

Situación Estados Unidos

Cuarto Trimestre 2014
Unidad de EEUU

- El crecimiento mundial se ha moderado en la segunda mitad de 2014, con revisiones a la baja en muchas de las economías principales en medio de un mar de amenazas geopolíticas
 - La baja inflación sigue ensombreciendo el mayor crecimiento del empleo, lo que deja a la Fed con menos certezas sobre la estabilidad de la actividad económica
 - Los riesgos del crecimiento de EEUU se inclinan al alza a corto plazo pero estarán más equilibrados después dado que las incertidumbres de la política monetaria persistirán en 2015
- 

Índice

1. Perspectiva Global	3
2. Situación EEUU	6
3. Previsiones Económicas	10

Fecha de cierre: 14 de noviembre de 2014

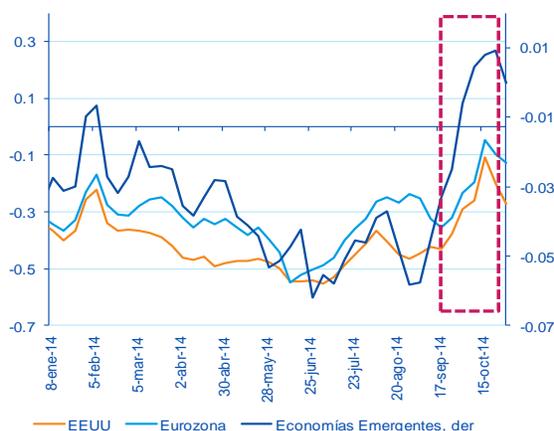
1 Perspectiva Global

Lenta recuperación mundial con riesgos a la baja en Europa

El crecimiento económico mundial ha continuado en el 3T14, aunque la recuperación sigue siendo vulnerable. El ciclo económico actual sigue siendo compatible con una mejora del crecimiento del PIB en los próximos trimestres, aunque a un ritmo más lento de lo que habíamos previsto hace tres meses. Según nuestros cálculos, el PIB mundial se incrementará 3.2% en 2014, igual que en 2013, y 3.7% en 2015. Estas estimaciones son 0.2 pp más bajas que las que preveíamos anteriormente y no están exentas de riesgos a la baja. El escenario mundial todavía está procesando la retirada de los estímulos monetarios en EEUU, que han sido extraordinarios y sostenidos; al mismo tiempo se multiplican los riesgos geopolíticos. Además, China se enfrenta al reto de manejar la desaceleración de su economía a la vez que reduce sus vulnerabilidades financieras y reequilibra el crecimiento hacia la demanda interna. Por último, la zona euro todavía se enfrenta a los riesgos a la baja tanto en el crecimiento como en la inflación.

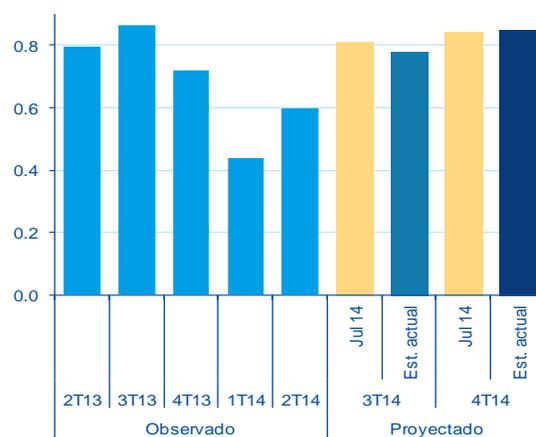
En este contexto, la política monetaria se mantiene centrada en apoyar la actividad, mientras que la política fiscal, tanto en EEUU como en la zona euro, tendrá en 2014 y 2015 un tono menos restrictivo que en el pasado reciente. Hasta en China el gobierno central podría implementar medidas adicionales para apoyar el crecimiento si fuera necesario. En el caso de las economías más desarrolladas, el tono de la política fiscal es el resultado de las decisiones discrecionales que han tomado las autoridades (en algunas economías europeas hay preocupación por los efectos que las rápidas e intensas consolidaciones fiscales tienen sobre el crecimiento a corto plazo) y del margen de maniobra que dan a la deuda soberana unas condiciones de financiamiento más favorables. Esto último es una consecuencia directa del apoyo de los bancos centrales, cuyas políticas para anclar las expectativas de las tasas de interés, así como la provisión de liquidez al sistema, ha permitido las mencionadas decisiones discrecionales tomadas por las autoridades en países con déficit públicos primarios y niveles de endeudamiento cada vez mayores.

Gráfica 1
Índice de tensiones financieras de BBVA Research



Fuente: BBVA Research

Gráfica 2
PIB mundial, crecimiento trimestral, % t/t
Previsiones basadas en BBVA GAIN



Fuente: BBVA Research

La recuperación de la zona euro será todavía más lenta de lo que se esperaba anteriormente. El estancamiento del crecimiento del PIB en el 2T14, cuyo resultado general es un rendimiento más débil en las mayores economías, nos ha llevado a revisar nuestras perspectivas de crecimiento de la región en 2014 y 2015. La crisis entre Ucrania y Rusia está teniendo repercusiones en el comercio y en los indicadores de confianza de las economías más expuestas del centro de Europa, lo que en el caso de Alemania fomenta sorpresas negativas en la inversión. En el conjunto de Europa, esta confianza reducida coincide con la debilidad de los informes sobre la actividad y con la limitada capacidad de las autoridades de la región para adoptar medidas que aborden este deterioro de las expectativas de un crecimiento y una inflación más bajos. La falta de acuerdo entre las autoridades nacionales en cuanto a las causas de los problemas y, por tanto, las discrepancias acerca de qué medidas es más apropiado implementar, junto con un creciente sesgo nacional más que europeo a la hora de tomar decisiones, sigue obstaculizando la gobernanza de la región. Lo que necesita la zona euro es una combinación de reformas más profundas, la continuación de los estímulos monetarios y de liquidez y, por último, una política fiscal que permita cierto margen de maniobras para apoyar el crecimiento.

El BCE ha seguido tomando medidas y ha iniciado la primera subasta TLTRO, con resultados bastante decepcionantes. También está poniendo en marcha su programa de compras de activos en manos del sistema bancario respaldados por crédito. Todas las medidas, las ya implementadas, las anunciadas y las que probablemente se anunciarán (compras de bonos soberanos en el mercado secundario) están diseñadas para llevar las expectativas de inflación más cerca del objetivo de estabilidad de precios, que se ha ido desanclando desde el 2S12. En nuestro escenario más probable, la depreciación del euro tiene que hacer su aportación, dadas las distintas expectativas con respecto a las medidas de la Fed y del BCE. En el primer caso, esperamos una retirada gradual de los estímulos, pero en el segundo caso esperamos lo contrario: la expansión del balance.

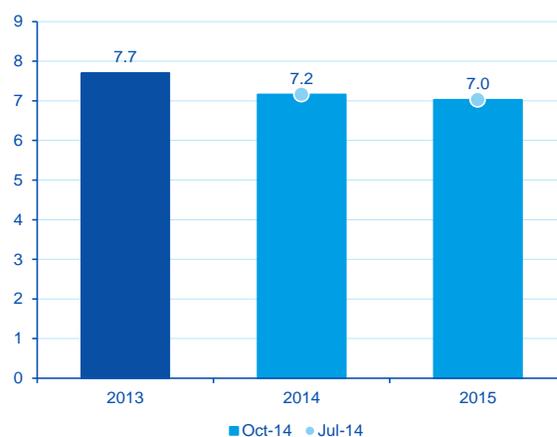
Otro elemento positivo más para las condiciones de crecimiento dentro de la zona euro es el reciente anuncio de la revisión de la calidad de los activos y los resultados de la prueba de estrés del balance llevada a cabo en el sector bancario. Este proceso ha dado al mercado información cada vez más homogénea sobre el sector bancario e implica la implementación de la supervisión bancaria común en la zona euro. Todo esto es una condición necesaria para que el flujo de crédito bancario atienda la demanda solvente.

Gráfica 3
Zona euro: crecimiento del PIB (% a/a)



Fuente: BBVA Research

Gráfica 4
China: crecimiento del PIB (% a/a)



Fuente: BBVA Research

En lo que respecta a China, nuestras perspectivas de crecimiento se mantienen sin cambios, pero con un sesgo a la baja debido al entorno externo y a la posibilidad de apoyo de la política económica. En el 3T14, el crecimiento del PIB siguió desacelerándose hasta situarse en 7.3%, lo que refleja la moderación de la actividad interna (especialmente en el sector de la construcción y en el sector inmobiliario), pero compensada en parte por un repunte de las exportaciones tan inesperado como intenso. Mantenemos nuestras perspectivas de crecimiento del PIB en 7.2% en 2014, aunque no descartamos que el informe final pueda ser unos cuantos puntos básicos más alto. En conjunto, los riesgos para el crecimiento de China siguen a la baja a partir de 2015 y en adelante, precisamente por el freno que supone la situación de Europa sobre la demanda externa, por el actual ajuste del sector inmobiliario en un contexto de elevado apalancamiento y por la introducción de medidas para controlar el sistema bancario menos regulado.

China se enfrenta a la tarea de gestionar la actual desaceleración del crecimiento económico y de reducir sus riesgos financieros y reequilibrar el crecimiento a favor de la demanda interna. En este escenario, las autoridades estarán dispuestas a intervenir para que la desaceleración no se intensifique más de lo deseable y el crecimiento no caiga por debajo de los objetivos establecidos. Por tanto, no nos sorprendería ver una flexibilización adicional de la política monetaria (con recortes en la proporción de reservas o inyecciones de liquidez), una política fiscal expansiva por parte del gobierno central (aunque con consolidación en los gobiernos locales) y la ejecución continuada de reformas estructurales.

En cuanto a las perspectivas de EEUU, su crecimiento sigue en línea con nuestras expectativas y se prevé que llegará a 2.5% en 2015. Después de una inesperada y transitoria caída de la actividad en el 1T14, los indicadores de gasto y de empleo se han recuperado hasta el punto en que el ritmo de crecimiento del PIB podría estar muy por encima de 2.5% en la segunda mitad del año y, por consiguiente, se situaría en una media de 2.0% en el conjunto de 2014. De hecho, en vista de la primera estimación del crecimiento del PIB del 3T14, esta previsión tiene un sesgo alcista de aproximadamente 0.2 pp. Sin embargo, el papel de la Fed, que hace hincapié en la cautela y en la paciencia antes de actuar movida por los indicios de mejora de la economía, sigue apoyando nuestro escenario de recuperación cíclica en EEUU, sostenido por la sólida creación de empleo y por el incremento de la riqueza de los hogares. La capacidad de maniobra de la Fed se ve favorecida por la falta de tensiones inflacionarias en un contexto en que el dólar es más fuerte y los precios del petróleo son bajos, junto con incrementos moderados de los salarios.

La caída de los precios del petróleo ha sido en los últimos meses un tema candente y sigue siendo un factor favorable para las expectativas de crecimiento mundial en la medida en que el resultado sea un choque de oferta positivo, sobre todo por el incremento sostenido de la producción de petróleo no convencional (la reciente caída de los precios refleja no solo el aumento de la oferta, sino también la apreciación del USD y la moderación de las expectativas de demanda; tanto en las economías desarrolladas como en las emergentes). La menor transferencia de ingreso de los importadores a los productores da más oportunidades a los primeros de atender a sus decisiones de gasto, ahorro e inversión, situación que es mucho más positiva para el escenario económico. Todos los incrementos de la capacidad de producción de un recurso limitado y del crecimiento de la demanda, incluso para un uso más eficiente, contribuyen a poner freno a los precios, que en términos reales están en niveles similares a los observados durante la crisis del petróleo a finales de la década de 1970. Estas transferencias de ingreso a los países consumidores tienen la otra cara de la moneda en los países productores de petróleo y, en general, en los productores de materias primas, donde los precios también han caído debido a la moderación de la demanda desde Asia. Estos países están registrando una desaceleración de la actividad y se están produciendo ajustes a la baja en las perspectivas de crecimiento de 2015, lo que afecta sin duda a algunas economías de América del Sur, donde podemos observar un retraso en las esperadas inversiones productivas.

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

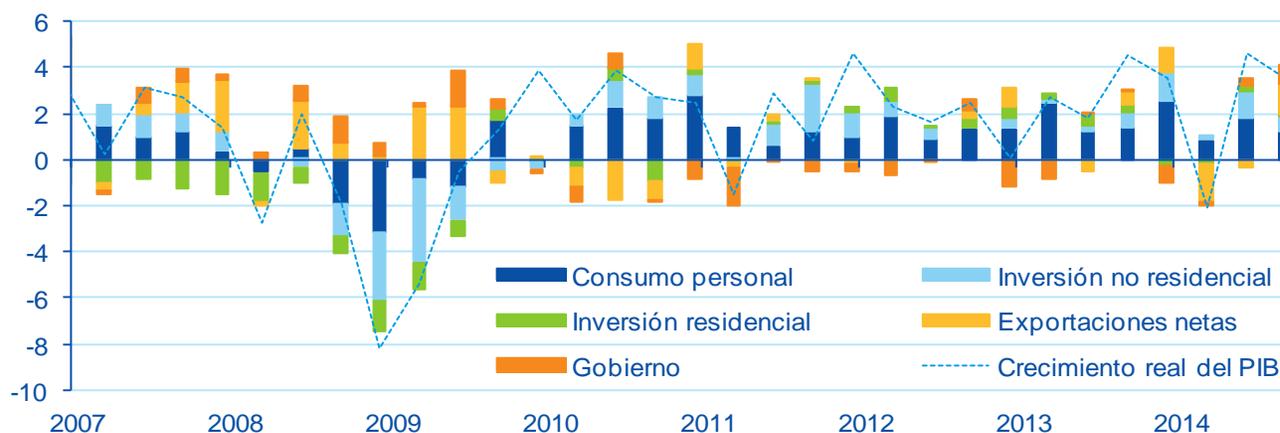
2 Situación EEUU

Baja inflación y fuerte crecimiento del empleo determinan recuperación de EEUU

La actividad económica de EEUU parece ir hacia delante a un ritmo estable, al menos en la superficie. El crecimiento del PIB ha sido más fuerte de lo previsto en dos trimestres consecutivos, el crecimiento del empleo se ha mantenido por encima de los 200 mil puestos mensuales desde febrero, la tasa de desempleo ha caído por debajo de 6.0% y el consumo privado recibe el impulso del aumento del poder adquisitivo de los consumidores. Sin embargo, otros detalles reflejan una recuperación todavía vulnerable: presiones bajistas sobre los rendimientos del Tesoro a largo plazo debido a la actual estrategia de "búsqueda de refugio", la lenta demanda mundial y la apreciación del dólar estadounidense que limita las exportaciones, además de la incertidumbre actual con respecto al ajuste de la política monetaria en el próximo año. La mayoría de estas preocupaciones son más relevantes para las perspectivas de 2015 y en adelante. Por tanto, los riesgos para el crecimiento están ligeramente sesgados al alza para este año, pero se equilibrarán más en lo sucesivo.

Gráfica 5

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

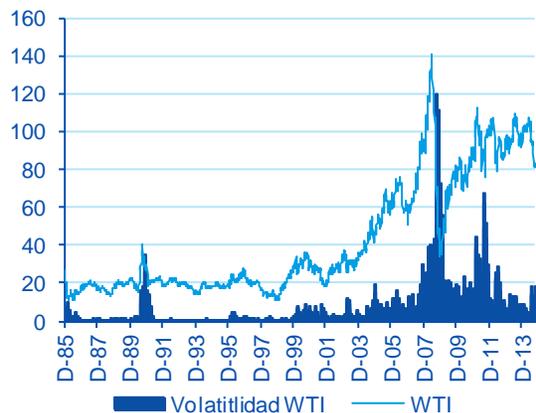


Fuente: BEA y BBVA Research

El informe adelantado del crecimiento del PIB real del 3T14 ha sido más fuerte de lo previsto, con un incremento de 3.5% t/t anualizado y desestacionalizado. Sin embargo, esto se debe en gran parte al asombroso aumento de 16.0% del gasto en defensa nacional, la mayor ganancia desde el 2T09. A pesar de que la cifra general es favorable, refleja más bien un acontecimiento excepcional y no una continuación estable del impulso ganado en el 2T14. Tal como se esperaba, hemos visto algunos ajustes en varios componentes del PIB tras el importante repunte del 2T14. Como cabía esperar, la inversión residencial se ha desacelerado considerablemente, pero se ha mantenido en un crecimiento positivo de 1.8%. La inversión no residencial se desaceleró ligeramente; el mayor impulso llega esta vez de los equipos en vez de las estructuras. Las importaciones cayeron por primera vez desde el 1T13, pero el crecimiento de las exportaciones se ha mantenido fuerte en 7.8%. El consumo personal no se ha mantenido como esperábamos, pues se desaceleró 1.8% en el 3T14. En general, esta estimación inicial del PIB del 3T14 imprime un sesgo al alza a nuestra previsión de crecimiento anual para 2014. Sin embargo, los detalles subyacentes apoyan nuestras perspectivas de mejora gradual aunque continuada en la actividad económica. Sin el fuerte empuje del gasto en defensa, el crecimiento se hubiera situado mucho más cerca de nuestras previsiones de 2.5% para el trimestre. En el 4T14, esperamos que el crecimiento se desacelere con respecto a las tasas observadas en el 2T y el 3T, aunque hay más incertidumbre dado que será el primer trimestre sin ningún estímulo adicional de la Fed.

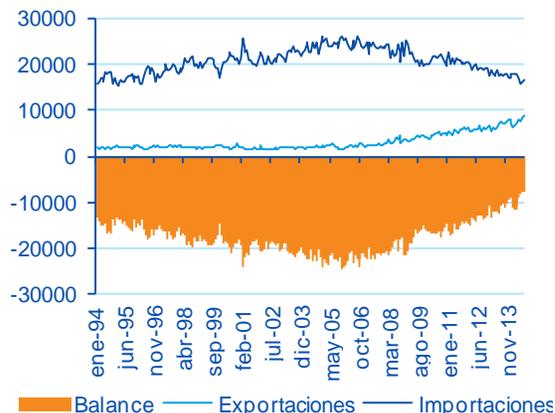
En gran parte, la caída de los precios del petróleo refleja el ajuste de las expectativas del mercado sobre la demanda a largo plazo, los niveles de producción mundial y el crecimiento de Europa y de China sin el correspondiente recorte en la oferta. De hecho, el 14 de octubre, la Agencia Internacional de la Energía (AIE) revisó a la baja sus expectativas sobre la demanda de petróleo en 2014 y 2015 basándose en la hipótesis de un crecimiento económico más lento y una caída de la demanda de productos derivados del petróleo en los principales países de la OCDE. En cuanto a Europa, la baja inflación y los informes sobre la actividad también apuntan a una menor demanda (en igualdad de circunstancias). En China, el crecimiento por debajo de lo previsto y las revisiones a la baja en las expectativas a largo plazo también indican un sesgo bajista en la demanda. Si no se produce una inflexión en la situación económica mundial, un ajuste de la oferta o un repunte de los riesgos geopolíticos, el riesgo al alza para los precios del petróleo es menor. Desde una perspectiva estructural, los avances tecnológicos, los cambios en la composición del sector, la mayor utilización de las energías renovables y los cambios de comportamiento implican nuevas limitaciones de los riesgos alcistas.

Gráfica 8
Precios del West Texas Intermediate y volatilidad en USD



Fuente : SEIA/WSJ y BBVA Research

Gráfica 9
EEUU: Importaciones de petróleo, exportaciones y balance (Mn \$, constantes, 2009)



Fuente: Censo y BBVA Research

Es importante destacar que los bajos precios del petróleo tienen repercusiones positivas en EEUU. En primer lugar, unos precios del petróleo más bajos deberían traducirse en una menor carga del costo energético para la familia promedio. Estas ventajas se amplifican en los grupos de ingresos bajos, que tienen una mayor tendencia a consumir, porque pueden dedicar lo que gastaban en energía a comprar bienes y servicios con un aumento de los multiplicadores. Se produce un impacto similar en las empresas cuando el ahorro debido a que los precios de la energía son más bajos se invierte y se utiliza en contratar empleados. Como resultado, unos precios del petróleo más bajos tienen el potencial de impulsar el crecimiento económico. Sin embargo, la cambiante combinación del consumo y la mayor utilización de la producción de petróleo nacional podrían conllevar un menor impacto interno. Además, como los precios más bajos del petróleo provocan la bajada del índice general de precios al consumidor, el impacto (real) ajustado a la inflación sobre la economía es reducido. Por otra parte, los factores que subyacen a unos precios del petróleo más bajos podrían limitar la tendencia alcista si la caída de los precios estuviera motivada por las expectativas de una recesión mundial o el desplome de los precios de los activos y de la confianza. Asimismo, si los precios más bajos del petróleo van acompañados de un dólar apreciado, las ventajas del consumo podrían verse contrarrestadas por unas importaciones más baratas. Para ver un análisis más detallado sobre el impacto regional de un colapso en el precio del petróleo, consulte nuestro último [Observatorio Económico](#).

En lo que a la Fed se refiere, la baja inflación sigue ensombreciendo las mejoras actuales en la situación del empleo. Aun así, el FOMC dio un paso más hacia la normalización de la política y citó la “mejora sustancial de las perspectivas del mercado de trabajo” como el factor decisivo que subyace a su decisión de finalizar el QE3. El lenguaje de la *forward guidance* se mantuvo sin cambios, por lo que sigue indicando que la anticipación de la tasa de los fondos federales, prácticamente en el nivel cero, se mantendrá "durante un periodo de tiempo considerable tras el fin de su programa de compras de activos". El factor de dependencia de los datos sigue siendo vital para las medidas de política monetaria futuras. La Fed hizo hincapié en que una mejora de las perspectivas económicas más rápida de lo previsto podría conllevar que "los incrementos del rango objetivo de la tasa de los fondos federales se produjeran probablemente antes de lo que se prevé en la actualidad". Y por el contrario, si la economía avanza a un ritmo más lento de lo que espera el FOMC, "los incrementos del rango objetivo se producirían probablemente más tarde de lo que se espera en la actualidad". Dado el mayor enfoque sobre la baja inflación, prevemos que el FOMC estará dispuesto a aplazar el primer movimiento alcista de las tasas hasta mediados de 2015, aunque la probabilidad de una subida de las tasas más temprana aumentará si desaparecen las presiones bajistas sobre la inflación a principios del próximo año, en paralelo con mejoras sostenibles en el mercado de trabajo (véase nuestro [Fed Watch](#)).

Gráfica 10
Balace de la Reserva Federal (billones de \$)



Fuente: Banco de la Reserva Federal y BBVA Research

Gráfica 11
Indicadores económicos seleccionados

	Tasa de desempleo a largo plazo	Var. empleo no agrícola, media móvil por oferta de 3 meses	Número de desempleados por oferta de trabajo	Inflación subyacente precios al consumidor (a/a)
Objetivo	5.2% - 5.5%	200K	2.00	2.00%
Inicio del QE3 (Sept-12)	7.8%	157K	3.38	1.60%
dic-13	6.7%	198K	2.64	1.28%
may-14	6.3%	245K	2.14	1.56%
QE3 (Oct-14)	5.8%	224K	1.98*	1.56%*

*últimos datos disponibles: Sept-14

Fuente: FRB, BLS, BEA y BBVA Research

A pesar de que las amenazas mundiales han aumentado y de que nuestras previsiones de crecimiento para otras economías importantes se han revisado a la baja, los riesgos para EEUU siguen ligeramente inclinados al alza a corto plazo. Con un crecimiento del PIB por encima de lo previsto y unas condiciones de consumo favorables, el crecimiento anual de 2014 probablemente se mantendrá en línea con el ritmo observado en 2012 y 2013. En 2015 y de ahí en adelante, tenemos la esperanza de volver, por fin, a un crecimiento próximo a 3.0%, dejando atrás este prolongado periodo de recuperación.

3 Previsiones Económicas

Cuadro 1

	2T13	3T13	4T13	1T14	2T14	3T14	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
PIB real (% anualiz. y desest.)	1.8	4.5	3.5	-2.1	4.6	3.5	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	1.8	1.2	1.6	1.3	1.6	1.4	1.2	1.3	1.3
Inversión fija bruta	1.0	2.5	0.6	-1.1	2.9	0.2	0.7	1.3	0.8	0.8	0.7	1.0	1.2
No residencial	0.2	0.7	1.2	0.2	1.2	0.7	0.9	0.8	0.4	0.7	0.7	0.8	0.9
Residencial	0.5	0.3	-0.3	-0.2	0.3	0.1	0.0	0.3	0.3	0.0	0.2	0.3	0.3
Exportaciones	0.8	0.7	1.3	-1.3	1.4	1.0	0.9	0.4	0.4	0.4	0.9	0.9	0.8
Importaciones	-1.4	-0.1	-0.2	-0.4	-1.8	0.3	-0.9	-0.4	-0.2	0.6	0.6	0.4	0.4
Gobierno	0.0	0.0	-0.7	-0.2	0.3	0.8	-0.7	-0.3	-0.4	0.0	0.1	0.1	0.0
Tasa de desempleo (% , promedio)	7.5	7.2	7.0	6.7	6.2	6.1	8.9	8.1	7.4	6.2	5.8	5.5	5.0
Nómina no agrícola promedio (miles)	201	172	198	190	267	234	174	186	194	225	231	232	251
Precios al consumidor (% a/a)	1.4	1.5	1.2	1.4	2.1	1.8	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	1.8	1.7	2.1	1.8	1.9	2.1	2.3	2.4
Balance fiscal (% PIB)	-	-	-	-	-	-	-8.7	-6.8	-4.1	-3.1	-2.7	-3.1	-2.8
Cuenta corriente (bdp, % PIB)	-2.6	-2.4	-2.0	-2.6	-	-	-3.0	-2.8	-2.4	-2.5	-2.6	-2.4	-2.0
Tasa objetivo Fed (% , fdp)	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.50	1.50	2.50
Índice S&P Case-Shiller (% a/a)	11.17	11.50	11.70	11.39	8.11	6.00	-3.87	3.89	11.09	8.41	6.99	5.12	4.67
Valores tesoro 10 años (rend. % , fdp)	2.30	2.81	2.90	2.72	2.60	2.53	1.98	1.72	2.90	2.65	3.36	3.75	3.98
Dólar EEUU / Euro (fdp)	1.32	1.34	1.37	1.38	1.36	1.29	1.32	1.31	1.37	1.23	1.20	1.24	1.26
Precio del Brent (dpb, promedio)	102.7	110.3	109.3	108.2	109.7	102.0	111.3	111.7	108.7	107.1	118.0	121.5	126.7

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/CorporateGovernance".

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
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 Lecoutois
Miguel.cardoso@bbva.com

Europa

Miguel Jiménez González-Anleo
mjimenezg@bbva.com

Mercados Emergentes

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

Análisis Transversal Eco. Emergentes

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

Asia

Le Xia
le.xia@bbva.com

México

Carlos Serrano Herrera
carlos.serranoh@bbva.com

Coordinación LatAm

Juan Manuel Ruiz Pérez
juan.ruiz@bbva.com

Argentina

Gloria Sorensen
gsorensen@bbva.com

Chile

Jorge Selaive Carrasco
jselaive@bbva.com

Colombia

Juana Téllez Corredor
juana.tellez@bbva.com

Perú

Hugo Perea Flores
hperea@bbva.com

Venezuela

Oswaldo López Meza
oswaldolopez@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.
Email: researchusa@bbva.com
www.bbva.com/research
www.bbva.com/compass/research/
twitter.com/BBVAResearchUSA