

# Situación Estados Unidos

2<sup>do</sup> TRIMESTRE DE 2016 | UNIDAD DE ESTADOS UNIDOS



01  
Un crecimiento mundial escaso y frágil, en función de la evolución de China

02  
A pesar de un comienzo complicado de 2016, los fundamentos subyacentes indican un crecimiento económico moderado en EEUU

03  
Un sólido mercado laboral, el debilitamiento de las presiones a la baja sobre la inflación y una menor volatilidad de los mercados financieros mundiales respaldan otro aumento de tasas en el futuro próximo

## Índice

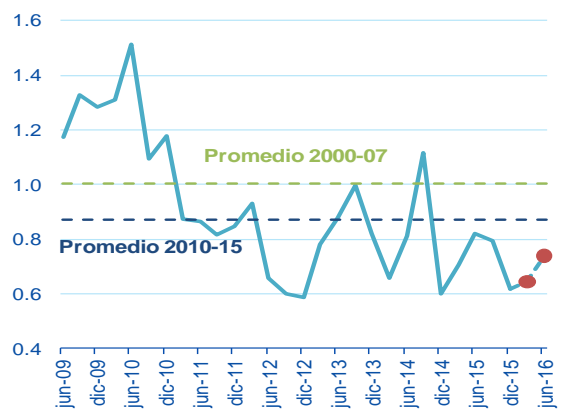
1. Un crecimiento económico mundial escaso y frágil	3
2. Buenos fundamentos subyacentes apoyan un crecimiento económico moderado de EEUU	6
3. Previsiones Económicas	11

Fecha de cierre: 27 de mayo de 2016

# 1 Un crecimiento económico mundial escaso y frágil

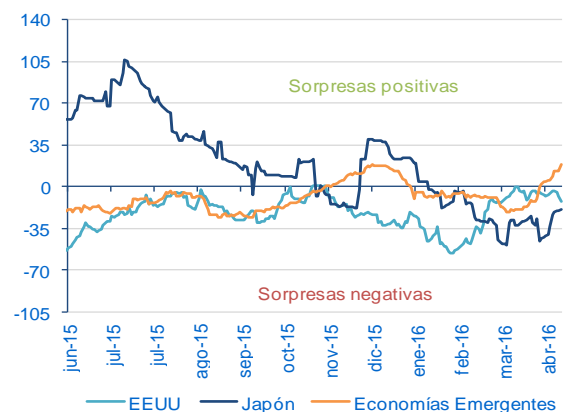
El panorama del escenario económico mundial ha mejorado en los últimos tres meses, porque se ha detenido el ajuste a la baja del crecimiento mundial y el desplome de los mercados financieros. Sin embargo, el escenario mundial más favorable es frágil y tiene un alcance limitado. No implica cambios fundamentales de los factores que han provocado un entorno de escaso crecimiento expuesto a diferentes fuentes de incertidumbre. El estado de la economía mundial depende en gran medida de la evolución de la economía china, la resolución de los focos de inestabilidad de Europa (geopolítica, "Brexit", pago de la deuda griega) y una posible desaceleración de EEUU. La Fed ha advertido de los riesgos a la baja, confirmando la debilidad de la recuperación actual y el hecho de que el BCE, el Banco de Japón y el Banco de China estén aplicando o vayan a aplicar medidas expansionistas describe lo precario que es el crecimiento y la dificultad de conseguir la estabilidad de los precios.

Gráfica 1  
**PIB mundial, % t/t. Previsiones para el 1T y 2T de 2016 basadas en BBVA-GAIN**



Fuente: BBVA Research

Gráfica 2  
**Índice de sorpresas económicas (ISE)**



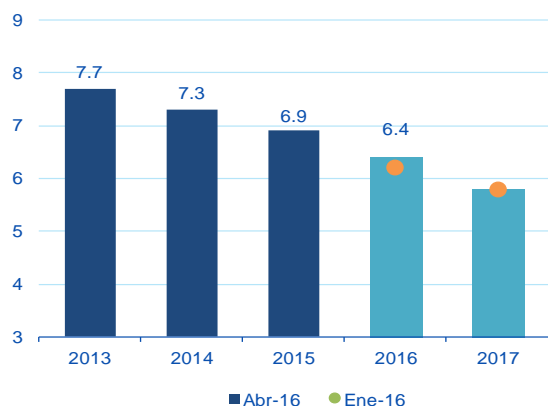
Fuente: BBVA Research y Haver

El crecimiento mundial en la primera mitad de 2016 será entre 2.6% y 3.0% anual, lo cual es más positivo que el 2.5% anual del 4T15, pero se queda por debajo de la media de 3.2% del periodo de 2011-15 o el 4% de la década hasta 2008. Para que nuestra previsión sea correcta, teniendo en cuenta la progresiva desaceleración de China y la debilidad del ciclo de actividad de los principales países emergentes, será necesario presenciar una mejora sustancial del crecimiento económico de EEUU y Japón, dos economías desarrolladas en las que la producción industrial y la exportación de bienes han sufrido caídas anuales como resultado del ajuste del sector energético y la apreciación acumulada del dólar, por una parte, y la menor demanda asiática y la revalorización del yen, por la otra. La solidez de la producción de servicios en los países desarrollados, la cual en los últimos meses ha perdido fuelle debido al ajuste de la producción manufacturera, es también una condición necesaria.

El fuerte aumento de la volatilidad financiera observado entre diciembre de 2015 y febrero de 2016 en respuesta a la deceleración real de la actividad global, amenaza con acentuarse si continúa con la misma intensidad y se traduce en decisiones de contracción de la demanda. Desde entonces, han disminuido las tensiones financieras, así como la probabilidad de que ocurra un escenario de estrés a escala mundial. El balance mejor de lo esperado de los indicadores económicos de China, una menor presión a la baja sobre el valor del yuan, la recuperación del precio de las materias primas y la moderación de las expectativas de aumentos de las tasas de interés por parte de la Reserva Federal han sido factores determinantes.

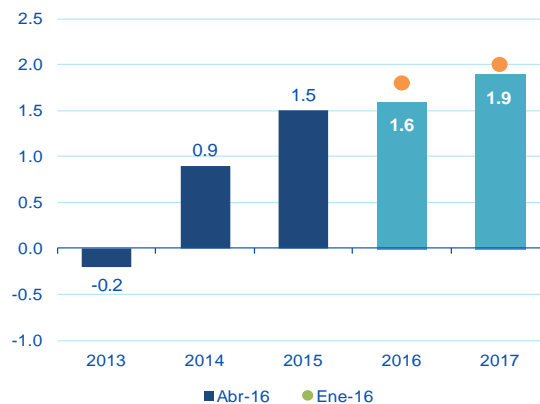
El fortalecimiento de las políticas de estímulo, tanto monetario como fiscal, por parte de las autoridades chinas ha contribuido a atenuar los efectos del reajuste del sector manufacturero sobre la producción acumulada y, consecuencia, sobre los flujos comerciales del país con el resto del mundo. A corto plazo, la implementación de medidas contracíclicas podría facilitar una desaceleración de la economía más gradual de la prevista; sin embargo, si va acompañada de un retraso de la corrección de los desequilibrios fundamentales, por ejemplo, un elevado apalancamiento del sector corporativo o un exceso de capacidad instalada en algunos sectores y la construcción, podría aumentar la vulnerabilidad financiera de China frente a episodios como los ocurridos en el verano de 2015 y, con ello, desestabilizar el potencial del resto del mundo.

Gráfica 3  
China: PIB (variación anual, %)



Fuente: BBVA Research y Haver

Gráfica 4  
Zona euro: PIB (variación anual, %)

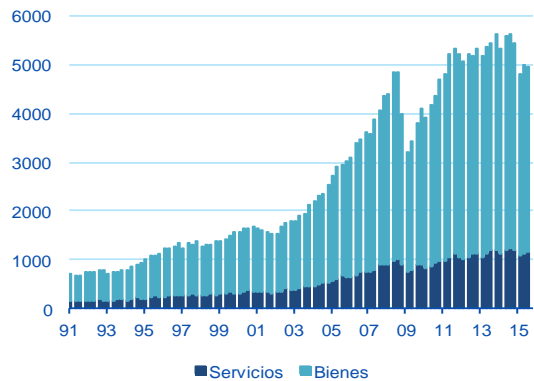


Fuente: BBVA Research y Haver

Las perspectivas económicas son también frágiles porque ahora existe un mayor número de eventos de incertidumbre que son suficientemente importantes como para afectar al crecimiento en este "nuevo periodo normal" tras la crisis mundial de 2008-09 y la crisis de deuda soberana europea de 2010-11. Esto se debe a dos novedades que infunden mayor incertidumbre en el panorama económico. La primera es el uso exhaustivo de políticas monetarias no convencionales (flexibilización cuantitativa y anclaje de la tasa de interés), lo cual puede afectar a una valoración de riesgos adecuada por parte de los agentes económicos, desacoplándola de los fundamentos económicos y disparando la volatilidad. La segunda son unas fuentes de posibles riesgos más diversas, ya que las economías emergentes tienen un nivel de integración financiera cada vez mayor y, a su vez, están sufriendo ajustes debido a los cambios que se producen en China.

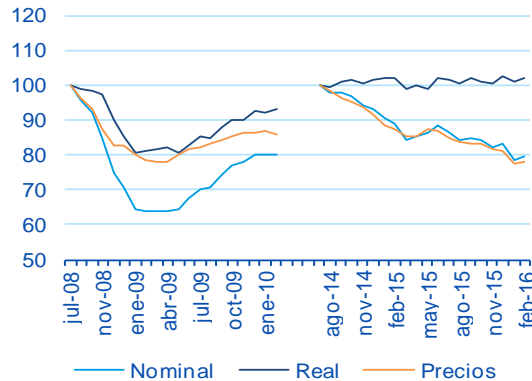
Otra razón por la que se debe tener precaución es la desaceleración del comercio mundial, en el que los bienes y servicios están en sus niveles más bajos desde el colapso de finales de 2008. La dinámica actual del comercio es diferente a la de 2008. En ese periodo se produjo la caída de casi el 40% del nivel de las exportaciones mundiales en tan solo dos trimestres, el crédito comercial prácticamente se cortó en un entorno en el que la actividad financiera mundial y la actividad real estaban estancadas, sobre todo en los países desarrollados, así como una fuerte revalorización del dólar, lo que también contribuyó a la caída de los niveles nominales de las exportaciones e importaciones. Después del ajuste se produjo una recuperación repentina e intensa, con abundantes medidas para el aumento de la liquidez por parte de los bancos centrales, apoyo de la banca comercial y expansión fiscal. En la actualidad, con cuatro trimestres casi de estancamiento a diciembre de 2015, no vemos signos de recuperación inmediata.

Gráfica 5  
Exportaciones mundiales de bienes y servicios (\*)



(\*) Niveles trimestrales expresados en miles de millones de USD.  
Fuente: FMI

Gráfica 6  
Exportaciones mundiales de bienes (\*)



(\*) Índice de julio de 2008 y agosto de 2014 = 100.  
Fuente: Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis

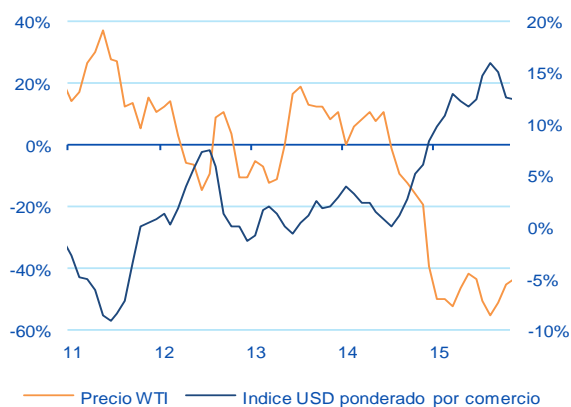
En resumen, la fortaleza de la economía mundial seguirá influenciada por los mercados financieros, que tienen que afrontar una gran cantidad de posibles riesgos en un contexto de distintas fuerzas económicas acorde con un escaso crecimiento.

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

## 2 Buenos fundamentos subyacentes apoyan un crecimiento económico moderado de EEUU

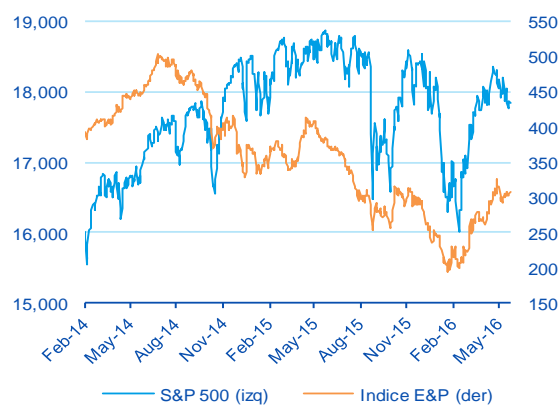
La economía estadounidense ha tenido un comienzo complicado en 2016, el ritmo de crecimiento del PIB real en el 1T16 ha caído 0.5% t/t anualizado y desestacionalizado, el más bajo en dos años. El consumo privado, que ha sido el factor clave que ha impulsado el crecimiento interno, decepcionó a la baja a pesar del entorno de gasto favorable de los bajos precios del petróleo. La inversión fija no residencial se redujo por segundo trimestre consecutivo como consecuencia de otra fuerte caída de las estructuras de la exploración minera, obras y pozos, bajando nada menos que 86% como resultado de la reducción de la inversión por los bajos precios del gas y el petróleo. La estabilización de los precios del petróleo entre 40 y 50 dólares por barril sugiere un menor freno para el crecimiento en los próximos trimestres, aunque el efecto retardado indica una prolongada debilidad de la inversión en energía para el resto del año. Las presiones a la baja sobre las exportaciones netas también desaparecerán al menos en el 2T16 dada la reciente depreciación del dólar estadounidense a los niveles del 3T15.

Gráfica 7  
**Índice de precios del crudo y USD**  
(variación % anual)



Fuente: EIA, FRB, y BBVA Research

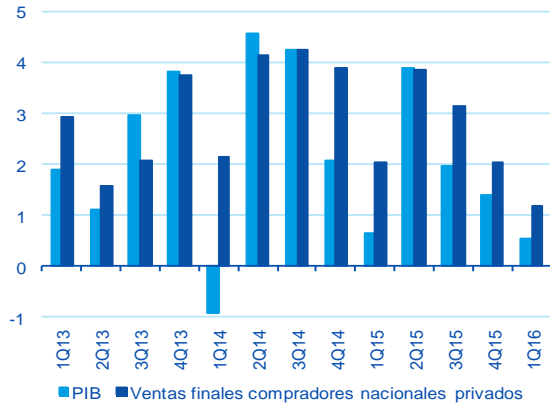
Gráfica 8  
**Cap. de mercado**  
(miles de millones de dólares)



Fuente: Haver Analytics y BBVA Research

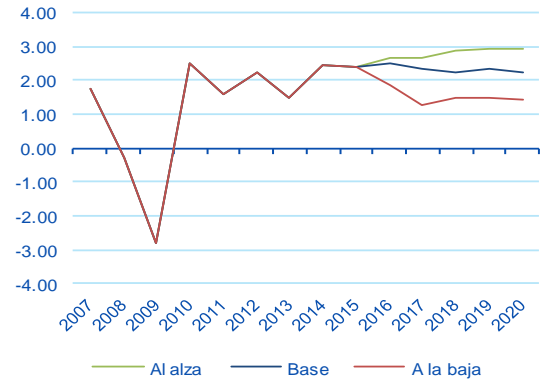
Aunque mantenemos la expectativa de que el consumo interno lidere el crecimiento en los próximos años, los problemas más prolongados derivados de la lenta demanda mundial y un retraso de la inversión en el sector energético seguirán siendo factores de riesgo que se deben supervisar. Preveamos que el crecimiento seguirá siendo volátil trimestralmente, sobre todo porque persisten muchos factores estacionales en los datos del primer trimestre. La estacionalidad residual sigue siendo un problema, las cifras del 1T muestran mayor debilidad en comparación con otros trimestres. En general, mantenemos nuestras expectativas de que el crecimiento se sitúe cerca de 2.5% en 2016, suponiendo un sustancial repunte en el 2T16 y más adelante. No obstante, existe un ligero sesgo a la baja de esta cifra en función de lo fuerte que sea el repunte durante el resto del año, pero la elevada incertidumbre mundial todavía tendrá un fuerte protagonismo. Una vez que superemos las incertidumbres de este año, el crecimiento debería estabilizarse justo por encima de 2%. El PIB se prevé que se sitúe en torno a una media de 2.3% en 2017-2020.

Gráfica 9  
**Crecimiento del PIB real y ventas finales**  
(var. % t/t, tasa anual desestacionalizada)



Fuente: BEA y BBVA Research

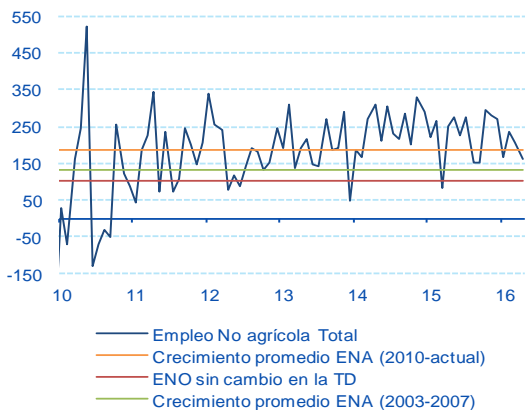
Gráfica 10  
**Previsiones de crecimiento del PIB real**  
(var. % t/t, tasa anual desestacionalizada)



Fuente: BEA y BBVA Research

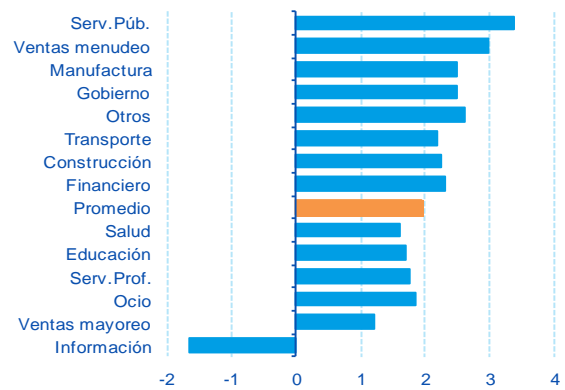
Se ha producido una creciente desconexión entre el crecimiento del PIB y el mercado de trabajo, mostrando este último una fortaleza considerable y ofreciendo una imagen más clara del ciclo económico. En el 1T16, el crecimiento del empleo se mantuvo por encima de la media de 200 mil puestos de trabajo, mientras que la tasa de desempleo permaneció en 5.0%. Los recientes aumentos de la tasa de participación de la población activa indican una mayor confianza y disponibilidad de empleos, lo que a fin de cuentas muestra el ritmo de reducción del desempleo en comparación con la tendencia más rápida de los últimos años. Aunque la tasa de desempleo se ha aproximado rápidamente a su nivel natural, el hecho de que todavía haya tantas personas fuera de la fuerza laboral que estarían dispuestas a trabajar destaca el problema de que existe cierta holgura en el mercado laboral y sirve como explicación de por qué las presiones salariales aún tienen que aumentar significativamente.

Gráfica 11  
**Crecimiento del empleo no agrícola**  
(variación mensual en miles)



Fuente: BLS y BBVA Research

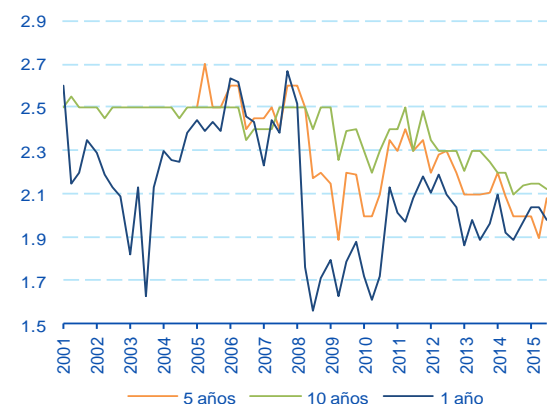
Gráfica 12  
**Índice del costo del empleo por sector**  
(Desestacionalizado, dic-05=100)



Fuente: BLS y BBVA Research

En cuanto a la inflación, la reciente inflexión de los precios del petróleo ha mejorado las expectativas. La inflación subyacente se ha ido aproximando gradualmente al objetivo de 2% de la Fed, alcanzando su tasa más alta en tres años, y las expectativas de inflación han empezado a subir tras alcanzar los niveles más bajos en siete años en febrero. Aunque la inflación seguirá por debajo del objetivo en un futuro inmediato, las presiones a la baja están perdiendo intensidad. Esto debería aportar una cierta comodidad a los miembros más moderados del FOMC a la hora de seguir adelante con un aumento de tasas de al menos otros 25 puntos básicos en 2016.

Gráfica 13  
**Expectativas de inflación basadas en encuestas (%)**



Fuente: FRB y BBVA Research

Gráfica 14  
**Tasa implícita de los fondos federales a 12 meses y expectativas de inflación (%)**



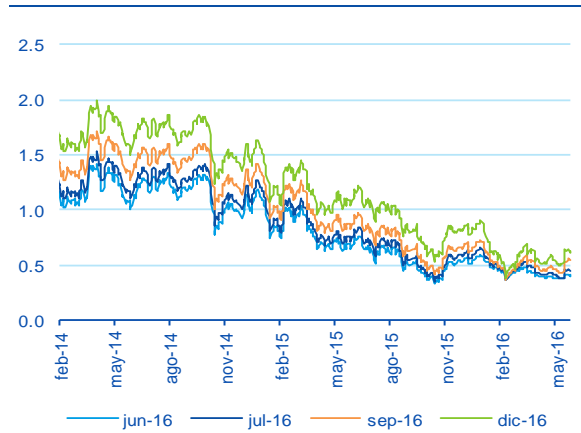
Fuente: FRB y BBVA Research

Si la Fed pretende ceñirse estrictamente a su estrategia supeditada a los datos tal como prometió, deberemos ver otro aumento de tasas en un futuro próximo. La fortaleza del mercado de trabajo, el debilitamiento de las presiones a la baja sobre la inflación y la menor volatilidad de los mercados financieros mundiales respaldan la continuación del proceso de normalización gradual de la política monetaria de la Fed. La subida de los precios del petróleo ha mejorado la confianza del mercado y las medidas de flexibilización de otros bancos centrales han ayudado a mantener las expectativas de un crecimiento global moderado el próximo año. Aunque las perspectivas siguen siendo inciertas, parece que las condiciones son más propicias para un aumento de tasas en los próximos meses.

Los futuros de la tasa de los fondos federales han indicado una creciente probabilidad de un incremento de tasas en la reunión de junio, desde cerca de cero antes de la reunión de abril hasta alrededor de 30% en las últimas semanas. Las minutas de la reunión del FOMC de abril significan un paso más hacia un movimiento al alza de las tasas en junio, sumándose a la reciente racha de discursos de la Fed de tono ortodoxo de mediados de mayo. Sin embargo, las expectativas pueden cambiar de inmediato dependiendo de la firmeza con que el próximo comunicado indique tal medida, pero solo si los miembros del FOMC están dispuestos a anunciar un aumento en junio, como parece ser el caso. Con las expectativas donde están ahora, los miembros más moderados de la Fed puede que aún se muestren reacios a tomar ninguna medida sorprendente.

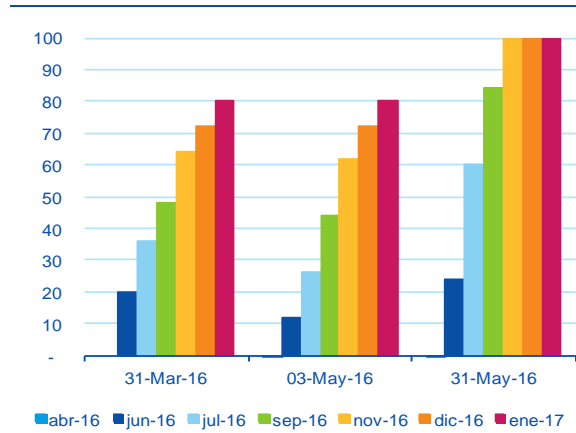


Gráfica 15  
Futuros de la tasa de los fondos federales (%)



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfica 16  
Probabilidades implícitas de los fondos federales (Segundo incremento de 25 pb, %)



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

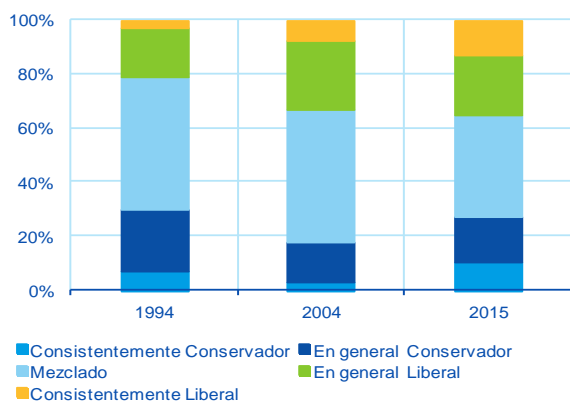
El momento nunca podrá ser perfecto, pero las condiciones ciertamente están mejorando y parece que cualquier impacto del primer aumento de tasas ya ha sido absorbido en la economía real. Algunos responsables de la Fed puede que defiendan seguir retrasando el segundo incremento de tasas con el fin de esperar una mejora adicional de la estabilidad financiera, incluso con un empleo más sólido y una inflación más alta. Aunque seguimos esperando otro aumento en un futuro próximo, no podemos descartar por completo la posibilidad de que el FOMC se eche atrás y se sienta obligado a reconsiderar su estrategia de unas tasas más altas en 2016, especialmente si las condiciones económicas no evolucionan en consonancia con sus previsiones expuestas en el momento del despegue. El riesgo es que si no se vuelven a subir en junio, puede que no veamos otro movimiento al alza hasta al menos diciembre, quizá más tarde.

Tras meses de polémica campaña por parte de ambos partidos parece existir un consenso cada vez mayor de que las elecciones presidenciales de 2016 se polarizarán en torno a las figuras de Hillary Clinton y Donald Trump. En cuanto a las elecciones generales, los datos de las encuestas recientes parecen indicar que el partido republicano tendrá que librar una dura batalla. Los datos basados en el mercado, en el modelo y en las encuestas muestran que los demócratas, independientemente de los candidatos, tienen una considerable ventaja. A pesar de que Trump ha hecho progresos recientemente entre el electorado general, Hillary mantiene un margen de más de 5 pp sobre Trump en el enfrentamiento directo en varias encuestas de las elecciones generales y tiene ventaja en los estados tradicionalmente indecisos como Pensilvania, Florida, Carolina del Norte o Virginia.

En cuanto al Congreso, los datos recientes indican que el partido republicano mantendrá su mayoría en la Cámara, aunque con un margen menor. A pesar de que no es imposible, los demócratas tendrían que ganar en áreas muy favorables para los republicanos. Por último, sigue siendo muy improbable que los demócratas superen a los republicanos en el Congreso en estas elecciones. No obstante, las previsiones para el Senado sugieren que las elecciones se resolverán en 5 estados: Nevada, Florida, Ohio, Pensilvania y Nueva Hampshire.

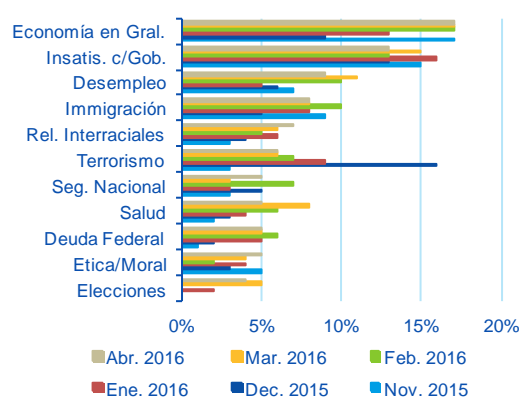
En resumen, los pronósticos actuales indican que el resultado más probable es un gobierno estadounidense dividido y polarizado. En este entorno, el próximo presidente es posible que tenga que recurrir a órdenes ejecutivas. Sin embargo, esto podría implicar una mayor incertidumbre política, ya que normalmente requiere llevar el asunto a la Suprema Corte. Además, las órdenes ejecutivas muy controvertidas se pueden revertir con más facilidad si hay un cambio de partido en la Casa Blanca y, por tanto, no favorecen mucho la confianza empresarial a largo plazo. Independientemente de quién sea elegido, los retos para la próxima administración incluirán la infraestructura, atención sanitaria, inmigración, educación y reforma fiscal.

Gráfica 17  
Ideología pública por distribución (%)



Fuente: Pew Research y BBVA Research

Gráfica 18  
Encuesta sobre el problema más importante (%)



Fuente: Gallup y BBVA Research

En general, los riesgos para las perspectivas se inclinan a la baja, especialmente en 2016 dado el débil comienzo del año. No obstante, los factores que conllevaban mayor riesgo en el 1T16 son menos dominantes ahora, por ejemplo el dólar apreciado y la caída de los precios del petróleo. Aun así, la debilidad de la economía mundial, la elevada incertidumbre y la volatilidad continuada de los mercados financieros suponen riesgos para el crecimiento de EEUU. Estos tres aspectos (entre otros) podrían forzar a la Fed a retrasar aún más sus planes de política monetaria, después de haberlos pausado ya desde el despegue hace seis meses. Esto enviaría una señal pesimista al público, pero si siguen adelante con los aumentos de tasas en un futuro próximo, estarían demostrando una mayor confianza en la economía de EEUU.

### 3 Previsiones Económicas

Cuadro 1

	4T14	1T15	2T15	3T15	4T15	1T16	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
PIB real (% anualiz. y desestac.)	2.1	0.6	3.9	2.0	1.4	0.8	2.2	1.5	2.4	2.4	2.5	2.4	2.3	2.3	2.3
PIB real (contribución, pp)															
Consumo privado (PCE)	2.9	1.2	2.4	2.0	1.7	1.3	1.0	1.2	1.8	2.1	2.0	1.9	1.8	1.8	1.7
Inversión fija bruta	0.4	1.4	0.9	-0.1	-0.2	-0.5	1.5	0.7	0.9	0.8	0.4	1.0	1.1	1.2	1.2
No residencial	0.1	0.2	0.5	0.3	-0.3	-0.8	1.1	0.4	0.8	0.4	0.2	0.7	0.7	0.9	1.0
Residencial	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.6	0.3	0.3	0.1	0.3	0.4	0.3	0.4	0.3	0.3
Exportaciones	0.7	-0.8	0.6	0.1	-0.3	-0.3	0.5	0.4	0.5	0.2	0.0	0.3	0.5	0.5	0.6
Importaciones	-1.6	-1.1	-0.5	-0.4	0.1	0.0	-0.4	-0.2	-0.6	-0.8	-0.3	-0.8	-1.0	-1.1	-1.1
Gobierno	-0.3	0.0	0.5	0.3	0.0	0.2	-0.4	-0.6	-0.1	0.1	0.3	0.1	0.0	0.0	-0.1
Tasa de desempleo (% promedio)	5.7	5.6	5.4	5.2	5.0	4.9	8.1	7.4	6.2	5.3	4.8	4.6	4.5	4.5	4.6
Nómina no agrícola promedio (miles)	274	190	251	192	282	203	179	193	251	229	204	244	265	283	281
Precios al consumidor (% a/a)	1.2	-0.1	0.0	0.1	0.4	1.1	2.1	1.5	1.6	0.1	1.3	2.0	2.0	2.1	2.2
Subyacente al consumidor (% a/a)	1.7	1.7	1.8	1.8	2.0	2.3	2.1	1.8	1.7	1.8	2.1	2.1	2.1	2.2	2.2
Balance fiscal (% PIB)	-	-	-	-	-	-	-6.8	-4.1	-2.8	-2.8	-3.0	-3.0	-2.9	-2.9	-3.0
Cuenta corriente (bdp, % PIB)	-2.3	-2.7	-2.5	-2.9	-2.8	-	-2.8	-2.3	-2.9	-2.9	-2.8	-3.0	-3.0	-3.1	-3.1
Tasa objetivo Fed (% fdp)	0.25	0.25	0.25	0.25	0.50	0.50	0.25	0.25	0.25	0.25	1.00	2.00	3.00	3.50	3.50
Índice precios viv. Core Logic (% a/a)	5.54	4.76	5.00	5.12	5.36	6.00	3.84	10.89	7.69	5.06	4.87	4.10	3.34	2.40	2.53
Valores tesoro 10 años (rend. %, fdp)	2.21	2.04	2.36	2.17	2.24	1.89	1.72	2.90	2.21	2.24	2.27	2.79	3.69	4.42	4.61
Dólar EEUU / Euro (fdp)	1.23	1.08	1.12	1.12	1.09	1.11	1.31	1.37	1.23	1.09	1.12	1.16	1.20	1.20	1.20
Precio del Brent (dpb, promedio)	76.4	53.9	61.7	50.2	43.6	33.7	111.7	108.6	99.0	52.4	36.8	45.7	55.7	59.6	59.6

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

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.serrano@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

**Regulación Digital**  
Alvaro Martín  
alvarojorge.martin@bbva.com

**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