

# Situación Estados Unidos

Segundo Trimestre 2015  
Unidad EEUU

- El crecimiento más lento de las economías emergentes contrarresta la moderación de EEUU y una recuperación más firme en la zona euro
- El consumo interno seguirá superando a la débil demanda mundial, lo que contribuirá a un crecimiento más fuerte de EEUU en 2015 a pesar de que el primer trimestre fue débil
- La reciente actividad económica sigue apoyando un aumento de las tasas de los fondos de la Fed en septiembre, con un ritmo gradual de incrementos a partir de entonces

## Índice

1. Perspectiva Global	3
2. Situación EEUU	7
3. Previsiones Económicas	11

Fecha de cierre: 11 de mayo de 2015

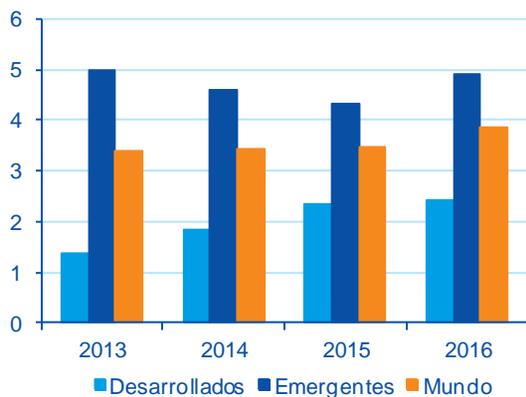
# 1 Perspectiva Global

## El crecimiento global sufre la desaceleración de las economías emergentes

El crecimiento mundial se desaceleró en el primer trimestre de 2015 para situarse en una tasa anualizada de aproximadamente 3.0%, casi medio punto por debajo de nuestra estimación para la segunda mitad de 2014. Esta desaceleración es coherente con la moderación de la actividad en EEUU, la recuperación más firme de la zona euro y un crecimiento más lento en el grueso de los mercados emergentes (ME). En cualquier caso, nuestras perspectivas son un crecimiento mundial moderado, más o menos en línea con la media de los dos últimos años, sin tensiones inflacionarias a nivel global y dispar en las diversas áreas geográficas. Esta diferenciación entre geografías también afecta al rendimiento de los mercados financieros, en concreto entre los ME.

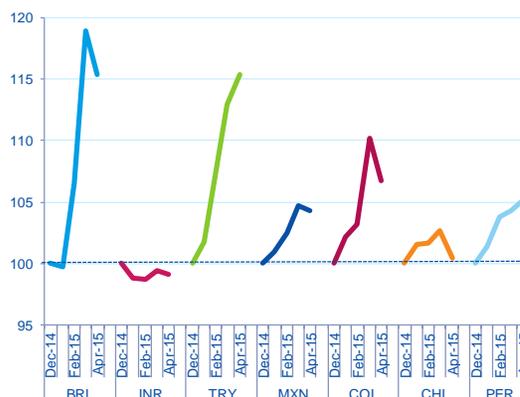
El hecho de que la actividad global se haya comportado un poco peor de lo previsto en el 1T15, sumado al impacto de la débil demanda interna, la estabilización de los precios de las materias primas en niveles bajos y el movimiento al alza de las tasas de la Fed sobre las principales economías emergentes, nos ha llevado a revisar nuestra previsión de crecimiento para 2015 a 3.5%, 0.1 pp menos de lo previsto en enero y solo 0.1 pp por encima de la cifra de 2014.<sup>1</sup> En 2016, el PIB mundial debería registrar un crecimiento medio de 3.9%, en parte como resultado de las políticas de expansión monetaria en los países desarrollados, por lo que debería alcanzar la mejor cifra registrada desde 2010. Asumiendo una desaceleración gradual de China, las economías emergentes deben arreglárselas para poner fin al declive actual gracias a los efectos positivos de las economías desarrolladas, al incremento estable de los precios de las materias primas y a un ciclo de movimientos alcistas de las tasas de interés por parte de la Fed que será más gradual que en episodios anteriores.

Gráfica 1  
**PIB mundial: crecimiento anual previsto 2015-16 (%)**



Fuente: BBVA Research

Gráfica 2  
**Tipo de cambio respecto al dólar, dic. 14=100**  
**Un aumento del índice denota la apreciación del dólar**



Fuente: BBVA Research y Bloomberg

El aumento progresivo de los precios de las materias primas, en línea con las previsiones de BBVA Research, y el reforzamiento de las políticas monetarias flexibles han sido dos de los elementos más destacables del panorama

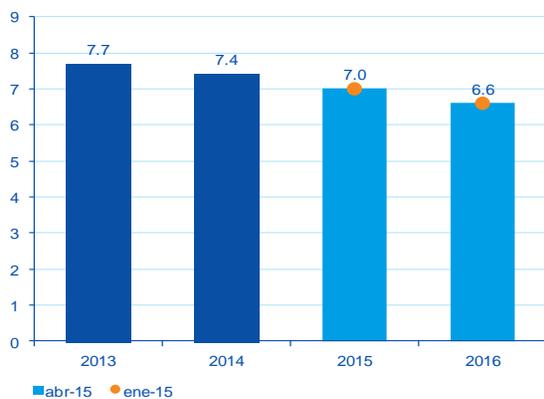
<sup>1</sup> Hay que destacar el impacto en la estimación del PIB mundial de la revisión de la Contabilidad Nacional de la India. El crecimiento económico hindú ha pasado de 5.0% a 7.2% en 2013-14 lo que eleva el crecimiento del PIB mundial entre 1 y 2 décimas, un repunte que también se incorpora a las previsiones.

económico mundial en los últimos meses. El efecto base del primer elemento ha contribuido a frenar la caída de las tasas de inflación en determinadas regiones geográficas, sobre todo en los países desarrollados, lo que, junto con el cambio de tono de las políticas monetarias, ha anclado las expectativas de inflación que los mercados ya habían descontado. Sin embargo, ambos elementos no han conseguido impedir que los indicadores de volatilidad financiera siguieran repuntando, si bien desde niveles muy bajos y solo de forma gradual. Esto parece coherente con un contexto de incertidumbre sobre la fortaleza de la recuperación económica, los plazos y la intensidad de la normalización de la Fed y las distorsiones provocadas por la expansión del balance del BCE en los niveles de precios de los activos financieros con mayor peso en las carteras de los agentes económicos.

El otro lado de la moneda es la apreciación del dólar estadounidense a nivel mundial y la depreciación prácticamente generalizada de las monedas de las economías emergentes, que es más pronunciada en aquellos países que dependen en mayor medida del financiamiento extranjero, en los que tienen una mayor cuota de ingresos procedentes de las exportaciones de materias primas o en aquellos con mayor reacción al escenario de liquidez global. Además, los países que decidieron implementar políticas monetarias expansivas dados esos "fundamentales" han sido los que han salido peor parados de ello. A corto plazo, la depreciación de las monedas emergentes puede promover la competitividad externa de esos países y dar un impulso al crecimiento económico. Dicho esto, puede terminar por dar lugar a efectos adversos que son dispares entre las distintas economías y segmentos institucionales, haciendo más difícil el refinanciamiento de la deuda en moneda extranjera (en la mayoría de los casos en dólares) y, por consiguiente, haciendo este servicio más costoso.

En China, el deterioro económico se ha acelerado en los últimos meses; el PIB ha avanzado 7.0% anual en el 1T15. Los indicadores del balance de actividad ponen el foco de ajuste en el sector industrial (la producción está creciendo por debajo de 7.0% a/a, un mínimo histórico) y en la inversión en activos fijos (casi 14.0% a/a, dos puntos por debajo de la media de 2014), a la vez que revelan un rendimiento relativamente mejor del consumo privado, respaldado por la pujanza del mercado de trabajo y la caída de la inflación (1.3% en marzo).

Gráfica 3  
China: crecimiento económico, % anual



Fuente: BBVA Research

Gráfica 4  
China: producción industrial y ventas minoristas (% a/a)



Fuente: BBVA Research y BIS

Hay varios factores detrás de la desaceleración de la economía china. En primer lugar, se está produciendo una corrección en el mercado inmobiliario, lo que repercute en la inversión en construcción y en la actividad de los sectores auxiliares. En segundo lugar, la incertidumbre política antes del Congreso Nacional Popular de marzo ha dejado en espera las decisiones de las empresas con respecto a la expansión de la capacidad productiva o a los

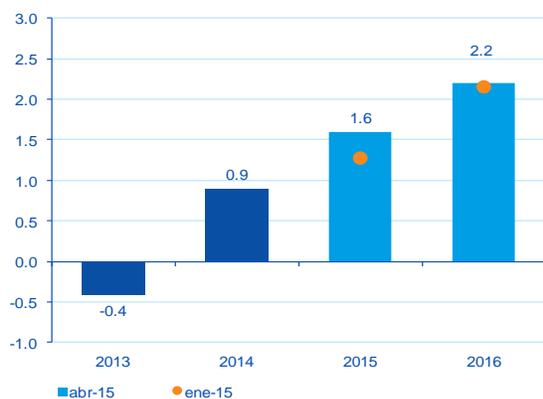
contratos nuevos. En tercer lugar, se ha producido una caída de la competitividad global debido a la apreciación del yuan en todo el mundo (en términos de tipo de cambio efectivo real). Por último, pero no menos importante, los efectos de la consolidación fiscal de las autoridades locales que comenzó en el 2S14.

La naturaleza estructural de los factores mencionados respalda nuestra valoración de que China crecerá a un ritmo más lento a mediano plazo, y con mayor volatilidad. El objetivo de una tasa de crecimiento anual de 7.0% en 2015 (que fue establecido por las autoridades chinas) se basa en la implementación de nuevas medidas de estímulo, tanto monetarias como fiscales, que permitan un aterrizaje suave de la economía sin poner en peligro el proceso de ajustes internos que ya está en marcha y el desarrollo de reformas estructurales para elevar el potencial de crecimiento. Es probable que el gobierno central efectúe nuevos recortes en la tasa de referencia (a 5.1% a finales de este año) y en las reservas mínimas que mantienen los bancos, y que aplique una mayor expansión fiscal. Esto llevará a una depreciación del yuan que limitará el pequeño impacto de la demanda externa en la actividad agregada.

De las economías desarrolladas, la zona euro es la que está teniendo el mejor rendimiento relativo a medida que transcurre 2015. El PIB podría haber crecido 0.4-0.5% t/t en los tres primeros meses del año, lo que supondría el ritmo más rápido desde mediados de 2011. El consumo privado y las exportaciones contrarrestarán la debilidad continuada de la inversión; Alemania y España están a la cabeza del crecimiento del conjunto de la zona. La flexibilización de las condiciones financieras y la depreciación del euro desencadenada por el programa de flexibilización cuantitativa del BCE, junto con la caída del precio del petróleo, están resultando de importancia crucial para la reciente recuperación. La naturaleza menos restrictiva de la política fiscal y la contención de la caída de los salarios nominales en los países de la periferia también contribuyen a promover el crecimiento.

El mantenimiento de estos factores de apoyo durante el resto del año podría llevar a que el PIB subiera a 1.6%, 0.3 pp por encima de las previsiones que hicimos en enero. Hasta ahora, la constante mejora de la demanda interna no está provocando un incremento de la inflación subyacente, que se mantiene estable en 0.6%. Este es un elemento que, junto con el aumento del precio del petróleo, mantendrá la inflación en un nivel cerca de 0.0% en 2015 y por debajo de 1.5% en 2016.

Gráfica 5  
Zona euro: crecimiento económico, % anual



Fuente: BBVA Research

Gráfica 6  
Tipo de cambio real efectivo, enero 2007=100  
Un incremento del índice implica apreciación



Fuente: BBVA Research y BIS

En lo que respecta al reciente programa de compra de activos del BCE (el volumen de compras de valores privados y públicos era de aproximadamente 134 mil millones de euros a mediados de abril), los canales de transmisión que muestran la mayor reacción son la depreciación del euro (su tipo de cambio efectivo real está en el nivel más bajo desde 2002) y el recorte de las tasas de interés a largo plazo y de las primas de riesgo. Queda por ver cómo esto se transfiere a los diferenciales y al nuevo negocio del crédito bancario, así como a las expectativas de inflación a largo plazo. Estas últimas llevan ancladas desde que se anunció la flexibilización cuantitativa de los bonos emitidos por el gobierno, pero siguen todavía por debajo de la tasa de referencia del BCE, 2.0%.

Una desaceleración más acentuada de lo previsto en la economía china y las crecientes tensiones políticas e institucionales en Grecia componen los riesgos principales para la zona euro a corto plazo. En el primer caso, la demanda china, más lenta, frenaría el crecimiento de las exportaciones, que es crucial para la mejora sostenida del PIB, y en el segundo caso, el riesgo vendría de la posible reapertura del debate sobre la composición actual de la zona monetaria, que podría provocar un aumento sustancial de la volatilidad financiera. Las restricciones de liquidez a las que se enfrenta Grecia para pagar la ayuda financiera oficial próximamente según los distintos programas de rescate y la reticencia de las organizaciones implicadas a la hora de renovar o de flexibilizar sus condiciones añadirá incertidumbre acerca de la resolución de la crisis griega como mínimo hasta finales del 2T15.

El balance de riesgos para este escenario sigue a la baja. Primero, los conflictos geopolíticos podrían resultar en trastornos de la actividad en Oriente Medio y Europa del Este (Ucrania y Rusia), y podría tener repercusiones mundiales a través de los canales financieros y las expectativas. Segundo, si la desaceleración de China resulta aún más grave de lo previsto, podría llevar a la aplicación de estímulos que retrasarían los procesos de ajuste necesarios en sectores con un gran apalancamiento o con una gran dependencia del mercado inmobiliario. Tercero, pero no menos importante, persisten las incertidumbres en la zona euro. La valoración positiva del progreso que se ha hecho en la unión bancaria y en el fortalecimiento del ciclo económico queda contrarrestada por el riesgo de que no se alcance un acuerdo entre Grecia y las autoridades europeas que garantice el financiamiento del primero sin comprometer la agenda de reformas dirigidas a mejorar la capacidad de crecimiento del país y a asegurar su autosuficiencia financiera. Si debido a una falta de acuerdo el resultado fuera el incumplimiento de Grecia con su servicio de deuda, se abriría un escenario que podría terminar en el evento extremo de una salida griega, lo que pondría a prueba la capacidad del BCE para evitar el contagio financiero y el compromiso de las autoridades con un mayor fortalecimiento de la unión monetaria.

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

## 2 Situación EEUU

### La economía de EEUU lucha por pasar la página

El lento inicio de 2015 ha proyectado una sombra sobre una economía que por lo demás se fortalece. Hace solo unos meses estábamos más convencidos de que la evidencia apuntaba a una expansión sólida y sostenible, pero ahora parece que hemos dado un paso atrás después de un pequeño avance. Los últimos datos son todavía demasiado familiares (recuerdan la importante contracción del 1T14), aunque el mal tiempo es solo una pieza del rompecabezas que ha frenado el crecimiento en el 1T15. Las presiones a la baja procedentes de un dólar apreciado, el débil crecimiento global y una reducción de la inversión de capital en el sector de la energía parecieron intensificarse en el primer trimestre, y no hay certeza de cuánto se van a alargar estas influencias. A pesar de estas preocupaciones, mantenemos nuestra previsión anual para 2015 en 2.9%, bajo el supuesto de que la mayor fortaleza del consumo y la inversión privada se traducirán en un crecimiento más alto en el 2T-4T (con un promedio en torno a 3.8% t/t desestacionalizado y anualizado), lo que contribuirá a compensar el débil crecimiento del primer trimestre, que fue tan solo 0.2% (o incluso más bajo si los datos entrantes se revisan y son más débiles de lo que se había informado originalmente).

Gráfica 7

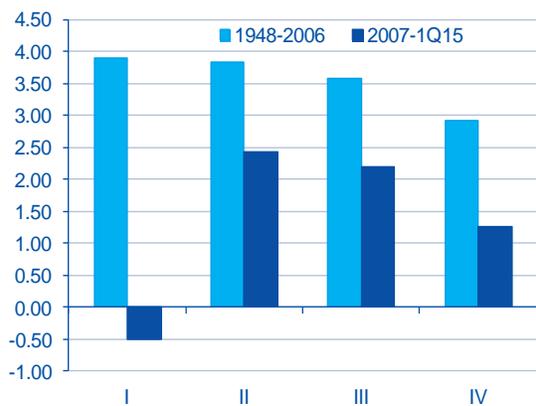
#### Aportaciones al PIB real (variación % t/t anualizado y desestacionalizado y puntos porcentuales)



Fuente: BEA y BBVA Research

Se prevé que el consumo interno seguirá compensando la lenta demanda mundial, en espera de una mayor apreciación del dólar estadounidense. El consumo privado real seguirá siendo el factor más fuerte y más estable que contribuirá al crecimiento en los próximos años, pues los balances de los hogares siguen mejorando y la mayor parte del resto de los componentes del PIB tienen dificultades para tomar impulso durante más de un trimestre seguido. La debilidad del 1T15 ha dado como resultado una gran demanda acumulada (de automóviles, equipamiento para el hogar, etc.) que debería volver a reflejarse en los libros de contabilidad en los próximos trimestres, especialmente a medida que nos acercamos a los meses de las vacaciones de verano.

Gráfica 8  
**Crecimiento del PIB real, medias trimestrales**  
(var. % t/t, tasa anualizada y desestacionalizada)



Fuente: BEA y BBVA Research

Gráfica 9  
**Crecimiento de los salarios**  
(variación % anual)



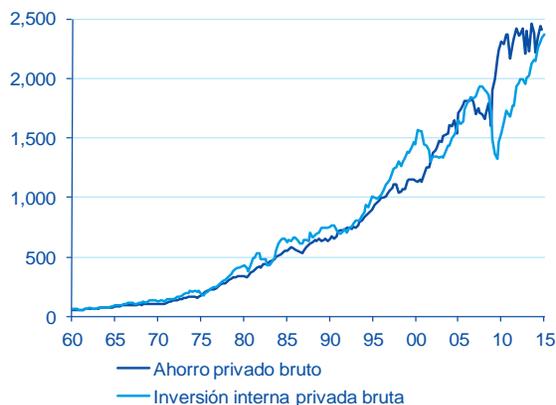
Fuente: BLS y BBVA Research

El crecimiento del empleo y de los salarios seguirá respaldando un consumo más fuerte, aunque se produzca a un ritmo gradual. La preocupación por una desaceleración del crecimiento del empleo se redujo considerablemente en abril, cuando el empleo no agrícola volvió a mostrar ganancias por encima de 200 mil puestos. El desalentador informe de marzo se revisó a la baja (de 126 mil a 85 mil empleos), pero los 223 mil puestos de trabajo de abril contribuyen a dejar la decepción en su sitio, dentro de un débil 1T15. Estas ganancias, aunque bajas desde una perspectiva histórica, siguen respaldando la mejora del mercado de trabajo en el entorno actual de una participación de la población activa por debajo de la media y de un crecimiento más lento de la fuerza laboral. En lo que respecta al crecimiento de los salarios, los ingresos medios por hora del sector privado se mantienen estables en torno a 2.0% en términos anuales, todavía muy por debajo del promedio histórico (desde 1983), situado justo por encima de 3.0%. Este es también el caso de otros indicadores de salarios, incluido el Índice de costo del empleo (ECI por sus siglas en inglés). A pesar del último informe en el que se observa otro fuerte incremento del ECI (un aumento de 0.7% en el 1T15), los salarios siguen estando por debajo de la media. Aun así, cualquier movimiento de los salarios al alza será una buena señal para los trabajadores y contribuirá a fomentar el consumo en los próximos meses, especialmente en un entorno de baja inflación que ayuda a mantener las ganancias salariales reales.

Aunque el consumo ya se había recuperado de la crisis a finales de 2010, la inversión empresarial ha tardado unos cuantos años más en llegar al máximo anterior a la crisis. De hecho, la inversión interna privada bruta real solo llegó al máximo anterior a la recesión en el 4T14. ¿Por qué ha sido tan lenta esta recuperación de la inversión privada? Las empresas siguen atesorando efectivo, con pocas presiones para incrementar los salarios o para asumir gastos de capital adicionales. Es probable que esta tendencia empiece a cambiar a medida que las empresas perciban que hay mayores incentivos para invertir en el país en vez de hacerlo en el extranjero, como ha sido el caso en los últimos años. La importante brecha entre el ahorro privado y la inversión por fin se está reduciendo, pero todavía queda un largo camino por recorrer antes de que podamos realmente considerar que estamos cerca de un periodo de expansión. En 2015, esperamos avances en la inversión privada, pero la incertidumbre de la política monetaria limitará la actividad hasta que llegemos a una trayectoria más clara de aumentos de las tasas de interés. Además, la falta de inversión en el sector de la energía seguirá siendo una carga, al menos a corto plazo. La inversión real en exploración de petróleo y gas se redujo cerca de 50% t/t desestacionalizado y anualizado en el primer trimestre de este año, y deberíamos ver caídas adicionales si los precios del petróleo se mantienen bajos durante el resto del año. En 2002, el gasto total de capital en este sector fue de 58 mil millones de dólares. Durante el *boom* del esquisto, la

inversión se incrementó continuamente y llegó a 358 mil millones de dólares en 2014. Por consiguiente, es probable que continúe una reducción significativa incluso después de este año.

Gráfica 10  
**Ahorro privado bruto e inversión, empresas nacionales (tasa anual desest., miles de millones de dólares)**



Fuente: BEA y BBVA Research

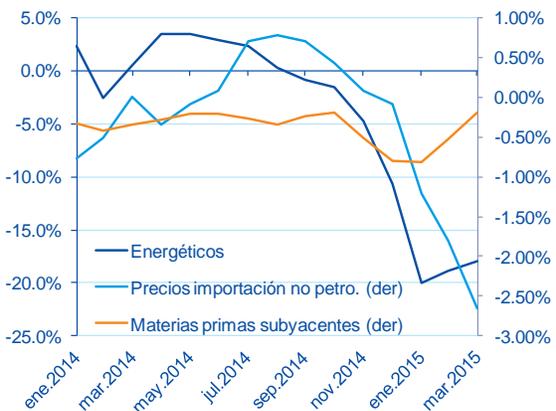
Gráfica 11  
**Tipo de cambio ponderado por comercio y EEUU Exportaciones (enero 97=100, millones de dólares, desest.)**



Fuente: Banco Reserva Federal, Of. del Censo, y BBVA Research

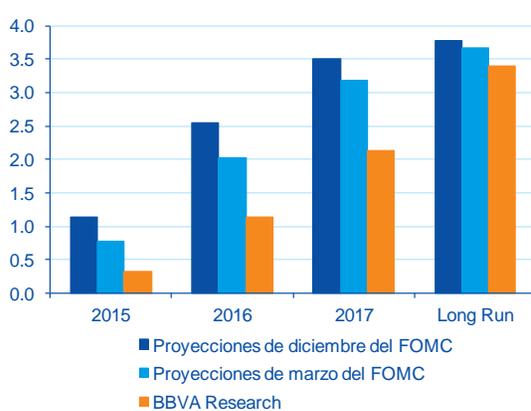
La apreciación del dólar estadounidense, más rápida de lo esperado, ha repercutido notablemente en nuestras expectativas sobre las exportaciones netas en los próximos años. Aunque en EEUU ha habido una sólida mejora de la producción orientada a las exportaciones, el dólar apreciado en una economía mundial ya vulnerable será un freno mayor para los ingresos y el crecimiento. La demanda desde el extranjero ha caído de forma sustancial, pero al mismo tiempo la demanda interna de bienes importados seguirá siendo fuerte. Por tanto, esperamos ver un aumento del déficit comercial, especialmente en productos no relacionados con el petróleo, pues las importaciones eclipsarán significativamente a las exportaciones en los próximos años, dependiendo, naturalmente, de la evolución del tipo de cambio del dólar.

Gráfica 12  
**Precios energéticos y no energéticos (variación % anual)**



Fuente: BLS y BBVA Research

Gráfica 13  
**Previsiones de la tasa de interés media de los fondos federales (% anual)**



Fuente: Banco de la Reserva Federal y BBVA Research

Por último, pero no por ello menos importante, está el creciente foco en la flexibilización de la política monetaria en 2015 y 2016. Las políticas divergentes de los bancos centrales en toda la economía mundial seguirán teniendo impacto en los mercados financieros, y es posible que aún más una vez que la Reserva Federal comience con los aumentos de tasas. No es probable que el tropiezo del crecimiento del empleo en marzo lleve a la Fed a apartarse mucho de sus planes, aunque ha contribuido a reducir considerablemente la probabilidad de que se efectúe un movimiento al alza de las tasas en junio (que siempre fue baja en nuestro escenario central). La inflación, por otra parte, se ha convertido en una preocupación. Los puntos de vista del FOMC sobre la inflación se ajustaron en la última declaración para reflejar que los precios han dejado de caer pero “siguen por debajo” del objetivo de la Fed. La declaración también aclaró que la baja inflación se debió solo “en parte” a las caídas de los precios de la energía (no “en su totalidad” como ocurrió en marzo), añadiendo el “descenso de los precios de las importaciones no energéticas” como otra de las razones. La suma de los precios de las importaciones refleja la creciente inquietud de la Fed por la apreciación del dólar estadounidense e indica que se podrían esperar presiones a la baja sobre la inflación subyacente en los próximos meses. Esto abre la posibilidad de que exista mayor incertidumbre en el futuro, pues el FOMC continúa nervioso y observa día a día los datos económicos que van apareciendo.

A pesar del débil primer trimestre, las expectativas de la Fed para la actividad económica futura no han cambiado. Los miembros del FOMC todavía buscan signos que sugieran una perspectiva “razonablemente segura” de que la inflación va a volver a su objetivo a mediano plazo, junto con indicios de una nueva mejora en el mercado de trabajo. Llegados a este punto, la probabilidad de que se vaya a producir un aumento de las tasas en junio es prácticamente nula; sin embargo, parece que los miembros del FOMC están dispuestos a ignorar el débil primer trimestre tan pronto como mejoren los datos en los próximos meses. Por tanto, seguimos esperando el primer incremento de tasas para septiembre, con un ritmo gradual de mejoras a partir de entonces hasta que la economía se muestre más sostenible.

No obstante, los riesgos para el crecimiento de EEUU siguen ligeramente inclinados a la baja, dependiendo de posibles revisiones a la baja a los datos del PIB del 1T15 así como de una nueva depreciación de los factores externos. Los riesgos globales son más amenazadores para la economía de EEUU y entre ellos se incluyen una desaceleración de los mercados emergentes, el deterioro de las condiciones en Europa y la mayor volatilidad financiera. Asimismo, las políticas de los bancos centrales de todo el mundo podrían tener un impacto más negativo a medida que la Fed comience a moverse en dirección opuesta a sus homólogos extranjeros. A nivel nacional, corremos el riesgo de nuevas caídas de la inflación, debilidad de la actividad residencial, recalentamiento financiero, una salida desordenada de la Fed y más choques regionales (como en Texas). Las políticas arriesgadas también serán una preocupación creciente a medida que se intensifique la elección presidencial de 2016. Por otro lado, podrían surgir riesgos al alza derivados de un repunte de las exportaciones si el ritmo de expansión extranjero se acelera y el dólar estadounidense se debilita. Otras posibilidades de riesgos alcistas incluyen un mayor consumo privado si el ingreso real de los hogares aumenta más de lo previsto, mayor inversión privada si las expectativas empresariales siguen mejorando y mayor número de empleos si el mercado inmobiliario crece a un ritmo más fuerte.

### 3 Previsiones Económicas

Cuadro 1

	4T13	1T14	2T14	3T14	4T14	1T15	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
PIB real (% anualiz. y desest.)	3.5	-2.1	4.6	5.0	2.2	0.2	1.6	2.3	2.2	2.4	2.9	2.8	2.8	2.9
PIB real (contribución, pp)														
Consumo personal	2.5	0.8	1.8	2.2	3.0	1.3	1.6	1.3	1.6	1.7	2.0	1.6	1.4	1.5
Inversión fija bruta	0.6	-1.1	2.9	1.2	0.6	0.3	0.7	1.3	0.8	0.9	0.9	1.0	1.1	1.0
No residencial	1.2	0.2	1.2	1.1	0.6	-0.4	0.9	0.8	0.4	0.8	0.9	0.8	0.7	0.8
Residencial	-0.3	-0.2	0.3	0.1	0.1	0.0	0.0	0.3	0.3	0.1	0.2	0.3	0.2	0.2
Exportaciones	1.3	-1.3	1.4	0.6	0.6	-1.0	0.9	0.4	0.4	0.4	0.3	0.5	0.6	0.6
Importaciones	-0.2	-0.4	-1.8	0.2	-1.6	-0.3	-0.9	-0.4	-0.2	-0.7	0.5	-0.1	-0.2	-0.3
Gobierno	-0.7	-0.2	0.3	0.8	-0.4	-0.2	-0.7	-0.3	-0.4	0.0	0.1	0.2	0.2	0.1
Tasa de desempleo (% promedio)	7.0	6.6	6.2	6.1	5.7	5.6	8.9	8.1	7.4	6.2	5.3	4.9	4.6	4.5
Nómina no agrícola promedio (miles)	217	193	284	237	324	184	173	188	199	260	224	233	252	255
Precios al consumidor (% a/a)	1.2	1.4	2.1	1.8	1.2	-0.1	3.1	2.1	1.5	1.6	0.6	1.9	2.2	2.2
Subyacente al consumidor (% a/a)	1.7	1.6	1.9	1.8	1.7	1.7	1.7	2.1	1.8	1.7	1.6	1.7	1.9	2.1
Balance fiscal (% PIB)	-	-	-	-	-	-	-8.7	-6.8	-4.1	-2.9	-2.8	-2.5	-2.4	-2.5
Cuenta corriente (bdp, % PIB)	-2.1	-2.4	-2.3	-2.3	-2.6	-	-3.0	-2.8	-2.4	-2.4	-2.9	-2.7	-2.6	-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 precios viv. Core Logic (% a/a)	11.84	11.07	7.96	5.97	5.10	5.06	-3.81	3.87	11.09	7.40	6.10	5.70	4.38	3.25
Valores tesoro 10 años (rend. % fdp)	2.90	2.72	2.60	2.53	2.21	2.04	1.98	1.72	2.90	2.21	2.40	3.00	3.54	3.90
Dólar EEUU / Euro (fdp)	1.37	1.38	1.36	1.29	1.23	1.08	1.32	1.31	1.37	1.23	1.02	1.12	1.24	1.32
Precio del Brent (dpb, promedio)	109.2	108.2	109.7	101.8	76.4	53.9	111.3	111.7	108.6	99.0	62.9	88.6	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 Chase  
kim.fraser@bbva.com

Marcial Nava  
marcial.nava@bbva.com

Amanda Augustine  
amanda.augustine@bbva.com

Shushanik Papanyan  
Shushanik.Papanyan@bbva.com

Boyd Nash-Stacey  
boyd.stacey@bbva.com

Kan Chen  
kan.chen@bbva.com

*Formación y diseño*  
Fernando Tamayo

**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  
oswaldo.lopez@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  
Correo electrónico: [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)