

# Situación Estados Unidos

Primer Trimestre 2015  
Unidad EEUU

- La mejora del crecimiento mundial continuará en 2015, pero habrá diferencias notables entre las distintas regiones
- Un ejercicio de equilibrio en EEUU: revisión al alza del crecimiento de 2015 junto con un cambio a la baja en las expectativas de inflación
- En conjunto, la caída de los precios del petróleo es netamente positiva para EEUU, aunque algunas áreas regionales siguen siendo vulnerables

## Índice

1. Perspectiva Global	3
2. Situación EEUU	7
3. Impacto Regional del Petróleo	10
4. Previsiones Económicas	13

Fecha de cierre: 27 de febrero de 2015

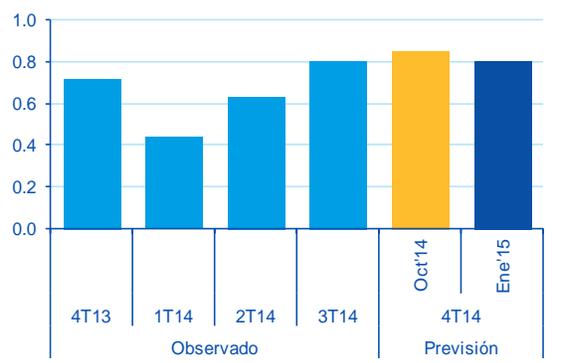
# 1 Perspectiva Global

## Crecimiento mundial moderado con aumento de las divergencias entre las distintas áreas económicas

2014 terminó mejor que empezó, con la economía mundial creciendo por encima de 3.0% gracias al fuerte impulso de EEUU y a la pronunciada caída de los precios del petróleo. Según nuestras estimaciones, la economía mundial cerrará 2014 con un crecimiento cercano a 0.8% t/t, un ritmo similar al del 3T14<sup>1</sup> y un poco más fuerte que en la primera mitad del año. El dinamismo de los resultados económicos de EEUU se ha visto contrarrestado por una recuperación más débil en Japón y en la zona euro, así como por la progresiva desaceleración de China y otras economías emergentes. La mejora del crecimiento mundial continuará en 2015 y 2016, con una media por encima de 3.5%, pero también habrá una importante diferenciación entre las distintas geografías dados los efectos asimétricos de la caída de los precios de las materias primas y la divergencia de las políticas monetarias en los mercados desarrollados, los dos motores que a priori determinarán las perspectivas del escenario económico mundial.

Una de las novedades del escenario económico mundial en los últimos meses es la fuerte caída de los precios del petróleo y su efecto dispar en los distintos países, según sean importadores o exportadores netos. En general, creemos que el impacto mundial de un petróleo más barato debería ser positivo en términos de crecimiento ya que la menor carga sobre el ingreso de los hogares y las corporaciones en los países importadores de petróleo (como EEUU, la zona euro y China) contrarresta la reducción de la actividad en los principales países productores. Sin embargo, unos precios más bajos o la continuación de niveles como los presentes para el petróleo Brent, en torno a 50 USD/barril, durante un periodo prolongado podría generar tensiones geopolíticas o financieras y tal vez poner en peligro la estabilidad mundial.

Gráfica 1  
**PIB mundial basado en BBVA-GAIN, %, t/t**



Fuente: BBVA Research

Gráfica 2  
**Índice de tensiones financieras de BBVA Research**



Fuente: BBVA Research y Bloomberg

De hecho, la mayor volatilidad de los mercados financieros, que ha alcanzado ahora el mismo nivel que tenía a mediados de 2013 según el Índice de tensiones financieras de BBVA, es otro de los datos relevantes del trimestre, algo que los mercados emergentes y los desarrollados tienen en común como consecuencia de dos factores. En primer lugar, la combinación de la crisis geopolítica entre Rusia y Ucrania junto con la caída de los precios de las materias primas ha suscitado dudas sobre el desarrollo económico de muchos mercados emergentes. En segundo

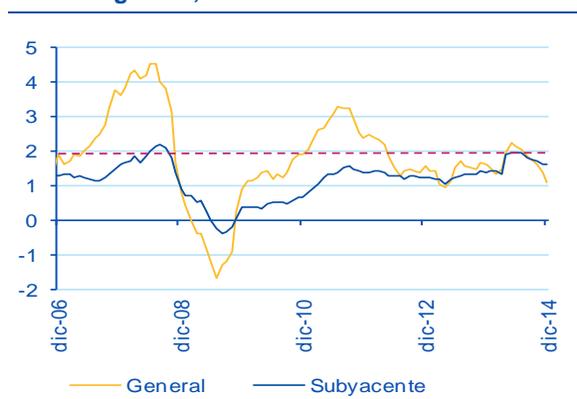
<sup>1</sup> Estimación basada en el indicador BBVA Research GAIN; para obtener información sobre la metodología, consulte: <http://bit.ly/1nI5Rln>

lugar, la incertidumbre con respecto al ciclo alcista de las tasas de la Fed, especialmente cuando el BCE está introduciendo medidas de QE y hay un creciente debate sobre cuál es el equilibrio más apropiado de las políticas para fortalecer la recuperación de la región.

La corrección del precio del petróleo también acentúa los riesgos de un escenario mundial de inflación demasiado baja, al menos hasta la segunda mitad de 2015. Además de la reciente disminución general de la inflación, común a todas las geografías principales (la media de EEUU, la zona euro, Japón y China fue 1.0% en 2014), se ha producido una fuerte caída de la producción industrial y de los precios de importación. Aunque el traslado de la caída de los precios de la energía a la inflación subyacente y a los salarios parece haberse frenado hasta ahora, el fuerte ajuste de las expectativas de inflación a mediano plazo y los mínimos históricos en las tasas de interés a largo plazo revelan el grado de incertidumbre que existe con respecto al ritmo de recuperación del ciclo mundial y a la capacidad de los bancos centrales para devolver la inflación a niveles compatibles con sus objetivos.

En este contexto de baja inflación y crecimiento económico moderado, las políticas monetarias mantienen un tono flexible, aunque con distintos sesgos (por un lado la Fed y el Banco de Inglaterra y por otro el BCE y el BPdC).

Gráfica 3  
Inflación global\*, %



\* Calculado como la media simple de inflación en EEUU, la zona euro, Japón y China  
Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

Gráfica 4  
EUR/USD y expectativas de inflación de la zona euro a mediano plazo (swaps de inflación de futuros 5A/5A, %)



Fuente: BBVA Research y Bloomberg

Entre las grandes zonas económicas, la zona euro es la que tiene más probabilidades de tener que enfrentarse a un escenario de inflación demasiado baja durante un largo tiempo. Además de las sorpresas negativas sobre los precios al consumidor, la zona solo tiene un perfil de crecimiento económico moderado, en línea con nuestras expectativas. Suponiendo que el crecimiento del PIB llegue a situarse en torno a +0.2% en el 4T14, apoyado por un aumento similar de la actividad en Alemania y Francia y un resultado relativamente mejor en España, nuestra estimación para la zona euro es un crecimiento de +0.8% a/a. En conjunto, mantenemos nuestra previsión de crecimiento para la zona euro en 1.3% en 2015, apoyado por la caída del precio del petróleo, la depreciación acumulada del euro en los últimos meses y la relajación de las condiciones monetarias gracias a la actuación del BCE. La naturaleza menos restrictiva de la política fiscal en los países periféricos también es un elemento a tener en cuenta, así como el llamado “Plan Juncker”, diseñado para favorecer la inversión, cuyos primeros frutos se esperan en la segunda mitad de este año.

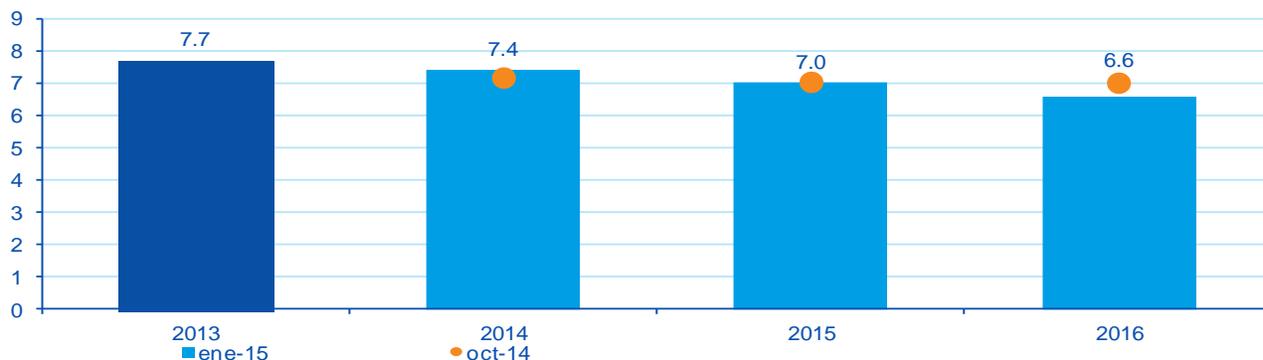
Surgen algunas amenazas, incluido el posible impacto de las crecientes tensiones en el ámbito de influencia de Rusia, tanto en términos comerciales como (y esto es más importante) en términos financieros, dada la fuerte exposición de los bancos europeos a esos países. Un segundo factor de riesgo es la incertidumbre generada por las

divergencias entre algunas autoridades nacionales y las instituciones de la UE en cuanto a cuál sería la reforma más apropiada para la oferta, el ritmo de consolidación fiscal y el apoyo del BCE para fomentar el crecimiento. Por último, otro riesgo es que las expectativas de inflación sigan cayendo a mediano plazo, lo que desanimaría el consumo y llevaría a un círculo vicioso.

En el bloque de los países emergentes, continúa la divergencia entre la actividad y los servicios. La mejora gradual del consumo privado, como consecuencia de la estabilización o el incremento del empleo, ha seguido alimentando las cifras de las ventas minoristas y los índices de confianza del sector servicios. Por otro lado, la relativa mejora del comercio mundial en los dos primeros meses del 4T14 no se ha traducido aún en un incremento sustancial de la producción industrial. En general, los mercados emergentes están asistiendo a la caída de los precios de las materias primas en un escenario donde ya hay una tendencia hacia un crecimiento más moderado en China. En general, estimamos que el PIB mundial habrá tenido un crecimiento de 3.3% en 2014, 10 pb más que en 2013, con un ligero incremento de la aportación de los mercados desarrollados en comparación con los tres años anteriores, y los mercados emergentes continúan con la desaceleración.

La lenta desaceleración de la actividad de China continuó a lo largo de 2014. La estimación avanzada del PIB de 2014 en conjunto sitúa su crecimiento en 7.4%, lo que implica una tasa anual en torno a 7.2% en el cuarto trimestre, el ritmo más lento desde 2009. La dinámica macroeconómica de China se explica por la pérdida de impulso de la inversión en capital fijo y el deterioro de la competitividad externa que fue el motor de la apreciación del yuan, junto con la corrección del sector inmobiliario.

Gráfica 5

**China, crecimiento económico (% a/a)**

Fuente: BBVA Research

Aunque hemos mantenido sin cambios nuestras previsiones de crecimiento de China en 2015 en 7.0%, los riesgos se inclinan claramente a la baja como reflejo de la magnitud de los desequilibrios financieros acumulados, la incertidumbre acerca de la evolución del mercado inmobiliario y la incertidumbre con respecto a la capacidad de las políticas para conseguir una corrección de los desequilibrios actuales en vista de la liberalización económica que está en marcha. Las autoridades han comenzado a mostrar más tolerancia hacia la desaceleración económica siempre que la creación de empleo sea coherente con el comportamiento de la población activa; de forma simultánea apuestan con reconducir el modelo de crecimiento hacia una menor dependencia de la inversión. Esto les permitirá combinar un incremento de la laxitud de la política monetaria con la adopción de medidas de control fiscal para contener la deuda, tanto en el sector privado como en las administraciones públicas (en la última década, la deuda del sector privado no financiero de China se incrementó en 67 pb del PIB).

En su conjunto, el escenario del crecimiento mundial es moderadamente positivo. El mundo crece por encima de 3.0%, pero la mejora es lenta en los mercados desarrollados y los mercados emergentes tienen que enfrentarse a precios de las materias primas más bajos y al cambio de modelo de crecimiento de China. Al mismo tiempo, los riesgos siguen inclinados a la baja. No solo existe incertidumbre en cuanto a si las políticas que se han introducido serán tan eficaces como se espera (por ejemplo en Europa el programa de compras de activos del BCE y el llamado Plan Juncker para fomentar la inversión), sino que también hay incertidumbre con respecto a la capacidad de los mercados emergentes para implementar políticas contracíclicas eficaces. También hay riesgos geopolíticos, en especial si se produce un círculo vicioso con los precios del petróleo. Sin embargo, los riesgos no están solo en los conflictos. En la zona euro hay un creciente debate sobre cuál es la combinación de reformas más apropiada en el lado de la oferta, el ritmo de consolidación fiscal y el apoyo del BCE para favorecer el crecimiento. Si añadimos también a la discusión los pagos ya reestructurados de la deuda pública que está principalmente en manos de otros estados miembros (como en el caso de Grecia), las diferencias de opinión se convierten en discrepancias que deben resolverse más pronto que tarde. El debate es la evidencia de las vulnerabilidades de una unión monetaria sin unión política ni fiscal, unión que ni en un caso ni en otro se va a producir a corto plazo. En el escenario más probable, esperamos un acuerdo negociado que no lleve a una crisis sistémica en la zona euro, pero si el periodo de incertidumbre se prolonga podría frenar el ritmo de recuperación de Europa.

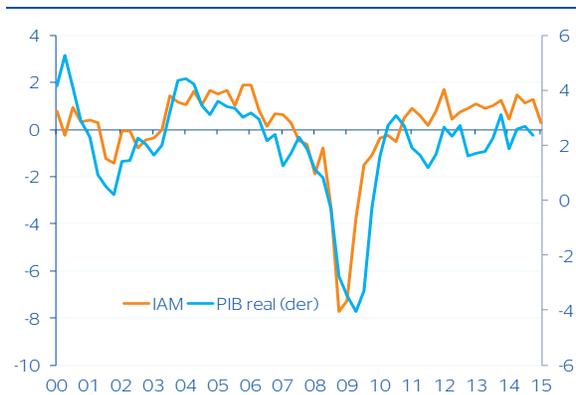
(Nota: para un análisis más detallado de Europa y de las economías emergentes, véase nuestro último informe [Situación Global](#)).

## 2 Situación EEUU

### Un lento camino de vuelta a la "normalidad" para la economía de EEUU

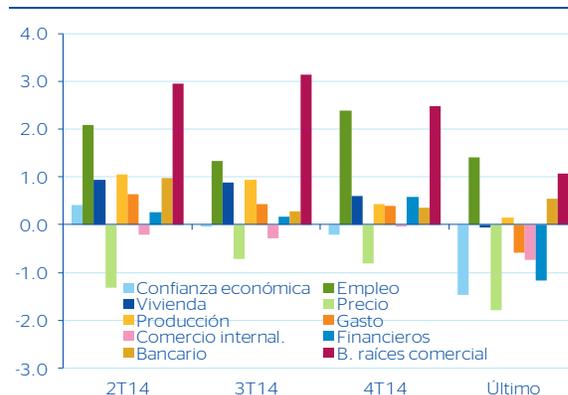
La economía de EEUU nos ha mantenido a todos en vilo en los últimos meses. La drástica caída de los precios del petróleo sigue en el primer plano de la actividad económica, con el potencial de dar lugar a un importante impulso al crecimiento (por vía del consumo) debido a precios de la energía más bajos. Aunque hay vulnerabilidades regionales en los estados dependientes del petróleo o el gas como Texas, esperamos que el impacto neto sea positivo. Se prevé que el crecimiento del PIB real en 2015 se acelerará hasta llegar a su tasa más fuerte en una década, con más pruebas de una expansión sólida y sostenible. No obstante, el fuerte crecimiento de EEUU y el bajo desempleo entra en conflicto con una inflación más baja y con unas perspectivas mundiales más débiles, y se está haciendo un ejercicio de equilibrio mientras la Fed trata de determinar cuál es el momento apropiado para efectuar el primer movimiento al alza de la tasa de los fondos federales. La reciente caída de los rendimientos a largo plazo ha estado impulsada sobre todo por el reequilibrio de las expectativas mundiales, aunque varios indicadores de los mercados financieros (rendimientos del Tesoro a largo plazo, futuros de los fondos federales, precios de las materias primas, etc.) se han recuperado notablemente desde los bajos niveles registrados en enero.

Gráfica 6  
Índice mensual de actividad de EEUU de BBVA Research y crecimiento del PIB real (var. % a/a)



Fuente: BEA y BBVA Research

Gráfica 7  
Componentes del índice de actividad mensual de EEUU de BBVA Research

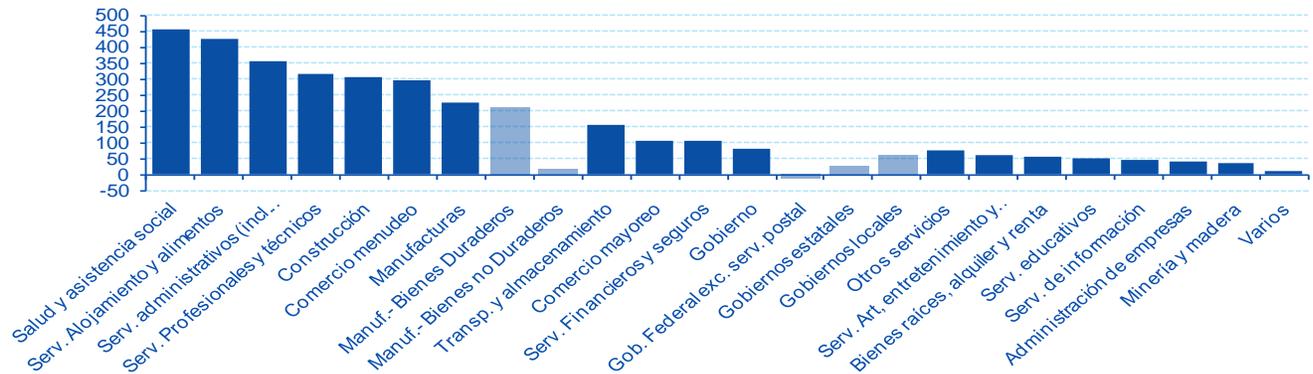


Fuente: BBVA Research

Una vez pasada la mitad del 1T15, vemos el comienzo de un lento camino hacia la "normalidad" a medida que los datos económicos van estando día a día más en línea con las expectativas. A pesar de algunos sobresaltos en los últimos meses, seguimos siendo optimistas con respecto a que 2015 será un año destacado para la recuperación. El crecimiento se ha desacelerado con respecto al importante avance del 3T14, pero las tendencias subyacentes siguen siendo saludables. El empleo ha sido la estrella más resplandeciente, pues su crecimiento ha sido importante en todos los sectores y se han producido caídas más rápidas de lo previsto en la tasa de desempleo. En 2014, se crearon aproximadamente 3.2 millones de empleos (cifra sin desestacionalizar) en EEUU, el mayor avance desde 1999. Con el crecimiento del empleo mensual muy por encima de 200 mil puestos, podríamos ver que la tasa de desempleo cae por debajo del umbral de 5.0% a finales de 2015 o comienzos de 2016, especialmente si la tasa de participación activa se mantiene tan baja como se espera. Las mejoras del mercado de trabajo han impulsado la confianza, y el consumo se ha mantenido en lo que se refiere a su aportación al PIB, aunque algunos indicadores mensuales de las ventas minoristas y el gasto privado han tenido resultados más débiles de lo previsto en diciembre y enero. La inversión privada también ha

repuntado y hemos visto una ganancia saludable de los pedidos de bienes de capital subyacentes al inicio de 2015 después de un cuarto trimestre muy débil. Sin embargo, la inversión residencial se ha quedado rezagada y es probable que tenga dificultades durante algún tiempo debido a que las huellas de la crisis financiera y de los cambios demográficos siguen influyendo en el mercado de la vivienda.

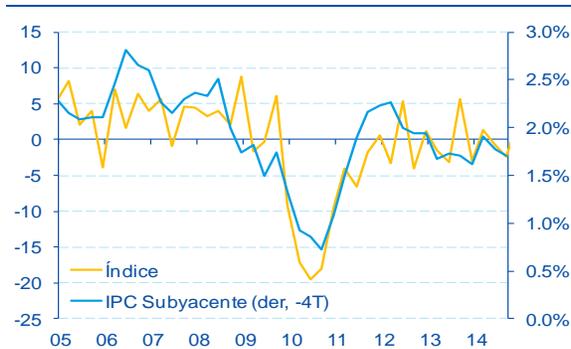
Gráfica 8  
**Evolución del empleo no agrícola en 12 meses (desestacionalizado, en miles)**



Fuente: BLS y BBVA Research

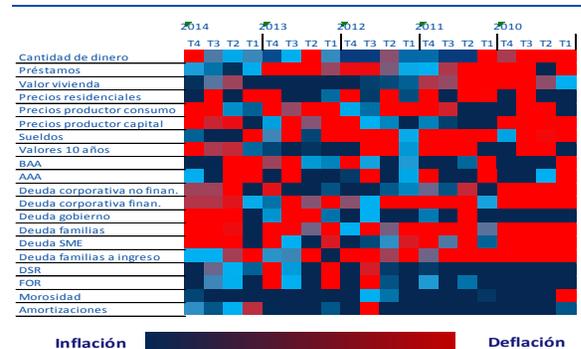
Otro factor importante que repercute en el crecimiento es el comercio internacional, donde los precios del petróleo han influido últimamente en el saldo total. La demanda interna es fuerte y el precio favorable de la gasolina elevó las importaciones de petróleo casi 18% a finales de 2014. Sin embargo, la demanda global ha sido lenta debido a la persistencia de riesgos económicos y geopolíticos. El dólar estadounidense está en su punto más fuerte en 11 años, y la apreciación pesa en las exportaciones pero impulsa las importaciones. No es sorprendente, por tanto, que el déficit fuera del petróleo se haya disparado hasta llegar al nivel más alto de la recuperación y haya vuelto justo donde estábamos antes de la crisis de 2007. La situación es similar cuando tenemos en cuenta el balance excluido el petróleo como porcentaje del PIB. Esto pone de relieve el hecho de que los desequilibrios globales anteriores a la crisis no han desaparecido y siguen siendo motivo de preocupación. En general, prevemos que la demanda de bienes importados de EEUU se mantendrá fuerte a lo largo de 2015, por lo que compensará con creces la debilidad de las exportaciones y dará como resultado mejoras limitadas en el déficit comercial.

Gráfica 9  
**Índice de riesgo de inflación en EEUU de BBVA Research**



Fuente: BBVA Research

Gráfica 10  
**Mapa de calor de la inflación en EEUU de BBVA Research**

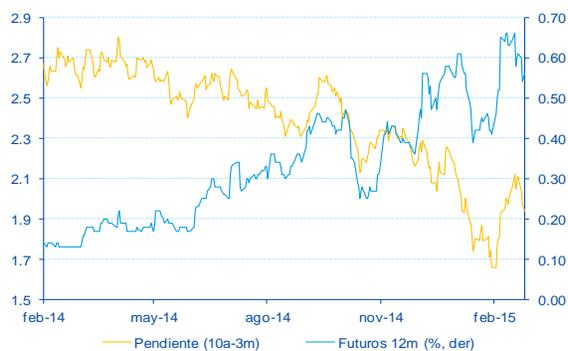


Fuente: BBVA Research

Es evidente que la inflación juega un papel fundamental mientras sigue aumentando la inquietud por la deflación mundial. El crecimiento de los salarios ha sido lento durante demasiado tiempo, pero algunos indicadores recientes apuntan a un fuerte avance el próximo año. Aunque hemos visto importantes presiones a la baja procedentes de los precios de la energía, la tendencia se está empezando a invertir. La fuerte caída del índice general de precios de enero es probable que dure un tiempo. Ya hemos visto un incremento perceptible en los precios de la energía a lo largo de febrero, con un aumento de los precios del petróleo Brent de casi 25% desde el 30 de enero. Los precios del crudo WTI se han incrementado al ritmo mucho más modesto de 6% desde finales del mes pasado. Los precios del gas natural también han subido más de 11% en las últimas semanas. Todo esto apunta a un ajuste positivo del IPC general en los próximos meses; se prevé además que la inflación subyacente se mantendrá lenta pero estable debido a que el efecto de traspaso sigue siendo limitado. A pesar de nuestras expectativas de presiones al alza más fuertes en los próximos meses, nuestra previsión de inflación media para 2015 sigue siendo baja. La tasa de inflación anual de enero fue mucho más baja de lo previsto, -0.2% en comparación con la de hace 12 meses, por lo que tendríamos que ver un repunte significativo en el 2S15 para lograr una media anual próxima a 1.5%. La inflación subyacente está justo en línea con nuestras expectativas, 1.6% anual en enero, por lo que se situará sin problemas en una media anual cerca de 1.9% en 2015.

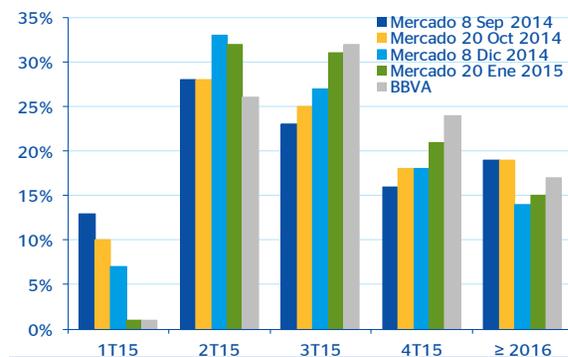
La caída de la inflación ha hecho que sea difícil para la Fed establecer un plan claro del primer aumento de las tasas de interés, en especial cuando la contrapartida de su doble mandato (el empleo) ha mejorado significativamente a lo largo del año pasado. La Fed sigue haciendo hincapié en la importancia de que la política dependa de los datos, con la esperanza de poder implementar una estrategia eficaz para comunicar la trayectoria dependiente de los datos de la tasa de los fondos federales en el futuro próximo. Este proceso sigue poniendo de manifiesto las diferentes posturas dentro del FOMC, y esperamos que las discusiones sigan intensificándose hasta que se produzca el primer aumento de tasas, para enfrentarse después a la normalización a medida que nos adentremos en 2016. Nuestras expectativas de un despegue a mediados de 2015 no han variado y probablemente veamos un ritmo muy gradual de subidas de las tasas de interés a partir de entonces. Véanse nuestros informes FedWatch para obtener más detalles ([las minutas del FOMC](#) y el [testimonio de Yellen](#)).

Gráfica 11  
**Futuros de los fondos federales y pendiente de la curva de rendimiento (% y NT10A-NT3M)**



Fuente: Bloomberg & BBVA Research

Gráfica 12  
**Probabilidad del primer incremento de las tasas de los fondos federales (%)**



Fuente: Banco de la Reserva Federal y BBVA Research

En general, seguimos siendo optimistas sobre la economía de EEUU en los próximos años. Continúa el ejercicio de equilibrio, con una revisión al alza del crecimiento de 2015 junto con un cambio a la baja en las expectativas de inflación. Preveemos que el crecimiento del PIB real alcanzará los niveles máximos de la última década en los próximos años y se situará en 2.9% en 2015 y en 2.8% en 2016. Las sorpresas al alza, como las que observamos en el 3T14, permitirían a la Fed acelerar el ritmo de los movimientos al alza de las tasas. En la parte negativa, los riesgos reflejan en su mayor parte la menor actividad global y la mayor presión a la baja sobre la inflación.

### 3 Impacto Regional del Petróleo

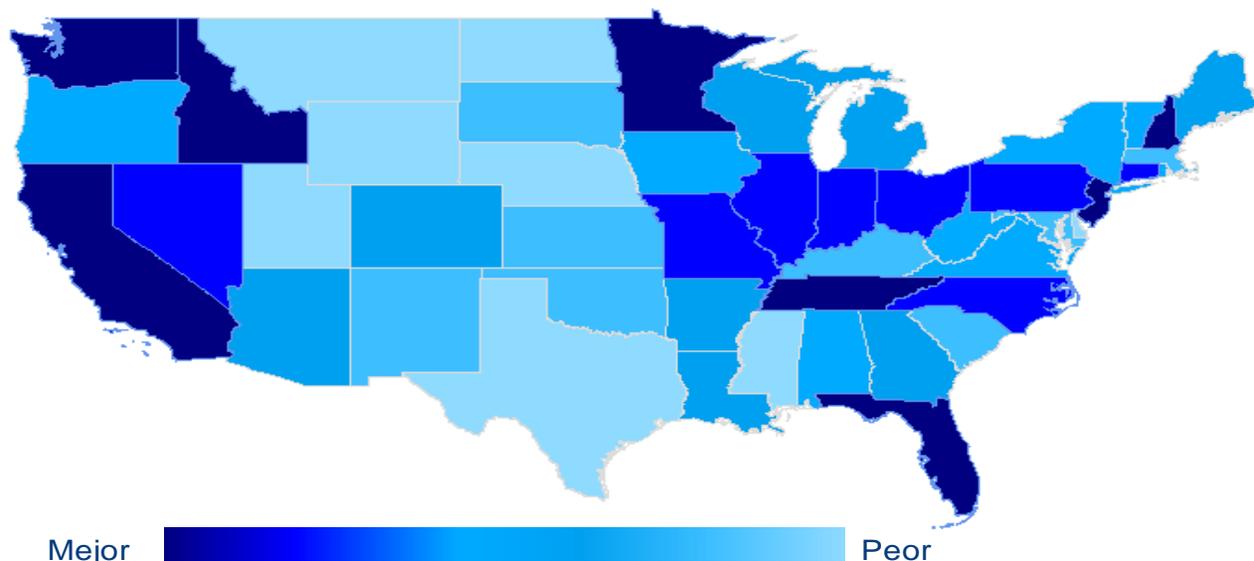
#### Reequilibrio regional y respuesta a la caída de los precios de la energía

A pesar de los factores negativos para los estados productores de petróleo, uno de los resultados más probables de la caída de los precios del crudo será el reequilibrio entre estados y regiones. La recuperación impulsada por el petróleo en EEUU dejó rezagados a muchos estados pobres en materias primas. Ahora, estos estados serán los que más se beneficien y probablemente liderarán un crecimiento más fuerte y más generalizado en 2015 y 2016, lo que creará un excepcional riesgo al alza para la economía de EEUU. En particular, California y Florida, estados que experimentaron una fuerte contracción y una lenta recuperación de la crisis, están destinados a ser dos de los mayores beneficiarios de las caídas de los precios. El potencial aumento del crecimiento podría significar 2.0 pp adicionales de crecimiento en 2015 y 2016 para California y Florida, que a lo largo de la recuperación han registrado una tasa de 1.5% y 0.8%, respectivamente.

Los principales estados productores de petróleo, como Dakota del Norte, Wyoming, Nuevo México, Oklahoma y Alaska se verán afectados negativamente por la caída de los precios del petróleo, pues la transferencia desde el sector del petróleo y el gas a los consumidores no será lo suficientemente grande como para contrarrestar el retroceso de la inversión. Los riesgos a la baja van desde una importante recesión en Wyoming a un crecimiento positivo en Nuevo México, si bien a un ritmo medio más bajo.

Mapa 1

#### Reequilibrio entre los estados: PIB



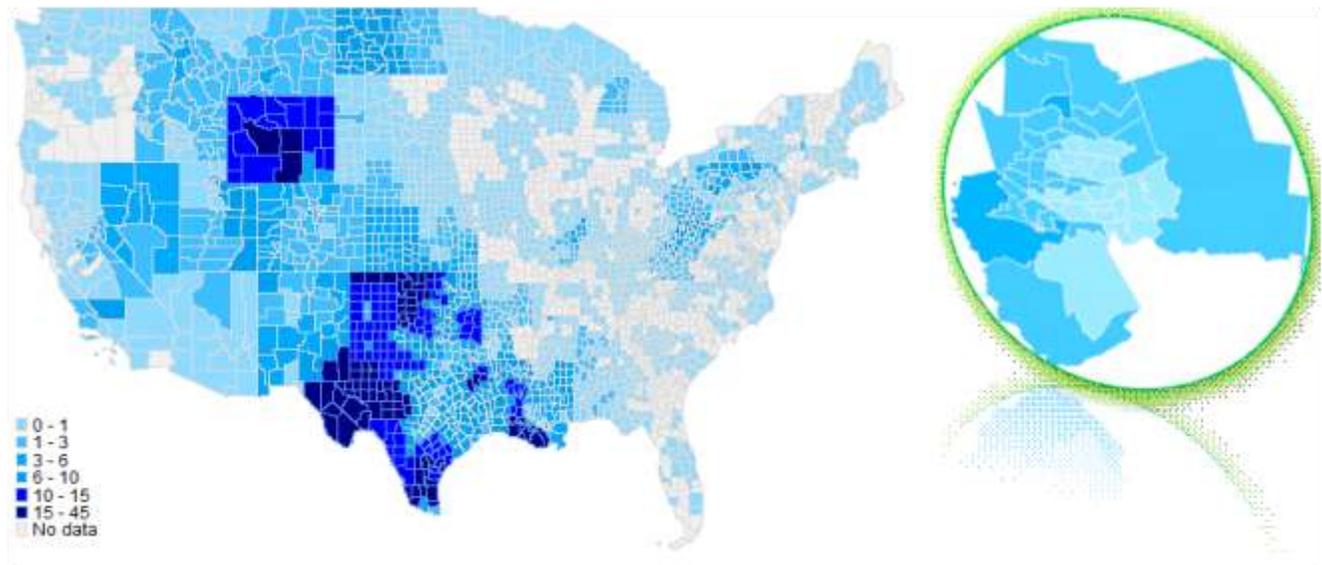
Fuente: BBVA Research, Haver Analytics y BLS

El reciente recuerdo del colapso de los precios del petróleo en la década de 1980 y el estancamiento de los precios en la década siguiente dejaron una marca duradera en la economía de Texas. Estos recuerdos y la creciente importancia de un porcentaje nada trivial de sectores altamente productivos, que se benefician de los precios más bajos, respaldan nuestras perspectivas de un crecimiento más lento, pero no obstante positivo en 2015 y 2016. Pero a pesar de la creciente diversidad económica, Texas y las grandes áreas metropolitanas como Houston siguen teniendo altas

concentraciones de trabajadores en el sector de la energía. Además, basándonos en un modelo de dos fases basado en la actividad, hemos comprobado que una caída de 10% en los precios del petróleo produce una caída media de 3.8% en el empleo del sector de la minería, en igualdad de circunstancias. En la situación actual, con los precios del petróleo con tendencia a cerrar en 50 \$/barril y con el número de pozos de Texas mostrando una tendencia hacia los niveles más bajos de la crisis (de 902 unidades en noviembre de 2014 a 576 unidades en febrero de 2015), nuestro nuevo escenario central es que el PIB de Texas se desacelerará a 1.9% en 2015 y a partir de ahí, subirá a 3.6% en 2016.

Mapa 2

#### Extracción de petróleo y gas y concentración de empleo en servicios de apoyo a la minería (cociente de ubicación)

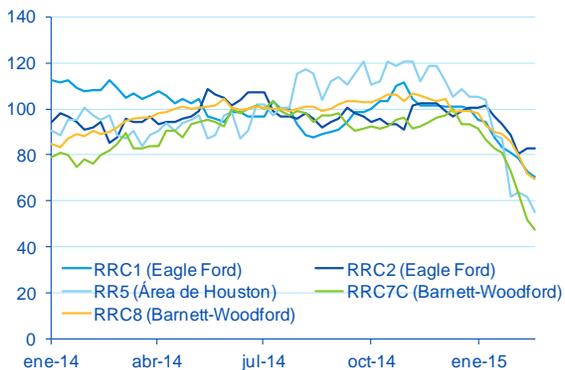


\*MSA de Houston, concentraciones mostradas por Public Use MicroArea (PUMA) en la ventana  
Fuente: BBVA Research e IPUMS

Hasta ahora, los indicios de desaceleración de la actividad han sido heterogéneos. La actividad de los pozos, que se utiliza de forma generalizada como proxy de la actividad de exploración y producción, ha mostrado una fuerte relación histórica, posiblemente un vínculo causal, con la economía real. El recuento ha comenzado su tendencia a la baja después de mantenerse relativamente estable durante las caídas de precios de 2014. Este descenso está en línea con las tendencias históricas que muestran que la actividad va de la mano de los precios del petróleo. Como resultado, las expectativas de precios del petróleo más bajos se han tomado en cuenta en los planes de capital y en las estrategias de exploración y producción, por lo que la actividad de los pozos ha caído de forma pronunciada y está ahora 36% por debajo de los niveles máximos de julio. A pesar de la espectacular caída en la actividad de perforación o de los pozos, la producción ha seguido acelerándose en Texas, que ahora produce 3.8 millones de barriles al día (1.3 millones de barriles/día en enero de 2009.). La falta de respuesta de la producción a la caída de la actividad de los pozos persistirá mientras las compañías sigan cerrando los pozos menos productivos y manteniendo las operaciones en áreas de perforación más prolíficas que ya tienen flujos de caja positivos en base al proyecto. La respuesta retardada en la actividad también ha servido para aislar por ahora el mercado de trabajo de Texas, pues el ritmo de crecimiento del empleo repuntó inesperadamente en el segmento de extracción de petróleo y gas y los servicios de apoyo en diciembre.

Gráfica 13

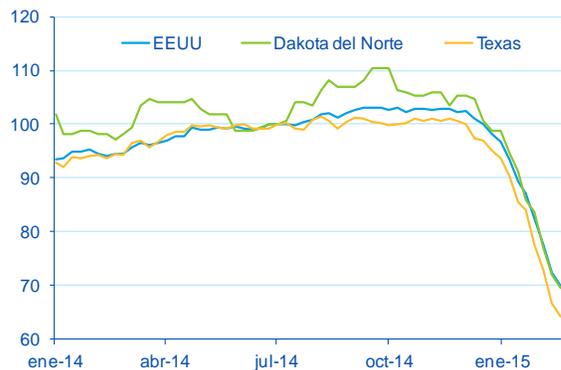
**Número de pozos activos en los distritos ferroviarios de Texas (Índice: julio 2014=100)**



Fuente: BBVA Research, Baker Hughes y Haver Analytics

Gráfica 14

**Número de pozos activos (Índice: julio 2014=100)**



Fuente: BBVA Research, Baker Hughes y Haver Analytics

Aunque las condiciones de la demanda mundial están mejorando desde el 4T14, el incesante incremento de la oferta de petróleo mundial es probable que siga contrarrestando las condiciones económicas mundiales más favorables y mantenga los precios bajos a corto plazo. Al igual que los consumidores del resto de EEUU, los residentes de Texas se beneficiarán de los costos más bajos de la gasolina y la energía. La mejora del balance de los consumidores actúa como una desgravación fiscal de facto, aumentando el ingreso disponible de los hogares, especialmente para las personas con ingresos más bajos que dedican una gran parte de su ingreso al consumo. Sin embargo, a pesar de que es favorable para el consumidor, se contrarresta con una inversión más débil, un crecimiento del ingreso menor, pérdidas de empleo en el sector de la minería e incertidumbre con respecto al empleo y al ingreso futuro, y el hecho de que el empleo del sector tiende a estar en el extremo más alto de la distribución de salarios altos neutralizará este efecto y probablemente lleve a mayores niveles de desempleo y a una apreciación más lenta de la vivienda. En concreto, prevemos que el desempleo tenderá hacia 5.5% en 2015 y 2016, pero se mantendrá muy por debajo de los máximos de la recesión durante el periodo de estrés. En cuanto a los precios de la vivienda, nuestro escenario central considera que dichos precios se desacelerarán en 2015 debido a la reposición de inventarios, la menor asequibilidad, las presiones alcistas sobre las tasas de interés y las dificultades de los que compran una vivienda por primera vez para tener acceso a las hipotecas. Las presiones agregadas de tasas de desempleo más elevadas y crecimiento más débil solo supondrán más presiones bajistas para los precios en 2015 y 2016, pero en nuestro escenario central los precios se mantienen en territorio positivo durante este periodo.

Dicho todo esto, es importante observar que estas previsiones incorporan un entorno de crecimiento mundial más positivo y no tienen en cuenta otros choques idiosincráticos derivados de la incertidumbre geopolítica o de un crecimiento menor de lo anticipado en América Latina, ni una desaceleración más drástica de la actividad económica en China. Además, la incertidumbre de los mercados con respecto a la producción mundial futura o un crecimiento más débil de lo previsto en Europa y Japón podría hacer bajar más los precios, pues los grupos de interés pugnan por la cuota de mercado en un mercado menguante y con exceso de oferta. En su conjunto, estos factores podrían desestabilizar el delicado equilibrio de Texas y apuntar hacia la recesión en el 2S15 y en 2016.

Existen riesgos a la baja para los sectores y los estados que dependen de la energía, pero la caída de los precios del petróleo es netamente positiva para la economía de EEUU, pues beneficiará a los consumidores y a los sectores que consumen mucha energía. De hecho, los precios de la energía más bajos conducirán a un saludable proceso de reequilibrio y servirán de apoyo a las regiones que se han quedado más rezagadas durante el ciclo de expansión. Esto también beneficiará a los consumidores que han tenido dificultades para sanear sus balances y reducir la deuda en un entorno de mercados de trabajo poco entusiastas y bajo crecimiento de los salarios.

## 4 Previsiones Económicas

Cuadro 1

	3T13	4T13	1T14	2T14	3T14	4T14	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
PIB real (% anualiz. y desest.)	4.5	3.5	-2.1	4.6	5.0	2.2	1.6	2.3	2.2	2.4	2.9	2.8	2.8	2.9
PIB real (contribución, pp)														
Consumo personal	1.4	2.5	0.8	1.8	2.2	2.8	1.6	1.3	1.6	1.7	1.9	1.8	1.7	1.6
Inversión fija bruta	2.5	0.6	-1.1	2.9	1.2	0.8	0.7	1.3	0.8	1.0	0.6	0.8	1.0	1.0
No residencial	0.7	1.2	0.2	1.2	1.1	0.6	0.9	0.8	0.4	0.8	0.7	0.7	0.7	0.8
Residencial	0.3	-0.3	-0.2	0.3	0.1	0.1	0.0	0.3	0.3	0.1	0.2	0.3	0.2	0.2
Exportaciones	0.7	1.3	-1.3	1.4	0.6	0.4	0.9	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5	0.6	0.6
Importaciones	-0.1	-0.2	-0.4	-1.8	0.2	-1.6	-0.9	-0.4	-0.2	-0.6	0.3	-0.1	-0.2	-0.3
Gobierno	0.0	-0.7	-0.2	0.3	0.8	-0.3	-0.7	-0.3	-0.4	0.0	0.1	0.0	-0.1	0.0
Tasa de desempleo (% promedio)	7.2	7.0	6.6	6.2	6.1	5.7	8.9	8.1	7.4	6.2	5.3	4.9	4.6	4.5
Nómina no agrícola promedio (miles)	190	217	193	284	237	324	173	188	199	260	229	234	252	256
Precios al consumidor (% a/a)	1.5	1.2	1.4	2.1	1.8	1.2	3.1	2.1	1.5	1.6	1.5	2.1	2.2	2.3
Subyacente al consumidor (% a/a)	1.7	1.7	1.6	1.9	1.8	1.7	1.7	2.1	1.8	1.7	1.9	2.1	2.2	2.3
Balance fiscal (% PIB)	-	-	-	-	-	-	-8.7	-6.8	-4.1	-2.9	-2.7	-2.6	-2.6	-2.7
Cuenta corriente (bdp, % PIB)	-2.4	-2.0	-2.6	-	-	-	-3.0	-2.8	-2.4	-2.5	-2.9	-2.9	-2.5	-2.3
Tasa objetivo Fed (% fdp)	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.50	1.50	2.50	3.25
Índice S&P Case-Shiller (% a/a)	11.50	11.73	11.24	7.92	5.63	5.05	-3.83	3.90	11.09	7.40	6.10	5.70	4.38	3.25
Valores tesoro 10 años (rend. % fdp)	2.81	2.90	2.72	2.60	2.53	2.21	1.98	1.72	2.90	2.21	2.60	3.11	3.54	3.90
Dólar EEUU / Euro (fdp)	1.34	1.37	1.38	1.36	1.29	1.23	1.32	1.31	1.37	1.23	1.15	1.20	1.28	1.32
Precio del Brent (dpb, promedio)	110.3	109.3	108.2	109.7	102.0	76.3	111.3	111.7	108.7	99.0	60.0	90.8	99.5	100.5

Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

**AVISO LEGAL**

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Este informe ha sido elaborado por la unidad BBVA Research EEUU

**Economista Jefe**

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

Kim Fraser  
kim.fraser@bbva.com

Shushanik Papanyan  
Shushanik.Papanyan@bbva.com

*Formación y diseño*  
Fernando Tamayo

Marcial Nava  
marcial.nava@bbva.com

Boyd Stacey  
boyd.stacey@bbva.com

Amanda Augustine  
amanda.augustine@bbva.com

**BBVA Research****Economista Jefe del Grupo**

Jorge Sicilia Serrano

**Economías Desarrolladas**

Rafael Doménech Vilariño  
r.domenech@bbva.com

*Estados Unidos*

Nathaniel Karp  
nathaniel.karp@bbva.com

*España*

Miguel Cardoso Lecoutois  
Miguel.cardoso@bbva.com

*Europa*

Miguel Jiménez González-Anleo  
mjimenezg@bbva.com

**Mercados Emergentes**

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

*Análisis Transversal Eco. Emergentes*

Alvaro Ortiz Vidal-Abarca  
alvaro.ortiz@bbva.com

*Asia*

Le Xia  
le.xia@bbva.com

*México*

Carlos Serrano Herrera  
carlos.serranoh@bbva.com

*Coordinación LatAm*

Juan Manuel Ruiz Pérez  
juan.ruiz@bbva.com

*Argentina*

Gloria Sorensen  
gsorensen@bbva.com

*Chile*

Jorge Selaive Carrasco  
jselaive@bbva.com

*Colombia*

Juana Téllez Corredor  
juana.tellez@bbva.com

*Perú*

Hugo Perea Flores  
hperea@bbva.com

*Venezuela*

Oswaldo López Meza  
oswaldolopez@bbva.com

**Sistemas Financieros y Regulación**

Santiago Fernández de Lis  
sfernandezdelis@bbva.com

*Sistemas Financieros*

Ana Rubio  
arubiog@bbva.com

*Inclusión Financiera*

David Tuesta  
david.tuesta@bbva.com

*Regulación y Políticas Públicas*

María Abascal  
maria.abascal@bbva.com

*Política de Recuperación y Resolución*

José Carlos Pardo  
josecarlos.pardo@bbva.com

*Coordinación Regulatoria Global*

Matías Viola  
matias.viola@bbva.com

**Áreas Globales***Escenarios Económicos*

Julián Cubero Calvo  
juan.cubero@bbva.com

*Escenarios Financieros*

Sonsoles Castillo Delgado  
s.castillo@bbva.com

*Innovación y Procesos*

Oscar de las Peñas  
oscar.delaspenas@bbva.com

**Datos de contacto:**

BBVA RESEARCH USA  
2200 Post Oak Blvd.  
Houston, TX 77025  
Estados Unidos.  
Email: [researchusa@bbva.com](mailto:researchusa@bbva.com)  
[www.bbva.com/research](http://www.bbva.com/research)  
[www.bbva.com/compass/research/](http://www.bbva.com/compass/research/)  
[twitter.com/BBVAResearchUSA](https://twitter.com/BBVAResearchUSA)