

Situación Estados Unidos

4º TRIMESTRE DE 2015 | UNIDAD DE ESTADOS UNIDOS



01
El crecimiento económico mundial se modera y aumentan los riesgos a la baja por la vulnerabilidad de las economías emergentes y a las expectativas más bajas para los mercados desarrollados

02
Se prevé que el crecimiento de EEUU se estabilizará en torno a 2.5% en los próximos años en este entorno de "nueva normalidad"

03
Se prevé que el primer aumento de la tasa de interés de los fondos federales se producirá en diciembre, con solo dos o tres aumentos más en 2016

Índice

1. Desaceleración del crecimiento mundial en 2015 y mejora limitada en 2016	3
2. La economía de EEUU cambia a un ciclo de crecimiento de "nueva normalidad"	6
Recuadro 1. Crecimiento a largo plazo: Tres perspectivas con respecto al bajo entorno de crecimiento	11
3. Previsiones Económicas	12

Fecha de cierre: 25 de noviembre de 2015

1 Desaceleración del crecimiento mundial en 2015 y mejora limitada en 2016

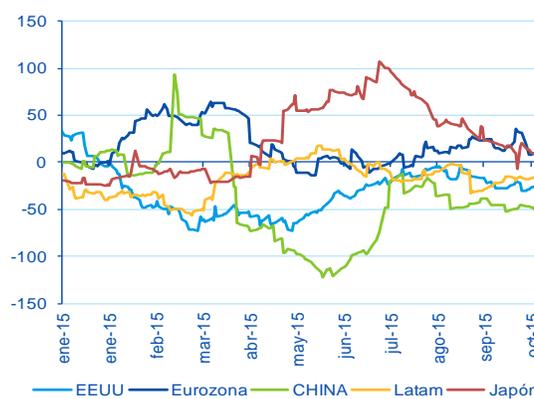
Las perspectivas de crecimiento mundial se han deteriorado en los últimos tres meses. Por primera vez desde la década de 1980, se ha producido una desaceleración simultánea del crecimiento del PIB (desde 2011 hasta hoy) en los mercados desarrollados y en el agregado de las economías emergentes. La reciente intensificación de algunos factores de riesgo con mayor impacto a nivel global, como la desaceleración del sector manufacturero en China y sus repercusiones en el ciclo de las materias primas y el comercio mundial, aumenta la incertidumbre y acentúa los riesgos a la baja para la recuperación de los países que más dependen de la demanda externa y del ahorro. El posible deterioro de las perspectivas de crecimiento a mediano plazo de economías desarrolladas como EEUU es otro factor a tener en cuenta en las perspectivas para el crecimiento mundial. En general, la estabilización de los precios de las materias primas en niveles bajos y el aumento sostenido de las tensiones financieras en las economías emergentes, junto con una fuerte salida de capitales, una pronunciada depreciación de la moneda y un aumento de los diferenciales de deuda, son pruebas de que el balance de los riesgos globales sigue inclinándose a la baja.

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



Fuente: BBVA Research

Gráfica 2
Índice de sorpresas económicas.
Sorpresas positivas(+) / negativas(-)

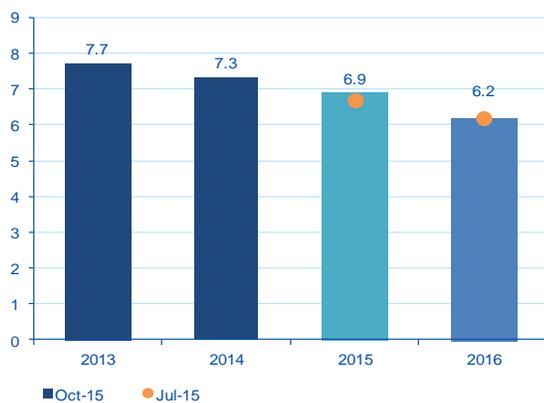


Fuente: BBVA Research y Citigroup

El contexto de menor crecimiento mundial y de moderación en los precios de las materias primas ha ejercido más presiones a la baja sobre los precios y las expectativas de inflación a mediano plazo en los mercados desarrollados. Esto, junto con los posibles riesgos que conllevaría una corrección de la actividad más pronunciada en China, ha modificado la estrategia de la política monetaria que se esperaba de los principales bancos centrales del mundo desarrollado. En concreto, la Fed no subió su tasa de referencia en septiembre, como se había previsto, debido a la inestabilidad financiera observada durante los meses de verano y a las dudas sobre la fortaleza cíclica de las economías emergentes y su posible impacto en la recuperación de EEUU. El retraso del inicio de la normalización de la política monetaria por parte de la Fed ha tenido repercusiones en las condiciones monetarias de la zona euro a través del tipo de cambio, lo que, junto con las preocupaciones por la lenta convergencia de la inflación hacia 2%, ha provocado el anuncio del BCE de posibles medidas de estímulo adicionales. Tanto la caída de la inflación como la reciente apreciación del euro limitan la mejora que el programa de flexibilización cuantitativa había llevado a las condiciones financieras.

Los bancos centrales de las economías emergentes se enfrentan al dilema de abordar la debilidad del ciclo económico y al mismo tiempo anclar las expectativas de inflación (la depreciación de la moneda empieza a traducirse en precios más altos en algunos países) y la estabilidad de sus cuentas de capital. Como resultado, y en función del margen de maniobra que ofrecen los niveles de tasas de interés real, algunos bancos centrales han decidido bajar sus tasas de referencia (este es el caso de China, pero también de la India y de Corea). Mientras tanto otros, sobre todo en América Latina (Chile, Colombia y Perú), han optado por un ajuste monetario debido al riesgo de inflación, que se está consolidando por encima de sus rangos meta. En el futuro, y con independencia de los factores idiosincráticos, las medidas que adopten los bancos centrales emergentes seguirán estando muy condicionadas por la respuesta de la Fed, si decide introducir el primer aumento de tasas en diciembre o retrasarlo aún más, y por cualquier medida de estímulo adicional introducida por el BCE o por el Banco de Japón.

Gráfica 3
China, crecimiento económico (variación % anual)



Fuente: BBVA Research

Gráfica 4
China: tasa de interés de referencia (%), tipo de cambio yuan/dólar y difer. soberano (EMBI, pb)

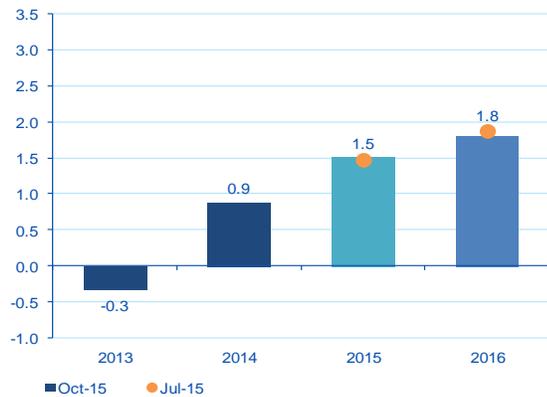


Fuente: BBVA Research y Haver

Incluso en los casos en que la política monetaria podría reducir el impacto de un escenario de crecimiento más lento sobre las condiciones financieras globales, su alcance para dar un impulso al ciclo económico es reducido, teniendo en cuenta los bajos niveles de las tasas de interés y el gran volumen de liquidez que ya existe. La combinación de un choque financiero en China que lleve al crecimiento anual de dicha economía a un nivel muy por debajo de 6%, con una recuperación de las economías desarrolladas aún más lenta de lo que se ha observado hasta ahora, es un escenario de riesgo importante, tanto por su plausibilidad (limitada, pero no insignificante) como por su gravedad, dado su posible impacto en la economía mundial.

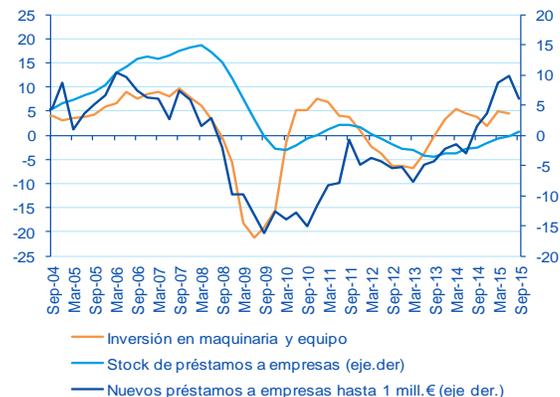
En cualquier caso, este entorno de tasas de interés bajas junto con la expansión del balance de los bancos centrales no puede continuar para siempre. Si el crecimiento vuelve, habrá un incremento moderado en las tasas hasta niveles "normales", lo que podría ser un poco por debajo de los niveles del pasado debido a las restricciones de oferta que hemos indicado anteriormente. Sin embargo, si la recuperación de los mercados desarrollados no tomara impulso, si el aterrizaje de la economía de China fuera mucho más duro de lo previsto o si se produjeran acontecimientos geopolíticos perturbadores, las tensiones financieras podrían volver con fuerza en un contexto donde las medidas de política monetaria se habrían agotado. Cualquier otra opción tendría que ser aún más imaginativa. Es un escenario muy improbable, pero es un riesgo.

Gráfica 5
Eurozona, crecimiento económico (variación % anual)



Fuente: BBVA Research

Gráfica 6
Eurozona: inversión y préstamos bancarios (variación % anual)



Fuente: BBVA Research, Eurostat y BCE

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

2 La economía de EEUU cambia a un ciclo de crecimiento de "nueva normalidad"

La economía de EEUU sigue renqueando en su séptimo año de recuperación, pero hay algunos indicios de aceleración importante en los próximos años. El optimismo a corto plazo se ha desvanecido lentamente a medida que los informes económicos del tercer trimestre se han quedado por debajo de las expectativas. Unos fundamentos subyacentes más débiles sientan las bases para que el crecimiento del PIB se estabilice en niveles más bajos, por lo que se hace realidad una "nueva normalidad" del ciclo económico, que ya no parece estar destinado a un crecimiento por encima de 3.0% próximamente. Las amenazas de una desaceleración mundial más pronunciada se han materializado, pero siguen de momento contenidas, si bien limitan el potencial al alza del crecimiento interno en el futuro previsible. El entorno actual de baja inflación plantea problemas para que la Fed efectúe el primer movimiento al alza de la tasa de los fondos federales, lo que aumenta la incertidumbre con respecto al momento del despegue y a la trayectoria futura de las tasas de interés aun cuando hay un fuerte deseo de iniciar la normalización a finales de este año. A pesar de estos riesgos para el crecimiento, el consumo interno sigue con resultados brillantes y pone el foco en el sector del consumo como motor del crecimiento en 2016.

Gráfica 7

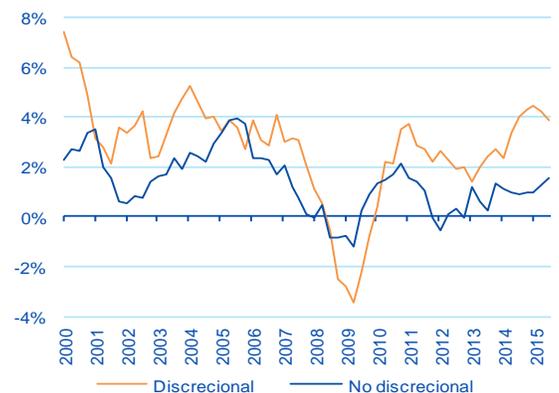
Previsiones de crecimiento del PIB real (var. % t/t, tasa anual desestacionalizada)



Fuente: BEA y BBVA Research

Gráfica 8

Consumo real: discrecional y no discrecional (variación % anual)

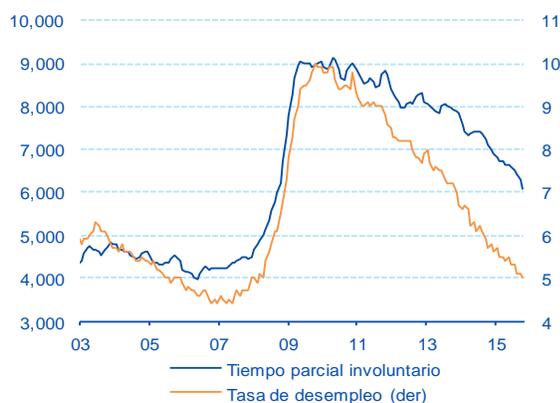


Fuente: BEA y BBVA Research

El consumo, que ha seguido siendo el principal impulsor del crecimiento económico de EEUU, ha mantenido un ritmo saludable a pesar de que en los salarios de los consumidores se han visto pocos aumentos. La confianza de los consumidores se mantiene fuerte como consecuencia de la solidez de las economías familiares una vez finalizado el desapalancamiento. La relación deuda-ingreso de los hogares se ha estabilizado en el nivel más bajo de los últimos 36 años, lo que indica que los consumidores están preparados económicamente para empezar a asumir más deuda. Sin embargo, se ha producido un cambio a la baja en el consumo real no discrecional (es decir, alimentos, ropa, energía y vivienda) en comparación con las tendencias anteriores a la recesión. El gasto discrecional (en cosas distintas a las "necesidades" señaladas anteriormente) se ha recuperado por completo con respecto a la crisis, lo que confirma la voluntad de los consumidores de aflojar los bolsillos. Aunque se prevé que las tasas de interés aumentarán en los próximos años, el ritmo al alza será muy gradual y, por tanto, no se espera que tenga un impacto importante en la capacidad de los consumidores para tomar préstamos. Además, el entorno actual de baja inflación es sumamente favorable para los consumidores. Por tanto, se prevé que el consumo seguirá siendo la estrella de la economía estadounidense el año que viene, pues sigue creciendo a un ritmo fuerte.

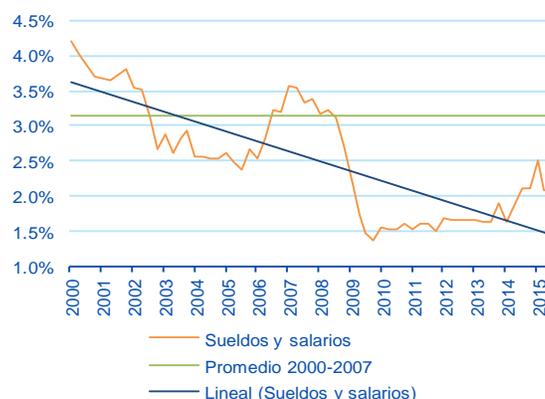
El mercado de trabajo ha mejorado bastante a lo largo del pasado año, a pesar de la reciente racha de crecimiento del empleo por debajo de lo previsto en agosto y septiembre. Un crecimiento del empleo por debajo de la media no es algo anómalo en rachas breves. El repunte de octubre nos ha dado la seguridad de que la baja de esos dos meses fue solo una casualidad. Aun así, la caída de la tasa de participación, el bajo crecimiento de los salarios y el elevado empleo a tiempo parcial involuntario siguen pesando en las perspectivas. Aunque la tasa de desempleo se está aproximando rápidamente al nivel natural a largo plazo, todavía parece haber cierta capacidad ociosa en el mercado de trabajo. De cara al futuro, se prevé que la contratación se mantendrá en un ritmo saludable por encima de 200 mil empleos al mes, junto con caídas continuadas en el desempleo, y que con el tiempo le seguirá un crecimiento más fuerte de los salarios.

Gráfica 9
Empleo a tiempo parcial involuntario y tasa de desempleo (PM3M sin desestacion., miles y %)



Fuente: BLS y BBVA Research

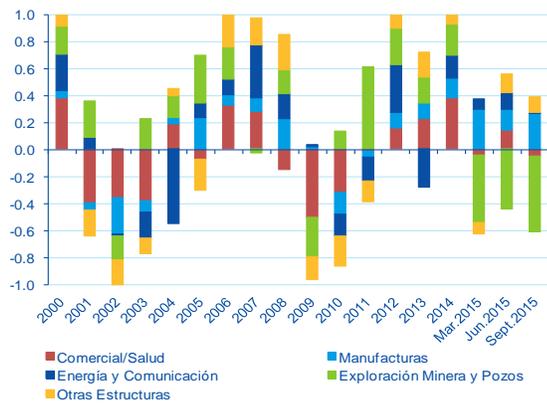
Gráfica 10
Crecimiento nominal de los salarios (variación % anual)



Fuente: BLS y BBVA Research

Aunque el consumo privado sigue siendo el soporte clave del crecimiento interno, se prevé que la inversión privada fija no residencial se mantendrá relativamente moderada a lo largo del próximo año. Es probable que el ritmo de crecimiento se mantenga ligeramente más bajo que en los periodos expansivos anteriores debido al daño estructural de la crisis y a que persiste la incertidumbre en la economía mundial. Las empresas siguen con dudas para aumentar considerablemente su plantilla e incrementar la producción debido a la diversidad de incógnitas existentes, como la velocidad a la que subirán las tasas de interés y el grado de debilidad de la demanda global. Además, el prolongado periodo de precios del petróleo bajos limita el aumento de la inversión en el sector energético. La menor inversión en estructuras de petróleo y gas seguirá siendo una carga que podría arrastrar a la baja el crecimiento del PIB en otros 10 puntos básicos entre el 4T15 y el 1T16, además de la caída de 45% ya experimentada desde el 4T14.

Gráfica 11
Inversión privada real en estructuras (aportaciones al crecimiento del PIB t/t, tasa anual desest., pp)



Fuente: BEA y BBVA Research

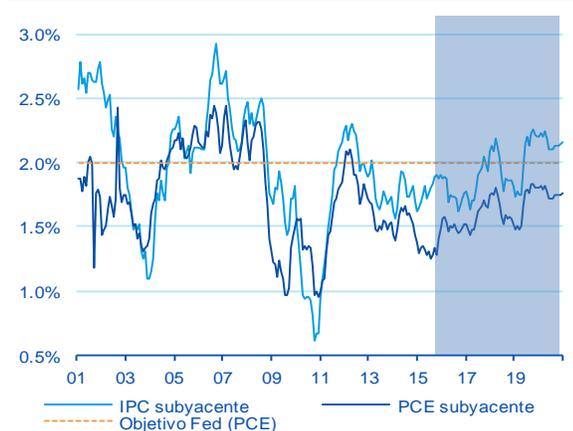
Gráfica 12
Inversión privada real en exploración minera y pozos (tasa anual desest., miles de millones de USD)



Fuente: BEA y BBVA Research

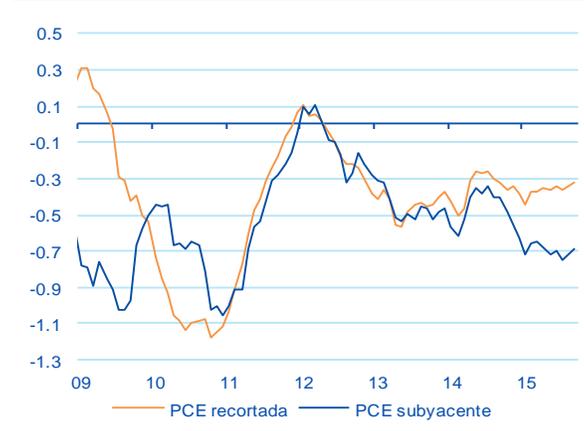
Se prevé que las presiones inflacionarias moderadas se mantendrán en 2016, ya que los bajos precios del petróleo y de las materias primas limitan considerablemente la tendencia al alza. Sin embargo, teniendo en cuenta que los precios se han estabilizado en su mayoría en estos niveles bajos, la caída de los precios de la energía debe de estar llegando a su fin, por lo que en los próximos meses cabría esperar ver un impacto en el índice general de precios a medida que el efecto base del crecimiento anual juegue a nuestro favor, lo que llevará de nuevo la inflación a terreno positivo. En la parte negativa, seguiremos viendo un freno sobre los precios de las importaciones; la fortaleza del USD y la debilidad de la demanda global se traducirán en precios más bajos para las importaciones de productos no derivados del petróleo. Aunque la inflación subyacente no haya caído, sí se ha producido cierto efecto de traspaso derivado del nivel general, y la mayoría de las presiones al alza sobre la inflación subyacente proceden del aumento de los precios del alojamiento. Por tanto, dado el poco movimiento de la inflación subyacente una vez excluido el alojamiento, y ante la falta de un fuerte potencial de crecimiento de los salarios, no es probable que la inflación llegue al objetivo de la Fed hasta 2017 o después. Es importante recordar que la Fed tiende a inclinarse más por el índice de precios al consumo privado (PCE), ya que es más completo y cuenta con ponderaciones flexibles que pueden variar a medida que los consumidores cambien de unos productos y servicios a otros. Sin embargo, se publica después de los datos del IPC cada mes y, por tanto, no siempre atrae la atención que se merece. Las tendencias entre ambos índices son prácticamente idénticas, con la diferencia de que, en promedio, el IPC tiende a situarse aproximadamente medio punto porcentual por encima, aunque la brecha ha ido aumentando durante el año pasado. El repunte más lento de la inflación subyacente del PCE limita la capacidad de la Fed para seguir adelante con su estrategia de normalización de la política, pues la mayoría de los miembros del FOMC todavía no están "razonablemente seguros" de que la inflación avanzará hacia su objetivo a mediano plazo.

Gráfica 13
Previsiones de inflación del IPC subyacente y del PCE (variación % anual)



Fuente: BLS, BEA, y BBVA Research

Gráfica 14
Brecha de inflación del objetivo del FOMC (inflación real - previsión del PCE a largo plazo del FOMC, pp)



Fuente: FRB, BEA, y BBVA Research

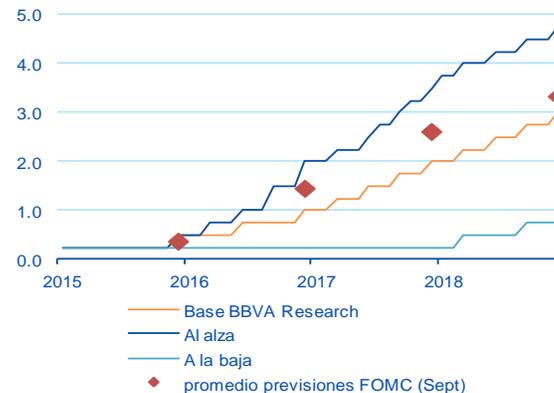
La declaración de la última reunión del FOMC fue sorprendentemente ortodoxa, pero todavía hay fuertes tonos moderados que persisten dentro del Comité. Las opiniones individuales dentro del FOMC discrepan cada vez más a medida que los miembros pelean por los objetivos de empleo e inflación y por las actuales amenazas procedentes de la economía mundial. El retraso del primer aumento de tasas al 1T16 sigue siendo una posibilidad según el peso que los miembros le den a los datos internos frente a los datos globales, aunque este escenario es menos probable que hace unos meses. El repunte del crecimiento del empleo en octubre, así como el acuerdo presupuestario de dos años al que se ha llegado en el Congreso invalidan algunas de las preocupaciones que se plantearon en la reunión de septiembre. Teniendo esto en cuenta, los mercados dan ahora por descontado que habrá un aumento de las tasas a finales de este año; la probabilidad de que los futuros de los fondos federales se incrementen en la reunión del 16 de diciembre apuntan a una probabilidad de 65% (en comparación con tan solo el 36% antes de la reunión de octubre). A pesar de estas diferencias de opinión en cuanto al momento del aumento de las tasas, hay un acuerdo subyacente de que el ritmo futuro de los incrementos de las tasas de interés será gradual; se pone más énfasis en la trayectoria total en un intento de controlar la reacción ante el primer movimiento. La estrategia supeditada a los datos perdurará de forma indefinida y el FOMC seguirá supervisando diversos informes económicos y financieros. El enfoque reunión a reunión de la Fed continuará incluso después del primer movimiento al alza de las tasas; es probable que se produzcan dos o tres incrementos más en 2016. En general, nuestras previsiones siguen siendo que el despegue se efectuará en diciembre y que después habrá un ritmo muy gradual en el ajuste de la política monetaria, pues la Fed trata de evitar la introducción de choques repentinos en el sistema financiero.

Gráfica 15
Futuros de los fondos federales (%)



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfica 16
Previsión de la tasa de los fondos federales (%)



Fuente: FRB y BBVA Research

Los riesgos a la baja para la economía de EEUU proceden principalmente de que los efectos globales son más pronunciados. Una desaceleración en China más rápida de lo previsto es la principal de las preocupaciones globales, en especial después de que el desplome del mercado de valores chino el pasado verano generara ondas expansivas en los mercados financieros mundiales. Esto también añade presión a las perspectivas de otros mercados emergentes en un momento en que la exposición de EEUU va en aumento. Otros riesgos mundiales incluyen las amenazas geopolíticas actuales, la deflación o la recesión en Europa y el aumento de la volatilidad en los mercados financieros. El impacto global parece prolongarse más en la actividad nacional, en particular en lo que concierne a los sectores orientados a las exportaciones, por lo que es probable que aumenten los riesgos internos si los efectos se intensifican. Así, los riesgos internos están estrechamente vinculados con la debilidad del exterior y entre ellos se incluyen una desinflación pronunciada, la rápida apreciación del USD, el recalentamiento financiero y nuevos retrasos en el plan de normalización de la política de la Fed. La incertidumbre fiscal y choques más graves para las economías regionales (p. ej. Texas) también son riesgos importantes que hay que seguir vigilando. Al mismo tiempo, los riesgos al alza para la economía de EEUU se derivarían de un consumo interno y una inversión más fuertes de lo previsto a pesar de los efectos procedentes de la débil economía mundial. Un repunte más fuerte de la inflación animaría a la Fed a aumentar las tasas de interés a un ritmo más rápido, lo que se traduciría en unas perspectivas más optimistas para la economía estadounidense.

Recuadro 1. Crecimiento a largo plazo: Tres perspectivas con respecto al bajo entorno de crecimiento

El crecimiento económico de EEUU ha cambiado a una marcha más lenta desde que se produjo la Gran Recesión, adolece de daños estructurales que nos impiden regresar a las normas anteriores a la crisis. A pesar de los muchos aspectos positivos que ha tenido la recuperación hasta ahora, hay razones para creer que la economía ya no está destinada a acelerarse por encima del 3% que era tan habitual antes de 2007. La caída de la productividad produce un sesgo a la baja en el crecimiento a largo plazo, lo que ha influido en nuestras perspectivas revisadas para el mediano y el largo plazo. Nuestros modelos confirman un crecimiento potencial más bajo y una tasa de desempleo no aceleradora de la inflación (NAIRU) más baja, lo que permite que disminuya la brecha de producción con tasas de crecimiento más bajas.

Tres perspectivas académicas independientes arrojan luz sobre esta "nueva normalidad" del entorno de bajo crecimiento

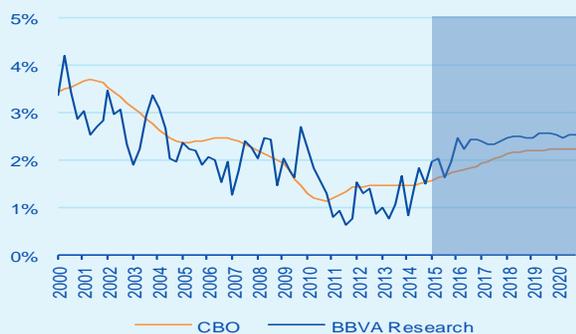
Menor potencial a largo plazo: la economía de EEUU ha sufrido una importante transformación a lo largo del siglo pasado, ya que la globalización y los diversos avances industriales y tecnológicos aumentaron la productividad. La pregunta es si todavía hay espacio para un progreso adicional de esas magnitudes. El crecimiento potencial empezó ya a caer en 2004 y desde entonces ha recuperado menos de la mitad del máximo histórico, cerca de 3.6%. Nuestras previsiones indican un crecimiento potencial situado ahora en 2.0%, pues el envejecimiento de la población y su falta de

crecimiento contribuyen a las limitaciones de la productividad. Entre las reformas que ayudan a combatir estas limitaciones se incluyen aumentar la inversión en educación, afrontar la desigualdad y crear servicios públicos más sostenibles.

Persistente brecha de producción ("estancamiento secular"): aumenta la preocupación de que EEUU se esté enfrentando a un periodo de estancamiento secular, un ciclo en que el crecimiento económico se paraliza. La falta de inversión significativa en infraestructura y educación, junto con un exceso de ahorro y escasez de la demanda podría desacelerar la actividad económica hasta detenerla. Esto se convierte en algo especialmente importante dada la postura altamente acomodaticia de la política monetaria actual, que en un escenario de estancamiento secular con inflación baja y en un nivel próximo a cero, sería ineficaz para combatir el lento crecimiento.

Daños en el lado de la oferta: la Gran Recesión ha sido distinta de cualquier otra crisis anterior, sobre todo por el importante daño estructural y por el largo periodo de recuperación subsiguiente. Podría darse el caso de que este sea un fenómeno singular que afecte al mercado de trabajo y a la economía privada y que desacelere por completo la trayectoria de la prosperidad económica. La caída de la participación de la población activa se añade a otros retos demográficos y, en última instancia, limita el crecimiento potencial. Se necesitan reformas profundas para impulsar la fuerza de trabajo a través de la formación educativa y de mayores incentivos laborales.

Gráfica 17
Crecimiento del PIB potencial real (variación % anual)



Fuente: CBO y BBVA Research

Gráfica 18
Productividad laboral (horas)



Fuente: BLS y BBVA Research

3 Previsiones Económicas

Cuadro 1

	2T14	3T14	4T14	1T15	2T15	3T15	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
PIB real (% anualiz. y desestac.)	4.6	4.3	2.1	0.6	3.9	2.1	2.2	1.5	2.4	2.5	2.5	2.4	2.3
PIB real (contribución, pp)													
Consumo privado (PCE)	2.6	2.3	2.9	1.2	2.4	2.1	1.0	1.2	1.8	2.2	1.9	1.7	1.7
Inversión fija bruta	2.0	1.2	0.4	1.4	0.9	-0.1	1.5	0.7	0.9	0.8	0.6	1.1	1.0
No residencial	0.6	1.1	0.1	0.2	0.5	0.3	1.1	0.4	0.8	0.5	0.7	0.8	0.8
Residencial	0.3	0.1	0.3	0.3	0.3	0.2	0.3	0.3	0.1	0.3	0.3	0.3	0.2
Exportaciones	1.3	0.2	0.7	-0.8	0.6	0.1	0.5	0.4	0.5	0.2	0.3	0.3	0.5
Importaciones	-1.5	0.2	-1.6	-1.1	-0.5	-0.3	-0.4	-0.2	-0.6	-0.8	-0.7	-0.9	-1.0
Gobierno	0.2	0.3	-0.3	0.0	0.5	0.3	-0.4	-0.6	-0.1	0.1	0.2	0.1	0.0
Tasa de desempleo (% , promedio)	6.2	6.1	5.7	5.6	5.4	5.2	8.1	7.4	6.2	5.3	4.9	4.6	4.5
Nómina no agrícola promedio (miles)	284	237	324	195	231	171	188	199	260	202	234	247	251
Precios al consumidor (% a/a)	2.1	1.8	1.2	-0.1	0.0	0.1	2.1	1.5	1.6	0.2	1.8	1.9	2.0
Subyacente al consumidor (% a/a)	1.9	1.8	1.7	1.7	1.8	1.8	2.1	1.8	1.7	1.8	1.8	1.9	2.0
Balance fiscal (% PIB)	-	-	-	-	-	-	-6.8	-4.1	-2.8	-2.5	-2.4	-2.3	-2.4
Cuenta corriente (bdp, % PIB)	-2.1	-2.2	-2.3	-2.7	-2.5	-	-2.8	-2.3	-2.9	-2.7	-2.5	-2.7	-2.9
Tasa objetivo Fed (% , fdp)	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.50	1.00	2.00	3.00
Índice precios viv. Core Logic (% a/a)	8.06	6.14	5.40	4.77	5.05	5.76	3.83	10.96	7.67	5.80	4.66	2.45	0.80
Valores tesoro 10 años (rend. % , fdp)	2.60	2.53	2.21	2.04	2.36	2.17	1.72	2.90	2.21	2.33	2.51	3.21	4.05
Dólar EEUU / Euro (fdp)	1.36	1.29	1.23	1.08	1.12	1.12	1.31	1.37	1.23	1.07	1.13	1.16	1.20
Precio del Brent (dpb, promedio)	109.7	101.8	76.4	53.9	61.7	50.2	111.7	108.6	99.0	53.9	59.7	72.1	75.1

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

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

Formación y diseño:

Fernando Tamayo

BBVA Research

Economista Jefe del Grupo
Jorge Sicilia Serrano

Economías Desarrolladas
Rafael Doménech
r.domenech@bbva.com

Estados Unidos
Nathaniel Karp
nathaniel.karp@bbva.com

España
Miguel Cardoso
Miguel.cardoso@bbva.com

Europa
Miguel Jiménez
mjimenezg@bbva.com

Mercados Emergentes

**Análisis Transversal Eco.
Emergentes**
Alvaro Ortiz
alvaro.ortiz@bbva.com

Asia
Le Xia
le.xia@bbva.com

México
Carlos Serrano
carlos.serranoh@bbva.com

Coordinación LatAm
Juan Manuel Ruiz
juan.ruiz@bbva.com

Argentina
Gloria Sorensen
gsorensen@bbva.com

Chile
Jorge Selaive
jselaive@bbva.com

Colombia
Juana Téllez
juana.tellez@bbva.com

Perú
Hugo Perea
hperea@bbva.com

Venezuela
Julio Pineda
Juliocesar.pineda@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**

Regulación Digital
Alvaro Martín

Áreas Globales

Escenarios Económicos
Julián Cubero
juan.cubero@bbva.com

Escenarios Financieros
Sonsoles Castillo
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.bbvarresearch.com
www.bbvacompass.com/compass/research/
twitter.com/BBVARResearchUSA