

Situación Estados Unidos

Tercer Trimestre 2015
Unidad EEUU

- Perspectivas favorables para los mercados desarrollados, pero riesgos adicionales a la baja en los mercados emergentes, con especial atención a China
- Se espera que el primer aumento de la tasa de los fondos federales se produzca en septiembre, aunque las presiones globales podrían retrasar la decisión hasta diciembre
- Persistente incertidumbre que, sumada al lento ritmo de crecimiento en el 1T15, ha obligado a revisar a la baja el crecimiento para 2015 en EEUU de 2.9% a 2.5%

Índice

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

Fecha de cierre: 17 de agosto de 2015

1 Perspectiva Global

Moderación del crecimiento global y marcada desaceleración en las economías emergentes

Continúa el crecimiento económico global, si bien a un ritmo más lento del esperado, especialmente en los mercados emergentes (ME), y con riesgos a la baja algo más significativos. Las perspectivas para los mercados desarrollados (MD) siguen siendo favorables y en 2015 el crecimiento debería ser el más fuerte registrado desde 2010, apoyado por los bancos centrales, menor deuda en el sector privado y precios del petróleo más bajos. El crecimiento económico en los ME se desacelerará por quinto año consecutivo como consecuencia de la desaceleración en China y los precios más bajos de las materias primas. En conjunto, el crecimiento global reflejará el impacto del aumento de tasas de la Fed, la primera desde enero de 2004, y el ritmo de la desaceleración económica en China. En el escenario más probable, el PIB global en 2015 repetirá el incremento de 3.4% registrado en 2014 y se acelerará a 3.8% en 2016.

A pesar de la sorpresa negativa del PIB de EEUU en el primer trimestre, las economías desarrolladas siguen compartiendo alentadoras perspectivas de crecimiento, que contribuirán a mitigar el impacto en la actividad y el comercio mundial de la actual desaceleración en las principales economías emergentes. Concretamente, las naciones desarrolladas presentan el potencial de crecer a su ritmo más rápido desde 2010, ligeramente por encima de 2.0% en términos anuales, mientras que los principales mercados emergentes podrían volver a experimentar un crecimiento más débil por quinto año consecutivo.

Gráfica 1

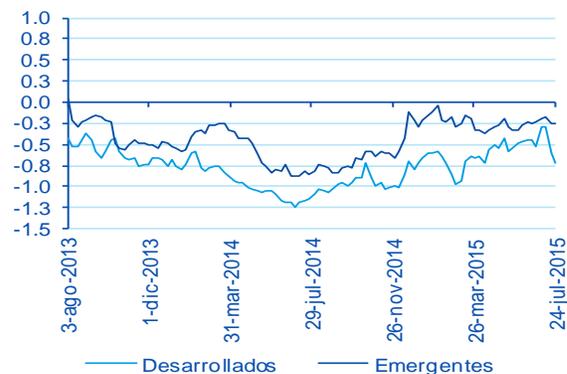
PIB mundial: crecimiento anual (% , previsiones 2015-16)



Fuente: BBVA Research

Gráfica 2

Índice BBVA de tensiones financieras



Fuente: BBVA Research

Aparte de la revisión a la baja de las previsiones de crecimiento para la economía mundial, una característica del contexto global en el último trimestre ha sido la manifestación de algunos de los eventos de riesgo que resaltamos hace tres meses y, si empeoraran, ello podría poner fin a la recuperación económica global. El primero tiene que ver con el brote de inestabilidad financiera en China. Fue ocasionado por la brusca corrección de su mercado bursátil, en una situación de desaceleración del crecimiento y recurriendo a un importante endeudamiento, y un proceso de liberalización financiera aún en marcha. El segundo, igualmente significativo, es la crisis griega y las dificultades para alcanzar un acuerdo que asegure que el país pueda afrontar sus compromisos financieros a corto plazo, así como la sostenibilidad de su deuda a través de reformas para mejorar la capacidad de la economía para crecer a largo plazo.

La combinación de estos eventos de riesgo, junto con el próximo aumento de tasas de la Fed, ha aumentado las perturbaciones financieras en todo el mundo, especialmente en forma de mayor volatilidad en los mercados bursátiles y de divisas, con un mayor impacto en la eurozona y en Asia. El repunte en el índice de tensiones financieras de BBVA ha sido significativo, tanto en el bloque de los países desarrollados como en las economías emergentes, desde finales de 2014. En este sentido, el mantenimiento de políticas monetarias laxas, sobre todo tras la implantación del programa de compra deuda pública del BCE, está siendo determinante. Con todo, el riesgo de que se produzca otro brote de volatilidad financiera cuando se lleve a cabo el aumento de tasas en EEUU sigue siendo elevado.

Con respecto a la situación de los precios, uno de los factores distintivos del escenario global en el pasado trimestre ha sido la moderación de la caída de las tasas de inflación en respuesta a la estabilización de los precios del petróleo y la magnitud de los estímulos monetarios. Con todo, en el conjunto de los países desarrollados, siguen estando algo por debajo de niveles compatibles con los objetivos de estabilidad de precios fijados por las autoridades monetarias. La corrección de las previsiones de los precios del petróleo debido tanto a factores de oferta como a la desaceleración de la demanda en China podría convertirse en una carga para la incipiente recuperación de los precios al consumidor y dar lugar a caídas más fuertes de los precios industriales y de las importaciones. El aumento de la oferta de petróleo procedente de Irán tras su acuerdo nuclear con EEUU y la mayor eficiencia de los canales de producción de este último país anuncian un incremento de la oferta mayor del previsto a principios de año. Aunque los precios más bajos de la energía resultantes de una mayor disponibilidad de la oferta podrían activar el crecimiento económico global a mediano plazo, podrían frenarlo a corto plazo, dado su impacto negativo en los ingresos de los productores netos y las inversiones del sector energético en economías como la estadounidense.

Gráfica 3
Precio del barril de petróleo y previsiones (dólares)



Fuente: BBVA Research y Bloomberg

Gráfica 4
Expectativas de inflación a mediano plazo (swaps de inflación, %)



Fuente: BBVA Research y Bloomberg

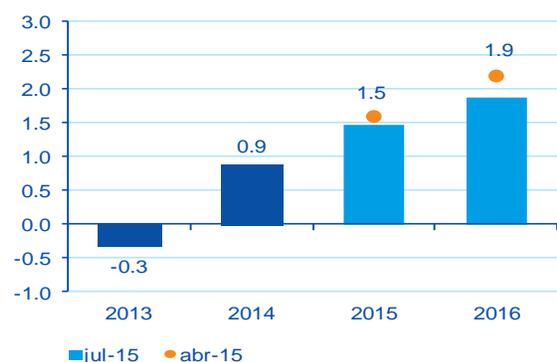
La dirección de las políticas monetarias y los acontecimientos en relación con una agravación de los riesgos y los mercados de materias primas seguirán marcando el curso de los flujos de capitales y, por tanto, de las variables financieras. La divergencia prevista entre las políticas monetarias de la Fed y del BCE, así como la incertidumbre en torno a la resolución de la crisis griega, seguirán reforzando el dólar frente al euro en un escenario en el que el diferencial de rendimiento entre los activos soberanos de ambas zonas seguirá siendo más favorable a EEUU. Por otra parte, el crecimiento más lento en la mayoría de las economías emergentes limitará la apreciación de sus divisas.

China se ha convertido en el foco de atención durante el pasado trimestre debido a la brusca corrección de su mercado bursátil y el impacto potencial que esto podría tener en su ciclo económico nacional y el crecimiento mundial. De momento, el primer semestre del año ha producido un incremento de 7.0% en el PIB en términos anuales, aunque es probable que el ritmo de crecimiento de la economía se desacelere incluso más debido al impacto del reciente brote de tensiones financieras. Aparte del efecto negativo en la confianza del sector privado, también podría darse un

que aumenta a un ritmo trimestral de casi 1.0%. La aparición de determinados focos de riesgo con diferentes impactos en la región podría reducir ligeramente el crecimiento previsto para 2015 y 2016 pero, con todo, las previsiones siguen siendo positivas (+1,4% en 2015 y +1,9% en 2016, 0.1 pp y 0.3 pp por debajo de nuestras previsiones en abril).

La recesión económica en Rusia y la desaceleración en China podrían afectar a la dinámica de las exportaciones en una situación en la que la depreciación del euro podría ser más contenida de lo previsto a comienzos del año. El crecimiento de las inversiones sigue siendo una de las cuestiones pendientes en la recuperación de la eurozona, ya que sigue languideciendo a un nivel bajo (menos de 22% del PIB), motivo por el cual un endurecimiento de las condiciones de financiamiento, combinado con la incertidumbre en relación con la crisis griega, podría llegar a afectar a las nuevas decisiones de endeudamiento (mayores costos y/o una reducción del principal de los préstamos concedidos) y, en última instancia, las inversiones. Por otra parte, la caída de los precios del petróleo y los estímulos monetarios del BCE² constituyen elementos clave de apoyo para que el crecimiento del PIB alcance nuestras tasas previstas. La mejora de la demanda y la magnitud de las inyecciones de liquidez del BCE están reduciendo, de hecho, el riesgo de deflación, a juzgar por la estabilización de las cifras de inflación y el repunte en las expectativas de precios a mediano plazo. Sin embargo, tendremos que esperar hasta 2017 para que las tasas de inflación converjan hacia el 2.0%.

Gráfica 7
Eurozona (Crecimiento económico, % a/a)



Fuente: BBVA Research

Gráfica 8
Eurozona: consumo privado e ingreso disponible real de los hogares (Variación anual, %)



Fuente: BBVA Research y Eurostat

Además de la consolidación de la recuperación económica, la eurozona se enfrenta a importantes retos a mediano plazo. El más significativo es sin duda intentar disipar cualquier escepticismo acerca de la irreversibilidad del proyecto de unión monetaria. Los *firewalls* financieros, los avances en la unión bancaria y las reformas emprendidas en las diversas economías de la zona, así como el reforzamiento del ciclo económico, han reducido significativamente el contagio financiero de la crisis griega en comparación con 2010 y 2012. Con todo, a falta de mayores avances hacia una unificación de los mercados bancarios y de capitales que pueda permitir una reducción de la fragmentación financiera, planes que demuestren la voluntad de avanzar hacia una mayor integración fiscal, y sin replantearse los posibles programas de rescate, el riesgo de que surjan escenarios perturbadores en la eurozona en su conjunto es elevado. Las discrepancias observadas en las negociaciones entre el gobierno griego y las autoridades europeas, y entre estas últimas y otras organizaciones oficiales como el FMI en relación, por ejemplo, con la necesidad de abordar la cuestión de la reestructuración de la deuda, ponen de manifiesto la necesidad de definir un marco para gestionar la asistencia financiera para países con problemas de sostenibilidad de su deuda que vaya más allá de la consolidación fiscal.

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

² La autoridad monetaria ha vuelto a reiterar su intención de completar el programa de compra de activos y mantenerlo en vigor hasta, al menos, septiembre de 2016.

2 Situación EEUU

La política monetaria dominará la economía de EEUU en el 2S15

La economía de EEUU ha cobrado un cierto impulso desde el inicio débil de 2015, pero sigue habiendo numerosas preguntas sin respuesta sobre la fortaleza subyacente y la estabilidad de la actividad económica. Las persistentes incertidumbres, sumadas al lento ritmo de crecimiento en el 1T15 (revisado desde una contracción inicial pero todavía de tan solo 0.6% t/t, tasa anual desestacionalizada), nos han llevado a revisar a la baja nuestras previsiones para el PIB en 2015 de 2.9% a 2.5%, con un sesgo a la baja, ya que la recuperación sigue siendo vulnerable a las perturbaciones globales. Asimismo, persisten las preocupaciones relativas al momento, el ritmo y el impacto de los próximos cambios en la política monetaria. Las circunstancias poco comunes y sin precedentes en torno a dicha política monetaria acomodaticia crean una imagen vaga de hacia dónde se dirige la economía de EEUU, incluso a corto plazo.

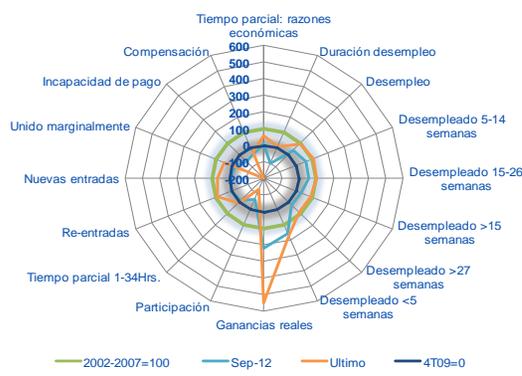
La política monetaria vuelve a dominar los titulares económicos y aumenta la incertidumbre al acercarse el primer aumento de la tasa de los fondos federales desde junio de 2004. El FOMC está a punto de alcanzar las condiciones económicas según su estrategia dependiente de los datos, pero las tendencias económicas no se han estabilizado por completo y la economía global sigue estando en una situación precaria. Nuestro escenario central no ha variado desde octubre de 2012, cuando fijamos por primera vez las expectativas para un aumento de las tasas en la reunión de septiembre de 2015. Mantenemos esta previsión, siempre y cuando los datos económicos para julio y agosto (principalmente en relación con el empleo y la inflación) no sorprendan a la baja. El informe del empleo de julio se mantuvo en línea con las expectativas y no hemos observado ningún indicio de deterioro para agosto. En el comunicado de la reunión de julio, miembros del FOMC se mantuvieron firmes en su estrategia dependiente de los datos, indicando que un aumento de tasas resultaría apropiado una vez que hayan percibido “alguna mejoría adicional en el mercado de trabajo”. Esto da un cierto margen para interpretar los datos económicos que lleguen, siempre que “algunos” de los indicadores sugieran una mejora de las condiciones.

Gráfica 9
Perspectivas económicas de la Fed

	Tasa de desempleo	Var. empleo no agrícola, media móvil por oferta de 3 meses	Número de desempleados por oferta de trabajo	Inflación subyacente precios al consumidor (a/a)	Ingresos promedio por hora (a/a)
Meta	5.2% - 5.5%	200K	2.00	2.00%	+2.50%
QE3 (Sep-12)	7.8%	157K	3.35	1.73%	1.44%
dic-13	6.7%	198K	2.61	1.54%	2.16%
Fin QE3 (Oct-14)	5.7%	228K	1.85	1.52%	2.27%
Jun/Jul 2015	5.3%	235K	1.58	1.29%	1.84%

Fuente: Banco de la Reserva Federal, BLS, BEA y BBVA Research

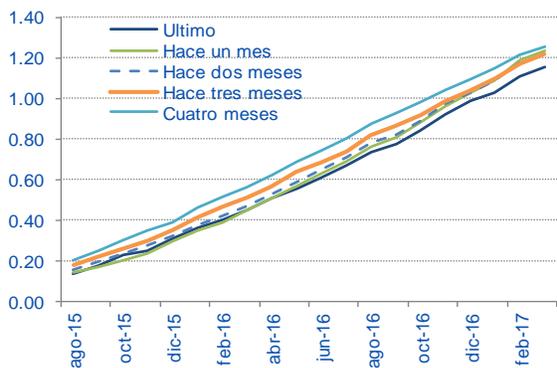
Gráfica 10
Utilización del trabajo



Fuente: Haver Analytics y BBVA Research

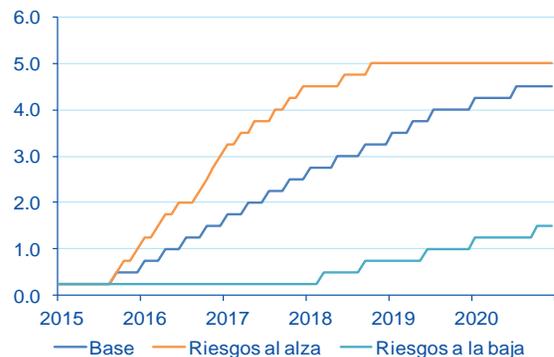
La falta de una revisión significativa del lenguaje sobre la inflación en el comunicado del FOMC de julio parece indicar que el FOMC podría estar intentando restar importancia a su compromiso con la inflación por el momento, permitiendo que las mejoras del mercado de trabajo se conviertan en la razón principal para incrementar las tasas en el futuro próximo. Una vez que se haya producido el primer aumento de tasas, el FOMC tendrá un cierto margen para subir las tasas a un ritmo más acorde con sus perspectivas de inflación, por lo que están “razonablemente seguros de que la inflación volverá a su objetivo idóneo a mediano plazo.”

Gráfica 11
Futuros de los fondos federales (%)



Fuente: Haver Analytics y BBVA Research

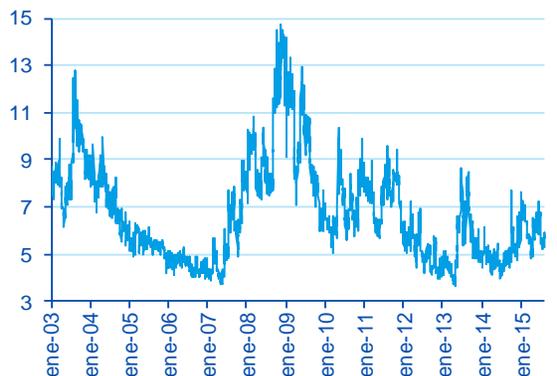
Gráfica 12
Previsión de la tasa de los fondos federales (%)



Fuente: BBVA Research

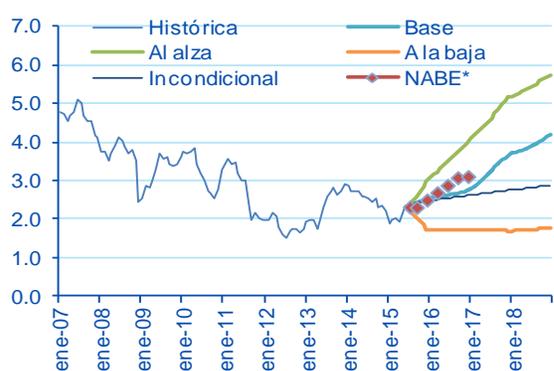
Todavía existe el riesgo de que las presiones globales retrasen los planes del FOMC si se deterioran las condiciones y aumenta la volatilidad en el periodo entre reuniones. Una posible salida de Grecia del euro ya no es una gran preocupación para la Fed en estos momentos, pero China sigue siendo un factor importante a considerar. El desplome del mercado bursátil en China y el reciente cambio del régimen de tipos de cambio sugieren una debilidad subyacente en la economía china que en última instancia podría dar lugar a un ritmo de crecimiento más lento en todo el mundo. A corto plazo, la Fed probablemente esté más preocupada por la reciente volatilidad financiera, ya que no desea anunciar un aumento de tasas que pudiera perturbar incluso más los mercados.

Gráfica 13
Volatilidad de los bonos del Tesoro de EEUU a 10 años (Índice)



Fuente: CBOE y BBVA Research

Gráfica 14
Previsiones de rendimiento de los bonos del Tesoro de EEUU a 10 años (%)



* NABE Previsión media (fdp)
Fuente: BBVA Research

Existe la posibilidad de que la Fed retrase su decisión hasta diciembre si agosto finaliza con datos negativos. Sin embargo, si retrasa aún más el aumento de tasas, la Fed corre el riesgo de perder credibilidad. Yellen observó en su último informe semestral sobre política monetaria ante el Congreso que "la economía no solo puede tolerar sino que necesita tasas de interés más altas", lo que favorece un incremento de tasas más temprano que permita un ritmo más gradual de aumentos de ahí en adelante, en vez de retrasarlo y verse posiblemente forzados después a efectuar aumentos drásticos en un periodo de tiempo más breve. Yellen ya se ha visto antes en una situación similar: en 1994, cuando era miembro de la Junta de Gobernadores de la Reserva Federal, la Fed incrementó las tasas por primera vez en cinco años, una sorpresa para los mercados cuyo resultado fue un repunte de 150 puntos básicos en los

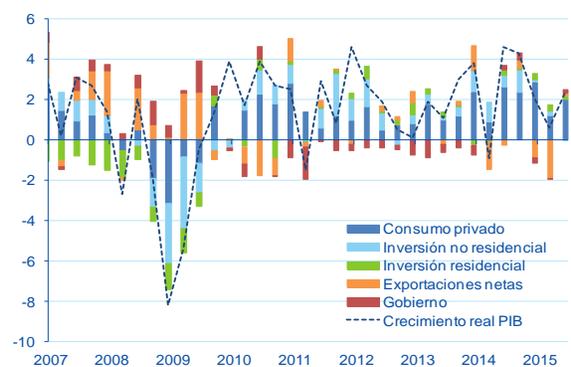
rendimientos del Tesoro. No es momento de repetir errores pasados, y la Fed desde luego no pretende sorprender a los mercados a propósito.

Aunque la Fed empiece a normalizar la política, se espera que las tasas de interés sigan a un nivel bajo durante un periodo prolongado, reflejando únicamente incrementos graduales y una curva de rendimiento más plana. Los fundamentales macroeconómicos (es decir, la tasa de desempleo a largo plazo y el PIB potencial) contendrán las presiones al alza sobre las tasas a largo plazo.

La pequeña contracción del crecimiento del PIB a comienzos de 2015 había sido motivo de preocupación para la Fed, pero tal y como se esperaba, las condiciones mejoraron en el 2T15. La estimación preliminar de la BEA para el crecimiento real del PIB en el 2T15 coincidió plenamente con nuestras expectativas, un aumento de 2.3% t/t en términos anualizados y desestacionalizados, con el ritmo más rápido registrado desde el 3T14. Las revisiones de ajuste de referencia y estacionales no han sido tan significativas como se esperaba. La BEA realizó algunos esfuerzos por abordar las preocupaciones de estacionalidad en relación con las notoriamente débiles tasas del primer trimestre observadas desde la crisis. Sin embargo, los promedios trimestrales siguen estando desequilibrados en comparación con las tendencias históricas previas a la crisis, incluso si se excluyen las contracciones de 2008 y 2009.

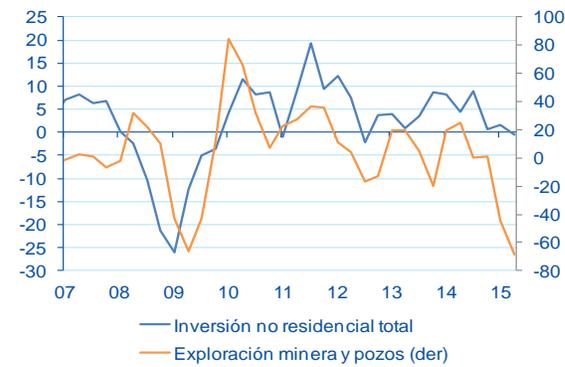
Los acontecimientos económicos del primer semestre de 2015 nos han llevado a revisar a la baja nuestras previsiones de crecimiento real del PIB de 2.9% a 2.5% para el año. El lento arranque del primer trimestre y la moderada mejora del segundo trimestre han puesto de manifiesto debilidades subyacentes del crecimiento, especialmente las inversiones privadas y las exportaciones, y se espera que se mantenga la debilidad de ambas en lo que resta de 2015.

Gráfica 15
Crecimiento del PIB real y aportaciones (variación % t/t anual. y desest. y puntos porcentuales)



Fuente: BEA y BBVA Research

Gráfica 16
Inversión fija no residencial privada real (var. % t/t, tasa anual desestacionalizada)



Fuente: BEA y BBVA Research

El decepcionante crecimiento de la inversión privada refleja principalmente la debilidad continuada del sector energético. La inversión en exploración minera y pozos cayó 44.5% en el 1T15 y 68.2% en el 2T15 en términos trimestrales (tasa anual desestacionalizada), la mayor caída consecutiva registrada desde 2009. Lamentablemente, el potencial de un cambio de rumbo significativo en la inversión en el sector energético es limitado, especialmente si se tiene en cuenta que los precios del petróleo han caído por debajo de 50 dólares/barril en lo que llevamos del 3T15. Esperamos que este componente frene el crecimiento del PIB al menos durante lo que resta de este año. Por el lado positivo, la inversión residencial ha mejorado en 2015 y debería contribuir a contrarrestar algunas de las debilidades en el sector no residencial.

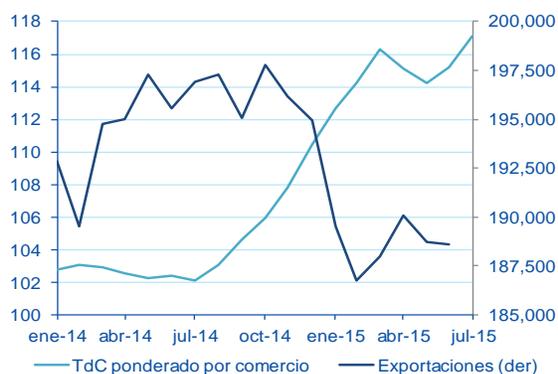
Las exportaciones se han visto frenadas por la débil demanda global, principalmente en Europa, pero también en otros socios comerciales importantes como China. La fuerte apreciación del USD durante el año pasado ha echado

leña al fuego, dañando las exportaciones estadounidenses y creando un entorno difícil para el sector manufacturero interno. Numerosos bancos centrales están flexibilizando la política monetaria al mismo tiempo que la Fed está pensando en subir las tasas, lo que ejercerá una presión al alza adicional sobre el USD al menos durante el próximo año. Por tanto, se espera que el crecimiento de las exportaciones siga siendo débil.

El consumo privado ha seguido siendo el mayor impulsor del crecimiento económico en EEUU. Sin embargo, la reactivación del consumo como consecuencia de los precios bajos del petróleo no se ha materializado, y parece en cambio que los consumidores están guardando el dinero que se ahorran en la gasolinera en lugar de gastarlo. La tasa de ahorro personal se ha mantenido a niveles altos en comparación con las tendencias previas a la crisis, debido en gran parte a la incertidumbre en torno a las perspectivas de ingreso de los consumidores. El crecimiento del ingreso ha sido decepcionante a pesar de que la economía ha añadido casi 2.9 millones de puestos de trabajo durante los últimos doce meses. Aunque mantenemos nuestras expectativas de un crecimiento moderado de los salarios en 2015, esperamos que el consumo siga siendo relativamente fuerte, especialmente durante el segundo semestre del año.

Gráfica 17

Tipo de cambio del USD y exportaciones (Índice Ene-97=100, ae, millones de dólares)



Fuente: Banco de la Reserva Federal, Oficina del Censo y BBVA Research

Gráfica 18

Consumo personal y tasa de ahorro (Var. % t/t, tasa anual desest. y % tasa anual desest.)



Fuente: BEA y BBVA Research

En conjunto, los riesgos para el crecimiento de EEUU siguen inclinados a la baja junto a la creciente preocupación mundial. Un aterrizaje brusco en China es ahora más probable que hace unos meses, y esto tendría consecuencias significativas para EEUU y para la economía global en su conjunto. Los riesgos derivados de Europa han disminuido por el momento dada la resolución a corto plazo de la crisis griega, pero cualquier nuevo deterioro ciertamente tendría un impacto al otro lado del Atlántico. Los riesgos internos están relacionados principalmente con la estrategia de salida de la Fed y es probable que veamos la magnitud de esos riesgos en los próximos meses una vez que comience por fin la normalización. Los riesgos al alza son limitados, pero podrían materializarse si se hacen realidad las tendencias subyacentes, avivando la inflación y propiciando un crecimiento económico más sólido.

3 Previsiones Económicas

Cuadro 1

	1T14	2T14	3T14	4T14	1T15	2T15	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
PIB real (% anualiz. y desestacionalizado)	-0.9	4.6	4.3	2.1	0.6	2.3	2.2	1.5	2.4	2.5	2.8	2.8	2.9
PIB real (contribución, pp)													
Consumo privado	0.9	2.6	2.3	2.9	1.2	2.0	1.0	1.2	1.8	2.1	1.9	1.7	1.6
Inversión fija bruta	-0.4	2.0	1.2	0.4	1.4	0.1	1.5	0.7	0.9	0.8	1.0	1.2	1.1
No residencial	1.0	0.6	1.1	0.1	0.2	-0.1	1.1	0.4	0.8	0.5	1.0	0.9	0.8
Residencial	-0.1	0.3	0.1	0.3	0.3	0.2	0.3	0.3	0.1	0.3	0.3	0.3	0.2
Exportaciones	-1.0	1.3	0.2	0.7	-0.8	0.7	0.5	0.4	0.5	0.3	0.4	0.4	0.5
Importaciones	-0.4	-1.5	0.2	-1.6	-1.1	-0.5	-0.4	-0.2	-0.6	-0.1	-0.1	-0.2	-0.3
Gobierno	0.0	0.2	0.3	-0.3	0.0	0.1	-0.4	-0.6	-0.1	0.1	0.2	0.1	0.1
Tasa de desempleo (% , promedio)	6.6	6.2	6.1	5.7	5.6	5.4	8.1	7.4	6.2	5.3	4.9	4.6	4.5
Nómina no agrícola promedio (miles)	193	284	237	324	195	226	188	199	260	224	233	252	255
Precios al consumidor (% a/a)	1.4	2.1	1.8	1.2	-0.1	0.0	2.1	1.5	1.6	0.5	1.8	2.1	2.2
Subyacente al consumidor (% a/a)	1.6	1.9	1.8	1.7	1.7	1.8	2.1	1.8	1.7	1.7	1.8	2.0	2.1
Balance fiscal (% PIB)	-	-	-	-	-	-	-6.8	-4.1	-2.8	-2.9	-2.6	-2.5	-2.5
Cuenta corriente (bdp, % PIB)	-2.3	-2.1	-2.2	-2.3	-2.6	-	-2.8	-2.3	-2.9	-2.8	-2.8	-2.9	-2.7
Tasa objetivo Fed (% , fdp)	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)	11.08	8.05	6.06	5.32	4.79	5.70	3.85	11.09	7.45	6.10	5.70	4.38	3.25
Valores tesoro 10 años (rend. % , fdp)	2.72	2.60	2.53	2.21	2.04	2.36	1.72	2.90	2.21	2.53	2.72	3.64	4.17
Dólar EEUU / Euro (fdp)	1.38	1.36	1.29	1.23	1.08	1.12	1.31	1.37	1.23	1.07	1.13	1.20	1.32
Precio del Brent (dcb, promedio)	108.2	109.7	101.8	76.4	53.9	61.7	111.7	108.6	99.0	59.0	86.3	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 / 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

Shushanik Papanyan
Shushanik.Papanyan@bbva.com

Filip Blazheski
filip.blazheski@bbva.com

Formación y diseño
Fernando Tamayo

Marcial Nava
marcial.nava@bbva.com

Boyd Nash-Stacey
boyd.stacey@bbva.com

Amanda Augustine
amanda.augustine@bbva.com

Kan Chen
kan.chen@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*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
www.bbva.com/research
www.bbva.com/compass/research/
twitter.com/BBVAResearchUSA