 7%.

## 8. Hechos

Gráfica 40

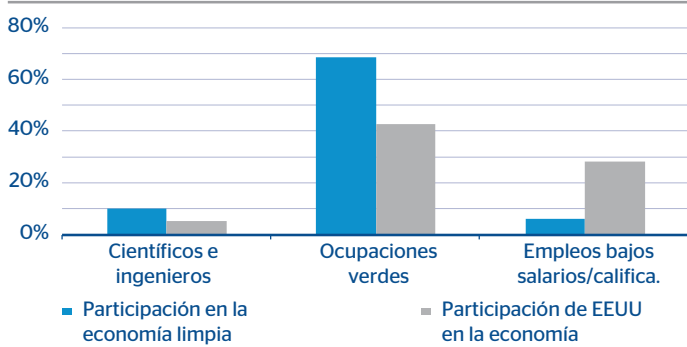
### Enfoque en la economía sustentable de EE. UU.

Ranking de empleadores en la economía sustentable			Ranking de empleadores en la economía sustentable		
Posición	Sector	Empleos, 2010	Posición	Sector	Empleos, 2010
1	Gestión y tratamiento de residuos	386,116	18	Energía solar fotovoltaica	24,152
2	Transporte público	350,547	19	Productos químicos ecológicos	22,622
3	Mat. de construcc. energéticamente eficientes	161,896	20	Biocombustibles/Biomasa	20,680
4	Servicios medioambientales profesionales	141,046	21	Prod. consumo de ahorro energético	19,210
5	Reciclaje y reutilización	129,252	22	Tecnologías de las baterías	16,129
6	Productos de consumo ecológicos	77,264	23	Redes inteligentes	15,987
7	Materiales de construcción ecológicos	76,577	24	Tecnologías de vehículos eléctricos	15,711
8	Energía nuclear	74,749	25	Iluminación	14,298
9	Climatización y sistemas de control de edif.	73,600	26	Productos de eficiencia hídrica	13,066
10	Prod. que contienen materiales reciclados	59,712	27	Reducción de la contaminación	9,986
11	Reparación	56,241	28	Pilas de combustible	7,041
12	Servicios de arq. y construcción ecológicas	56,190	29	Energía termosolar	5,379
13	Energía hidráulica	55,467	30	Producc. de energía a partir de residuos	3,320
14	Servicios energéticos profesionales	49,863	31	Geotérmica	2,720
15	Electrodomésticos	36,608	32	Servicios de energías renovables	1,981
16	Tecnologías de purificación de aire y agua	24,930	33	Almacenamiento y gestión del carbono	391
17	Energía eólica	24,294	34	Energía undimotriz/oceánica	371

Fuente: Base de datos de Economía limpia de Brookings-Battelle

Gráfica 41

### Empleos en la economía sustentable, 2010



Fuente: Base de datos de la Economía limpia de Brookings-Battelle y Oficina de Estadísticas Laborales de EE. UU.

Gráfica 43

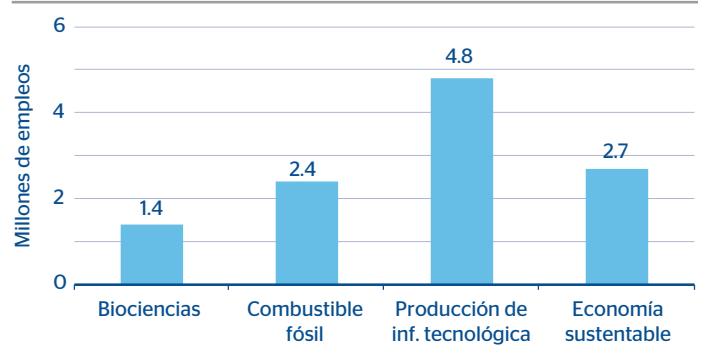
### Áreas metropolitanas con mayor número de empleos en la economía sustentable, 10 metrópolis de mayor tamaño, 2010

Área metropolitana	Empleos en la economía sustentable	Porcentaje del total de las MSA (%)
New York-Northern New Jersey-Long Island, NY-NJ-PA	152,034	1.8
Los Angeles-Long Beach-Santa Ana, CA	89,592	1.7
Chicago-Joliet-Naperville, IL-IN-WI	79,388	1.8
Washington-Arlington-Alexandria, DC-VA-MD-WV	70,828	2.3
Philadelphia-Camden-Wilmington, PA-NJ-DE-MD	54,325	2.0
San Francisco-Oakland-Fremont, CA	51,811	2.7
Atlanta-Sandy Springs-Marietta, GA	43,060	1.9
Boston-Cambridge-Quincy, MA-NH	41,825	1.7
Houston-Sugar Land-Baytown, TX	39,986	1.6
Dallas-Fort Worth-Arlington, TX	38,562	1.3

Fuentes: Base de datos de la Economía limpia de Brookings-Battelle y Moody's Analytics

Gráfica 42

### La economía sustentable en comparación con otros sectores económicos de EE. UU.



Fuentes: Biociencias: Battelle y Organización de la Industria Biotecnológica, "State Bioscience Initiatives 2010" (2010);

## 9. Previsiones económicas (variación % a/a)

Gráfica 44

	2011	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	2012	2013		2011	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	2012	2013
<b>U.S.</b>								<b>Alabama</b>							
PIB real	1.7	2.1	2.4	2.5	2.4	2.3	2.2	PIB real	1.4	1.6	1.6	1.8	1.6	1.7	1.8
Empleo no agrícola	1.2	1.5	1.5	1.6	1.6	1.6	1.6	Empleo no agrícola	-0.2	0.0	0.2	0.3	0.3	0.2	0.5
Renta personal nominal	5.1	3.4	3.8	4.4	4.7	4.1	4.3	Renta personal real	1.0	1.0	1.2	1.3	1.1	1.2	1.5
Índice precios vivienda	-3.9	-3.5	-3.6	-2.7	-1.2	-2.8	-0.3	Índice precios vivienda	-5.4	-0.2	-0.2	-0.4	-0.6	-0.3	0.3
Ventas de viviendas	1.9	5.3	8.6	7.0	5.2	6.5	4.8								
<b>Arizona</b>								<b>California</b>							
PIB real	1.8	2.5	2.6	2.6	2.2	2.5	2.4	PIB real	1.9	2.3	2.4	2.6	2.3	2.4	2.3
Empleo no agrícola	1.0	1.7	2.1	2.4	2.5	2.2	2.0	Empleo no agrícola	1.0	1.1	1.6	2.2	1.8	1.7	1.6
Renta personal real	2.8	2.6	2.5	2.3	2.7	2.5	2.3	Renta personal real	2.9	2.3	1.8	1.9	1.9	2.0	2.3
Índice precios vivienda	-5.4	-0.2	-0.2	-0.4	-0.6	-0.3	0.3	Índice precios vivienda	-7.0	-3.4	-2.5	-2.1	-2.4	-2.6	-0.4
<b>Colorado</b>								<b>Florida</b>							
PIB real	1.7	3.0	3.2	3.2	3.0	3.1	3.4	PIB real	1.8	2.7	2.6	2.5	2.1	2.5	2.4
Empleo no agrícola	1.5	2.0	2.2	2.3	2.5	2.3	2.1	Empleo no agrícola	1.1	1.1	1.3	1.5	1.3	1.3	1.8
Renta personal real	3.0	2.5	2.0	2.0	1.8	2.1	2.6	Renta personal real	2.1	1.9	1.5	1.2	1.1	1.4	1.5
Índice precios vivienda	-2.7	-0.1	-0.6	-2.0	-0.8	-0.9	1.3	Índice precios vivienda	-6.1	0.3	-0.8	-2.7	-2.4	-1.4	-0.9
<b>New México</b>								<b>Texas</b>							
PIB real	1.3	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.3	PIB real	3.3	3.9	3.8	3.3	3.0	3.5	3.2
Empleo no agrícola	0.1	0.7	0.1	0.2	0.7	0.4	1.0	Empleo no agrícola	2.1	2.5	2.3	2.3	2.5	2.4	2.2
Renta personal real	2.1	2.0	2.1	1.6	1.6	1.8	2.3	Renta personal real	4.0	4.1	3.9	3.7	3.6	3.8	4.2
Índice precios vivienda	-5.9	-3.0	-3.2	-2.8	-1.0	-2.5	0.3	Índice precios vivienda	-0.9	1.6	1.8	2.1	1.2	1.7	1.5

Nota: hemos eliminado temporalmente nuestras previsiones sobre el estado de las ventas de vivienda usada debido a la suspensión de las estimaciones de NAR desde el 3T11.  
 Fuentes: BBVA Research, BEA, BLS, NAR, Oficina del Censo y FHFA

Gráfica 45

### Estructura económica

	U.S.	AL	AZ	CA	CO	FL	NM	TX
PIB (2010, miles de millones de \$)	14,527	173	254	1,901	258	748	80	1,207
Población (2011, en miles)	311,592	4,803	6,483	37,692	5,117	19,058	2,082	25,675
Población activa (marzo 2012, en miles)	154,707	2,142	3,009	18,488	2,735	9,282	934	12,540
Empleo no agrícola (marzo 2012, en miles)	132,707	1,870	2,449	14,237	2,291	7,329	805	10,742
Tasa de desempleo (marzo 2012)	8.2	7.3	8.6	11.0	7.8	9.0	7.2	7.0
Total visados de obra nueva, (en lo que va de año, marzo 2012)	111,050	1,845	3,429	5,602	2,391	9,408	884	18,633
Var. de visados de obra nueva (en lo que va de año, a/a (%))	18.7	-6.2	42.1	10.3	33.9	29.9	22.4	20.0
Porcentaje de vivienda en propiedad (enero 2012)	65.4	71.6	65.9	54.4	64.5	67.8	68.0	65.6
Precios de la vivienda (4T11, variación a/a (%))	-2.4	-1.4	-2.3	-4.6	-2.7	-2.8	-4.7	1.5
Exportaciones de bienes (4T11, miles de millones de \$)	384.1	4.7	4.3	41.4	1.9	16.9	0.6	66.2
Variación de las exportaciones (4T11, variación a/a (%))	10.6	9.2	4.7	6.9	5.6	12.7	56.3	15.3

Fuentes: BEA, BLS, Censo, WiserTrade y FHFA



**AVISO LEGAL**

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

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

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

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

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

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

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

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

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

**BBVA, S.A. es un banco sujeto a la supervisión del Banco de España y de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), y está inscrito en el Banco de España con el número 0182.**

Este informe ha sido elaborado por la unidad de BBVA Research Estados Unidos

*Economista Jefe*

**Nathaniel Karp**  
+1 713 881 0663  
nathaniel.karp@bbvacompass.com

**Hakan Danis**  
hakan.danis@bbvacompass.com

**Jason Frederick**  
jason.frederick@bbvacompass.com

**Jeff Herzog**  
jeff.herzog@bbvacompass.com

**Boyd Stacey**  
boyd.stacey@bbvacompass.com

**Marcial Nava**  
marcial.nava@bbvacompass.com

**Kim Fraser**  
kim.fraser@bbvacompass.com

*Formación y diseño:*  
**Fernando Tamayo**

**Juan Pablo Arreola**

BBVA Research

*Economista Jefe del Grupo*  
**Jorge Sicilia**

*Economías Emergentes:*

**Alicia García-Herrero**  
alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

Análisis Transversal Economías Emergentes  
**Álvaro Ortiz Vidal-Abarca**  
alvaro.ortiza@bbva.com

México  
**Adolfo Albo**  
a.albo@bbva.com

Análisis Macro México  
**Julián Cubero**  
juan.cubero@bbva.com

Asia  
**Stephen Schwartz**  
stephen.schwartz@bbva.com.hk

Coordinación Latam  
**Juan Ruiz**  
juan.ruiz@bbva.com

Argentina  
**Gloria Sorensen**  
gsorensen@bbva.com

Chile  
**Alejandro Puente**  
apuente@bbva.com

Colombia  
**Juana Téllez**  
juana.tellez@bbva.com

Perú  
**Hugo Perea**  
hperea@bbva.com

Venezuela  
**Oswaldo López**  
oswaldo\_lopez@bbva.com

*Economías Desarrolladas:*

**Rafael Doménech**  
r.domenech@bbva.com

España  
**Miguel Cardoso**  
miguel.cardoso@bbva.com

Europa  
**Miguel Jiménez**  
mjimenezg@bbva.com

Estados Unidos  
**Nathaniel Karp**  
nathaniel.karp@bbvacompass.com

*Sistemas Financieros y Regulación*

**Santiago Fernández de Lis**  
sfernandezdelis@bbva.com

Sistemas Financieros  
**Ana Rubio**  
arubiog@bbva.com

Pensiones  
**David Tuesta**  
david.tuesta@bbva.com

Regulación y Políticas Públicas  
**María Abascal**  
maria.abascal@bbva.com

*Market & Client Strategy:*

**Antonio Pulido**  
ant.pulido@bbva.com

Equity Global  
**Ana Munera**  
ana.munera@bbva.com

Crédito Global  
**Javier Serna**  
Javier.Serna@bbva.com

Tipos de Interés, Divisas y Materias Primas  
**Luis Enrique Rodríguez**  
luisen.rodriguez@bbva.com

*Áreas Globales:*

Escenarios Financieros  
**Sonsoles Castillo**  
s.castillo@bbva.com  
Escenarios Económicos

Innovación y Procesos  
**Clara Barrabés**  
clara.barrabes@bbva.com

Contact details:

BBVA RESEARCH USA  
2001 Kirby Drive, Suite 310  
Houston, TX 77019  
United States.  
Email: researchusa@bbvacompass.com  
www.bbva.com