

# Situación Estados Unidos

Tercer Trimestre 2014  
Unidad de EEUU

- El crecimiento mundial mejorará tras la pausa del primer semestre de 2014, con una aceleración en EEUU y la zona euro y una desaceleración gradual en China
- Los fundamentos económicos de EEUU se están recuperando lentamente pero determinados factores siguen frenando las perspectivas, incluida la incertidumbre en torno a los próximos pasos de la Fed
- La contracción del 1T14 nos llevó a [revisar a la baja nuestra previsión del crecimiento real del PIB en 2014](#), que es ahora del 2.0%

## Índice

1. Perspectiva Global	3
2. Situación EEUU	7
3. Previsiones económicas	12

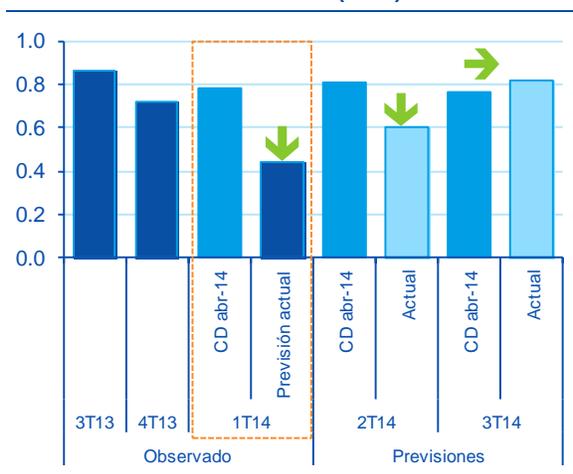
Fecha de cierre: 22 de agosto de 2014

# 1 Perspectiva global

## Una recuperación global más lenta en un entorno complejo

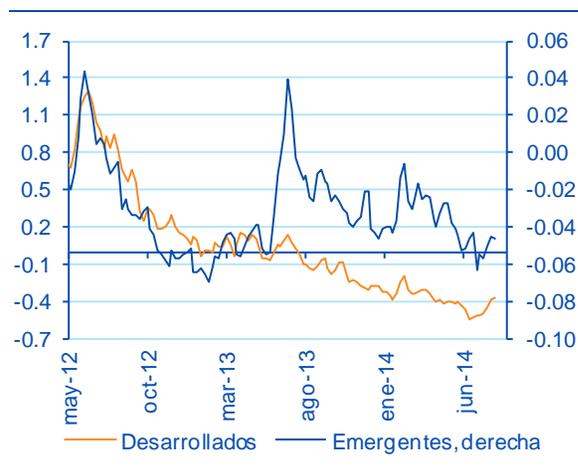
La recuperación global nunca tuvo lugar realmente en el primer semestre de 2014, con un crecimiento limitado o en declive en algunas de las economías más potentes, como China y Estados Unidos. Según nuestras estimaciones, el crecimiento global se moderó en casi un punto porcentual desde el 3.2% registrado en el segundo semestre de 2013. La caída sorprendentemente pronunciada del crecimiento del PIB de EEUU en el 1T14 fue la principal causa de la desaceleración, que moderó, pero no interrumpió el crecimiento global, que seguimos pensando que llegará a 3.8% el año que viene. Los indicadores relativos a la confianza en la economía y la volatilidad financiera se corresponden con una mejoría gradual, aunque la incertidumbre sigue sesgada a la baja dado el resurgimiento de los riesgos geopolíticos y las preocupaciones con respecto al impacto del próximo aumento de las tasas de interés en EEUU en los flujos financieros globales y los precios de los activos.

Gráfica 1  
**Crecimiento del PIB mundial (% t/t)**



Fuente: BBVA Research

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

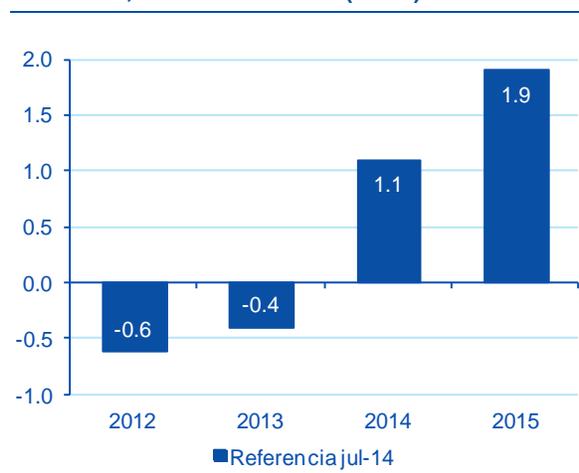


Fuente: BBVA Research

Nuestras perspectivas positivas para las economías avanzadas (EA) se mantienen sin cambios para 2015. La caída del PIB de EEUU en el primer trimestre de 2014 se debió principalmente a factores transitorios (mal tiempo, el proceso de liquidación de existencias), tal como muestran los datos más recientes. En el caso de la zona euro, aunque no hemos variado nuestras previsiones de crecimiento anteriores (1.1% en 2014 y 1.9% en 2015), el riesgo se inclina ahora moderadamente al alza dadas las medidas anunciadas por el BCE en junio. El BCE está intentando anclar las tasas de interés, reducir el costo de financiamiento para los bancos y, al mismo tiempo, mejorar la disponibilidad de crédito para los hogares y las empresas. Asimismo, pensamos que ha mitigado el riesgo de una desinflación más intensa mediante el fortalecimiento del canal bancario para la transmisión de la política monetaria.

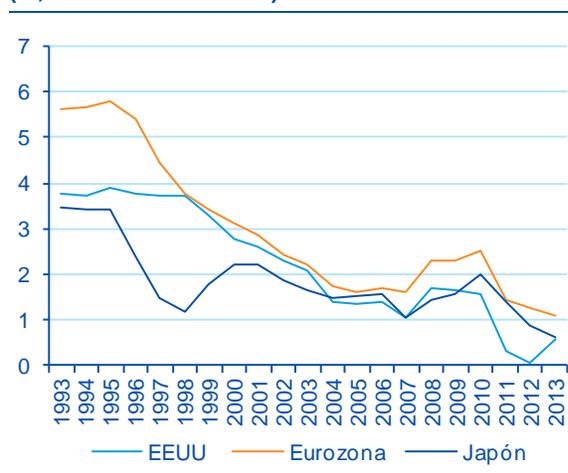
La reducción de las tensiones financieras globales casi hasta mínimos históricos, las políticas de apoyo a la demanda interna y los avances en la unión bancaria están mejorando las perspectivas en la zona euro. Los indicadores adelantados de la zona euro se corresponden con una ligera recuperación del PIB, que podría crecer alrededor de 0.3% en términos trimestrales en el 2T14 (frente al 0.2% en el 1T14), en línea con nuestra previsión de 1.1% para todo el año, la primera vez que se produce un crecimiento anual positivo desde el año 2011. La mejora sostenida del acceso a los mercados financieros, especialmente para las economías más vulnerables de la periferia de la zona euro, es el principal factor que contribuye al crecimiento de la zona, junto con la relajación de los objetivos de déficit público a corto plazo y un entorno exterior que, con los altibajos e incertidumbres mencionados anteriormente, sigue siendo no obstante más positivo. En última instancia, este círculo virtuoso se debe fundamentalmente a dos razones. En primer lugar, la confianza suscitada por las decisiones adoptadas por las autoridades de la zona euro para fortalecer el mercado único en el sector financiero y el reforzamiento de la política monetaria por parte del BCE, que ha ido más allá de lo que podría haberse previsto hace unos trimestres. El BCE pretende anclar las tasas de interés a niveles bajos, apoyar el financiamiento para los bancos y, al mismo tiempo, mejorar la disponibilidad de crédito para los hogares y las empresas. En segundo lugar, la reducción de las tensiones financieras globales a niveles mínimos en un escenario dominado por la Fed, tal como se ha descrito anteriormente. Asimismo, las cuentas públicas de las economías de la periferia de la zona euro han mejorado como resultado de encontrarse en una mejor fase del ciclo y las medidas de consolidación introducidas. Además, las reformas emprendidas en los mercados de factores productivos de algunas economías, destinadas a mejorar la competitividad, son otro factor positivo. En general, aunque mantenemos nuestras previsiones de crecimiento de 1.1% en 2014 y de 1.9% en 2015, su sesgo se inclina al alza si se tiene en cuenta el efecto potencial de las medidas anunciadas por el BCE. Sin embargo, no podemos descartar la existencia de un riesgo a la baja que podría verse desencadenado por un empeoramiento de la crisis de Ucrania y las repercusiones de las sanciones económicas impuestas a Rusia, a las que no sería inmune la zona euro, y en particular algunos de sus principales países.

Gráfica 3  
**Zona euro, evolución del PIB (% a/a)**



Fuente: BBVA Research

Gráfica 4  
**Tasas de interés reales a largo plazo (% , media móvil 3 años)**



Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

Existe mayor incertidumbre acerca de la perspectiva de un endurecimiento de la política monetaria por parte de la Fed y, concretamente, sobre su impacto global en los mercados financieros. La Fed dejará de ampliar su balance en el 4T14, iniciando una fase en la que las tasas de interés y las medidas monetarias vendrán determinados por la información que se reciba acerca de la fortaleza del ciclo económico y el anclaje de las perspectivas de inflación. En nuestro escenario más probable, el primer aumento de la tasa de los fondos federales tendrá lugar en el 3T15, con una tendencia a que esto ocurra hacia mediados de ese año. Por consiguiente, la política de comunicación de la Fed sobre su visión de la situación económica cobrará mayor importancia, por lo que no cabe descartar un aumento de la incertidumbre en el mercado financiero global. Si bien las medidas adoptadas para evitar la depresión económica han sido excepcionales en cuanto a su intensidad y duración, su supresión también podrá tener efectos nunca vistos en los flujos globales de capitales y los precios de los activos, especialmente en el caso de las economías emergentes.

Por lo que respecta a China, nuestras perspectivas se mantienen sin cambios: una desaceleración muy contenida de 7.7% en 2013 a 7.0% en 2015. El riesgo de un aterrizaje brusco en China, pronosticado por algunos hace unos meses, disminuye gracias a la mejora de las exportaciones y a las medidas de apoyo fiscales y monetarias. La mayor demanda externa y el freno a la apreciación del yuan han contribuido a la recuperación de las exportaciones, mientras que la política monetaria se ha relajado con el recorte de los coeficientes de reservas de los bancos, favoreciendo así el crédito. Los controles a la banca en la sombra y los planes de liberalización de la parte más regulada del sector bancario están permitiendo que este último segmento aporte la mayor parte de este nuevo financiamiento. Esta combinación de medidas de supervisión y liberalización simultánea para ayudar a las entidades bancarias tradicionales a competir (libertad de fijación de tasas de interés, relajación de la entrada de inversión privada, promoción del crédito a empresas privadas en detrimento de las empresas del sector público) deberían permitir que el proceso de desapalancamiento tenga lugar de forma ordenada, sin correcciones bruscas. Por último, también se han introducido medidas de política fiscal más focalizadas, sobre todo en relación con el incremento del gasto en infraestructuras. Asimismo, este movimiento está relacionado con una tendencia a largo plazo de aumento del consumo de los hogares sobre la inversión de las empresas, al tiempo que la divisa china vuelve a su anterior tendencia de apreciación frente al dólar. En resumen, un reequilibrio económico, con un aumento moderado de la deuda, para el que las autoridades disponen del margen de maniobra que proporciona su alto nivel de reservas y el control de su cuenta corriente, junto con los elevados niveles de ahorro privado y la deuda relativamente baja del sector público.

Además del citado crecimiento en Estados Unidos, la zona euro y China, se espera que el crecimiento del PIB se mantenga en Japón ligeramente por encima de 1.0% en 2014 y 2015. En América Latina pronosticamos una aceleración de la actividad a 2.5% en 2015 (1.6% en 2014) gracias a las mejoras que se esperan, principalmente en México y las economías andinas, apoyadas por un entorno exterior favorable en todo el mundo.

Las características del escenario económico que frenan la recuperación y los riesgos a los que se enfrenta incluyen principalmente una combinación de: i) un elevado nivel de deuda, que sumando los pasivos de los sectores público y privado no es inferior en las EA; ii) un crecimiento comparativamente bajo en comparación con otras recuperaciones dado el alcance del estímulo de la política económica; iii) una inflación incluso más baja en algunas de las economías más desarrolladas; y iv) tasas de interés en mínimos históricos, e incluso próximos a cero, lo que limita el campo de acción de los bancos centrales, especialmente aquellos que ya han ampliado sus balances. El servicio de la deuda supone una pesada carga en algunas EA que limita sus decisiones de gasto, especialmente si el canal de crédito bancario sigue sin reactivarse. Según nuestro

escenario central, el ajuste pendiente de los balances de los agentes económicos irá acompañado de una combinación de crecimiento más fuerte y cierta inflación, apoyado por un mejor funcionamiento del sistema financiero desde que se emprendieron las reformas como consecuencia de la crisis financiera de 2009. Sin embargo, la aceleración de la actividad económica no es el único resultado posible, no obstante la complicada situación geoestratégica (Oriente Medio, Ucrania, Iraq); incluso sin llegar al punto de ser perturbador, podría empezar a afectar a las expectativas de los agentes.

En general, esto podría traducirse en un escenario de estancamiento global prolongado, especialmente si no se logran avances en las reformas que puedan aumentar la productividad y favorecer las inversiones. En este escenario, sin tasas de interés más altas debido a un crecimiento débil o a medidas de los bancos centrales en las economías avanzadas, esto distorsionaría la toma de decisiones respecto de la deuda y la inversión y la relación riesgo/recompensa, lo que podría dar lugar a desajustes significativos en los precios de los activos financieros. Esta situación hipotética plantearía un reto importante para la gestión de la política económica, no solo para las economías avanzadas, donde nos encontraríamos con problemas de bajo crecimiento y tasas de interés reprimidas, sino también en las economías emergentes, afectadas por entradas de capital indiscriminadas en busca de rentabilidad.

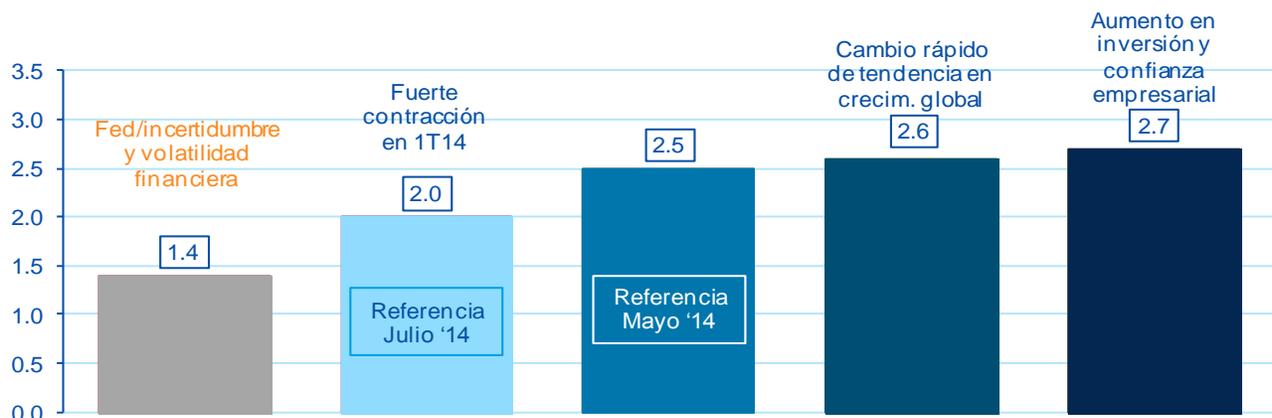
(Nota: para un análisis más detallado de Europa y de las economías emergentes, véase nuestro último informe [Situación Global](#)).

## 2 Situación EEUU

### La recuperación en EEUU depende en gran medida de los próximos pasos de la Fed

A pesar de las recientes mejoras de las condiciones económicas, la actual recuperación de EEUU no está exenta de problemas caracterizados por la incertidumbre a corto plazo y un crecimiento moderado a plazo más largo. El crecimiento real del PIB empeoró en el 1T14, cayendo 2.1% t/t en tasa anual desestacionalizada, la mayor caída desde los peores momentos de la recesión. Aunque el frío invernal sin duda afectó a la actividad económica, estas condiciones, por sí solas, no explican la dramática contracción. Persisten otros factores, incluidos los bajos niveles de confianza de las empresas y la incertidumbre en torno a la flexibilización de la futura política monetaria de la Fed. La contracción del 1T14, junto con la estimación avanzada de 4.0% para el 2T14, apoya nuestro nuevo escenario central para el año. De cara al futuro, esperamos que la actividad económica en el tercer y cuarto trimestres crezca a un ritmo moderado (2.0-3.0%), alcanzando un promedio anual de 2.0% para 2014. Nuestras previsiones de crecimiento del PIB real en 2015 permanecen sin cambios en 2.5%.

Gráfica 5  
**Crecimiento del PIB real en 2014 (variación % a/a)**



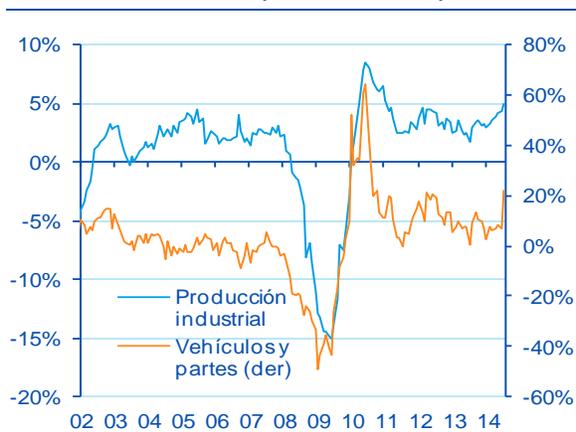
Fuente: BBVA Research

Nuestras previsiones de un cambio rápido de tendencia se están materializando, con un incremento del PIB real de 4.0% en el segundo trimestre. Este repunte refleja principalmente una mejora de la inversión privada, con la actividad residencial finalmente volviendo a territorio positivo. Con todo, la inversión no está creciendo con tanto vigor como habíamos previsto anteriormente. Esto es algo sorprendente considerando la escasa incertidumbre política, pero es posible que las empresas estén diversificando e invirtiendo en el extranjero en lugar de en EEUU. El consumo personal sigue siendo sólido pero el crecimiento medio sigue bajo en comparación con los años 2000 previos a la crisis. Aunque prevemos que el consumo siga siendo uno de los principales contribuyentes al crecimiento, es posible que otro componente asuma el protagonismo en los próximos años.

En concreto, las exportaciones están destinadas a constituir un mayor porcentaje del crecimiento total del PIB a mediano y largo plazo, en especial vista la perspectiva cada vez más optimista de la producción de energía para EEUU (por ejemplo, la mejora de la balanza comercial del petróleo).

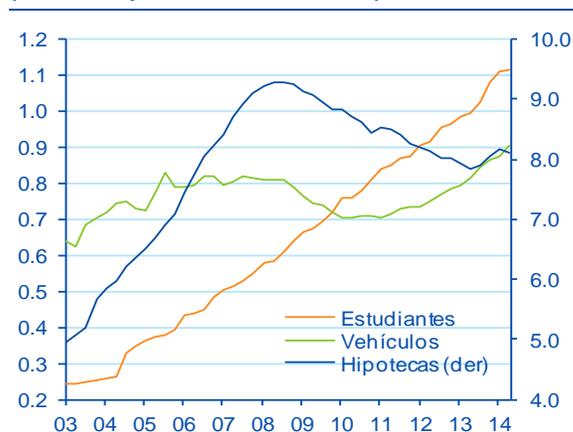
Igualmente, en lo que va de 2014 se ha producido una aceleración de la producción industrial, con especial intensidad en el sector automotriz. Esta mayor producción a efectos tanto internos como de exportación podría ser un motor fundamental del crecimiento del PIB en los años próximos. Nuestras previsiones parecen indicar un crecimiento muy sólido de las ventas de automóviles en 2014 y 2015, marcando el mejor resultado en casi diez años (véase nuestro informe [Situación del sector automotriz](#)). La demanda de préstamos para vehículos ha aumentado significativamente, lo que parece indicar la mayor disposición y capacidad de los consumidores para asumir más deuda en la compra de artículos de alto precio. Sin embargo, no puede decirse lo mismo de los préstamos hipotecarios, ya que las mayores tasas y precios de la vivienda siguen afectando a la asequibilidad. En cuanto a la oferta, la nueva regulación financiera está limitando los préstamos hipotecarios, manteniendo un estricto control sobre los niveles de préstamo y la calidad de los prestatarios. Asimismo, la composición de la deuda en circulación de los consumidores ha cambiado marcadamente hacia los préstamos a estudiantes financiados por el gobierno durante la pasada década, un movimiento que probablemente desempeñe un papel importante a la hora de desalentar a los consumidores que deseen asumir deudas adicionales a largo plazo.

Gráfica 6  
Producción industrial (variación % a/a)



Fuente: Banco de la Reserva Federal y BBVA Research

Gráfica 7  
Préstamos al consumo en circulación (cierre del periodo, billones de \$)

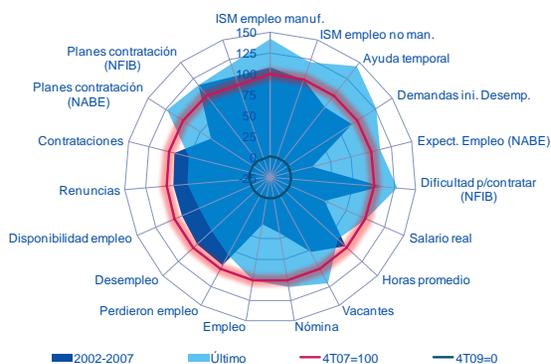


Fuente: FRBNY y BBVA Research

Las condiciones del empleo siguen siendo un misterio. A pesar de la contracción del PIB en el 1T14, el crecimiento mensual del empleo registró aumentos próximos a la recuperación y la tasa de desempleo cayó rápidamente a 6.2%. No obstante, esto no parece indicar que las dificultades del mercado de trabajo sean cosa del pasado. Los flujos de mano de obra siguen ejerciendo una gran influencia sobre la tasa de desempleo y una buena parte del crecimiento del empleo ha estado relacionado con puestos temporales o a tiempo parcial. En el reciente simposio económico de la Fed celebrado en Jackson Hole, la Presidenta Janet Yellen dio a entender que factores cíclicos significativos siguen afectando a la infrautilización de los recursos laborales, concretamente la dramática caída de la tasa de participación, los empleados a tiempo parcial debido a la dinámica económica, los flujos del mercado de trabajo (niveles de bajas y contrataciones) y la remuneración de la mano de obra. Recalcó que las "valoraciones realizadas por la Fed del grado de capacidad ociosa deben

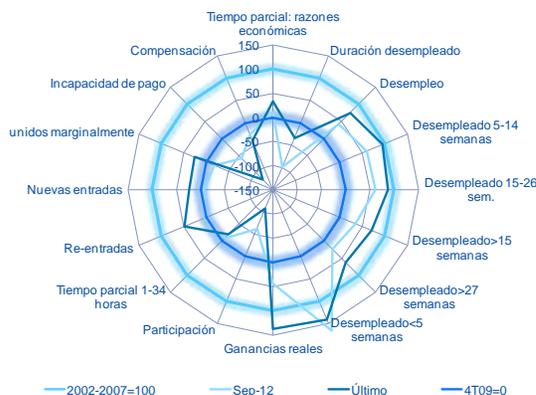
estar basadas en una amplia gama de variables y requerirán decisiones difíciles acerca de las influencias cíclicas y estructurales en el mercado de trabajo.” En general, parece que todavía estamos relativamente lejos de un mercado de trabajo totalmente recuperado en Estados Unidos, un mercado que podría tardar mucho tiempo en reproducir la situación existente con anterioridad a la crisis, especialmente si esta debilidad refleja principalmente factores estructurales como el desfase de cualificaciones, la globalización y la movilidad laboral.

Gráfica 8  
**Perspectivas del mercado de trabajo (%)**



Fuente: BLS y BBVA Research

Gráfica 9  
**Utilización del mercado de trabajo (%)**



Fuente: BLS y BBVA Research

En cuanto a la inflación, los riesgos son limitados y nos estamos alejando lentamente de niveles inusualmente bajos. Los datos más recientes apuntan a una lenta tendencia al alza en la subida de los precios, con un crecimiento modesto de los salarios, incrementos moderados de los costos no laborales y expectativas de inflación estables. En conjunto, nuestros modelos indican un aumento lento de los precios, lo que supone una inflación del consumo privado por debajo del objetivo de la Fed (2.0%) en el año 2016.

Gráfica 10  
**Previsiones de inflación general del IPC (variación % a/a)**



Fuente: BLS y BBVA Research

Gráfica 11  
**Expectativas de inflación (%)**



Fuente: Banco de la Reserva Federal y BBVA Research

La Fed continúa en su senda de normalización de la política, esperando evitar baches importantes en el camino a través de mayor transparencia y comunicación. Los detalles de la minuta de la última reunión destacan una mayor atención al enfoque de la estrategia de salida, con el compromiso del FOMC de facilitar información adicional al público “este mismo año” y “mucho antes de que la mayoría de los participantes prevea que ha llegado el momento de dar los primeros pasos para reducir la flexibilización de la política monetaria.” La mayoría de los participantes se mostraron de acuerdo con las siguientes herramientas y estrategias como un enfoque general para la normalización de la política monetaria:

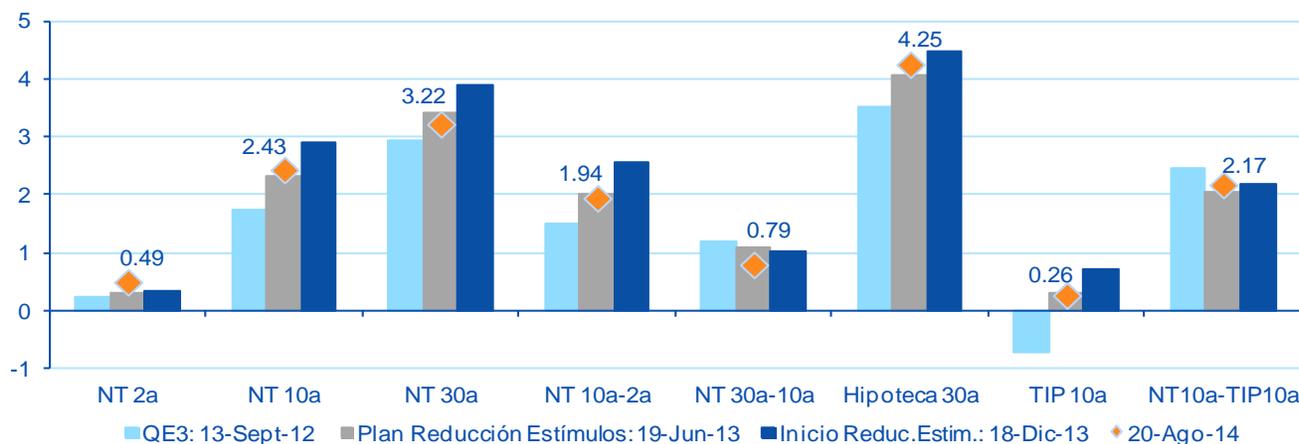
- mantener la tasa de los fondos federales como tasa de referencia clave, y continuar apoyando un rango objetivo de 25 puntos básicos para esta tasa en el momento del despegue y durante algún tiempo después;
- utilizar ajustes en la tasa de interés sobre los excedentes de reservas (IOER) como principal herramienta para que la tasa de los fondos federales llegue a su rango objetivo e influya en otras tasas de interés del mercado monetario;
- usar temporalmente una línea de acuerdos de recompra inversa a un día (ON RRP) a escala limitada para establecer bases más firmes para las tasas de interés del mercado monetario durante la normalización, con el acuerdo de que la línea ON RRP debe ser tan grande como sea necesario para una implantación eficaz de la política monetaria y debe dejar de utilizarse de manera progresiva cuando ya no sea necesaria para ese fin;
- establecer la tasa IOER (al menos inicialmente) en el nivel más alto del rango objetivo de la tasa de los fondos federales, y la tasa ON RRP en el nivel más bajo del rango objetivo de los fondos federales;
- reducir o acabar con la reinversión después de que se produzca el primer incremento en el rango objetivo de la tasa de interés de los fondos federales.

Inesperadamente, lo más destacado de la minuta fue la valoración que hizo el Comité de las previsiones económicas a mediano plazo, que puso de manifiesto las preocupaciones de muchos de los participantes del FOMC acerca de la posibilidad de que la convergencia de las perspectivas económicas con los objetivos del FOMC se produzca con mayor rapidez de lo que se había anticipado. Asimismo, esta situación puede dar lugar a una retirada de la política acomodaticia antes de lo previsto. La minuta indica que “muchos participantes señalaron que si la convergencia hacia los objetivos del Comité se produjera más rápido de lo previsto, podría ser conveniente empezar a eliminar la flexibilidad de la política monetaria antes de lo que prevén actualmente.” Asimismo, muchos miembros del FOMC también indicaron que la descripción que se hace de “infrautilización del mercado de trabajo podría tener que cambiarse dentro de poco” si los avances en el mercado laboral “siguen siendo más rápidos de lo previsto.” Con todo, seguimos esperando que el final de la reducción de estímulos se produzca en el 4T14 y que el primer aumento de tasas tenga lugar a mediados de 2015. Asimismo, prevemos que la Fed seguirá ajustando los planes de la política monetaria según los datos que lleguen. Aunque la política monetaria seguirá siendo muy flexible en el próximo año, apoyada por un balance de 4.4 billones de dólares y una tasa de referencia por debajo del equilibrio, la magnitud de la flexibilidad de la Fed depende de la manera en que el extremo largo de la curva de rentabilidad responda a cambios graduales en la tasa de los fondos federales. En última instancia, es muy probable que la Fed espere que las expectativas del mercado y de las encuestas se alineen con sus propias previsiones, lo cual contribuiría a reducir el impacto en las tasas a largo plazo y allanar el camino para la normalización de la política monetaria.

Teniendo presente la contracción del 1T14, los riesgos siguen estando ligeramente inclinados a la baja a medida que la economía intenta recuperar el impulso del segundo semestre de 2013. En el plano doméstico, los planes de la Fed para la normalización del balance siguen siendo un factor significativo, y la comunicación y la

transparencia seguirán desempeñando un papel importante para evitar una estrategia de salida desordenada. La confianza de las empresas depende en gran medida de este proceso, especialmente porque está relacionado con la estabilidad del mercado financiero. Además, los acontecimientos fundamentales en el mercado de trabajo y la infrautilización de la mano de obra siguen siendo un problema clave tanto en Estados Unidos como en el extranjero. Por último, la recuperación interna podrá parecer insignificante a menos que el mercado de la vivienda desempeñe un papel, por lo que el riesgo inmobiliario sigue en nuestro radar a medida que el aumento de los precios de la vivienda y de las tasas hipotecarias sigue afectando a la asequibilidad, mientras que la floja demanda de viviendas nuevas contribuye poco a impulsar la creación de empleos en el sector de la construcción.

Gráfica 12  
**Impacto del anuncio del FOMC sobre las tasas de interés (%)**



Fuente: BBVA Research

Los riesgos globales parecen surgir a izquierda y derecha, con amenazas geopolíticas derivadas de Ucrania/Rusia y Oriente Medio, entre otras regiones. Igualmente, la volatilidad de los precios de las materias primas y de la energía permanece en nuestro radar como riesgo potencial para la actividad interna, aunque también al alza si los precios de la energía disminuyen, ya que ello podría beneficiar al ingreso de los hogares. Una desaceleración en los mercados emergentes sigue siendo una amenaza persistente, aunque las mejoras en el crecimiento y las expectativas de un estímulo monetario adicional en China ciertamente han contribuido a reducir las mayores preocupaciones. Tal como están las cosas, los riesgos para la recuperación de la economía de EEUU siguen ligeramente inclinados hacia los factores globales, aunque estamos menos expuestos a estos riesgos que en años anteriores.

### 3 Previsiones económicas

Tabla 1

	2T13	3T13	4T13	1T14	2T14	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
PIB real (% desestacionalizado)	1.8	4.5	3.5	-2.1	4.0	1.6	2.3	2.2	2.0	2.5	2.8	2.8
PIB real (contribución, pp)												
Consumo personal	1.2	1.4	2.5	0.8	1.7	1.6	1.3	1.6	1.4	1.1	1.3	1.3
Inversión fija bruta	1.0	2.5	0.6	-1.1	2.6	0.7	1.3	0.8	0.8	0.8	1.0	1.2
No residencial	0.2	0.7	1.2	0.2	0.7	0.9	0.8	0.4	0.7	0.8	0.8	0.9
Residencial	0.5	0.3	-0.3	-0.2	0.2	0.0	0.3	0.3	0.1	0.2	0.2	0.3
Exportaciones	0.8	0.7	1.3	-1.3	1.2	0.9	0.4	0.4	0.4	1.0	0.9	0.8
Importaciones	-1.4	-0.1	-0.2	-0.4	-1.9	-0.9	-0.4	-0.2	-0.6	-0.5	-0.4	-0.4
Gobierno	0.0	0.0	-0.7	-0.2	0.3	-0.7	-0.3	-0.4	-0.1	0.0	0.1	0.2
Tasa de desempleo (% , promedio)	7.5	7.2	7.0	6.7	6.2	8.9	8.1	7.4	6.3	5.9	5.8	5.5
Nómina no agrícola promedio (miles)	201	172	198	190	277	174	186	194	208	210	231	250
Precios al consumidor (% a/a)	1.4	1.5	1.2	1.4	2.1	3.1	2.1	1.5	1.9	2.2	2.3	2.4
Subyacente al consumidor (% a/a)	1.7	1.7	1.7	1.6	1.9	1.7	2.1	1.8	2.0	2.1	2.3	2.4
Balance fiscal (% PIB)	-	-	-	-	-	-8.7	-6.8	-4.1	-3.0	-2.7	-3.0	-3.0
Cuenta corriente (bdp, % PIB)	-2.6	-2.4	-2.0	-2.6	-	-3.0	-2.8	-2.4	-2.8	-2.7	-2.5	-2.0
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
Índice S&P Case-Shiller (% a/a)	9.98	11.24	11.43	10.32	-	-4.34	2.82	10.67	8.78	6.20	4.62	3.78
Valores tesoro 10 años (rend. % , fdp)	2.30	2.81	2.90	2.72	2.60	1.98	1.72	2.90	3.00	3.50	3.75	4.00
Dólar EEUU / Euro (fdp)	1.32	1.34	1.37	1.38	1.36	1.32	1.31	1.37	1.31	1.29	1.36	1.36
Precio del Brent (dpb, promedio)	102.7	110.3	109.3	108.2	109.7	111.3	111.7	108.7	110.8	118.6	122.1	127.6

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 / Corporate Governance](http://www.bbva.com / Corporate Governance)".**

BBVA, S.A. es un banco sujeto a la supervisión del Banco de España y de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), y está inscrito en el Banco de España con el número 0182.

Este informe ha sido elaborado por la unidad BBVA Research Estados Unidos

**Economista Jefe**

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

Kim Fraser  
kim.fraser@bbva.com

Shushanik Papanyan  
Shushanik.Papanyan@bbva.com

*Formación y diseño:*  
Fernando Tamayo

Marcial Nava  
marcial.nava@bbva.com

Boyd Stacey  
boyd.stacey@bbva.com

**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  
Miguel.cardoso@bbva.com

*Europa*

Miguel Jiménez  
mjimenezg@bbva.com

**Mercados Emergentes**

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

*Análisis Transversal Eco. Emergentes*

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

*Asia*

Le Xia  
le.xia@bbva.com

*México*

Carlos Serrano Herrera  
carlos.serranoh@bbva.com

*Coordinación LatAm*

Juan Manuel Ruiz Pérez  
juan.ruiz@bbva.com

*Argentina*

Gloria Sorensen  
gsorensen@bbva.com

*Chile*

Jorge Selaive Carrasco  
jselaive@bbva.com

*Colombia*

Juana Téllez Corredor  
juana.tellez@bbva.com

*Perú*

Hugo Perea Flores  
hperea@bbva.com

*Venezuela*

Oswaldo López Meza  
oswaldo.lopez@bbva.com

**Sistemas Financieros y Regulación**

Santiago Fernández de Lis  
sfernandezdelis@bbva.com

*Sistemas Financieros*

Ana Rubio  
arubiog@bbva.com

*Inclusión Financiera*

David Tuesta  
david.tuesta@bbva.com

*Regulación y Políticas Públicas*

María Abascal  
maria.abascal@bbva.com

*Política de Recuperación y Resolución*

José Carlos Pardo  
josecarlos.pardo@bbva.com

*Coordinación Regulatoria Global*

Matías Viola  
matias.viola@bbva.com

**Áreas Globales***Escenarios Económicos*

Julián Cubero Calvo  
juan.cubero@bbva.com

*Escenarios Financieros*

Sonsoles Castillo Delgado  
s.castillo@bbva.com

*Innovación y Procesos*

Oscar de las Peñas  
oscar.delaspenas@bbva.com

**Datos de contacto:**

BBVA RESEARCH USA  
2200 Post Oak Blvd.  
Houston, TX 77025  
Estados Unidos.  
Correo electrónico: [bbvaresearch\\_usa@bbva.com](mailto:bbvaresearch_usa@bbva.com)  
[www.bbvaresearch.com](http://www.bbvaresearch.com)  
[www.bbvacompass.com/compass/research/](http://www.bbvacompass.com/compass/research/)  
[twitter.com/BBVAResearchUSA](https://twitter.com/BBVAResearchUSA)