

Situación Estados Unidos

Primer Trimestre 2013
Análisis Económico

- La incertidumbre que rodea las perspectivas económicas globales sigue siendo elevada, aunque los riesgos a la baja han disminuido
- En EE. UU., 2013 se caracterizará por unos primeros meses de lento avance, aunque la actividad repuntará más entrado el año
- Se prevé que el PIB estadounidense llegará a su nivel de pleno potencial hacia finales de 2016, aunque el potencial de crecimiento se quedará por debajo de su media histórica
- Perspectivas del TARP para 2013: rentabilidad positiva para el contribuyente, que se incrementará a medida que los programas vayan llegando a su fin
- La diversidad industrial impulsa el mercado de trabajo de los estados del Sunbelt donde opera el Grupo Bancario BBVA Compass al borde de un ciclo de crecimiento virtuoso
- Los sectores de tecnología de punta prosperan en Austin

Índice

1. Editorial	1
2. Escenario económico global	2
3. Situación de EE.UU.	6
Recuadro 1: la Ley de Control Presupuestario de 2011 vuelve a agobiar al Congreso	9
4. Evaluación de la senda del crecimiento del PIB estadounidense: ¿Cuánto falta para que la economía alcance su pleno potencial?	10
5. El Troubled Asset Relief Program.....	15
6. Análisis del empleo 2012: ¿despegue del empleo en el Sunbelt?	19
7. Austin y el sector de tecnología punta	26
8. Hoja informativa: estadística del área del transporte aéreo	30
9. Previsiones económicas (variación % a/a)	31

Fecha de cierre: 4 de marzo de 2013

1. Editorial

Aunque existe el consenso general de que la actividad humana está calentando la temperatura del planeta, los modelos climatológicos muestran variaciones significativas en sus proyecciones. Las disparidades reflejan incertidumbre en cuanto a la futura evolución de los gases de efecto invernadero y sus repercusiones exactas sobre los cambios del clima, así como los efectos de los eventos naturales de cambio climático. Sin embargo, la mayoría de los investigadores coinciden en que la adopción de medidas audaces reduciría significativamente los posibles efectos perjudiciales sobre la economía. Esto se debe a que el coste de la inacción podría ser devastador si el cambio climático resulta ser como el que pronostican las proyecciones más pesimistas.

Más del 80% de las empresas creen que el cambio climático supone riesgos para sus productos y servicios, lo que las lleva a implementar estrategias en respuesta a la variabilidad climatológica. Sin embargo, las pruebas demuestran que la mayoría de estas estrategias están orientadas a abordar los efectos a corto plazo de las frecuentes y violentas catástrofes naturales, y que no son estrategias a largo plazo para contener los riesgos sistémicos. De hecho, la mayoría de los planes estratégicos contemplan períodos no mayores de cinco años, e incluso aquellas empresas que preparan planes a largo plazo normalmente no cubren más de una década. Diseñar una estrategia a largo plazo no es tarea fácil, ya que la incertidumbre que rodea los análisis de coste-beneficio se incrementan con el correr del tiempo, al entrar en juego variables como el cambio tecnológico, la competencia y las condiciones comerciales.

En todo caso, hacer frente al cambio climático genera nuevas oportunidades para empresas y particulares. Un ejemplo que se cita habitualmente es el del sector de las energías limpias, aunque también hay amplias posibilidades en otros, como el de la construcción, donde las empresas desarrollan productos termorresistentes, que retienen la humedad y están elaborados a partir de materiales permeables. También surgen otras oportunidades del cambio de las preferencias de los consumidores en alimentación, reciclaje, ocio, recreación y actividades al aire libre. Además, el cambio climático genera grandes inversiones para mejorar la productividad y sostenibilidad de los cultivos, con el objeto de satisfacer el incremento previsto del 30% de la demanda de alimentos como consecuencia del aumento global de la población. Por otra parte, la creciente inquietud por las repercusiones negativas del cambio climático podría obligar a las empresas a ajustar sus estrategias para hacer frente a los riesgos políticos, de reputación y de marca.

En lo que respecta al sector financiero, algunos de los retos más importantes tienen que ver con situaciones climatológicas extremas. Por ejemplo, las aseguradoras no solamente tendrían que emplear nuevas herramientas de gestión de riesgo, sino que además podrían llegar a ser fundamentales en la generación de incentivos adecuados para promover la adaptación y el cambio. Además, las nuevas tecnologías y la innovación necesitan inversión privada. En la pasada década, los “ángeles” inversores y las inversiones de capital riesgo durante las primeras fases, así como la financiamiento en mercados de capital privados y públicos, se multiplicaron por ocho. También es necesaria la financiamiento a gran escala para proyectos a largo plazo de consumo eficiente de energía, implementación de energías renovables, transporte y tecnología de redes de suministro inteligentes.

Desde una perspectiva de políticas, los gobiernos deberán responder de manera eficiente a través de un conjunto variado de instrumentos, utilizando preferiblemente mecanismos de mercado. Considerando que el objetivo es resolver retos a largo plazo, los gobiernos deberían reducir al mínimo la incertidumbre y promover las inversiones privadas. Esto podría hacerse dejando de lado la política e implementando un enfoque multidisciplinar que combine la energía, la regulación y las políticas tributarias con incentivos a las inversiones a largo plazo y financiamiento pública para I+D. En última instancia, esto conllevará un mayor crecimiento económico y la sostenibilidad medioambiental.

Nathaniel Karp

Economista Jefe para EE. UU.

BBVA Research

2. Escenario económico global: más optimismo y reducción de los riesgos de cola

En los últimos tres meses se han disipado parcialmente algunas de las amenazas para la recuperación económica mundial, lo que ha provocado una corriente de renovado optimismo. En los mercados financieros, las tensiones han disminuido hasta sus niveles más bajos en dos años, especialmente en Europa, y prácticamente todas las categorías de activos han resultado beneficiadas de este cambio de percepción. La disipación de las amenazas para la estabilidad de la economía global también ha disparado la confianza entre particulares y empresas. La recuperación de la confianza ha tenido efectos contagiosos en todas las regiones, con muy pocas excepciones. Sin embargo, esta recuperación de los mercados y de la confianza todavía no ha conllevado ningún cambio significativo en los niveles de actividad. Según nuestras estimaciones, en 2012 el PIB global creció un 3,2%, un retroceso con respecto al 3,9% de 2011. La desaceleración que la economía mundial sufrió durante 2012 concluyó en el cuarto trimestre, según nuestro indicador de actividad global. Los datos más recientes han reforzado la percepción de que el crecimiento del PIB global se está acelerando desde una tasa inferior a la media.

Gráfica 1

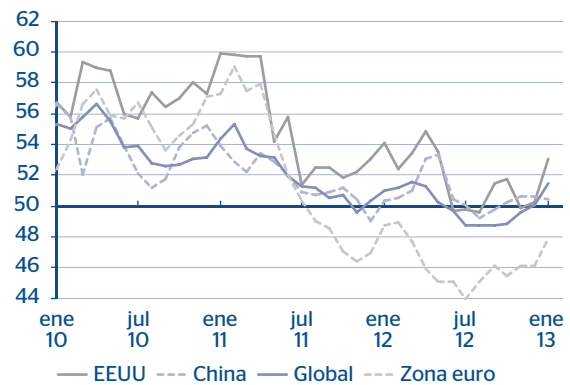
Índice de tensiones financieras del BBVA



Fuente: BBVA Research

Gráfica 2

Indicador de confianza (índice de gerentes de compras)



Fuentes: Markit y BBVA Research

La solidez de las economías ante la incertidumbre y los avances en la implementación de políticas han mejorado la confianza

Los datos apuntan a que China no sufrirá un aterrizaje brusco. Desde el tercer trimestre de 2012, el crecimiento del PIB se ha acelerado –tal como esperábamos– y la desaceleración llegó a su fin. Las inversiones han sido las principales responsables de la recuperación del PIB, respaldadas por políticas de estímulos que se implementaron de manera más hábil en 2012 que en 2009. También se han observado algunos indicios de mejora de las exportaciones como consecuencia de la demanda de los países asiáticos y de EE. UU. Las exportaciones a Europa y a Japón siguen lastradas. Asimismo, la transferencia del poder político se ha desarrollado sin contratiempos.¹ No obstante, todavía hay cierta inquietud por la sostenibilidad del crecimiento de China. La deuda de las administraciones locales y los créditos de la banca en la sombra son probablemente las mayores amenazas financieras para el crecimiento. Incluso a corto plazo, esas amenazas podrían suponer limitaciones si fuera necesaria la implementación de nuevas medidas de estímulo.

El repunte de la economía china ha sido muy bienvenido en los mercados como indicador de la solidez de la economía global, sobre todo en otros países orientados a las exportaciones, y abre la puerta

¹ La nueva dirección política ha dado a entender que pretende mantener la continuidad en lo que respecta a las políticas de apoyo al crecimiento y a las reformas económicas. Lo más probable es que el objetivo de crecimiento del PIB se mantenga en el 7,5%, igual que en 2012

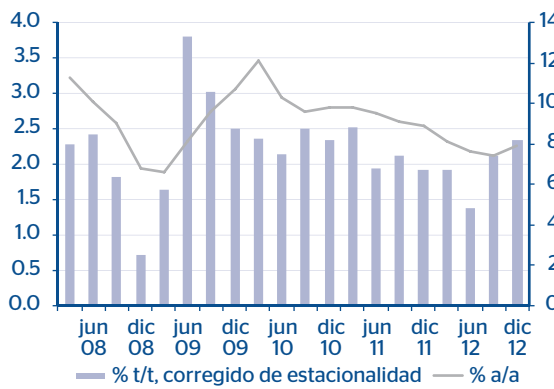
al aumento de los precios de las materias primas, en particular las de América Latina. Aunque las perspectivas de crecimiento de China no son tan espectaculares como en el pasado, los mercados parecen aliviados de ver cómo se disipa el riesgo de grave desaceleración.

EE. UU. no cayó al abismo, y su economía resiste a la incertidumbre notablemente bien. A pesar del retroceso del PIB (-0,1% anualizado) en el 4T12, el panorama subyacente es más prometedor.² Se sostenía que particulares y empresas contenían el gasto para amortiguar las repercusiones que los recortes del gasto y los aumentos de impuestos automáticos (valorados en torno al 4% del PIB) pudieran tener sobre sus finanzas. Sin embargo, el consumo se ha mantenido bastante estable, alcanzando un promedio apenas por debajo de los niveles de crecimiento anteriores a la crisis. Al mismo tiempo, es indudable que el sector de la vivienda ha cobrado impulso. No obstante, es difícil medir las repercusiones de la incertidumbre fiscal sobre los indicadores económicos, en especial cuando otras políticas —como la monetaria, a través del programa de flexibilidad cuantitativa— han conseguido compensar (parcialmente) el impacto negativo de esta incertidumbre.

Los mercados dieron la bienvenida al acuerdo alcanzado al iniciarse el año, que prorrogó la mayoría de los recortes fiscales de 2001, 2003 y 2010. El pacto evitó un mayor lastre para la economía, y contribuyó a mejorar la sostenibilidad de la deuda pública de EE. UU. Sin embargo, el recorte del gasto podría suponer para la economía un lastre adicional del orden del 0,8% del PIB. Por otra parte, no se llegó a un acuerdo permanente sobre el techo de deuda, aunque posteriormente se aplazó dicho techo hasta mediados de mayo. Por consiguiente, en las próximas semanas habrá más negociaciones para evitar una brusca contracción de la economía en 2013 y contribuir a la sostenibilidad fiscal. No obstante, no es probable que se llegue a un gran acuerdo mientras los responsables políticos sigan dando largas y no asuman opciones duras para llegar a un compromiso bipartidista.

Gráfica 3

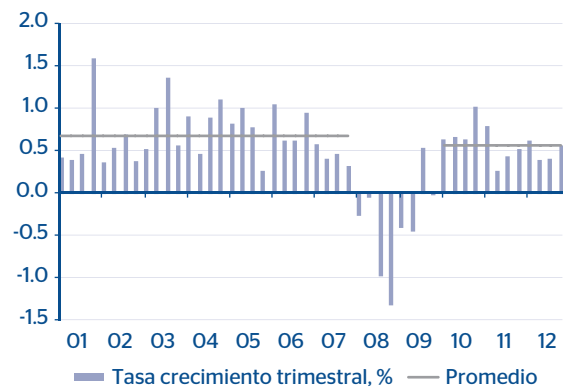
China: evolución del PIB (%)



Fuentes: BBVA Research y Haver

Gráfica 4

EE. UU.: evolución del consumo (%)



Fuentes: BBVA Research y Haver

Europa hizo su parte: los avances en el proceso de unión bancaria refuerzan el compromiso para sostener el euro. El acuerdo sobre Grecia ha demostrado el compromiso europeo de mantener a Grecia dentro de la zona euro. Los responsables europeos llegaron a un acuerdo con las autoridades griegas sobre algunos detalles del programa de rescate que han permitido el desembolso de su segundo tramo.³ El segundo factor que fundamenta la percepción positiva de Europa tiene que ver con el proceso de unión bancaria, gracias a los avances acordados en la cumbre de la UE del pasado diciembre. Este proceso parece crucial para romper el círculo vicioso entre el gobierno y las finanzas de los bancos, y también para contener la corriente de salida de capitales que acuciaba a algunos países de la periferia europea. Los acuerdos alcanzados en la cumbre de la UE de diciembre no fueron tan ambiciosos como se había insinuado al principio, pero son bastante positivos, pues incluyen un calendario claro para la implementación de un mecanismo de supervisión única y los pasos iniciales hacia un único mecanismo de resolución.

² La cifra final se vio lastrada por componentes volátiles (acumulación de capital privado y gasto federal en defensa), junto con las exportaciones.

³ El acuerdo no disipa todas las dudas acerca de la sostenibilidad de la deuda griega. De hecho, el asunto posiblemente se reabra tras las elecciones alemanas de septiembre de 2013, cuando podría considerarse una eventual participación del sector privado (apoyada por el FMI, pero no aceptada por Europa).

Por último, el programa de Transacciones Monetarias Directas del BCE parece estar teniendo efectos duraderos como respaldo real, evitando el aumento de las tensiones financieras, aunque ni España ni Italia (los candidatos más probables) hayan pedido aún su activación. Esa situación podría continuar, pues tanto los gobiernos de los países centrales como de los países periféricos carecen de incentivos para someterse a tal proceso. Con la rentabilidad de los bonos españoles entre el 5 y el 5,5%, y la de los italianos entre el 4 y el 4,5%, es difícil pensar que la situación financiera de la deuda soberana es insostenible, en particular si tenemos en cuenta los costos políticos que tendría un rescate desde el punto de vista de los mandatarios políticos. Es probable que estos gobiernos soliciten un rescate solamente si los costos de financiamiento superasen excesivamente esos niveles. En segundo lugar, las TMD seguirán siendo consideradas un tope real mientras sea creíble el compromiso de intervención del BCE en caso de que España o Italia pidan el rescate (lo cual, seguramente, conllevará un descenso de la rentabilidad). No obstante, también tendría que ser creíble el compromiso de las autoridades a la hora de pedir el rescate (si los costos de financiamiento se disparasen).

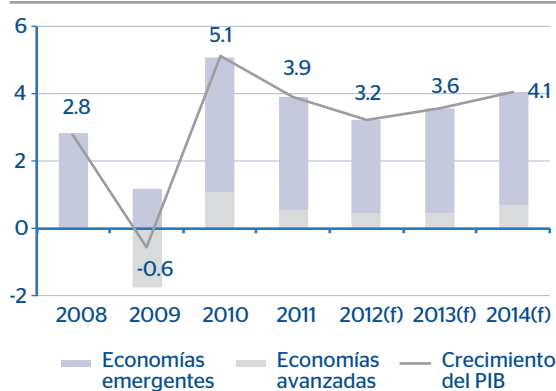
El escenario central no ha variado, a pesar haber mejorado el estado de ánimo

El repunte de la economía china, el acuerdo parcial para evitar el abismo fiscal en EE. UU. y los efectos del anuncio del programa de TMD del BCE son buenos motivos para creer que la economía mundial podría haber evitado los riesgos de cola que algunos participantes del mercado ya descontaban. Sin embargo, los cambios en los fundamentos son menos concluyentes. En consecuencia, el escenario más probable para la situación global sigue siendo una recuperación suave, ya que los datos reales que apuntan hacia un repunte más sólido son contradictorios.

De una parte, los políticos estadounidenses todavía tienen que acordar algunas cuestiones importantes, como los recortes del gasto y el techo de la deuda. Cualquiera de ellos podría descarrilar el proceso. Incluso si se alcanzan acuerdos, en 2013 la política fiscal se tornará más estricta y reducirá la renta de las familias. Es posible que el sector inmobiliario se esté recuperando, pero el proceso de desapalancamiento sigue siendo un factor a tener en cuenta, en tanto que el sector exportador está lejos de ser boyante. Por tanto, mantenemos nuestras perspectivas para la economía de EE. UU., aunque reconociendo que existe margen para sorpresas favorables. Para 2013 prevemos que la economía de EE. UU. crecerá un 1,8% (por debajo del 2,2% de 2012), y un 2,3% en 2014.

Gráfica 5

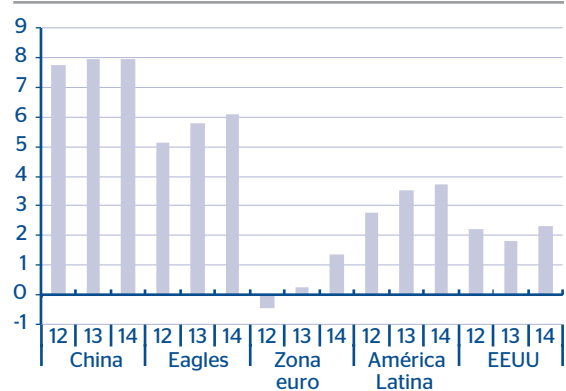
Tasa de crecimiento del PIB mundial (%)



Fuente: BBVA Research

Gráfica 6

PIB (variación % a/a)



Fuente: BBVA Research

En lo que respecta a la zona euro, la mejora de los mercados financieros no fue seguida de buenos datos de actividad económica en el último trimestre del año, aunque se observan claros indicios de recuperación en los datos provisionales. Es posible que los riesgos de cola hayan desaparecido. Los países periféricos de la zona euro siguen sumidos en la recesión, lastrados por la consolidación fiscal y por las condiciones de financiamiento. Incluso si el sector exterior mejora y las exportaciones incrementan el PIB, algunas economías todavía tienen mucho desapalancamiento y austeridad fiscal por recorrer en la

senda hacia la recuperación. Sin embargo, algunos indicadores adelantados de Alemania y otros países centrales del euro apuntan hacia mejores perspectivas en los primeros meses de 2013. En consecuencia, mantenemos nuestras previsiones sobre la zona euro: un repunte de apenas el 0,3% en 2013 (tras una contracción del 0,5% en 2012), que subirá hasta el 1,3% en 2014. El desacoplamiento entre los países centrales y los países periféricos del euro persistirá durante el período de nuestras proyecciones.

China es, posiblemente, la economía cuyas perspectivas están más claras a corto plazo. Las nuevas autoridades han asumido un compromiso para lograr un crecimiento sostenido, lo cual debería interpretarse como una intención clara de flexibilizar la política económica. Hemos revisado nuestras previsiones ligeramente al alza y consideramos que es probable que China crezca un 8% en 2013 y 2014. La fortaleza de la economía china y la solidez de la economía estadounidense jugarán un papel importante para apoyar la demanda de la mayoría de los países emergentes. En el conjunto de América Latina, hemos revisado nuestras previsiones ligeramente a la baja a causa de la mayor debilidad de las situaciones de Brasil y Argentina. En 2013, las economías de América Latina crecerán un 3,5%, mientras que en 2014 lo harán a un ritmo del 3,7%, con lo cual se acercarán a su crecimiento potencial. Por su parte, los países emergentes de Asia experimentarán un crecimiento más robusto, y su ritmo se acelerará hasta el 6,6% en 2013, por encima del 6,1% de 2012.

La incertidumbre que rodea las perspectivas económicas mundiales está llamada a seguir siendo elevada y con tendencias descendentes. Sin embargo, por primera vez en tres años también cabe la posibilidad de sorpresas al alza. La zona euro es la que plantea los mayores riesgos. Aunque los nuevos límites de referencia institucionales limitan las probabilidades, así como sus posibles consecuencias, las tensiones financieras pueden volver por diferentes razones. En primer lugar, los países periféricos de Europa podrían incumplir sus actuales objetivos fiscales. Si los gobiernos reaccionan con más austeridad, la contracción podría ser más intensa. Sin embargo, este riesgo es bajo, pues la Comisión Europea ha dejado claro que no se impondrán más ajustes sobre estos países si los objetivos no se cumplen debido a factores cíclicos. Al mismo tiempo, es posible que eso agite a los mercados y haga necesario que estos países pidan un rescate. Sobre este particular, aunque el BCE parece dispuesto a intervenir, cualquier posible discusión entre los países centrales y los periféricos sobre la condicionalidad sería una fuente potencial de inestabilidad. También hay otros factores que pueden jugar un papel importante, como los detalles del rescate bancario de Chipre, pendientes de determinar, o acontecimientos políticos como las elecciones italianas. Si las tensiones financieras se incrementaran como consecuencia de uno o de varios de estos activadores, la zona euro continuaría en recesión también en 2013.

La otra fuente de riesgo importante procede del desacuerdo político de EE. UU. sobre cómo hacer frente al déficit fiscal. Se ha evitado parte del abismo fiscal original, aunque quedan pendientes dos problemas: la magnitud de los recortes y el techo de la deuda. De una parte, el enfrentamiento por estos asuntos podría ser motivo de una incertidumbre susceptible de contener el consumo y las inversiones. De la otra, si no se alcanzan acuerdos, el ajuste de la política fiscal podría ser suficiente para que la economía estadounidense volviera a cifras de crecimiento magras.

Según nuestras estimaciones, si ambos riesgos se materializaran, la economía mundial crecería cerca un punto porcentual menos que en el escenario central, muy por debajo de su promedio histórico. La adecuada implementación de los acuerdos de gobierno de la zona euro y llegar a nuevos pactos sobre los asuntos fiscales en EE. UU. son condiciones necesarias para una recuperación mundial sostenida.

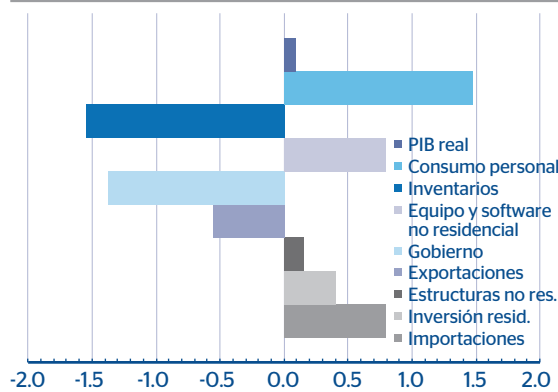
3. Situación de EE. UU.

Noticias económicas positivas a pesar del fracaso de las conversaciones sobre los recortes

Hasta ahora, el nuevo año se perfila ligeramente mejor de lo que muchos esperaban, al menos durante los primeros meses. Hubo muchísimas preocupaciones fiscales y económicas de cara a 2013, pero los datos más recientes muestran indicios de la fortaleza subyacente. Ahora que ha pasado el revuelo, parece que la debacle del abismo fiscal fue hace siglos, y la decisión de Washington de retrasar los plazos dejó algo de margen para que los mercados respirasen durante enero y febrero. El 1 de marzo llegó y pasó sin un compromiso político sobre los recortes presupuestarios, y en las próximas semanas abundarán las preguntas sobre cómo, dónde y cuándo comenzarán los recortes del gasto a repercutir en la economía real. Las buenas noticias son que la mayoría de los datos económicos han sido hasta el momento favorables. Por lo que respecta al PIB, la segunda estimación del 4T12 reflejó una reversión al 0,1%, tras una cifra negativa un tanto preocupante en el informe adelantado. El gasto público y los inventarios privados habían empujado la cifra adelantada a la baja y se revisaron todavía más a la baja en la segunda publicación. Esto no es sorprendente, considerando la incertidumbre en previsión del abismo fiscal y el hecho de que las empresas ya han empezado a reponer inventarios en el 1T13. En general, creemos que durante el 1S13 se producirá solamente un modesto crecimiento, aunque más avanzado el año prevemos un repunte de la actividad una vez que las empresas y los consumidores se adapten a las nuevas medidas fiscales. Si el Congreso no encuentra alguna forma de revertir los recortes automáticos del gasto, podría producirse una reducción del 0,5%-0,8% en el crecimiento anual del PIB en 2013, cuyas repercusiones se dejarían sentir con mayor fuerza en el segundo trimestre. Teniendo en cuenta nuestra previsión actual de un crecimiento anual del 1,8%, si se implementasen en su totalidad los recortes presupuestarios el país no entraría en recesión. Nuestros indicadores internos, que evalúan los datos económicos más recientes, apuntan a que se producirá un crecimiento relativamente moderado durante el primer semestre de 2013, a medida que los consumidores se adapten al final del recorte de las retenciones salariales y Washington vuelva a sumergirse en el debate de los asuntos presupuestarios.

Gráfica 7

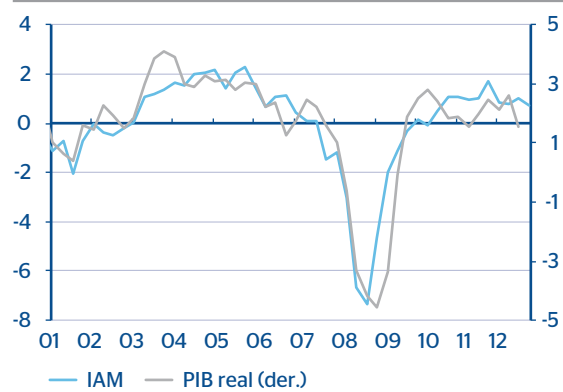
Aportaciones al crecimiento del PIB real
(cifras preliminares desest. del 4T12, en puntos porcentuales)



Fuentes: Oficina de Análisis Económicos de EE. UU. y BBVA Research

Gráfica 8

Índice de actividad mensual de EE. UU. del BBVA (variación % 4T)



Fuentes: Oficina de Análisis Económicos de EE. UU. y BBVA Research

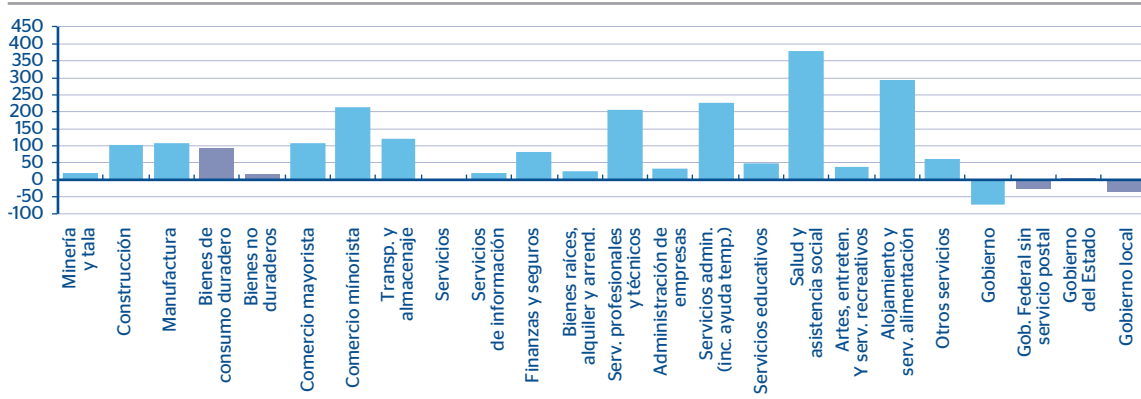
Los indicadores económicos más recientes apuntan a que, en lo que va de 2013, la actividad económica ha sido relativamente saludable, aunque todavía se perciben deficiencias. El consumo ha decaído un tanto tras las Navidades: en enero, las ventas minoristas avanzaron un modesto 0,1%, y el consumo privado solo un 0,2%. No queda claro cuánto tiempo necesitarán los consumidores para ajustarse a la merma de la renta disponible, y posiblemente veamos una especie de reacción retardada a medida que se vayan conociendo los datos de consumo del 1T13. También la recuperación de la vivienda ha sido un tanto despareja en los meses recientes, aunque el continuo aumento de los precios y la reciente recuperación de las ventas de vivienda nueva indican fortaleza de cara al futuro. Las condiciones de la producción manufacturera parecen haber evitado repercusiones importantes derivadas de la incertidumbre fiscal; el ISM apunta a una perspectiva más optimista para el sector a pesar de que se

han producido algunas caídas en las encuestas regionales. Las presiones inflacionistas siguen siendo mínimas y justifican la decisión de la Reserva Federal de mantener bajo el tipo de interés objetivo durante un periodo prolongado. Sin embargo, los precios de la energía han repuntado al comienzo del nuevo año, y posiblemente ejerzan presiones alcistas sobre el índice general de precios a medio plazo. No obstante, las perspectivas de inflación a largo plazo siguen estables. A medida que transcurra 2013, esperamos que los precios subyacentes se mantengan relativamente moderados, aunque la presión subyacente procederá de los precios del alojamiento.

Los datos de empleo de enero bastaron para compensar las decepcionantes cifras del PIB que se publicaron, así como para minimizar las repercusiones del abismo fiscal sobre el crecimiento del empleo, pese a la tendencia ascendente de la tasa de desempleo, que cerró el mes en el 7,9%. El empleo no agrícola se incrementó en 157.000 puestos, comenzado el año con paso firme; la contratación en el sector privado fue de 166.000. Un incremento constante por debajo de 200.000 solamente alcanza para ir a la par con el crecimiento de la población activa y, por consiguiente, no es probable que se produzca un retroceso real de la tasa de paro sin la ayuda de otros factores. No obstante, las revisiones al alza de los datos de 2012 contribuyeron a mejorar la confianza del mercado de trabajo: los avances de noviembre se revisaron desde 161.000 a 247.000, mientras que en diciembre se incrementaron desde 155.000 a 196.000, añadiendo por tanto 127.000 puestos de trabajo en los dos meses inmediatamente anteriores a 2013. Además, según los nuevos cálculos de la Oficina de Estadísticas Laborales (BLS) ajustados por registros de impuestos, la economía sumó otros 424.000 empleos entre abril de 2011 y marzo de 2012. La BLS también ajustó el número de participantes de la población activa, que aumentó en 136.000 personas y supuso presiones alcistas sobre la tasa de desempleo del mes. Evaluando los doce meses pasados, observamos que los incrementos más importantes se produjeron en atención sanitaria y en servicios de alojamiento y restauración, aunque también se registró una importante contratación en el comercio minorista y en los servicios profesionales, técnicos y administrativos. No es de sorprender que la administración pública haya sido el sector más flojo: durante el año pasado se perdieron allí 70.000 puestos de trabajo. Por su parte, las cifras en minería y servicios públicos estuvieron por debajo de la media.

Gráfica 9

Evolución del empleo no agrícola en 12 meses (desest., en miles)



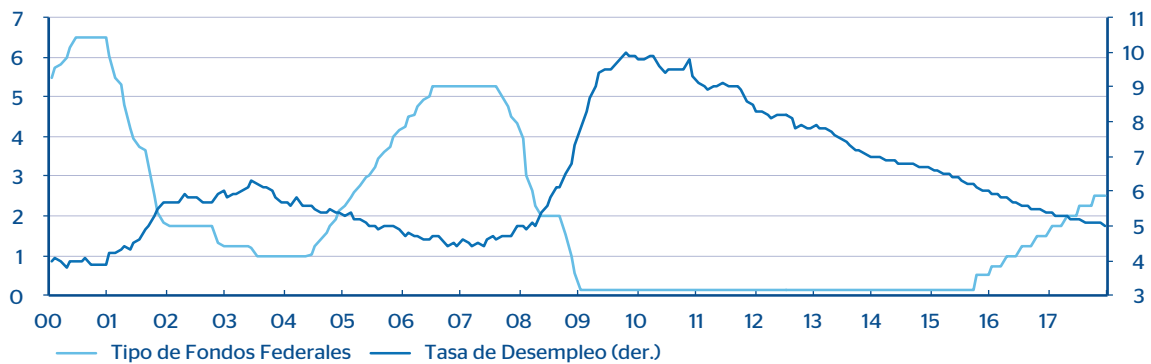
Fuentes: Oficina de Estadísticas Laborales y BBVA Research

Con la inflación controlada y las cifras del empleo evolucionando en la dirección correcta, la atención está cada vez más centrada en cualquier indicio de salida de su actual estrategia de política monetaria por parte de la Reserva Federal. Es evidente que a la Fed sigue preocupándole la sostenibilidad de la mejora de la actividad económica. Las actas de la última reunión del FOMC confirmaron el intenso debate sobre cómo y cuándo salir de la tercera ronda de flexibilización cuantitativa (QE3). La mayoría de los participantes comentaron que las compras de activos efectuadas por el Comité han sido eficaces para flexibilizar las condiciones financieras y estimular la actividad económica, aunque muchos están preocupados por el aumento de los posibles costes y riesgos. Las principales preocupaciones expresadas por los participantes estuvieron relacionadas con las potenciales complicaciones del eventual abandono de las medidas de flexibilidad monetaria, los posibles efectos negativos sobre los mercados financieros y la posibilidad de que una amplia cartera de activos de larga duración pudiera, en determinadas circunstancias, exponer a la Reserva Federal a importantes pérdidas de capital cuando dichos activos sean retirados. En última instancia, se pidió a los técnicos que preparen análisis adicionales antes de las próximas reuniones para respaldar la valoración actual del FOMC sobre el programa de compra de activos. Aunque las actas de

la reunión de enero fueron menos claras acerca del futuro a corto plazo de la flexibilización monetaria, nuestras expectativas no han variado. Continuamos previendo que el ritmo actual de compras de activos seguirá, como mínimo, hasta mediados de 2013, produciéndose una ralentización hasta finales de año, ya que la economía mejora lentamente y aumentan los riesgos por el crecimiento del balance y la agresiva compra de activos. Los debates de la reunión del FOMC continuarán centrándose en cómo ofrecer una política monetaria muy flexible y, a la vez, reducir la posibilidad de efectos negativos cuando llegue el momento de reducir el balance. Es necesaria una recuperación sólida y bien consolidada antes de que pueda implementarse plenamente la estrategia de salida.

Gráfica 10

Tipo de los fondos federales y tasa de desempleo (%)



Fuentes: FRB, Oficina de Estadísticas Laborales y BBVA Research

En general, nuestras previsiones son un poco más optimistas en comparación con finales de 2012, sobre todo por la variación de la tasa de paro (Tabla 1). No hemos cambiado nuestros pronósticos con respecto al PIB, aunque hemos moderado ligeramente las previsiones de inflación para 2014-2016. Considerando las recientes revisiones de los datos del empleo, hemos ajustado las previsiones de la tasa de paro, aunque seguimos apostando por descensos muy graduales en el transcurso del año. Los principales riesgos de que nuestras previsiones no se cumplan siguen siendo los mismos, con la situación interna a la cabeza. Los próximos meses podrían suponer un obstáculo a superar mientras la economía se ajusta a las nuevas medidas fiscales. Aparte de la mayor presión de los asuntos internos, comenzamos a ver cierta volatilidad procedente una vez más de Europa, relacionada en particular con la evolución política de España e Italia. Además, la incertidumbre con respecto a las políticas del tipo de cambio pesa sobre unas perspectivas mundiales todavía vulnerables. El riesgo de rebaja de la calificación crediticia sigue presente en nuestro radar, pues en mayo se volverá a alcanzar el techo de deuda. En definitiva, si las condiciones globales se mantienen estables y solo tenemos que lidiar con el recorte presupuestario, en general la actividad económica debería volver a encarrilarse hacia finales de 2013, salvo, naturalmente, que haya nuevos trastornos políticos.

Cuadro 1

Escenario central, nuevo y anterior

		2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
PIB	nuevo	1.8	2.2	1.8	2.3	2.5	2.7	2.6
	anterior	1.8	2.1	1.8	2.3	2.5	2.7	--
IPC	nuevo	3.1	2.1	2.1	2.2	2.3	2.4	2.5
	anterior	3.1	2.0	2.1	2.4	2.5	2.6	--
Subyacente	nuevo	1.7	2.1	1.9	2.0	2.1	2.3	2.4
	anterior	1.7	2.1	1.9	2.0	2.1	2.3	--
TD	nueva	8.9	8.1	7.5	6.8	6.3	5.7	5.2
	anterior	8.9	8.1	7.9	7.5	7.0	6.3	--
Fed (fdp)	nuevo	0.25	0.25	0.25	0.25	0.50	1.50	2.50
	anterior	0.25	0.25	0.25	0.25	0.50	1.50	2.50
10 años (fdp)	nuevo	2.0	1.7	2.3	2.7	3.4	3.7	3.7
	anterior	2.0	1.7	2.4	2.7	3.4	3.7	--

Fuente: BBVA Research

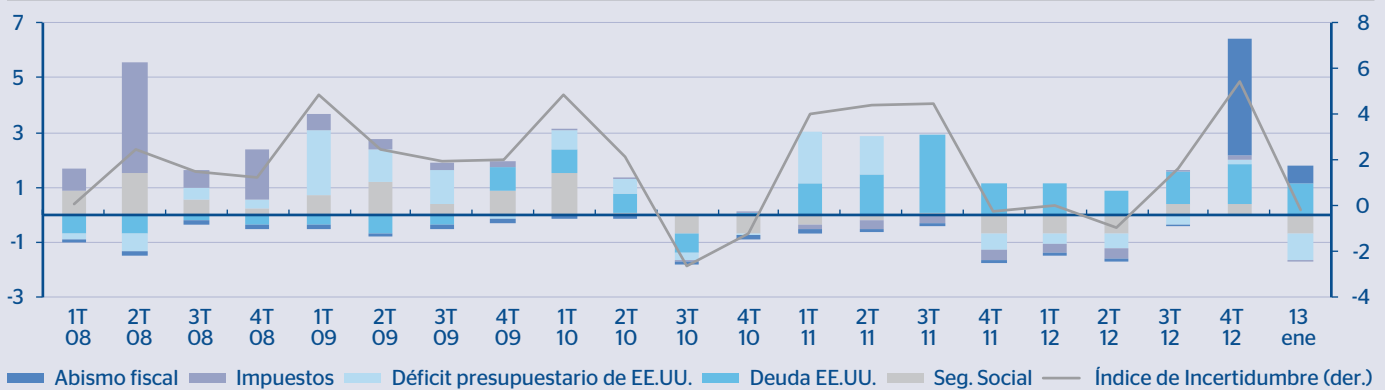
Recuadro 1: la Ley de Control Presupuestario de 2011 vuelve a agobiar al Congreso

La debacle del techo de la deuda de 2011 parece un recuerdo muy lejano, pero la solución de “darle largas” derivada de aquellas negociaciones todavía colea. La Ley de Control Presupuestario (BCA, por sus siglas en inglés) de 2011 autorizaba un incremento inmediato del límite de la deuda, aunque estipulando un plan de reducción del déficit hasta 2021. Lo más importante es que la BCA preveía la aplicación de recortes de gasto automáticos por valor de 1,2 billones de dólares el 1 de enero de 2013, a menos que el Congreso promulgase otra medida. Tras meses de incertidumbre y debates para llegar a un compromiso, los legisladores aprobaron la American Taxpayer Relief Act (ATRA, Ley de Alivio Fiscal al Contribuyente Estadounidense) el día de Año Nuevo, lo que evitó graves consecuencias para la actividad económica, al menos a corto plazo (véase Nuestro informe Abismo fiscal). Lamentablemente, los recortes solamente fueron aplazados hasta marzo, con el objeto de tener más tiempo para negociar.

Si el Congreso no hubiese promulgado la ATRA y la BCA hubiese entrado en vigor el 1 de enero, el déficit fiscal hubiese retrocedido desde el más del 6% actual a aproximadamente el 1% del PIB en el curso de la próxima década. Sin embargo, al aplazar diversos recortes de impuestos y evitar otras

medidas, incluso la plena implementación de la BCA no hubiese contribuido a reducir demasiado el déficit a largo plazo (que se quedaría en torno al 4% del PIB). En 2013 es posible que se produzca un recorte del gasto del orden de los 91.200 millones de dólares (el 0,7% del PIB), lo cual conllevaría un impacto económico ligeramente inferior al 1% del PIB. Existen diversos límites y exenciones de gasto entre los diferentes componentes de los recortes, siendo los más importantes los de la Seguridad Social y de Medicaid. Por lo que respecta al ejercicio 2013, los recortes a Medicaid están sujetos a un máximo del 2%, en tanto que el límite de los de defensa es de aproximadamente el 10%. Al mismo tiempo, el enfrentamiento político no facilita las cosas, y la continuidad del enfrentamiento ideológico entre demócratas y republicanos limitará las posibilidades de implementar de recortes discrecionales, tanto en defensa como en otros sectores. Así las cosas, creemos que esta situación repercutirá en torno al 0,4% del PIB en 2013, lo cual ya hemos descontado para nuestro escenario central de un crecimiento anual del 1,8%. En última instancia, hemos llegado a cerrar el círculo de abordar la sostenibilidad fiscal a largo plazo, y todos esperan que este juego de dar vueltas acabe pronto.

Gráfica 11
Índice de incertidumbre política de EE. UU. y desglose de BBVA



Fuente: BBVA Research

4. Evaluación de la senda del crecimiento del PIB estadounidense: ¿Cuánto falta para que la economía alcance su pleno potencial?

Introducción

Resulta difícil ignorar no uno, sino dos, elefantes en la economía estadounidense: la altamente flexible política monetaria de la Reserva Federal (tipos de interés próximos a cero durante los últimos cuatro años, con limitadas previsiones de que vayan a aumentar en los dos próximos), y las continuas negociaciones en materia de política fiscal, susceptibles de tener importantes repercusiones en la actividad, a corto y a largo plazo.

La senda futura del muy importante pero inobservable PIB potencial es el meollo tanto de la eficacia como del futuro compromiso de la muy flexible política monetaria actual, y también de los efectos a largo plazo de una posible austeridad fiscal sobre el crecimiento económico estadounidense, medidos por el multiplicador gubernamental.

Los costes y beneficios de la estrategia de flexibilización cuantitativa, así como la magnitud del multiplicador gubernamental, están vinculados a la evaluación de cuán lejos está la producción real de su nivel potencial. La magnitud y la rapidez de convergencia del diferencial de producción son relativas al PIB potencial, y dependen de los cambios permanentes en su potencial de crecimiento a largo plazo. No obstante, debido a las características inobservables del PIB potencial, la medición del crecimiento potencial y, por consiguiente, del diferencial de producción, dependen del modelo económico empleado.

Este artículo describe una serie de metodologías que resultan en una serie de futuros caminos hacia el PIB potencial. Aunque las tasas de crecimiento potencial resultantes y las diversas dimensiones del diferencial de producción pueden atribuirse en gran medida a las diferencias de modelo, nuestro análisis confirma un descenso del potencial de crecimiento tras la Gran Recesión, con una tasa de crecimiento media para 2013-2017 del orden del 1,02% al 1,91%. Los modelos sugieren que el actual diferencial de producción negativo se cerrará hacia finales de 2016.

Los posibles factores que contribuyen al actual bajo potencial de crecimiento son la incertidumbre acerca de la política fiscal futura y los coletazos de la Gran Recesión en la actitud de los empresarios y en el entorno del crédito. No obstante, los cambios en la demografía de la población activa, la globalización, la falta de progresos en los niveles educativos y las consecuencias de la deuda privada y pública son obstáculos potenciales que provocan una tendencia a la baja del crecimiento a largo plazo (Gordon, 2012). Evidentemente, las políticas favorables al crecimiento de invertir en capital humano y en I+D son necesarias para abrir el camino hacia el crecimiento potencial. Antes de la Gran Recesión, el PIB crecía a una media del 3,4%, y su evolución comprendió tres períodos: el alto crecimiento posterior a la II Guerra Mundial, que concluyó a principios de la década de 1970 (según nuestras estimaciones, una media del 3,8%); las décadas de 1970 y 1980, caracterizadas por la desaceleración de la productividad (un promedio del 3,0%); y el cambio hacia una tasa de crecimiento más alta a finales de la década de 1990 (estimamos una media del 3,2%).

Pruebas empíricas

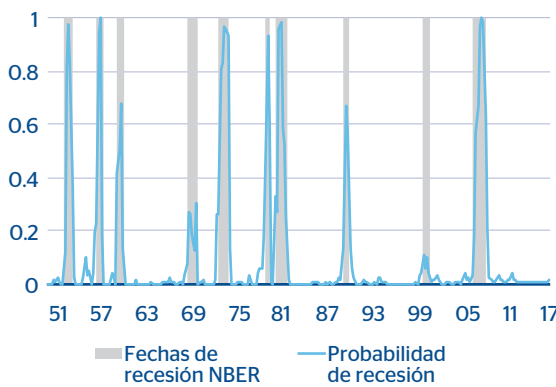
Para evaluar la variación de la tasa de crecimiento potencial del PIB y el diferencial de producción, el PIB se modela como la suma de dos componentes: tendencia (PIB potencial) y ciclo (diferencial de producción). Hemos estimado cuatro modelos. El primero parte del supuesto de que todos los trastornos de la economía son absorbidos por el PIB potencial, en cuyo caso el diferencial de producción sería irrelevante, en tanto que los cambios de la tasa de crecimiento potencial son frecuentes. Los dos modelos siguientes admiten los trastornos que también afectan al ciclo y, por consiguiente, capturan estimaciones cualitativamente mayores del diferencial de producción. Cada una de estas técnicas de modelado parte del supuesto de que la tasa de crecimiento potencial varía en función del estado de la economía; es decir, si la economía está en recesión o en expansión. La situación de la economía y las transiciones de un estado a otro se infieren a partir del PIB real, y se estiman dentro de los modelos correspondientes. Las probabilidades de recesión estimadas para los Modelos 1-3 siguientes se corresponden estrechamente con las fechas de recesión de la NBER (National Bureau of Economic

Research - Oficina Nacional de Análisis Económico) de EE. UU. Por último, comparamos los resultados de estos tres modelos con la estimación del PIB potencial obtenida a partir de un modelo a mayor escala, que toma en consideración las relaciones entre el diferencial de producción y las fluctuaciones de las demás variables, como las tasas de desempleo e inflación, y la inflación bruta. Cada uno de los cuatro modelos descritos previamente es un modelo de componentes no observados estimados en una representación de estado-espacio a la que se aplica el filtro de Kalman.

El Modelo 1 parte del supuesto de que todos los trastornos de la economía son absorbidos por el PIB potencial. En consecuencia, el PIB potencial fluctúa entre dos estados: uno de bajo crecimiento asociado con una recesión, y uno de alto crecimiento asociado con una expansión (Hamilton, 1989). El resultado del modelo refleja un importante descenso de la producción potencial, pero un diferencial de producción insignificante, lo que da como resultado un PIB potencial que sigue estrechamente las fluctuaciones del PIB real. Según el resultado del Modelo 1, la tasa de crecimiento potencial trimestral es del 0,94% durante períodos de expansión, y del -0,62% durante las recesiones.

Gráfica 12

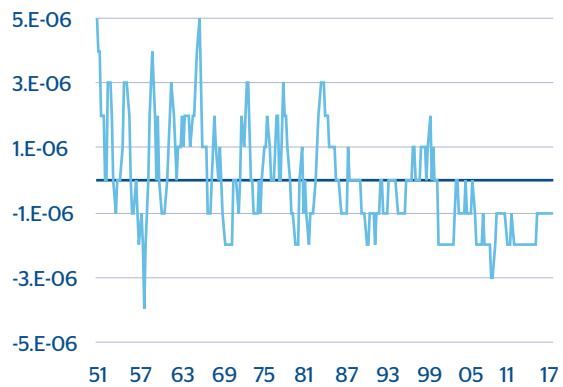
**Probabilidad de recesión
(Modelo 1, probabilidad entre 0 y 1)**



Fuente: BBVA Research

Gráfica 13

**Diferencial de producción
(Modelo 1, %)**

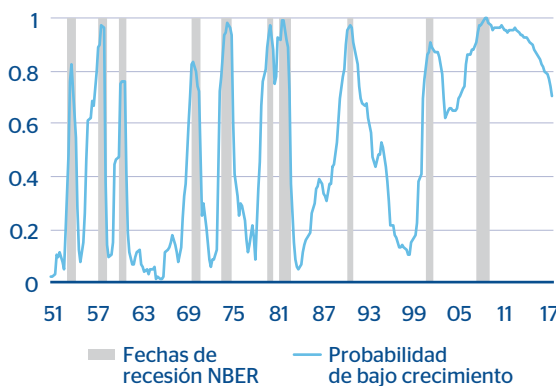


Fuente: BBVA Research

El Modelo 2 es una versión generalizada del Modelo 1, que da como resultado una mayor variación del diferencial de producción (Lam, 1990). El resultado del modelo implica una caída más suave de la producción potencial, y un notable diferencial de producción. La estimación del diferencial de producción actual correspondiente al 1T13 es del -1,77%, en tanto que la tasa de crecimiento potencial trimestral es del 1,17% en períodos de expansión, y del 0,39% durante las recesiones. Según este modelo, la economía todavía no ha salido de un período de baja tasa de crecimiento. En general, las probabilidades coinciden con las fechas de recesión de la NBER, y el último punto de inflexión del diferencial de producción se produce exactamente durante el 3T09, que es cuando la NBER fechó el final de la Gran Recesión.

Gráfica 14

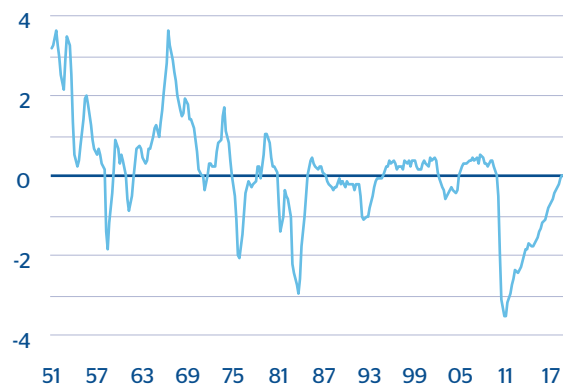
**Probabilidad de bajo crecimiento
(Modelo 2, probabilidad entre 0 y 1)**



Fuente: BBVA Research

Gráfica 15

**Diferencial de producción
(Modelo 2, %)**

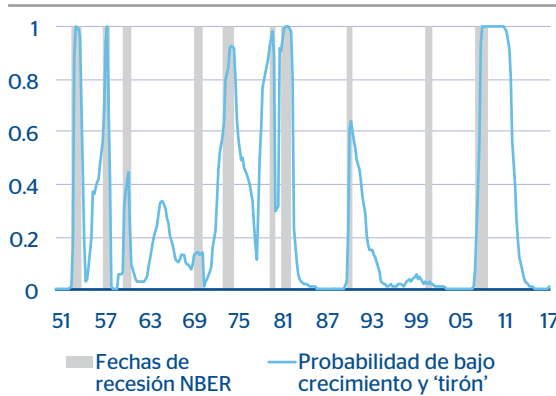


Fuente: BBVA Research

El Modelo 3 fuerza el diferencial de producción del nivel del PIB potencial y, por consiguiente, es negativo durante períodos de recesión (Kim y Nelson, 1999). Este fenómeno es conocido como 'tirón de Friedman'¹ y da como resultado las mayores estimaciones de diferencial de producción negativo. El resultado previsto del 'tirón' estimado es una rápida recuperación del componente cíclico de vuelta al nivel restringido al final del período recesionario. No obstante, esto no es coherente con la lenta recuperación tras la recesión que hemos visto recientemente. Mientras que las probabilidades de recesión se corresponden bien con las recesiones anteriores de EE. UU., el modelo apunta a una salida de la desaceleración mucho más tardía. El diferencial de producción estimado del 1T13 es del -4,99%, una mejora de 1 punto porcentual con respecto al -6,0% del 4T12. En consecuencia, el modelo estima una tasa trimestral de crecimiento potencial más alta durante el período recesionario (0,64%) en comparación con el Modelo 1.

Gráfica 16

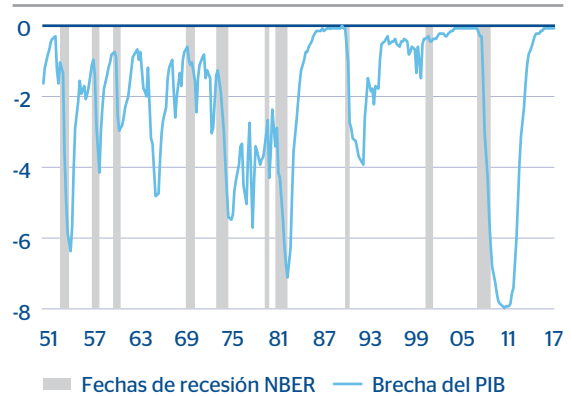
Probabilidad de bajo crecimiento (Modelo 3)



Fuente: BBVA Research

Gráfica 17

Diferencial de producción (Modelo 3, %)

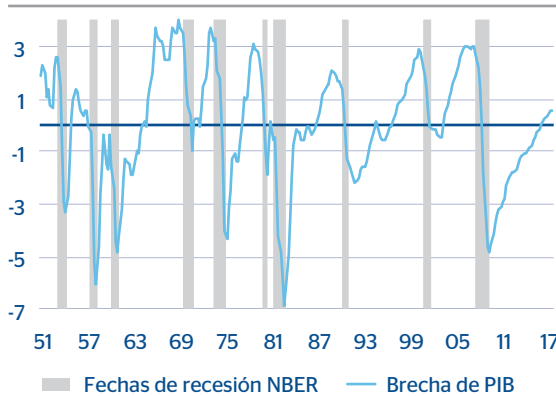


Fuente: BBVA Research

El Modelo 4 toma en cuenta los tres hechos fundamentales de la teoría económica (Doménech y Gómez, 2006). En primer lugar, el modelo destaca que el PIB potencial, también denominado tasa natural del PIB, es equivalente al nivel de producción que se produce a la tasa natural de desempleo. Mientras que tanto el nivel potencial de producción como la tasa natural de desempleo son inobservables, el diferencial de producción está inversamente relacionado con la tasa de desempleo cíclico (Ley de Okun). En segundo lugar, la tasa de desempleo cíclica (medida como desviación de la tasa del desempleo con respecto a la tasa natural de desempleo) está inversamente relacionada con las variaciones de la tasa

Gráfica 18

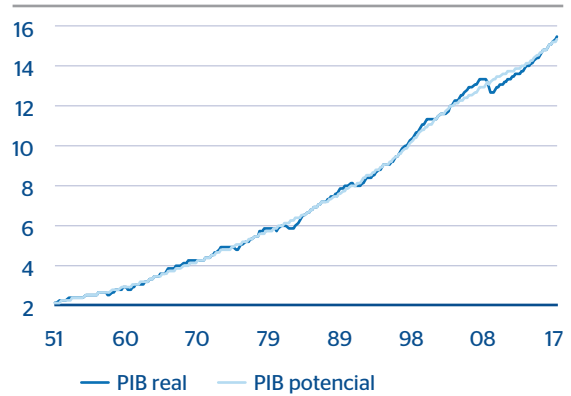
Diferencial de producción (Modelo 4, %)



Fuente: BBVA Research

Gráfica 19

PIB potencial (Modelo 4, billones de dólares)



Fuente: BBVA Research

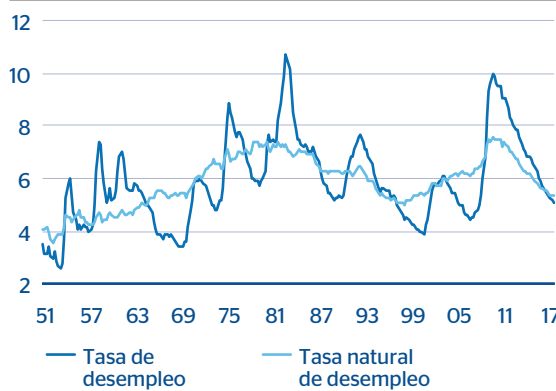
¹ Milton Friedman (1964) describe el 'tirón' de los ciclos económicos como sigue: "Consideremos una cuerda elástica estirada y tirante entre dos puntos en la cara inferior de la tabla rígida horizontal y encolada ligeramente a dicha tabla. Tiremos de la cuerda en una serie de puntos elegidos más o menos al azar, con una fuerza que varíe aleatoriamente, y seguidamente mantengámosla en el punto más bajo al que haya llegado. El resultado será una sucesión de ciclos aparente en la cuerda, cuyas amplitudes dependerán de la fuerza aplicada para tirar de la misma".

de inflación (curva de Philips). Por último, el Modelo 4 toma en cuenta los movimientos en paralelo entre el diferencial de producción y la inversión privada bruta. En consecuencia, además de las variables económicas primarias de intereses —el PIB potencial y el diferencial de producción—, el modelo estima simultáneamente el desempleo cíclico, la tasa natural de desempleo (también denominada NAIRU, siglas en inglés de Tasa de desempleo no aceleradora de la inflación) y la inflación subyacente definida como tendencia de la inflación a largo plazo.

En el Modelo 4, el diferencial de producción estimado del 1T13 es del -1,72%. El desempleo cíclico se sitúa en el mismo período en el 1,07%, y la tasa natural de desempleo de todo 2013 en el 6,51% (idéntica al objetivo de desempleo anunciado por el FOMC). Las fluctuaciones del diferencial de producción estimado coinciden con las fechas de recesión referenciadas por la NBER. A diferencia de los Modelos 1 al 3 univariados que utilizan solamente el PIB real, la extensión del Modelo 4 para incluir el desempleo, la inflación y las inversiones da como resultado un mejor ajuste a las particularidades específicas de la Gran Recesión. En consecuencia, el reciente retroceso del diferencial de producción coincide con el inicio y el fin de la última recesión: desde el 4T07 al 3T09 (la NBER hace referencia al período del 4T07 al 2T09). El Modelo 4 estima la tasa desempleo cíclica del 1T13 en el 1,07%, y la tasa natural de desempleo en el 6,76%, en tanto que la tendencia de la inflación se mantiene estable en el 2,6% durante el período 2013-2017.

Gráfica 20

Tasa de desempleo y tasa natural de desempleo (Modelo 4, %)



Fuentes: Oficina de Estadísticas Laborales, Haver Analytics y BBVA Research

Gráfica 21

Tasa de inflación, IPC (Modelo 4, %)



Fuentes: Oficina de Estadísticas Laborales, Haver Analytics y BBVA Research

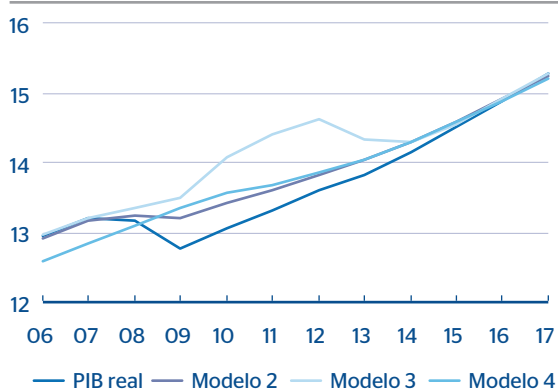
Cierre del diferencial de producción y tasa natural de desempleo en el 5,6% a finales de 2016

La comparación del PIB potencial y los diferenciales de producción estimados de los Modelos 2-4 sugiere que la especificidad de la reciente recuperación lenta no encaja con el ‘tirón’ de la producción del ciclo económico descrito por Friedman y utilizado en el Modelo 3. Al mismo tiempo, tanto los parámetros univariados del Modelo 2 como los parámetros multivariados del Modelo 4 presentan un sólido panorama de senda de crecimiento potencial para EE. UU. La tasa anual media de crecimiento de los Modelos 2 y 4 para el período 2013-2017 es del 1,85%, y el diferencial de producción negativo posiblemente desaparezca hacia el 3T16. Esto se corresponde con una tasa natural de desempleo del 5,6% (como lo sugiere el Modelo 4). Las medias de los Modelos 2 y 4 correspondientes al diferencial de producción del actual 1T13 se sitúan en el -1,74% y descenderán hasta el -1,3% hacia finales de año, en tanto que la tasa de crecimiento potencial de 2013 se estima en el 1,46%.

El desempleo cíclico (1,07% en el 1T13), la tasa natural de desempleo (media del 6,51% en 2013) y la tendencia de inflación estable (2,6% en el período 2013-2017) del Modelo 4 coinciden con los umbrales actuales de la Fed sobre qué constituye una actividad económica saneada, y sugiere que la política monetaria altamente flexible es la línea de acción correcta. Las proyecciones de la CBO (Oficina de Presupuesto del Congreso) del PIB potencial del período 2013-2017 dan como resultado una media un 0,24% superior a la del Modelo 4, en tanto que sus estimaciones del diferencial de producción son significativamente mayores (una diferencia de aproximadamente el -4,5% para 2013, y el -4,3% para 2014). Como las medidas que hace la CBO de los multiplicadores gubernamentales son sensibles a la magnitud del diferencial de producción, el Modelo 4 apunta a una reacción más suave del PIB a un posible ajuste fiscal.

Gráfica 22

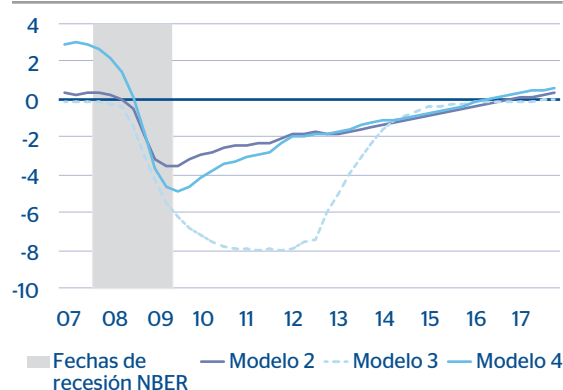
**PIB real y potencial
(Modelos 2-4, billones de dólares)**



Fuente: BBVA Research

Gráfica 23

**Diferencial de producción
(Modelos 2-4, %)**



Fuente: BBVA Research

Cuadro 2

Resumen de las tasas de crecimiento potencial y de los diferenciales de producción

	Tasa de crecimiento anual del PIB potencial					Diferencial de producción				
	CBO	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4	CBO	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4
2013	1.77	1.76	1.58	-1.88	1.34	-5.96	0.00	-0.67	-1.01	-1.44
2014	1.89	2.31	1.83	-0.25	1.87	-5.30	0.00	-0.44	-0.37	-1.00
2015	2.08	2.47	1.97	1.72	2.00	-3.39	0.00	-0.20	-0.16	-0.54
2016	2.26	2.70	2.19	2.52	2.09	-1.38	0.00	0.02	-0.09	0.06
2017	2.44	2.61	2.25	2.55	2.19	-0.10	0.00	0.20	-0.06	0.47
	Se cierra el diferencial de producción					2017	N.A.	4T16	4T17	2T16

Fuentes: CBO, Haver Analytics y BBVA Research

Obras citadas

Doménech, Rafael y Víctor Gómez. 2006. "Estimating Potential Output, Core Inflation, and the NAIRU as Latent Variables". *Journal of Business and Economic Statistics*, 24(3), páginas 354-365.

Friedman, Milton. 1964. "Monetary Studies of the National Bureau". The National Bureau Enters Its 45th Year, 44th Annual Report, páginas 7-25. Reimpreso en *Optimum Quantity of Money and Other Essays* by Friedman, M. Chicago, IL: Aldine, 1969, páginas 261-84.

Hamilton, James. 1989. "A New Approach to the Economic Analysis of Nonstationary Time Series and the Business Cycle". *Econometría*, 57(2), páginas 357-84.

Kim, Chang-Jin y Charles R. Nelson. 1999. "Friedman's Plucking Model of Business Fluctuations: Tests and Estimates of Permanent and Transitory Components". *Journal of Money, Credit, and Banking*, 31(3), páginas 317-334.

Lam, Pok-sang. 1990. "The Hamilton Model with a General Autoregressive Component: Estimation and Comparison with Other Models of Economic Time Series". *Journal of Monetary Economics*, 26, páginas 409-432.

Gordon, Robert. 2012. "Is U.S. Economic Growth Over? Faltering Innovation Confronts the Six Headwinds", Documento de trabajo de la NBER nº 18315

5. El Troubled Asset Relief Program

Cómo surgió el Troubled Asset Relief Program:

El colapso financiero de 2007 sentó nuevas pautas en lo relativo a las crisis económicas y a la metodología para hacer frente a las mismas. Hacia el final de 2007, la economía global se enfrentaba a una crisis económica sin precedentes en una generación, y el gobierno de EE. UU. se dispuso a inyectar cuantías de capital nunca vistas al mercado, en un intento de frenar los perjudiciales catalizadores de la inminente recesión. Estos catalizadores incluían productos financieros cuya composición y rentabilidad eran tan esquivas como los motivos de sus estratosféricos precios, lo cual se combinaba con un mercado de la vivienda al borde de la insolvencia como consecuencia de normas crediticias imprudentes. En última instancia, los prestatarios comenzaron a no pagar créditos que no podían permitirse, los derivados financieros de sus hipotecas empezaron a colapsarse y la economía se convirtió en una marea incontenible de quiebras y títulos desvalorizados. A medida que estallaba la crisis, el gobierno de EE. UU. intervino, promulgando una legislación que creó importantes fondos capaces de inyectar enormes volúmenes de capital a la economía para frenar el pánico fiscal. El Troubled Asset Relief Program (TARP, Programa de Rescate de Activos en Dificultades), parte de la Emergency Economic Stabilization Act (Ley de Estabilización Económica de Emergencia) de 2008, se creó para hacer frente a la crisis de las hipotecas basura con un total de 700.000 millones de dólares a su disposición. Aunque más tarde esta cuantía se redujo a 475.000 millones de dólares al promulgarse la Ley Dodd Frank, hasta la fecha se han aplicado casi 420.000 millones para comprar activos que eran, a la vez, difíciles de valorar y extremadamente tóxicos para los balances de bancos y empresas. Los bancos fueron alentados a prestar, algo a lo cual se mostraban reticentes considerando el incremento de probabilidades de impago dados los crecientes índices de morosidad. El resto de los fondos del TARP se canalizaron hacia diversos sectores, como el de la vivienda y el automotriz, mientras el gobierno intentaba evitar un contagio que parecía inminente considerando las enormes pérdidas de los seguros (swaps) de impago y los valores tóxicos.

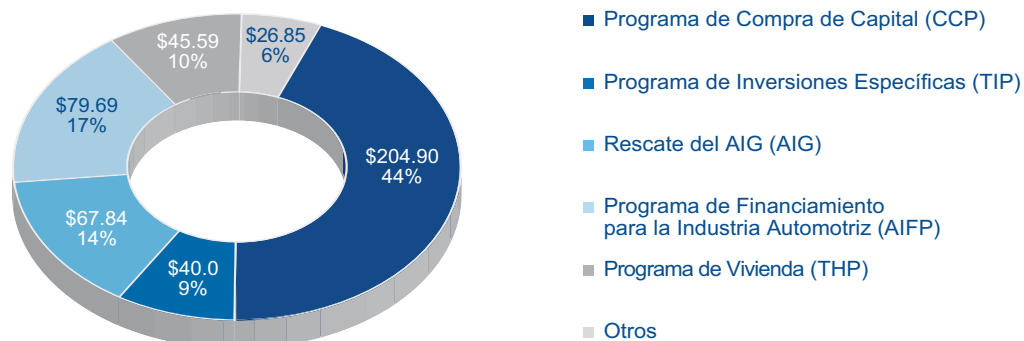
Por quién doblaron las campanas

En el momento de ser creado, el TARP tenía por objeto gastar sus fondos en la compra de activos tóxicos – fundamentalmente cédulas hipotecarias (MBS) y seguros de impago (CDS)– como método para retirarlos de los balances de la banca, liberando así capital para aplicarlos a nuevos créditos y al reequilibrio de los requisitos de activos. El Tesoro de EE. UU. creó el CCP (Capital Purchase Program, Programa de Compras de Capital), que empleó los fondos del TARP para adquirir los MBS tóxicos que habían infectado a los bancos de activos de varios tamaños. Lamentablemente, como suele decirse, puedes llevar al caballo hasta el agua pero no puedes hacer que beba. A pesar de que los bancos limpiaban sus balances, todavía se mostraban reacios a otorgar préstamos. Además, fue quedando en evidencia que no solamente los bancos eran tenedores de estos activos tóxicos y que no eran las únicas entidades que sentían los efectos del congelamiento del crédito. Algunas empresas no pudieron escapar del peso de su participación en compras de activos tóxicos y de la parálisis del mercado de crédito, obligando al gobierno a “rescatar” a aquellas que consideraba demasiado importantes como para que cayesen. Los dos mayores rescates fueron dirigidos al sector automotriz y a la gigante del seguro AIG. General Motors, Chrysler y AIG se convirtieron en los objetivos de la ayuda para la solvencia prestada por el Tesoro a principios de 2009,

Gráfica 25

Intervenciones más importantes del TARP

(porcentaje del total de fondos desembolsados y cuantías en miles de millones)



Fuentes: Informe del Tesoro de EE. UU. al Congreso y BBVA Research

financiadas con los programas Systemically Significant Failing Institution (Institución Sistémicamente Relevante) y Automotive Industry Financing (Financiación del Sector Automotriz). En dos de las tres, con estos fondos se adquirió la mayoría del capital accionario, en tanto que a Chrysler —que necesitaba menos asistencia financiera— se le amplió la línea de crédito.

¿Quién recibió cada porción de la tarta?

Más de 200 bancos y más de un puñado de empresas cotizadas recibieron fondos canalizados mediante la recompra de activos y valores tóxicos, por lo cual un análisis más detallado de quiénes obtuvieron estas ayudas ayudará a aclarar hacia dónde fue el dinero y cuánto se prevé que recuperarán los contribuyentes. Si vemos el balance del TARP, observaremos que la iniciativa de recompra de activos tóxicos del CPP empleó casi 205.000 millones de dólares para rescatar bancos de diversos volúmenes de activos. El TIP (Targeted Investment Program, Programa de Inversiones Específicas) tuvo por objeto inyectar capital en las instituciones que el Tesoro consideraba sistémicamente importantes. A finales de 2008, había comprado valores preferentes de Bank of America y de Citigroup Inc. por un valor de 20.000 millones de dólares, con el objeto de equilibrar sus balances y garantizar su solvencia. Un porcentaje menor del TARP, próximo a los 20.800 millones de dólares, se canalizó hacia el PIPP (Public-Private Investment Program, Programa de Inversiones Públicas-Privadas) para reactivar el mercado de cédulas hipotecarias residenciales y comerciales, con el objetivo de facilitar créditos a familias y empresas. En la partida “Otros programas” encontramos dos de las más debatidas inyecciones de liquidez: AIG y el sector automotriz. El rescate de AIG fue necesario, según el Tesoro y el Banco de la Reserva Federal de Nueva York (FRBNY), para evitar el colapso de un protagonista central del sector financiero, tanto a nivel nacional como mundial. Según los datos publicados por el Tesoro, 67.840 millones fueron dedicados a la compra de valores preferentes y ordinarios de AIG, además de los 112.500 millones aportados por el FRBNY. El segundo gran rescate en importancia fue dirigido al sector automotriz estadounidense; específicamente, a GM, Chrysler y Ally. El Tesoro temía un inminente colapso debido a la fragilidad de la economía y a la falta de crédito para financiar sus necesidades de liquidez a corto plazo. En consecuencia, el Tesoro salió al rescate de los dos gigantes facilitando un colchón al sector hasta que la economía se recuperase y el crédito volviese a fluir. Primero en forma de préstamos y líneas de crédito, que más tarde se convirtieron en preferentes, el Tesoro invirtió un total de 51.000 millones de dólares en GM, 12.370 millones en Chrysler y 16.200 millones en Ally. Fue el segundo mayor programa en el marco del TARP, y la primera vez en que el gobierno adquiría una mayoría del capital de una empresa cotizada como GM. Por último, una parte del resto de los fondos fue dirigida hacia uno de los principales instigadores del colapso financiero de 2008: el mercado de la vivienda. A principios de 2009, la nueva administración anunció una serie de programas dirigidos a aliviar parte de las presiones sobre las familias en riesgo de desahucio mediante la refinanciación y rescate de hipotecas a través del programa Making Homes Affordable (Vivienda Asequible), invirtiendo en el mismo 29.800 millones de dólares.

Cuatro años después: ¿sacó el TARP un Sobresaliente en su libreta de clasificaciones?

Según el Departamento del Tesoro, el TARP fue todo un éxito. Aunque sería intrínsecamente especulativo evaluar lo que hubiese ocurrido de no haberse implementado el TARP, lo cierto es que las empresas que rescató están vivas y son prácticamente autónomas. Hoy en día funcionan prácticamente sin intervención ni financiación pública, cuatro años después de evitarse el colapso de diferentes entidades de sectores fundamentales. El TARP, y del mismo modo la mayoría de las inyecciones de capital, fueron medicamentos difíciles de vender a la opinión pública estadounidense, sobre todo por el temor a la noción de empresas controladas por el Estado o a la nacionalización de determinados sectores sin visos de que dicho capital fuese devuelto. Sin embargo, esta opinión se apoya en la noción de que el reintegro de los fondos del TARP no se ha producido y de que el gobierno sigue siendo propietario de las empresas que rescató. Sin embargo, no es así. Aunque algunos expertos alegan que se ha producido una nacionalización, informes recientes demuestran que el gobierno tiene previsto deshacerse del resto de sus participaciones en diversas empresas. De hecho, en este momento el gobierno no tiene participación mayoritaria en ninguna de las empresas a las que ayudó originalmente. El informe más reciente del Tesoro acerca de la evolución del TARP y de sus programas afiliados apunta a que se ha recuperado el 93% de los 418.000 millones de dólares inyectados a la economía.

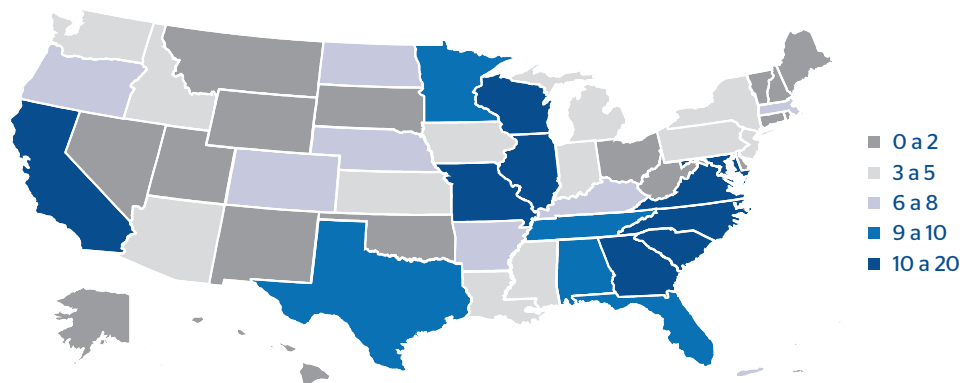
Reintegro de los fondos del TARP

Como demostración del reintegro de los fondos del TARP, el Tesoro publica un comunicado mensual sobre el balance del programa, que contradice a quienes afirman que el TARP fue un fracaso. Los programas de apoyo a los bancos dedicaron aproximadamente 250.400 millones de dólares a la

recompra de activos tóxicos y a la inyección de liquidez al mercado de crédito. En enero de 2013, los activos recuperados de estos programas sumaban 268.000 millones de dólares. El superávit en concepto de dividendos y reintegro de acciones suma unos 18.000 millones de dólares en rentabilidad para el contribuyente, además del hecho de haber cumplido el objetivo de evitar el colapso del sistema bancario. Tras anunciar, en mayo de 2012, que liquidaba todas sus inversiones en el sector bancario, el Tesoro dejó de aportar fondos adicionales y continúa vendiendo el resto de sus activos. A enero de 2013, quedaban 210 instituciones que todavía mantenían fondos de los contribuyentes en sus balances, y la estrategia de salida tiene previsto recuperar dichos fondos en el transcurso de este año. Los 25 bancos que mantienen los mayores porcentajes alcanzan un total de 4.880 millones de dólares, prácticamente la mitad de los 10.500 millones restantes del balance del CPP.

Gráfica 26

Número de instituciones, por estado con saldos pendientes



Fuentes: Informe sobre el TARP del Tesoro de EE. UU. al Congreso y BBVA Research

El 14 de diciembre de 2012, el Tesoro y el FRBNY abandonaron completamente sus posiciones en AIG, al vender el resto de los valores en oferta pública. Tras concluir su participación en el TARP, también en este caso los resultados favorecieron a los contribuyentes. Del total de 182.300 millones invertidos en AIG, se ha recuperado el 100% de los fondos, más una rentabilidad positiva adicional de 22.700 millones, en forma de dividendos y recompra de acciones.

La mayoría de los fondos del TARP pendientes de reintegro los encontramos en el programa de financiación al sector automotriz, que prestó unos 80.000 millones de dólares a GM, Chrysler y Ally. Para mayo de 2011, Chrysler ya había devuelto 11.200 millones de los 12.300 que había recibido en 2009, lo cual permitió al Tesoro liquidar completamente su inversión con arreglo al reglamento del TARP, y espera el reintegro del saldo restante por parte de fuentes adicionales. De Ally, el Tesoro ha recuperado prácticamente un tercio de los 5.500 millones que invirtió, y sigue supervisando su evolución financiera, así como evaluando posibles estrategias de salida a medida que el sector automotriz se recupera. Por último, el Tesoro ha recuperado 29.600 millones del total invertido en GM. El último informe acerca de esta inversión indica que, en enero, la venta de acciones ordinarias de GM generó 156,4 millones de dólares, ventas que continuarán mientras las condiciones del mercado sigan siendo favorables.

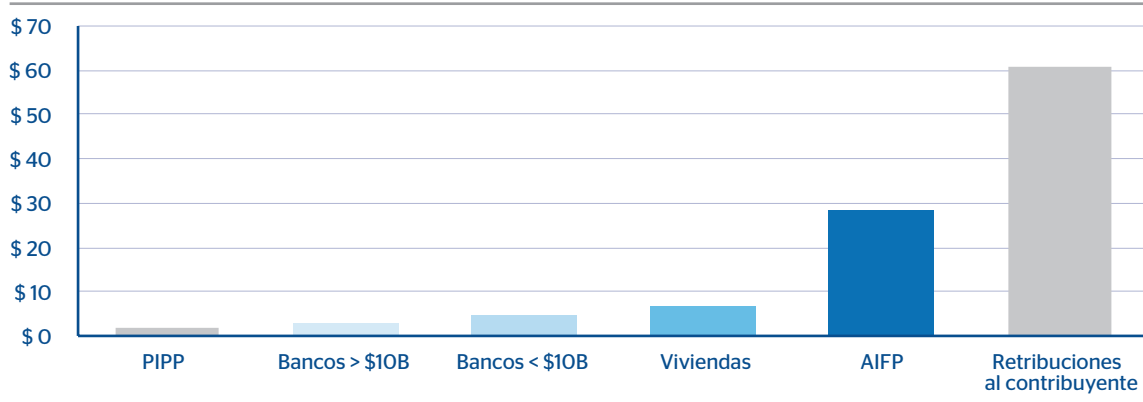
Estrategia de salida: liquidación de posiciones con beneficio

Según el informe del Tesoro publicado en febrero, se han cerrado la mayoría de las posiciones de TARP y se ha interrumpido la aportación de fondos. En este momento, el programa continúa recuperando sus inversiones. Ahora, los esfuerzos se canalizan hacia la evaluación de estrategias de salida viables de las 210 instituciones que comprenden el resto de los fondos pendientes del CPP, aunque el propio programa ya ha sido repagado a través de ingresos adicionales. El Tesoro estima que recuperará una mayoría de los 10.500 millones pendientes de devolución, y entretanto continúa devengando intereses y dividendos. También está en marcha la liquidación de acciones de GM, y se espera que la inversión quede recuperada en un plazo de 15 meses, siempre sobre la hipótesis de que las condiciones del mercado sigan siendo favorables. Además, el informe más reciente anunció que los fondos de la TALF (Term Asset-Backed Securities Lending Facility, Línea de préstamos de títulos a largo plazo respaldados

por activos), cuyo objeto fue incentivar el mercado de créditos mediante inyecciones de liquidez, han sido totalmente reintegrados mediante las comisiones cargadas a los préstamos, y que no hay planes de desembolso de fondos adicionales. Cada dólar adicional procedente de los créditos pendientes constituirá un beneficio para el contribuyente, un resultado común con los numerosos programas que concluirán en 2013. También el PIPP ha cerrado su tercer y último año, con cinco de sus nueve fondos ya liquidados. Hasta la fecha, el Tesoro ha recobrado íntegramente su inversión de 18.600 millones de dólares con un beneficio de 331 millones, y a la espera de pagos adicionales procedentes de intereses o de renta variable. En cuanto a la ayuda del TARP al sector de la vivienda, más del 90% de los propietarios que solicitaron modificaciones de sus hipotecas se han mantenido solventes y siguen abonando sus plazos, un porcentaje significativamente mayor del originalmente previsto. Estos programas de vivienda continuarán en el futuro próximo sin que el informe indique explícitamente su liquidación, debido a sus mínimas repercusiones en el total: menos del 2% del capital inyectado.

Gráfica 27

Saldo pendiente de los desembolsos del TARP y beneficio de los contribuyentes, por categoría (miles de millones)



Fuentes: Informe sobre el TARP del Tesoro de EE. UU. al Congreso y BBVA Research

En retrospectiva, el TARP ha sido, después de todo, bueno para la economía

El TARP ha sido un éxito, no solamente por el cumplimiento de sus objetivos, sino también por el esfuerzo de garantizar que el contribuyente recupere los capitales inyectados en un sistema que, de manera inherente, alimentó su propia caída. Con la mayoría de los fondos de todos los programas ya devueltos por los prestatarios, el TARP ha alcanzado una tasa de recuperación del 85%, con un 107% recobrado de la mayor inyección a los programas de rescate a la banca. La segunda mayor inyección, a AIG y al sector automotriz, está ahora siendo liquidada. Según el informe más reciente, se ha recuperado íntegramente el tramo aportado a AIG. Lo que queda de los fondos del TARP se encuentra sobre todo en la banca y el sector automotriz, y está prevista su recuperación en un plazo de 12 a 15 meses. Fuera de las portadas de la prensa, si nos internamos en los libros de texto y en los artículos de expertos, concluimos que el TARP representó un intento novedoso de resolver una crisis financiera. Mientras que la economía global apenas se recupera en términos de crecimiento, no sería atrevido afirmar que estaría sufriendo sus últimos estertores si no se hubiesen implementado los programas de inyección de capitales.

6. Análisis del empleo 2012: ¿despegue del empleo en el Sunbelt?

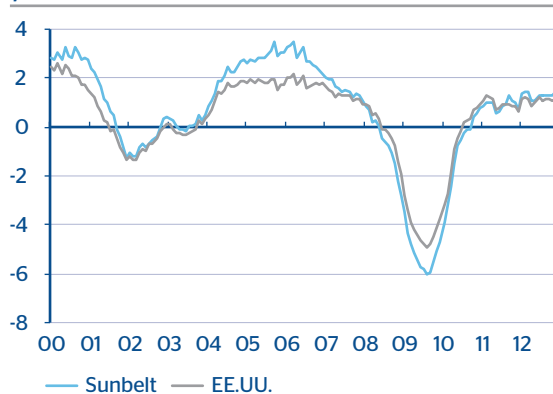
La región del Sunbelt donde opera el Grupo Bancario BBVA Compass¹ se ha caracterizado por estar a la cabeza del crecimiento. Los sólidos fundamentos sectoriales, el crecimiento demográfico y la creación de riqueza posibilitaron un crecimiento del empleo superior a la media antes de la recesión, y un repunte más fuerte después de la misma. Durante la recuperación, el Sunbelt se apoyó en sus ventajas comparativas (minería y tecnología punta) para reforzar sus mercados de trabajo. Sin embargo, en 2012 el Sunbelt experimentó un crecimiento más diversificado

El panorama del empleo de EE. UU. también mejoró en 2012, con la creación de 2,2 millones de empleos. En comparación con 2011, el año pasado se crearon 661.000 puestos de trabajo adicionales. Este mayor crecimiento es función de una recuperación del empleo de base más amplia. Extendiéndose más allá de avances aislados de determinados sectores (petróleo y gas, y servicios profesionales), el empleo creció en sectores como la construcción y el inmobiliario por primera vez desde 2006.

No obstante, las administraciones federal, estatales y locales han comenzado a liquidar los desequilibrios fiscales acumulados durante la recesión. Las reducciones del gasto conllevaron en 2012 un retroceso del empleo público, ya que la plantilla de funcionarios descendió en 169.000 empleados. Sin embargo, el respiro temporal de la austeridad durante las elecciones presidenciales, así como el aplazamiento de las medidas de austeridad de la Ley de Control Presupuestario, han moderado las repercusiones en 2012. Los actuales intentos de reducir los déficits federal y estatales son insuficientes si el resultado deseado es no incrementar la ratio de deuda sobre PIB. Así pues, persiste el riesgo de contracción del empleo público.

Gráfica 28

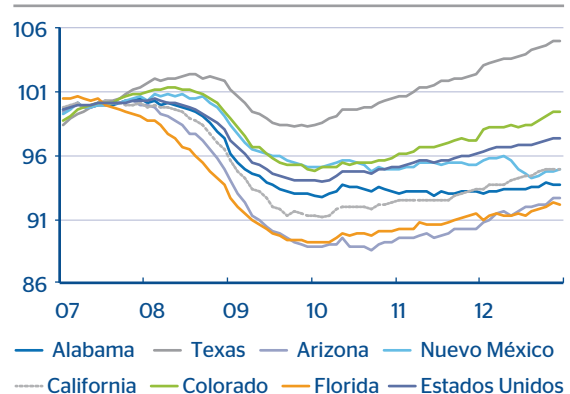
Comparativa de evolución del empleo en EE. UU. y en el Sunbelt (variación % a/a)



Oficina de Estadísticas Laborales, Haver Analytics y BBVA Research

Gráfica 29

Índice del empleo en el Sunbelt (2007=100)



Fuentes: BBVA Research y FHFA, Censo / Haver

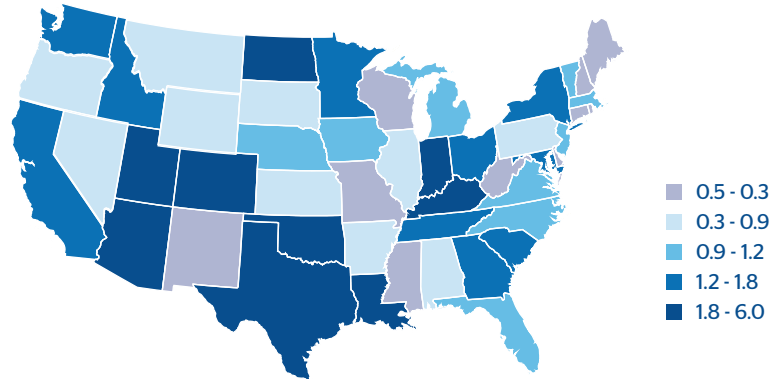
La mejora del mercado de trabajo estadounidense, como el descenso de la tasa de desempleo por debajo del 8,0%, así como un ritmo de creación de empleo mensual de 168.000 puestos de trabajo, son indicios positivos de crecimiento. Sin embargo, todos los avances de 2011 y 2012 se produjeron en un contexto de política monetaria muy flexible y de estímulos federales ad hoc. Resulta difícil desentrañar los efectos de ambos programas sobre el mercado de trabajo nacional. No obstante, sin dichas medidas es muy probable que el empleo privado hubiese sido menor en 2012.

¹ Estados de la región del Sunbelt en los que opera el BBVA Compass: Alabama, Arizona, California, Colorado, Florida, Nuevo México y Texas

Mientras la situación fiscal siga siendo manejable y la Fed continúe con sus iniciativas tendentes a mejorar el mercado de trabajo, creemos que el empleo en el sector privado se reforzará.

Gráfica 30

Mapa de evolución del empleo en los estados, dic. 2012 (variación % a/a)



Oficina de Estadísticas Laborales, Haver Analytics y BBVA Research

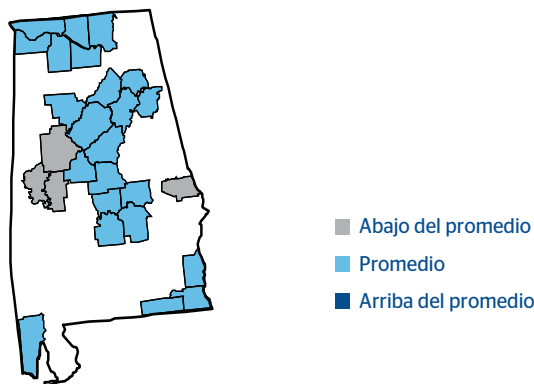
En la región del Sunbelt

Alabama

En Alabama, el empleo se mantiene por debajo de los niveles anteriores a la recesión como consecuencia de una escasa creación de puestos de trabajo en el sector privado y los drásticos recortes de empleo público. En 2012, el empleo no agrícola en Alabama se incrementó en 7.200 puestos de trabajo, un 0,4% a/a. El aumento del 1,2% del empleo en el sector privado fue que el impulsó el crecimiento, y contrarrestó las reducciones de 7.200 y 2.200 puestos de trabajo en las administraciones estatal y locales. La combinación de la solidez del sector de la automoción, la recuperación del sector inmobiliario y el avance del empleo contribuyó positivamente al crecimiento. El eslabón más débil de la economía, el sector de la construcción, sigue lastrando la evolución del empleo: en 2012 se perdieron allí 5.300 puestos de trabajo.

Gráfica 31

Evolución del empleo en las MSA de Alabama, 2012 (% a/a)²



Fuentes: Oficina de Estadísticas Laborales, Haver Analytics y BBVA Research

De cara al futuro, preveemos que el mercado de trabajo de Alabama mejorará, aunque a un ritmo más lento que el resto del Sunbelt. La alta dependencia del gasto federal y una alta proporción de la masa laboral empleada por la administración pública apuntan a que persisten los riesgos a la baja. El aplazamiento o la reducción de los recortes federales, así como la mejora del mercado de la vivienda, resultan promisorios para las perspectivas del mercado de trabajo de Alabama. Además, en el sector manufacturero, la fuerte demanda de vehículos podría impulsar el empleo a nivel estatal. En consecuencia, nuestro escenario central apunta a un crecimiento del empleo del orden del 0,6% a/a en 2013 y 2014.

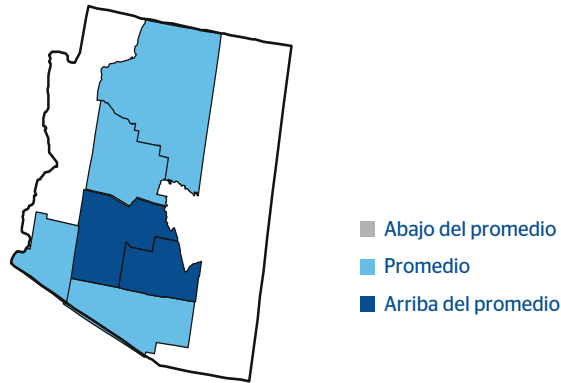
² Comparativa de mapas de MSA con las medias nacionales (2012, variación % a/a)

Arizona

Arizona experimentó en 2012 una evolución heterogénea del empleo, que aumentó un 2,4% y un 0,5% a/a en los sectores público y privado, respectivamente, con lo que avanzó a un ritmo anual del 2,1% a/a. La construcción comercial fue especialmente fuerte, y absorbió una quinta parte del crecimiento del empleo en 2012. Del mismo modo, gracias a la importante apreciación del precio de la vivienda y a la mejora de las cuentas de las familias, el empleo en el comercio minorista creció en todos los sectores. Por contraposición, el empleo en el sector manufacturero apenas avanzó. El fuerte impulso por incrementar el empleo en el ámbito educativo estatal y local compensó las reducciones del empleo federal.

Gráfica 32

Evolución del empleo en las MSA de Arizona, 2012 (% a/a)



Fuentes: Oficina de Estadísticas Laborales, Haver Analytics y BBVA Research

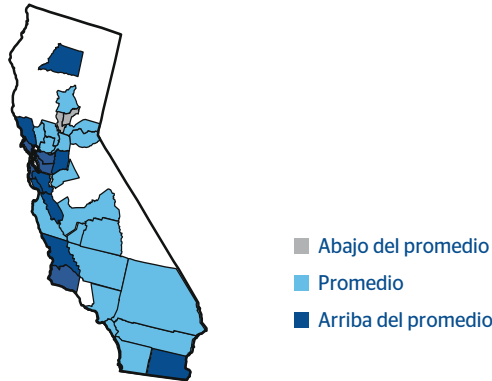
Las perspectivas de empleo de Arizona son similares a las de Alabama: dependerán de la manera en que el gobierno federal aborde la reforma presupuestaria y cómo se distribuyan los recortes entre el gasto militar y no militar. El aplazamiento de los recortes o la atenuación de su impacto necesariamente mejorarían nuestras previsiones de empleo en el estado para 2013 y 2014. Sin embargo, la retirada de los estímulos ad hoc o el mayor sesgo de los recortes hacia el sector de defensa provocarían un empeoramiento económico en el período mencionado. Suponiendo que se mantenga el actual statu quo de no recortes, mejora de la situación de las familias y normalización del sector inmobiliario residencial y comercial, el crecimiento del empleo podría superar nuestro escenario central del 2,0% y el 1,9% para 2013 y 2014, respectivamente.

California

California repuntó en 2012, tras sufrir una drástica destrucción de puestos de trabajo durante la recesión. Aunque el total de las pérdidas de empleo se distribuyó entre los sectores público y privado durante la recesión y la recuperación, últimamente el crecimiento del empleo se decantó más hacia el sector privado. Dentro de este último, los segmentos de tecnología punta siguen siendo el principal motor del aumento del empleo. Dentro de ese ámbito, en los servicios profesionales se crearon 37.000 nuevos empleos en 2012, a diferencia del manufacturero, donde se destruyeron 4.500 puestos de trabajo. La concentración del crecimiento del empleo en los servicios profesionales de tecnología punta ha generado altos niveles de riqueza. Es esa creación de riqueza la que está impulsando el empleo profesional en el sector inmobiliario y la recuperación del sector minorista, que experimentó un crecimiento positivo por primera vez desde 2006.

Gráfica 33

Evolución del empleo en las MSA de California, 2012 (% a/a)



Fuentes: Oficina de Estadísticas Laborales, Haver Analytics y BBVA Research

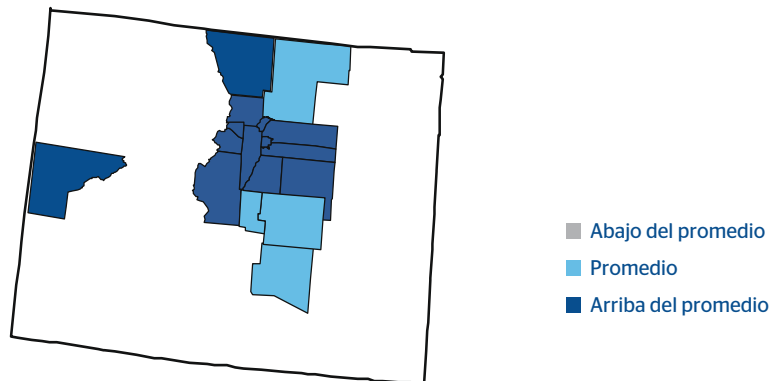
En California, los clústeres de tecnología punta del norte, los de entretenimiento en el sur, la abundante población y la alta mediana de renta sustentan las tendencias positivas de empleo a largo plazo. El efecto traspaso desde posiciones de alto valor añadido a los sectores inmobiliario y minorista se fortalecerá a media que se recuperan los precios de la viviendas y mejora la demanda de las mismas. Este potencial alcista apunta a unas mejores perspectivas de crecimiento que en otros estados del Sunbelt. Los factores negativos son la elevada carga fiscal y las medidas de austeridad federales y estatales, susceptibles de provocar que empresas y particulares migren si surgen oportunidades en otras regiones de alto crecimiento. No obstante, creemos que las ventajas superan a las desventajas, por lo que prevemos que el empleo crecerá un 1,3% a/a en 2013 y 2014, respectivamente.

Colorado

En Colorado, al igual que en Arizona, durante 2012 aumentó el empleo público y privado. Los servicios educativos estatales y locales hicieron una aportación positiva al empleo público, con un crecimiento del 2,4% y el 1,7%, respectivamente. El crecimiento en el sector privado fue igualmente positivo. Si excluimos los servicios informáticos, se registraron avances en todas las categorías de empleo principales. Los sectores más destacados han sido los servicios profesionales de tecnología punta, el ocio, la hostelería y la producción manufacturera, que se mantuvo en los máximos de 2011.

Gráfica 34

Evolución del empleo en las MSA de Colorado, 2012 (% a/a)



Fuentes: Oficina de Estadísticas Laborales, Haver Analytics y BBVA Research

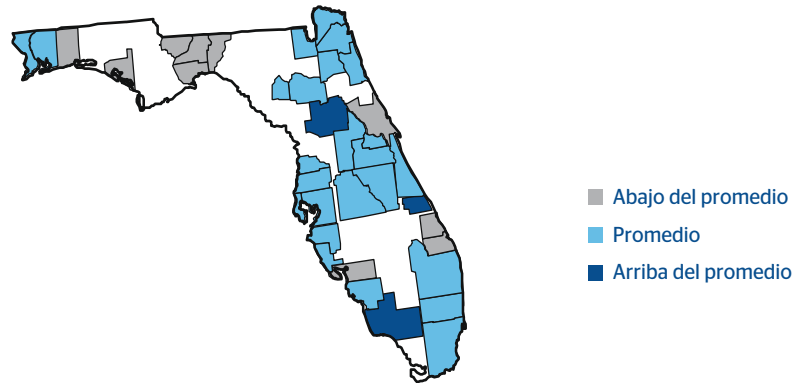
Las perspectivas de empleo en Colorado son brillantes, considerando la diversidad y solidez de sus tendencias sectoriales. Del mismo modo que en California, los servicios profesionales de tecnología punta han posibilitado la generación de riqueza. Esto, a su vez, ha conllevado el avance de sectores basados en el consumo y la inversión. Aunque Colorado está parcialmente expuesto a los recortes, las repercusiones de los mismos serán pequeñas en relación con el tamaño de su economía. Por consiguiente, según nuestras previsiones el empleo crecerá a un ritmo del 1,7% en 2013 y 2014.

Florida

El crecimiento del empleo en Florida se desaceleró en 2012. Aunque las cifras de crecimiento interanual fueron solamente 7 pb menores que las de 2011, la desaceleración se produjo en condiciones económicas más auspiciosas. Específicamente, a pesar de una mejora de las tendencias en la vivienda y en la construcción a nivel nacional, en Florida el sector de la construcción siguió destruyendo empleos. Las buenas noticias han sido que, en el sector inmobiliario, el alquiler y el leasing han hecho una aportación positiva al crecimiento del empleo. En cuanto a la producción manufacturera, el avance del empleo siguió siendo positivo, aunque más moderado que en el resto del Sunbelt.

Gráfica 35

Evolución del empleo en las MSA de Florida, 2012 (% a/a)



Fuentes: Oficina de Estadísticas Laborales, Haver Analytics y BBVA Research

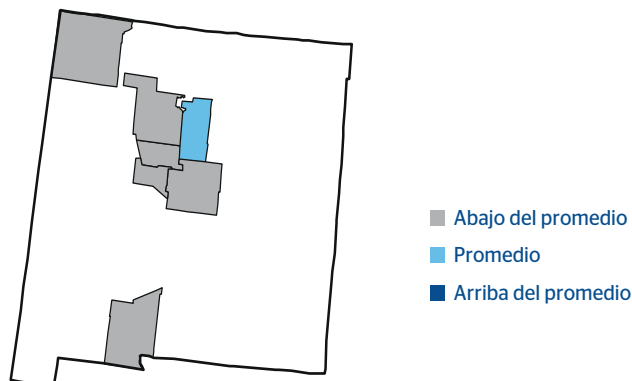
Aunque las perspectivas generales de Florida han mejorado, es evidente que persisten los efectos residuales de la crisis de la vivienda. Un sector de la construcción a la zaga de la media, un ritmo de creación de riqueza menos sólido y una recuperación más lenta de la economía de las familias conllevarán, en última instancia, al retraso de la recuperación del empleo. Además, el claro riesgo de las reducciones del gasto federal implica que las tendencias son a la baja. Por lo antedicho, creemos que el crecimiento será del 1,4% y del 1,5% en 2013 y 2014, respectivamente.

Nuevo México

La contracción del empleo no agrícola en Nuevo México ha sido un episodio singular en toda la región del Sunbelt. Las cifras del empleo público y privado no fueron superlativas, pero el alto peso del empleo público fue especialmente duro para la evolución del mercado de trabajo en 2012. Además, la falta de diversidad sectorial y un sector de la construcción en problemas contribuyeron a la desaceleración del empleo privado en el estado. Además, el empleo público experimentó una contracción bastante significativa, del orden del 1,9% a/a. También retrocedieron otras áreas, como los servicios profesionales y financieros, lo cual en última instancia conllevó una contracción del total del empleo no agrícola (-0,3% a/a).

Gráfica 36

Evolución del empleo en las MSA de Nuevo México, 2012 (% a/a)



Fuentes: Oficina de Estadísticas Laborales, Haver Analytics y BBVA Research

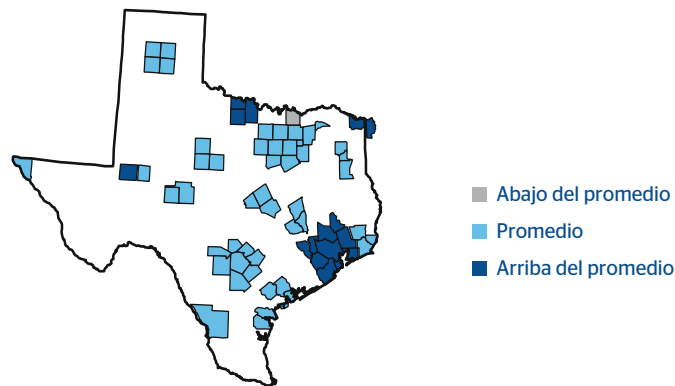
Suponiendo que no haya recortes, o que sean limitados, las tendencias poco propicias del mercado de trabajo del sector privado abundan. Si se producen los recortes, la evolución del empleo en Nuevo México será negativa a medio plazo, con tendencias a empeorar a largo plazo. En ausencia de una nueva política de elevado gasto a nivel federal, creemos que el empleo estará a la zaga del resto del Sunbelt, con un crecimiento del 0,1% y el 0,2% en 2013 y 2014.

Texas

A pesar del importante recorte del empleo público, en Texas el empleo avanzó un 2,4% a/a en 2012. Único estado del Sunbelt en el cual el empleo superó los niveles anteriores a la recesión, Texas sigue apoyándose en el boom tecnológico de las industrias extractivas de petróleo y gas. Sin embargo, el escenario de crecimiento del empleo ahora es más heterogéneo. Por ejemplo, los servicios profesionales de tecnología punta (como consultoría y diseño de sistemas informáticos) vienen sumando 27.000 empleos desde 2010. Además, los servicios de gestión de residuos y de reciclaje, que identificamos como propensos al crecimiento en la edición del 3T12 de Situación de EE. UU., crearon 31.000 puestos de trabajo en 2012. También la construcción experimentó un avance por primera vez desde 2006, en tanto que en el sector inmobiliario, los servicios de alquiler y leasing crecieron en 2011 y 2012, lo cual sugiere que los sectores fundamentales vinculados a la vivienda y al desarrollo comercial se están recuperando.

Gráfica 37

Evolución del empleo en las MSA de Texas, 2012 (% a/a)



Fuentes: Oficina de Estadísticas Laborales, Haver Analytics y BBVA Research

La diversidad económica de Texas reduce la inquietud por una excesiva exposición a la volatilidad de los precios del petróleo y del gas natural. Aunque la relación entre el éxito económico de Texas y el petróleo y el gas natural se mantiene inexorable, el crecimiento generalizado del empleo podría aislar a los mercados de trabajo del estado de las crisis petroleras externas. Considerando tal diversidad económica, los riesgos de retroceso del empleo son hoy menores que los del potencial de aumento. Suponiendo que la vivienda y la construcción sigan recuperándose, prevemos un sólido y sostenido crecimiento del empleo, del orden del 2,2%, para 2013 y 2014.

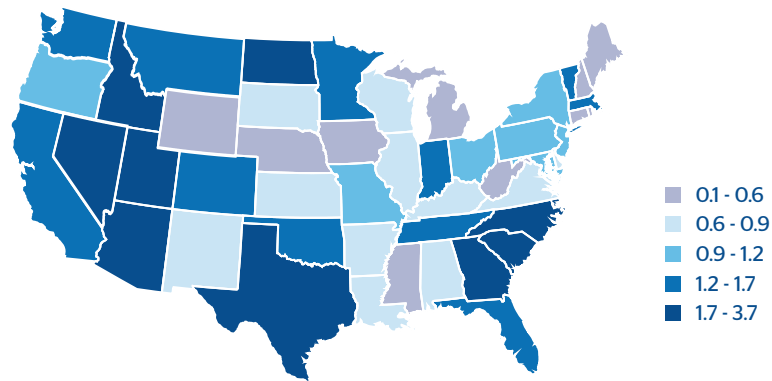
Perspectivas del empleo: la diversificación del mercado de trabajo subraya el potencial del Sunbelt

Recientemente, el Banco de la Reserva Federal de San Francisco propuso que la incertidumbre y el apalancamiento de las familias podrían ser las causas de la tímida recuperación del empleo, tras la Gran Recesión. Aunque ambos factores reflejan diversos grados de correlación a nivel estatal, ninguno demostró ser una influencia causal de la creación de puestos de trabajo. Otras teorías sostienen que las ineficiencias estructurales del mercado de trabajo están reduciendo los ritmos de creación de empleo. En última instancia, la explicación de la lentitud de la recuperación reside en todos los factores mencionados.

En consecuencia, la Fed ha implementado medidas históricas para estimular la economía y, más específicamente, para reducir la tasa de desempleo. El hecho de que la Fed haya definido objetivos cuantitativos del 6,5% para la tasa de desempleo, partiendo del supuesto de que la inflación se mantenga en 50 pb por encima de la inflación a largo plazo del 2%, justifica en cierta medida una política monetaria flexible hasta 2015. Además, la Fed ha variado sus compras y la reinversión en activos de próximo vencimiento, pasando a comprar valores del Tesoro a largo plazo, lo cual tiene por objeto estimular los sectores inmobiliarios y de la construcción. En general, el compromiso de la Fed con una mejora duradera del mercado de trabajo apunta a tendencias positivas en el sector privado. Sin embargo, las consecuencias que los recortes puedan tener en el empleo público contrarrestarán la mayoría de las mejoras del empleo en el sector privado.

Gráfica 38

Projected State Employment Growth, 2013-2014, Total % Change



Source: BBVA Research, BLS & Haver Analytics

Independientemente de los riesgos para el empleo público, creemos que la región del Sunbelt donde opera BBVA Compass seguirá liderando el crecimiento del empleo, a pesar de que estados como Alabama y Nuevo México tienen dificultades por la austeridad fiscal. En primer lugar, la región alberga clústeres de sectores de alto valor añadido con alto potencial de crecimiento, como los servicios profesionales de tecnología punta y la extracción, prospección y transporte de petróleo y gas natural. En segundo lugar, el crecimiento demográfico es mayor que el de la media nacional. Tercero, el potencial de incremento de la renta del Sunbelt debería superar al del resto del país, considerando las concentraciones sectoriales antes mencionadas. En el supuesto de que el ciclo virtuoso de la creación de empleo de alto valor añadido inicie los sectores de la construcción y los servicios, la mediana de crecimiento del empleo en el Sunbelt debería superar al de la media de EE. UU. en 2013-2014: 1,4% y 1,0%, respectivamente.

7. Austin y el sector de tecnología punta

Aunque Texas es famoso por alojar la mayor concentración de empresas de energía y hospitales del mundo, el sector de tecnología punta también tiene una importante presencia. En el estado hay numerosas empresas dedicadas a la fabricación de semiconductores, a la tecnología aeroespacial, al desarrollo de software, a la biotecnología y a las energías limpias, que han prosperado en sus zonas metropolitanas más importantes. En particular, la MSA de Austin-Round Rock-San Marcos (Austin) ha conseguido convertirse en uno de los clústeres de tecnología punta más importantes del mundo.

La tecnología punta tiene un papel preponderante en el Área estadística metropolitana de Austin. Según la Oficina de Análisis Económico, las actividades relacionadas con la información, las comunicaciones y la tecnología generaron en 2010 el 19% del PIB de la MSA, y aportaron 2,3 puntos porcentuales a la tasa de crecimiento real del PIB, el 6,7%, en el mismo período.

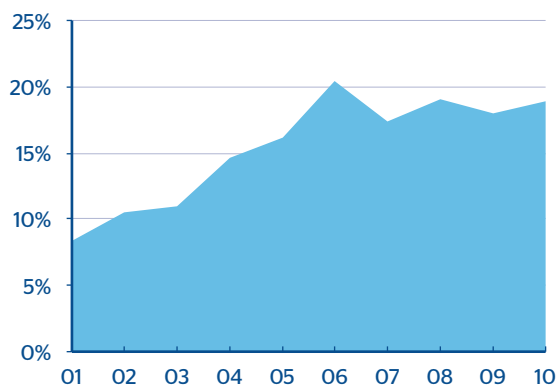
Según la Oficina del Censo, en los cinco condados que constituyen el área de Gran Austin (Bastrop, Caldwell, Hays, Travis y Williamson) residían 74.186 personas dedicadas a la informática, la ingeniería y la ciencia en 2011, el 13% del empleo en esas ocupaciones dentro del estado. Además, estas ocupaciones comprenden el 9% de la población civil empleada en Austin, 1,6 veces más que las medias nacional y estatal.

Las repercusiones de los empleos de tecnología punta trascienden al resto de la economía. Moretti (2012) calcula que por cada empleo en innovación que se cree, en el transcurso del tiempo se generan dos puestos de trabajo profesionales (contables, abogados, médicos, etc.) y tres no profesionales (camareros, conserjes, administrativos, dependientes, etc.).¹

No obstante, el sector de tecnología punta no fue inmune a la recesión. Según la encuesta del CEW, entre 2008 y 2010, el empleo en el sector de tecnología punta de Texas se contrajo un 1,3%, en tanto que en los demás sectores cayó un 0,5%. Sin embargo, también la recuperación ha sido más rápida, con un crecimiento medio del empleo del 4,5% en 2011, frente al 3,2% en todos los demás sectores.

Gráfica 39

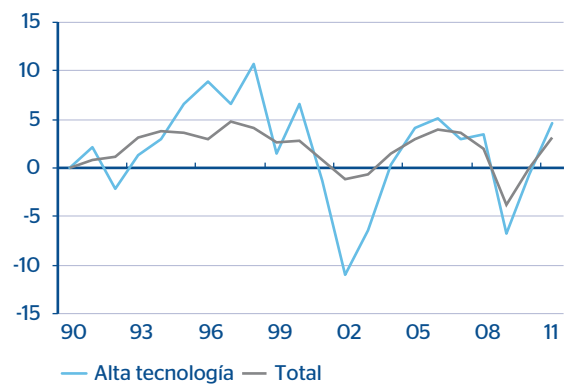
MSA de Austin: información, comunicaciones y tecnología (% del PIB)



Fuente: BBVA Research con datos de BEA

Gráfica 40

Empleo no agrícola de Texas (variación % a/a)



BBVA Research con datos de la Oficina de Estadísticas Laborales

¹ Fuente: Moretti, Enrico. 2012. "The New Geography of Jobs", Houghton Mifflin Harcourt

La receta del éxito

Uno de los aspectos más importantes del surgimiento de Austin como eje de tecnología punta fue la presencia de un sólido ecosistema tecnológico. Empezó con la decisión de Texas Instruments, IBM y Tracor de radicarse en Austin, en las décadas de 1950 y 1960, a lo que siguió el tremendo éxito de Dell en la década de 1980. Estos son solamente algunos ejemplos de las numerosas empresas que han establecido sus centrales en Austin. La Universidad de Texas (la tercera generadora de patentes de EE. UU.) aporta capital humano e investigación a las empresas que innovan, desarrollan y comercializan nuevos productos. Al mismo tiempo, las empresas y universidades también generan emprendedores en campos tales como el desarrollo de software, tecnologías de asistencia sanitaria, energías limpias y biotecnología. El combustible que hace que los emprendedores de tecnología punta obtengan resultados son las iniciativas públicas, como el Texas Emerging Technology Fund, los inversores de capital riesgo y los “ángeles inversores”, que canalizan directamente sus inversiones en las investigaciones y nuevas empresas más promisorias, lo cual garantiza la supervivencia del ecosistema.

Cuatro elementos: grandes empresas, universidades, emprendedores y capital sostienen la solidez de Austin como eje de tecnología punta. Según datos de la Cámara de Comercio de Austin y nuestros propios cálculos, entre 2003 y 2012 hubo 651 anuncios de creación de nuevas empresas o de expansión de las ya existentes, la mayoría vinculadas a sectores de tecnología punta (semiconductores, software, informática, dispositivos médicos y biotecnología).

Gráfica 41

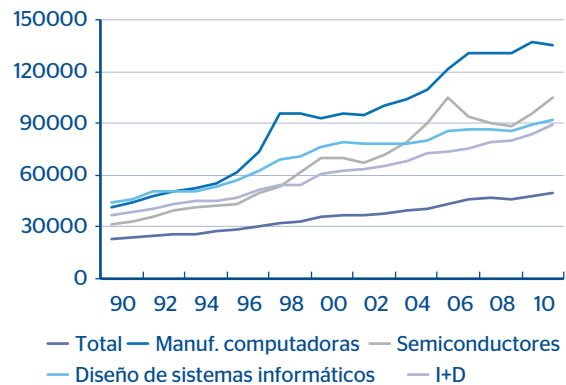
Expansiones y traslados, por tipo de actividad



Fuente: Cámara de Comercio de Austin

Gráfica 42

Salario medio anual por sector (\$)



Fuente: Oficina de Estadísticas Laborales

Un buen lugar para trabajar y para vivir

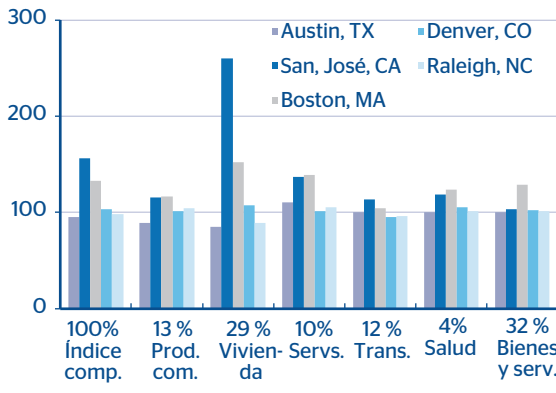
La crecientemente buena reputación de Austin como imán para la creación, traslado o expansión de firmas de tecnología punta también se ha visto impulsado por un entorno favorable a las empresas y un bajo coste de la vida. Por ejemplo, el coste de la vida en Austin es menor que el de otras áreas urbanas con fuerte presencia de empresas de tecnología punta, como Boston, San José (sede del Silicon Valley) o Denver. En 2010, Austin ocupaba el puesto 159 en la lista de 325 de áreas urbanas del índice de Coste de la vida del C2ER.² El índice incorpora el coste de comestibles, servicios públicos, transporte, atención sanitaria, vivienda y otros productos y servicios. Las principales diferencias en el índice de coste de la vida entre Austin y otras ciudades de tecnología punta tienen que ver con la vivienda. En 2012, la mediana del precio de venta de vivienda usada en Austin (206.000 \$) fue un 68% menor que en San José (645.000 \$), 41% inferior a Boston (351.200 \$) y un 18% más bajo que en Denver (252.400 \$).

El atractivo de Austin también está vinculado a la reputación de Texas como uno de los mejores lugares para hacer negocios del país. El índice Coste de hacer negocios de CNBC ha situado continuamente a Texas en las dos primeras posiciones desde que comenzó a elaborarse en 2007. En 2012, el Coste de hacer negocios destacó los tres principales motivos: infraestructuras, tecnología e innovación; coste de la vida; y acceso a capital. Por otra parte, el clima fiscal es muy positivo, ya que no existe impuesto sobre la renta para personas físicas ni jurídicas. Según Tax Foundation, Texas ofrece uno de los mejores entornos tributarios de la nación.

² Fuente: Oficina del Censo con datos del C2ER.

Gráfica 43

Índice de coste de la vida en áreas urbanas seleccionadas: media anual de 2010



Fuente: Oficina del Censo con datos del C2ER

Cuadro 3

Clasificación de estados por clima fiscal y categorías tributarias en 2013 (estados seleccionados)

Estado	Clasif. gral.	Clasif. Imp. de soc.	Clasif. Imp. sobre la renta pers. físicas	Clasif. Imp. sobre las ventas	Clasif. Imp. seguro de desem.	Clasif. Imp. de prop.
California	48	45	49	40	16	17
Colorado	18	20	16	44	39	9
Massachusetts	22	33	15	17	49	47
Carolina del Norte	44	29	43	47	5	36
Texas	9	38	7	36	14	32

Nota: una clasificación de 1 es más favorable para las empresas que una clasificación de 50. Las clasificaciones no hacen un promedio del total. Los estados sin impuestos son clasificados como 1. La puntuación y clasificación de Washington D.C. no afecta a los estados. El informe refleja los sistemas tributarios vigentes al 1 de julio de 2012 (el comienzo del ejercicio fiscal 2013). Fuente: Tax Foundation *

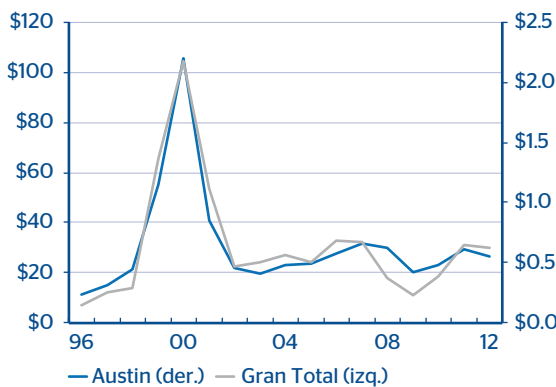
Problemas nacionales que afectan a las perspectivas locales

Aunque las perspectivas de Austin y de Silicon Hills son brillantes, es necesario abordar una serie de problemas. Algunos de ellos son de ámbito nacional, pero otros son locales.

Escasez de talento. El sector de tecnología punta estadounidense experimenta una escasez crónica de trabajadores cualificados, lo que no permite recortar los costes de mano de obra, con lo cual se reduce la competitividad de las empresas. La escasez de trabajadores altamente cualificados puede explicarse por dos factores estructurales: 1) deficientes resultados en matemáticas y ciencias en el nivel de la educación primaria y secundaria; y 2) una cantidad limitada de visados H1B, así como la incapacidad del sistema de inmigración de retener a los extranjeros con títulos en ciencia e ingeniería que estudian en las universidades estadounidenses. A medida que crezca la rentabilidad de la acumulación del capital humano en las economías emergentes (por ejemplo, China, India, Brasil, etc.), será cada vez más difícil para EE. UU. retener talentos con las actuales normas de inmigración. Esto es importante, porque aproximadamente el 25% de las empresas de tecnología punta de reciente creación son constituidas o co-constituidas por inmigrantes.³ En lugares como Silicon Valley, este porcentaje incluso supera el 50%.⁴

Gráfica 44

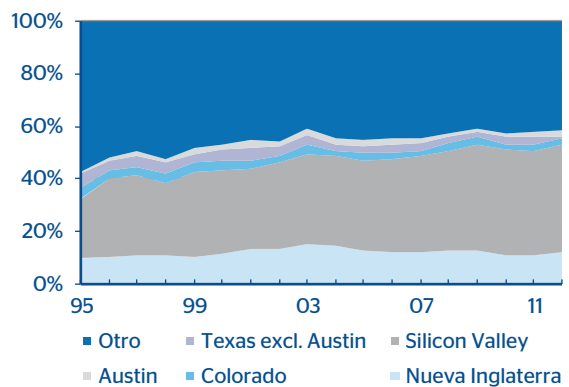
Flujos de capital riesgo 1995-2012 (miles de millones)



Fuente: National Venture Capital Association

Gráfica 45

Flujos de capital riesgo, por región, en 2012 (% del total)



Fuente: National Venture Capital Association

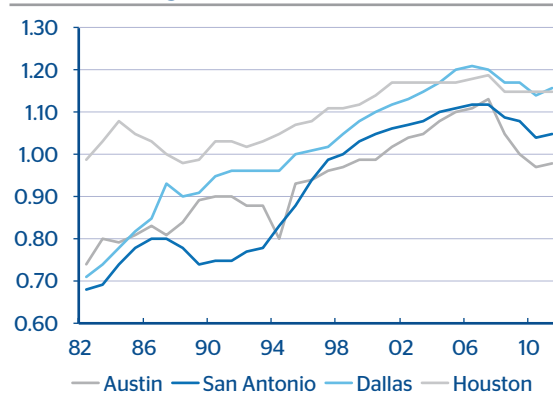
³ National Association of Venture Capital, "American Made, The Impact of Immigrant Entrepreneurs and Professionals on U.S. Competitiveness". Disponible en: http://www.nvca.org/index.php?option=com_content&view=article&id=254&Itemid=103

⁴ Fuente: WSJ. con datos de Kauffman Foundation. "A New Push for Entrepreneur Visas", 12 de febrero de 2013. Disponible en: www.wsj.com

Capital riesgo. En los últimos diez años, el capital riesgo ha estado recuperándose del estallido de la burbuja de las punto com. Sin embargo, esta recuperación ha sido frágil y fue interrumpida por la Gran Recesión. Desde 2002, la cuantía media del capital riesgo en EE. UU. ha sido de 25.000 millones de dólares anuales, mucho menos que la media de 36.000 millones entre 1995 y 2001. Hoy en día, los emprendedores de tecnología punta tienen que competir por un trozo más pequeño de la tarta del capital riesgo, que ha reducido su volumen con respecto a la década de 1990. Obtener financiación es todavía más difícil en tiempos de dificultades económicas, cuando —paradójicamente— se crean más nuevas empresas. El volumen de capital riesgo que fluye hacia Texas todavía es bajo en comparación con destinos tradicionales, como el Silicon Valley o Nueva Inglaterra. En 2012, el porcentaje de Texas sobre el total del capital riesgo fue del 3,58%. De este porcentaje, Austin obtuvo el 2,3%, bastante menos que Silicon Valley (40,9%) o Nueva Inglaterra (12,1%).⁵ Estas cifras sugieren que, desde la perspectiva de una nueva empresa, resultaría más fácil obtener financiación en California o en Nueva Inglaterra que en Austin.

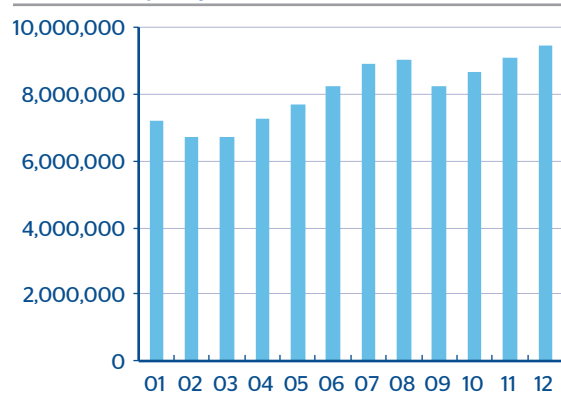
Infraestructura. Captar y retener empresas requiere un esfuerzo continuo por mejorar las infraestructuras y servicios públicos. Esto es fundamental para mantener bajo el coste de la vida y hacer más atractiva a una ciudad. Por ejemplo, un buen sistema de transporte puede reducir la congestión que genera un mayor número de personas trabajando en el área. En una economía globalizada, es importante que el aeropuerto local incremente su capacidad, así como el número de vuelos internacionales sin escala a disposición de los usuarios. También se requieren inversiones en infraestructuras de agua y electricidad para mantener bajo el precio de los servicios públicos cuando la población crece a un ritmo rápido. Los ciudadanos de Austin han sido muy proactivos ante estos retos, y algunas iniciativas de desarrollo económico (como Opportunity Austin o The Greater Austin Technology Partnership) son buenos ejemplos de los progresos de la región.⁶

Gráfica 46
Índice de congestión de carreteras



Fuente: Texas A&M Transportation Institute

Gráfica 47
Aeropuerto Internacional de Austin-Bergstrom:
número de pasajeros



Fuente: Cámara de Comercio de Austin con datos de ABIA

Conclusiones:

Austin se ha convertido en uno de los clústeres de tecnología más importantes del mundo. Esto ha sido posible gracias a las ventajas competitivas, como bajo coste de la vida, acceso a talentos, instituciones de investigación, un clima fiscal positivo e iniciativas estatales y locales que promueven el crecimiento. Sin embargo, todavía es necesario superar importantes retos. Aunque Austin se ha convertido en un imán para empresas que buscan reinstalarse y expandirse, todavía recibe una cuota muy pequeña del total de los flujos de capital riesgo. En otras palabras: la región parece ser el lugar adecuado para medianas y grandes empresas, pero no necesariamente para las pequeñas o las arriesgadas empresas de nueva creación. Considerando los efectos positivos que los clústeres de tecnología punta generan en sus comunidades, muchas otras ciudades del mundo han desarrollado sus propias estrategias para convertirse en las nuevas Silicon Valley. Esto incrementa la competencia en la captación y retención de empresas. Además, la ciudad tiene que hacer frente a problemas nacionales que tienen que ver con la ineficacia de los sistemas de inmigración y educación (que provocan una escasez crónica de científicos e ingenieros), y a la creciente necesidad de infraestructuras. Solucionar estos problemas no será fácil, pero Austin ha demostrado una tremenda capacidad para adelantarse a las nuevas tendencias, aprovechar sus virtudes y desarrollar otras nuevas.

⁵ Fuente: National Venture Capital Association.

⁶ Consulte información más detallada acerca de estas iniciativas y sus logros en: <http://www.austinchamber.com/the-chamber/opportunity-austin/files/Annual%20Meeting%20Presentation.pdf>

8. Hoja informativa: estadística del área del transporte aéreo

Cuadro 4

Lista de los principales aeropuertos internacionales por tráfico de pasajeros, 2011

Posición	Ciudad (aeropuerto)	Total Pasajeros
1	ATLANTA, GEORGIA, EE.UU. (ATL)	89 331 622
2	PEKÍN, CHINA (PEK)	73 948 113
3	CHICAGO, ILLINOIS, EE.UU. (ORD)	66 774 738
4	LONDRES, REINO UNIDO (LHR)	65 884 143
5	TOKIO, JAPÓN (HND)	64 211 074
6	LOS ÁNGELES, CALIFORNIA, EE.UU. (LAX)	59 070 127
7	PARÍS, FRANCIA (CDG)	58 167 062
8	DALLAS/FORT WORTH, TEXAS, EE.UU. (DFW)	56 906 610
9	FRANCFORT, ALEMANIA (FRA)	53 009 221
10	DENVER, COLORADO, EE.UU. (DEN)	52 209 377
11	HONG KONG, HK (HKG)	50 348 960
12	MADRID, ESPAÑA (MAD)	49 844 596
13	DUBÁI, EMIRATOS ÁRABES UNIDOS (DXB)	47 180 628
14	NUEVA YORK, NUEVA YORK, EE.UU. (JFK)	46 514 154
15	ÁMSTERDAM, PAÍSES BAJOS (AMS)	45 211 749
16	YAKARTA, INDONESIA (CGK)	44 355 998
17	BANGKOK, TAILANDIA (BKK)	42 784 967
18	SINGAPUR (SIN)	42 038 777
19	CANTÓN, CHINA (CAN)	40 975 673
20	SHANGHÁI, CHINA (PVG)	40 578 621
21	HOUSTON, TEXAS, EE.UU. (IAH)	40 479 569
22	LAS VEGAS, NEVADA, EE.UU. (LAS)	39 757 359
23	SAN FRANCISCO, CALIFORNIA, EE.UU. (SFO)	39 253 999
24	PHOENIX, ARIZONA, EE.UU. (PHX)	38 554 215
25	CHARLOTTE, CAROLINA DEL NORTE, EE.UU. (CLT)	38 254 207
26	ROMA, ITALIA (FCO)	36 227 778
27	SÍDNEY, AUSTRALIA (SYD)	35 991 917
28	MIAMI, FLORIDA, EE.UU. (MIA)	35 698 025
29	ORLANDO, FLORIDA, EE.UU. (MCO)	34 877 899
30	MUNICH, ALEMANIA (MUC)	34 721 605

Aeropuertos que participan en la recogida anual de datos estadísticos de tráfico de ACI.
Fuente: Airport Council International.

Cuadro 5

Lista de los principales aeropuertos internacionales por tráfico de carga, 2011

Posición	Ciudad (aeropuerto)	Total Carga
1	HONG KONG, HK (HKG)	4 165 852
2	MEMPHIS, TENNESSEE, EE.UU. (MEM)	3 916 811
3	SHANGHÁI, CHINA (PVG)	3 228 081
4	INCHEON, COREA DEL SUR (ICN)	2 684 499
5	ANCHORAGE, ALASKA, EE.UU.* (ANC)	2 646 695
6	PARÍS, FRANCIA (CDG)	2 399 067
7	FRANCFORT, ALEMANIA (FRA)	2 275 000
8	DUBÁI, EMIRATOS ÁRABES UNIDOS (DXB)	2 270 498
9	TOKIO, JAPÓN (NRT)	2 167 853
10	LOUISVILLE, KENTUCKY, EE.UU. (SDF)	2 166 656
11	SINGAPUR (SIN)	1 841 004
12	MIAMI, FLORIDA, EE.UU. (MIA)	1 835 797
13	TAIPÉI, TAIWÁN (TPE)	1 767 075
14	LOS ÁNGELES, CALIFORNIA, EE.UU. (LAX)	1 747 629
15	PEKÍN, CHINA (PEK)	1 551 471
16	LONDRES, REINO UNIDO (LHR)	1 551 404
17	ÁMSTERDAM, PAÍSES BAJOS (AMS)	1 538 134
18	CHICAGO, ILLINOIS, EE. UU. (ORD)	1 376 552
19	NUEVA YORK, NUEVA YORK, EE.UU. (JFK)	1 344 126
20	BANGKOK, TAILANDIA (BKK)	1 310 146
21	CANTÓN, CHINA (CAN)	1 144 456
22	INDIANÁPOLIS, INDIANA, EE.UU. (IND)	1 012 589
23	NEWARK, NUEVA JERSEY, EE.UU. (EWR)	855 594
24	TOKIO, JAPÓN (HND)	818 806
25	SHENZHÉN, CHINA (SZX)	809 125
26	OSAKA, JAPÓN (KIX)	759 278
27	DOHA, CATAR (DOH)	707 831
28	LUXEMBURGO (LUX)	705 371
29	KUALA LUMPUR, MALASIA (KUL)	694 296
30	BOMBAY, INDIA (BOM)	671 237

Aeropuertos que participan en la recogida anual de datos estadísticos de tráfico de ACI.
Total de cargamentos: cargados y descargados, más efectos postales, en toneladas métricas.

*Los datos de ANC incluyen carga en tránsito.

Fuente: Airport Council International.

9. Previsiones económicas (variación % a/a)

Cuadro 6

	2011	2012	1T13	2T13	3T13	4T13	2013		2011	2012	1T13	2T13	3T13	4T13	2013
EE.UU.								Alabama							
PIB real	1.8	2.2	1.5	1.7	1.6	2.2	1.8	PIB real	-0.8	0.9	1.5	1.3	1.4	1.3	1.4
Empleo no agrícola	1.2	1.7	1.4	1.4	1.5	1.4	1.4	Empleo no agrícola	-0.2	0.4	0.6	0.4	0.3	0.1	0.3
Renta personal nominal	5.1	3.5	4.1	4.5	5.4	4.3	4.6	Renta personal real	1.7	0.9	1.0	1.0	0.9	0.8	1.1
Índice precios vivienda	-3.9	2.8	7.4	7.3	7.4	7.1	7.3	Índice precios vivienda	-5.1	3.7	4.0	3.9	6.0	5.0	4.7
Ventas de viviendas	2.3	10.5	9.1	9.1	11.1	12.5	8.7								
Arizona								California							
PIB real	1.5	2.8	3.0	2.1	1.5	1.4	2.0	PIB real	2.0	2.4	2.6	2.2	1.7	1.5	2.0
Empleo no agrícola	1.0	2.1	1.9	1.5	1.3	1.3	1.5	Empleo no agrícola	1.0	1.7	1.5	1.2	0.8	0.5	1.0
Renta personal real	2.8	2.0	2.6	2.5	2.3	2.7	2.5	Renta personal real	3.0	1.7	2.8	2.6	2.4	2.3	2.2
Índice precios vivienda	-9.8	14.7	19.5	18.5	14.0	10.0	15.5	Índice precios vivienda	-6.9	5.7	12.0	10.0	10.0	7.5	9.9
Colorado								Florida							
PIB real	1.9	2.6	2.7	2.3	2.2	2.0	2.3	PIB real	0.5	1.5	1.9	1.6	1.6	1.4	1.6
Empleo no agrícola	1.5	1.9	1.4	1.5	1.6	1.1	1.4	Empleo no agrícola	1.1	0.9	1.1	1.2	1.3	1.0	1.2
Renta personal real	3.9	1.9	2.5	2.0	2.0	1.8	2.6	Renta personal real	2.4	0.8	1.9	1.5	1.2	1.1	2.7
Índice precios vivienda	-2.6	5.7	12.0	9.5	9.4	7.8	9.7	Índice precios vivienda	-6.2	7.6	8.5	7.0	6.0	5.5	6.8
Nuevo México								Texas							
PIB real	0.2	1.0	1.6	1.4	1.5	1.4	1.5	PIB real	3.3	3.5	3.3	3.1	3.1	2.9	3.1
Empleo no agrícola	0.1	-0.2	-0.5	-0.1	1.1	0.8	0.3	Empleo no agrícola	2.1	2.4	1.9	1.9	1.8	1.7	1.8
Renta personal real	2.3	1.1	2.0	2.1	1.6	1.6	1.7	Renta personal real	4.6	2.4	3.1	3.2	3.2	3.3	3.7
Índice precios vivienda	-5.3	0.7	0.5	-0.3	0.8	1.0	0.5	Índice precios vivienda	-1.0	5.2	6.3	6.5	6.0	5.9	6.2

Source: BBVA Research, BEA, BLS, NAR, Census Bureau and FHFA

Cuadro 7

Estructura económica

	EE.UU.	AL	AZ	CA	CO	FL	NM	TX
PIB (2010, miles de millones de \$)	15,076	173	258	1,959	264	754	79	1,308
Población (2012, en miles)	313,914	4,822	6,553	38,041	5,188	19,318	2,086	26,059
Población activa (diciembre 2012, en miles)	155,511	2,157	3,020	18,468	2,726	9,347	934	12,638
Empleo no agrícola (diciembre 2012, en miles)	133,750	1,878	2,479	14,399	2,317	7,388	801	10,904
Tasa de desempleo (diciembre 2012, en miles)	7.8	7.1	7.9	9.8	7.6	8.0	6.4	6.1
Total visados de obra nueva, (en lo que va de año diciembre '12)	535,696	8,241	16,603	29,261	13,569	44,072	3,984	81,493
Var. de visados de obra nueva (en lo que va de año, a/a (%))	24.5	1.6	58.1	25.6	39.5	31.0	13.7	24.2
Porcentaje de vivienda en propiedad (4T12)	65.4	72.6	64.8	54.1	64.9	66.2	66.0	63.3
Precios de la vivienda (4T12 variación a/a (%))	5.5	4.3	21.6	12.0	10.7	9.8	0.6	6.6
Exportaciones de bienes (4T12, miles de millones de \$)	394.4	4.7	4.5	40.6	2.1	16.6	0.7	68.8
Variación de las exportaciones (4T12, variación a/a (%))	2.8	0.1	-0.3	-1.9	9.4	-1.3	16.5	4.2

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 / 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

Kim Fraser
 kim.fraser@bbvacompass.com

Jason Frederick
 jason.frederick@bbvacompass.com

Marcial Nava
 marcial.nava@bbvacompass.com

Shushanik Papanyan
 Shushanik.Papanyan@bbvacompass.com

Boyd Stacey
 boyd.stacey@bbvacompass.com

Alejandro Vargas
 alejandro.vargas@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
Carlos Serrano
 carlos.serrano@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

Áreas Globales:

Escenarios Financieros
Julián Cubero
 juan.cubero@bbva.com

Escenarios Económicos
Sonsoles Castillo
 s.castillo@bbva.com

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

Datos de contacto:

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