

Inmobiliario

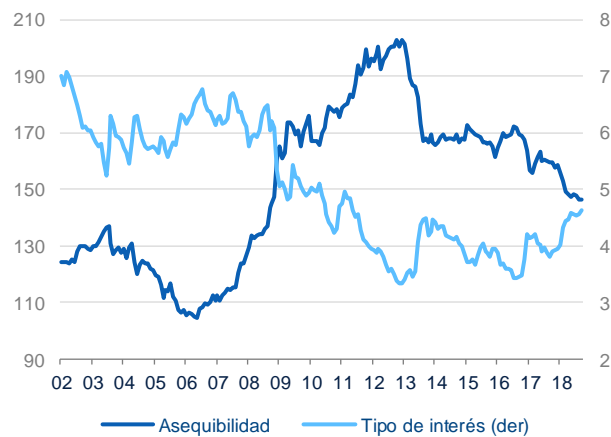
# Perspectivas del sector inmobiliario para 2019

Filip Blazheski

- **A pesar de la menor asequibilidad, las tendencias demográficas seguirán respaldando la demanda de viviendas**
- **La revalorización del precio de la vivienda se ralentizará pero seguirá siendo superior a la inflación a corto y medio plazo**
- **El endurecimiento de las condiciones financieras equilibrará algunas de las diferencias regionales que han surgido en el último decenio**

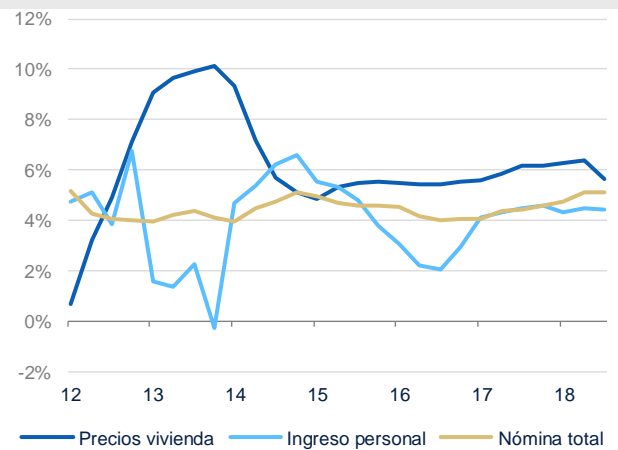
El mercado inmobiliario, que venía registrando una sólida expansión desde 2012, comenzó a debilitarse en la segunda mitad de 2018. Se redujo la compraventa de viviendas tanto nuevas como de segunda mano, al tiempo que se desaceleraba las nuevas construcciones y el precio de la vivienda. Esto se produjo como consecuencia de la fuerte reducción de la asequibilidad debida, a su vez, al aumento de los tipos de interés de los préstamos hipotecarios (Gráfico 1). La menor asequibilidad significa que hay menos compradores que pueden permitirse acceder al mercado inmobiliario. La reducción de la demanda conllevó una caída de las compraventas, que afectó a los precios, lo que, por su parte, repercutió en la obra nueva. Si bien los tipos de interés son los principales responsables de la ralentización actual, estos se suman a un período de seis años en el que el precio de la vivienda ha superado a los ingresos, en algunos casos, de manera significativa (Gráfico 2). Desde esta perspectiva se examina el estado actual del mercado inmobiliario y se presentan nuestras previsiones para 2019 y los años siguientes en los segmentos unifamiliar y plurifamiliar.

Gráfico 1. Índice de asequibilidad de la vivienda y tipos de interés fijos de los préstamos hipotecarios a 30 años (Índice SA, ingresos medios = ingresos que permiten acceder al préstamo y %)



Fuente: BBVA Research, FHLMC y NAR

Gráfico 2. Precios de la vivienda e ingresos (% a/a)



Fuente: CoreLogic, BEA, BLS

## Tipos de interés y asequibilidad

El tipo de interés fijo de los préstamos hipotecarios a 30 años alcanzó su nivel máximo situándose en el 4,94 % a mediados de noviembre, un punto porcentual más que el año anterior. Un aumento de este orden significa una subida del 11 % de la cuota de amortización mensual para una vivienda de precio medio de 260.000 USD<sup>1</sup>, de 983 USD a 1.104 USD. A nivel anual, esto significa un aumento de 1.462 USD, lo que supone casi el 2,4 % de los

1: Considerando una ratio préstamo-valor del 80 %

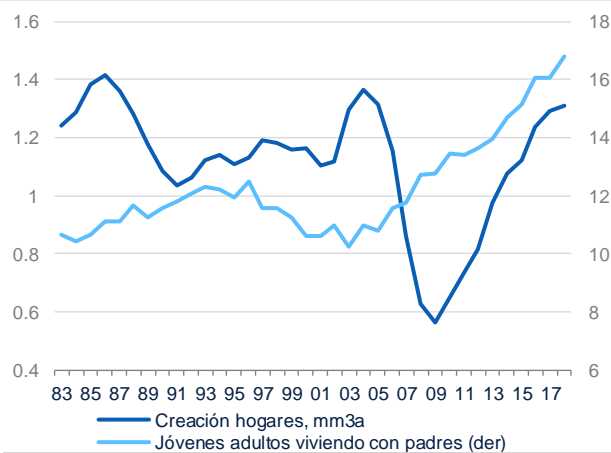
ingresos medios por familia.<sup>2</sup> El aumento de los tipos de interés habría afectado especialmente a las rentas más bajas en las zonas de alto coste. Si a ello se suma la aún fuerte revalorización del precio de la vivienda como consecuencia de una oferta limitada de viviendas para la venta, el aumento de los tipos de interés ha llevado a una menor demanda que probablemente se mantendrá a corto y medio plazo.

A finales de 2018, el tipo de interés fijo de los préstamos hipotecarios a 30 años, que representan más del 70 % de los préstamos para la compra de vivienda pendientes de amortización, se situaba en torno al 4,5 %. Estimamos que este tipo se estabilizará en torno al 5 % a corto y medio plazo, lo que significa que más de la mitad del impacto del aumento de los tipos de interés ya ha sido absorbido por el mercado.

## Condiciones del sector inmobiliario

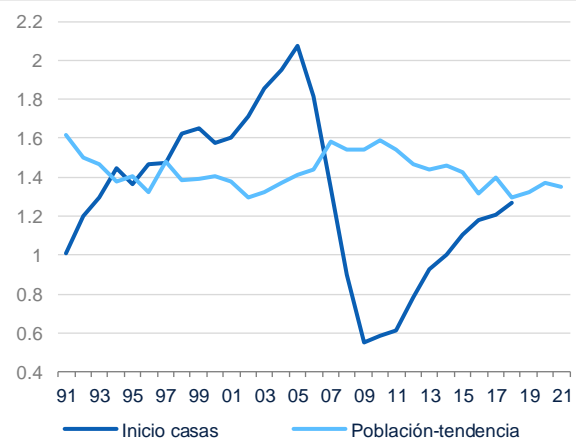
A pesar de que la demanda seguirá siendo reducida debido a la menor asequibilidad, la demografía respaldará en buena medida al sector inmobiliario. La Gran Recesión redujo considerablemente la creación de nuevos hogares, lo que ha llevado a un porcentaje mayor respecto al pasado de jóvenes adultos a vivir con sus padres (Gráfico 3). La reducción en la creación de nuevos hogares fue acompañada de una tendencia a la baja en las construcciones iniciadas (Gráfico 4). Mientras que las construcciones iniciadas están alcanzando lentamente su nivel tendencial basado en la población que se sitúa en 1,35-1,40 millones, la escasez de viviendas que se registra en una serie de zonas atractivas se mantendrá en el futuro cercano debido a las limitaciones a la construcción y a la falta de lotes de terreno edificable, especialmente en las zonas situadas en un radio no excesivamente distante de los centros urbanos.

Gráfico 3: Creación de hogares y cuota de jóvenes adultos que viven con sus padres (millones y %)



Fuente: BBVA Research, Oficina del Censo y Haver Analytics

Gráfico 4: Construcciones iniciadas (estimación para 2018) y tendencia basada en la población (millones)

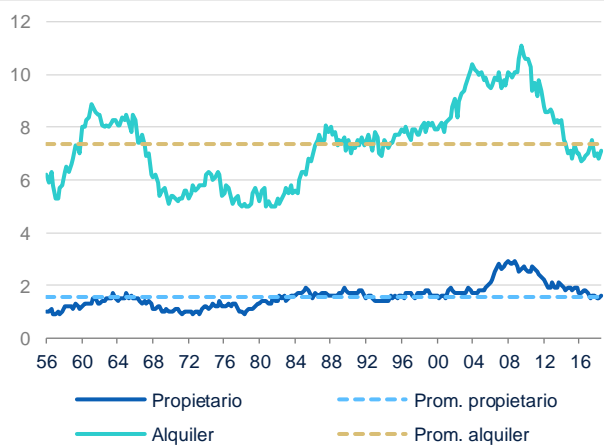


Fuente: BBVA Research y Oficina del Censo

La tasa media nacional de viviendas desocupadas (Gráfico 5) oculta la demanda contenida. En los últimos 12 meses, mientras que en las áreas metropolitanas se ha reducido la tasa de viviendas desocupadas, esta ha aumentado en las zonas no metropolitanas (Gráfico 6), reflejando la mayor oferta de empleo en los centros urbanos. En las áreas estadísticas metropolitanas (MSA por sus siglas en inglés), las viviendas desocupadas en propiedad han aumentado en el interior de las ciudades principales y han disminuido en los barrios residenciales, lo que refleja el vigor relativo de la demanda de viviendas unifamiliares por parte de los adultos pertenecientes a la generación del milenio que están formando o aumentando su familia. Esto sugiere que, aunque podría haber algunos cambios en las preferencias de la generación del milenio en comparación con las generaciones anteriores, la Gran Recesión ha influido en buena medida en la elección de la vivienda por parte de los jóvenes adultos, lo que terminará revirtiéndose.

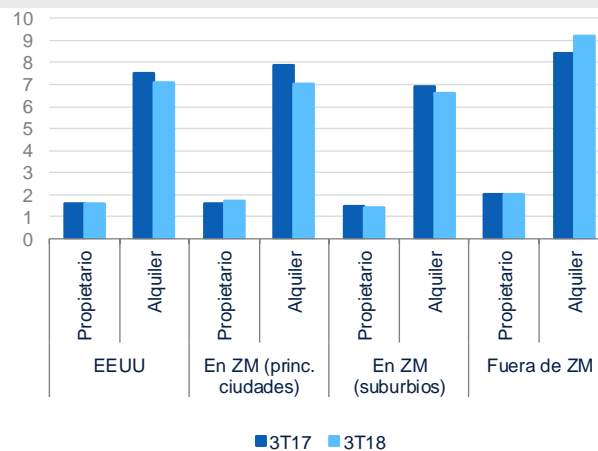
2: En este cálculo se considera que los precios medios de la vivienda no sufrirán cambios ya que el aumento de los precios de la vivienda se encuentra en cierto modo compensado con el aumento de los ingresos disponibles. De este modo, el cálculo nos permite centrarnos únicamente en el impacto del aumento de los tipos de interés.

Gráfico 5: Tasa de desocupación de viviendas (%)



Fuente: BBVA Research y Oficina del Censo

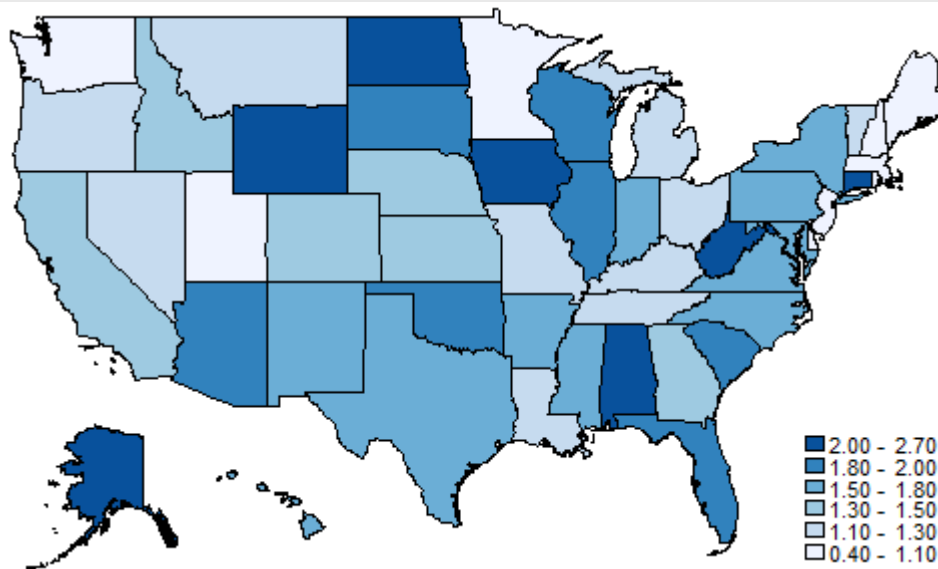
Gráfico 6: Niveles de desocupación de viviendas (millones)



Fuente: BBVA Research y Oficina del Censo

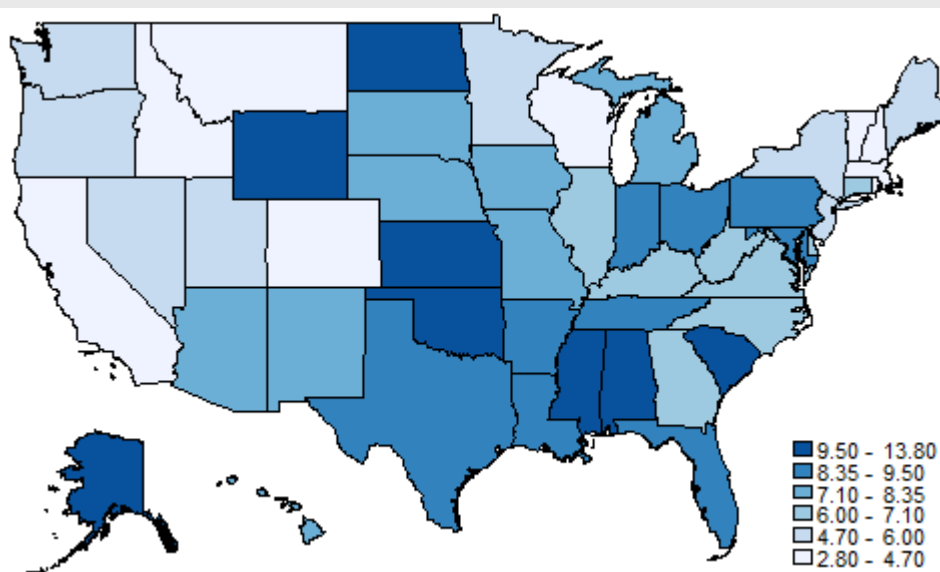
Las tasas de desocupación de viviendas también varían de un estado a otro; así, por ejemplo, Alaska y Virginia Occidental registran la mayor tasa de desocupación de viviendas en propiedad (Gráfico 7), mientras que Dakota del Norte y Oklahoma presentan la mayor tasa de desocupación de viviendas en alquiler (Gráfico 8). Todos estos estados se han visto afectados por la desaceleración del sector energético en el período 2014-2016. Por otro lado, los estados con la tasa de desocupación de viviendas más baja tienden a estar situados en el este y en Nueva Inglaterra. Además, Minnesota, Nueva Jersey, Kentucky y Georgia también cuentan con un mercado inmobiliario relativamente restringido.

Gráfico 7: Tasa de desocupación de viviendas en propiedad (%)



Fuente: BBVA Research y Oficina del Censo

Gráfico 8: Tasa de desocupación de viviendas en alquiler (%)



Fuente: BBVA Research y Oficina del Censo

La desocupación de viviendas por MSA confirma las tendencias básicas subyacentes. Las MSA con una tasa reducida de desocupación de viviendas (Cuadro 1 y Cuadro 2) se caracterizan por contar con una economía sólida, especialmente en lo que respecta a la creación de empleo. Por otro lado, la mayor parte de las MSA con una tasa reducida de desocupación de viviendas en propiedad también cuenta con un mercado inmobiliario relativamente asequible y en los últimos años se ha beneficiado de importantes mejoras en el sector inmobiliario (Gráfico 9). Por ejemplo, la desocupación de viviendas en propiedad en Nashville, TN, bajó de casi el 4 % en la primera mitad de 2015 al 0,6 % a mediados de 2018, mientras que la desocupación de viviendas en propiedad en Greensboro, NC bajó del 2,8 al 0,8 % en el mismo período. Esta evolución sugiere un reequilibrio regional en curso en el mercado inmobiliario desplazándose de las zonas costeras de alto coste a zonas que se recuperaron algo más tarde después de la Gran Recesión.

Cuadro 1: Tasas de desocupación de viviendas en propiedad, MSA más grandes (%)

Menores 15		Mayores 15	
Grand Rapids	0.2	Charleston	3.9
Minneapolis	0.5	Sarasota	2.9
Salt Lake City	0.5	Pittsburgh	2.9
San Antonio	0.6	Cape Coral	2.8
Cleveland	0.6	Hartford	2.8
San Diego	0.6	Toledo	2.7
Nashville	0.6	Rochester	2.7
Omaha	0.7	Tulsa	2.6
San Jose	0.7	Tampa	2.6
Las Vegas	0.7	Richmond	2.4
Greensboro	0.8	Orlando	2.3
Raleigh	0.8	Houston	2.2
Seattle	0.8	Bridgeport	2.0
Atlanta	0.8	Oklahoma City	1.9
Detroit	0.9	Knoxville	1.9

Fuente: BBVA Research y Oficina del Censo

Cuadro 2: Tasas de desocupación de viviendas en alquiler, MSA más grandes (%)

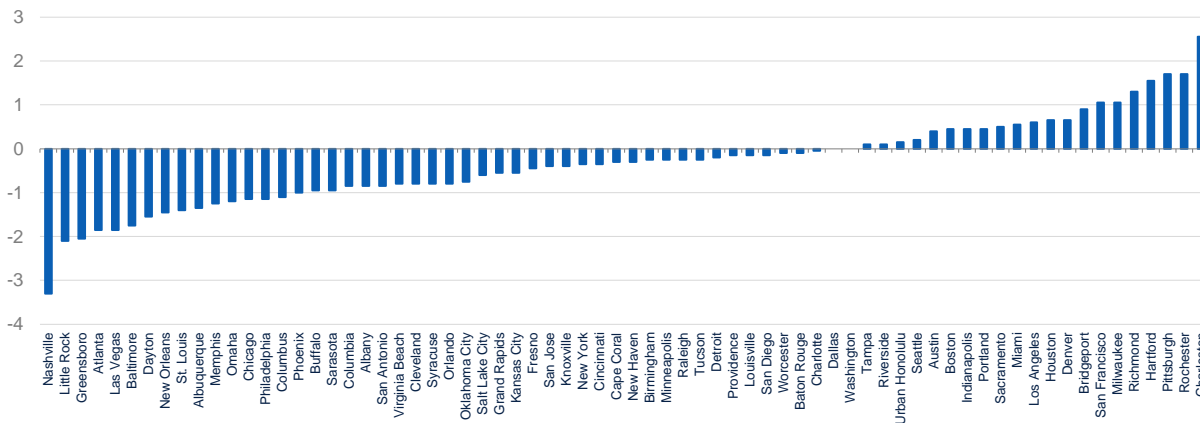
Menores 15		Mayores 15	
Fresno	2.0	Charleston	17.6
Worcester	2.3	Toledo	15.5
Denver	3.2	Oklahoma City	13.5
Boston	3.6	Dayton	13.5
Cincinnati	3.6	Birmingham	12.6
Cape Coral	3.7	Tulsa	11.2
San Jose	3.7	Albany	11.0
Allentown	3.9	Little Rock	10.8
Los Angeles	4.0	Memphis	10.4
Grand Rapids	4.4	Tampa	10.4
Sacramento	4.4	Greensboro	10.3
San Diego	4.4	Columbia	10.2
Syracuse	4.5	Baltimore	10.2
Minneapolis	4.6	New Orleans	10.1
Providence	4.6	Houston	9.4

Fuente: BBVA Research y Oficina del Censo

En cuanto a la tasa de desocupación de viviendas en alquiler, los mercados más restringidos se encuentran en MSA de coste medio como, por ejemplo, Boston, Denver y San José, aunque ha habido mejoras importantes en algunas zonas de coste más bajo como Cincinnati y Búfalo (Gráfico 10). El mercado de viviendas en edificios plurifamiliares en estas zonas se ha visto favorecido por el hecho de que en la primera mitad de la década de 2010

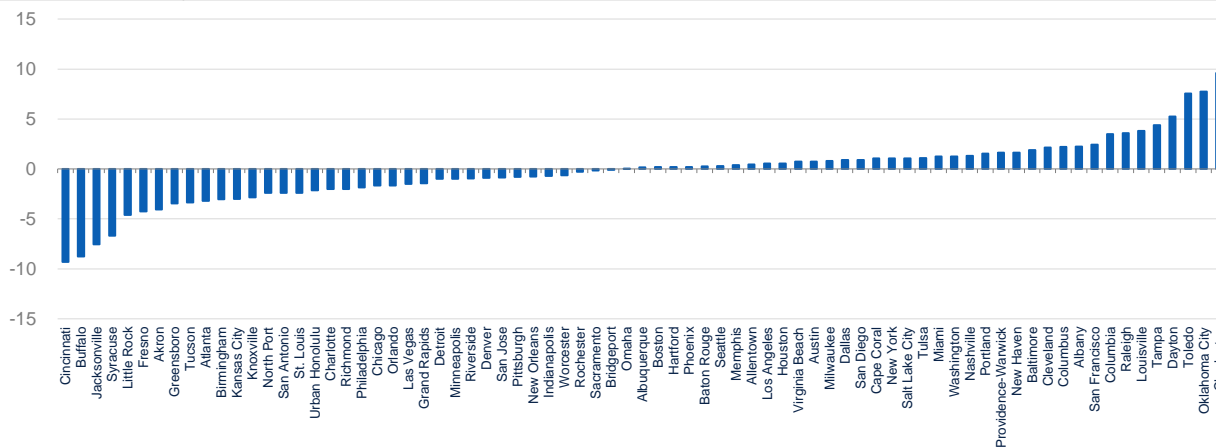
la construcción de pisos de obra nueva no alcanzó niveles altos. Dicho esto, muchas MSA de tamaño medio tradicionalmente industriales como Toledo o Albany siguen registrando tasas de desocupación de viviendas en alquiler elevadas y en continuo aumento, posiblemente como consecuencia de su dificultad para atraer suficiente población joven, probablemente más propensa a alquilar que a comprar. Entre las MSA con una alta tasa de desocupación de viviendas en alquiler, Oklahoma City y Houston han registrado un aumento considerable en la construcción en los últimos años y se han visto afectadas por la ralentización del sector del petróleo y del gas.

Gráfico 9: Tasas de desocupación de viviendas en propiedad, MSA más grandes, cambios en el período comprendido entre la 1.ª mitad de 2015 y mediados de 2018 (puntos porcentuales)



Fuente: BBVA Research y Oficina del Censo

Gráfico 10: Tasas de desocupación de viviendas en alquiler, MSA más grandes, cambios en el período comprendido entre la 1.ª mitad de 2015 y mediados de 2018 (puntos porcentuales)

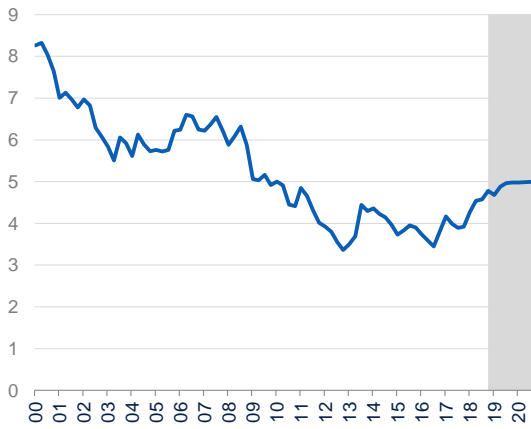


Fuente: BBVA Research y Oficina del Censo

## Viviendas de obra nueva

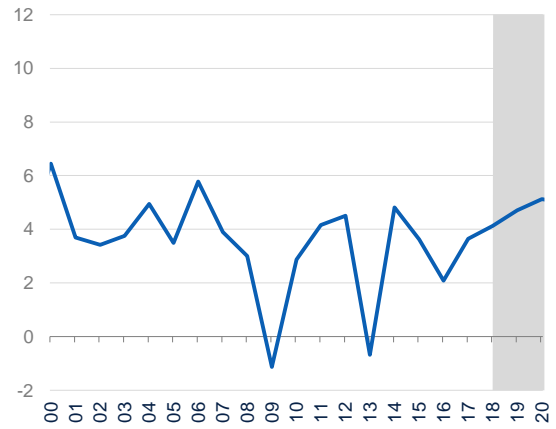
Con tasas de desocupación de viviendas en propiedad en su media histórica, tasas de desocupación de viviendas en alquiler por debajo de su media histórica, una demanda notablemente reprimida y escasez de viviendas en numerosas zonas de todo el país, la construcción residencial seguirá creciendo en línea con el vigor global de la economía. La ralentización del aumento de los tipos de interés de los préstamos hipotecarios (Gráfico 11) y un crecimiento sólido de los ingresos gracias a la firmeza del mercado laboral contribuirán a que la demanda siga subiendo, lo que a su vez impulsará la actividad de construcción (Gráfico 12).

Gráfico 11: Tipos de interés de los préstamos hipotecarios a 30 años (%)



Fuente: BBVA Research y FHLMC

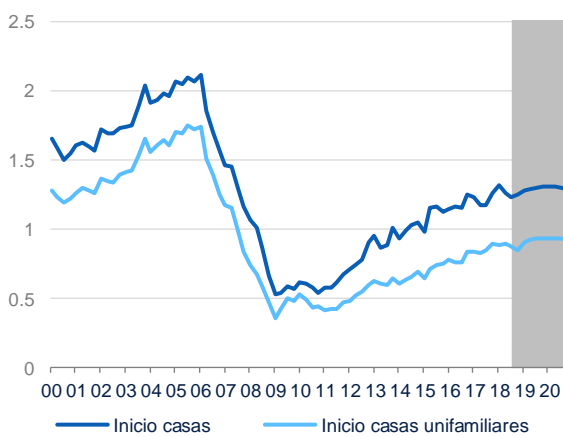
Gráfico 12: Renta personal disponible per cápita (% interanual)



Fuente: BBVA Research, Oficina del Censo y BEA

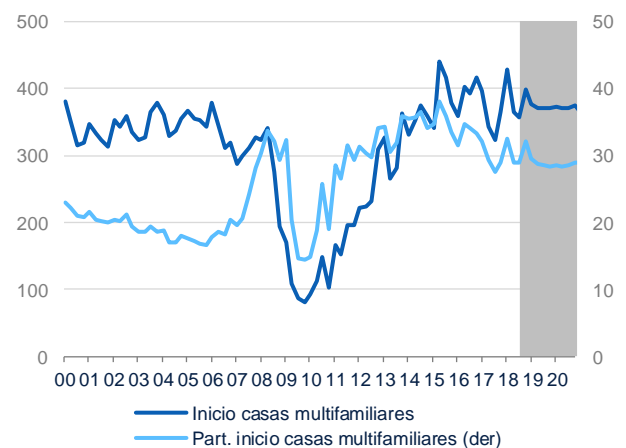
Estimamos que se producirá un aumento de las construcciones iniciadas que pasarán de los 1,27 millones actuales a 1,3 millones y que se mantendrán en este nivel hasta finales de 2020 (Gráfico13). Esta previsión parte de la hipótesis de que se mantendrá el ciclo económico expansivo, si bien con una ganancia anual mucho menor respecto al período posterior a la crisis. Mientras que se estima que la construcción de viviendas unifamiliares seguirá creciendo lentamente, se considera que la construcción de viviendas en edificios plurifamiliares se estabilizará en los niveles actuales (Gráfico 14). La demanda de viviendas unifamiliares se verá favorecida por la llegada a la edad adulta de la generación del milenio que está formando familias y que quiere salir de los mercados que han dejado de ser asequibles a causa del aumento de los precios en el período precedente. Las construcciones plurifamiliares iniciadas no experimentarán grandes cambios respecto a los niveles actuales, ya que las MSA en las que recientemente se ha reducido la tasa de desocupación de viviendas en alquiler son relativamente pequeñas y por ello requieren, en comparación con el período anterior, menos construcciones de obra nueva en términos absolutos a corto plazo para hacer frente al aumento de la demanda. A largo plazo, la demanda de viviendas en edificios plurifamiliares se verá favorecida por la demanda en los centros urbanos y por la falta de viviendas unifamiliares asequibles en algunas zonas, así como por el atractivo de este tipo de viviendas para la población de más de 75 años.

Gráfico 13: Construcciones iniciadas (millones)



Fuente: BBVA Research y Oficina del Censo

Gráfico 14: Construcciones plurifamiliares iniciadas (miles y %)



Fuente: BBVA Research y Oficina del Censo

## Compraventa de viviendas de segunda mano

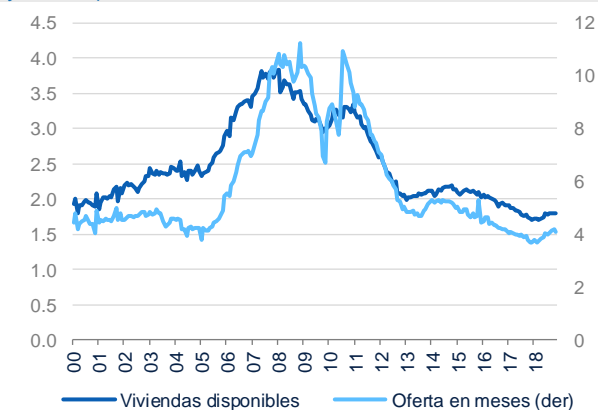
La compraventa de viviendas de segunda mano alcanzó su nivel máximo en 2017 y registró una tendencia a la baja durante la mayoría de 2018 como consecuencia de la reducción tanto de la oferta como de la demanda. Por lo que se refiere a la oferta, el aumento de los tipos de interés de los préstamos hipotecarios hizo que perdiera atractivo cambiar de casa, ya que los propietarios que cambian de casa se ven obligados a pasar de un préstamo con un tipo de interés bajo a otro con un tipo de interés más alto. Esto ha desincentivado la oferta de viviendas para la venta. Por otro lado, el largo período de desplome de la obra nueva como consecuencia de la Gran Recesión ha implicado que haya menos casas construidas recientemente disponibles para la venta por parte de sus primeros propietarios en comparación con períodos anteriores. Por lo que respecta a la demanda, la menor asequibilidad ha reducido el deseo de comprar una vivienda.

Los ajustes tanto en la oferta como en la demanda, a pesar de haber implicado un ligero aumento del número de casas que salieron al mercado y del número de meses de oferta (Gráfico 15), han llevado a que el mercado siga estando muy restringido. En noviembre de 2018, la oferta de casas de segunda mano a la venta se situaba en 4,1 meses, mientras que se considera que un mercado equilibrado tiene una oferta de seis meses. En las grandes áreas metropolitanas, la demanda es superior respecto a la oferta en Oakland y Tacoma, con una oferta de 1,7 meses de casas para la venta, mientras que la oferta es superior a la demanda en Naples y Miami con 9,4 y 9,1 meses respectivamente<sup>3</sup>.

Dado que el mercado de viviendas de segunda mano seguirá siendo restringido, y que la construcción aumentará solo ligeramente, estimamos que el nivel actual de compraventa de viviendas de segunda mano no registrará grandes variaciones respecto a los niveles actuales, con una tendencia gradual a la baja (Gráfica 16). La oferta de viviendas de segunda mano para la venta seguirá siendo reducida hasta que aumente de forma considerable la construcción de viviendas nuevas o los propietarios de la generación del «baby boom» empiecen a buscar viviendas de menor tamaño. Los nacidos en la generación del «baby boom» aún no han cumplido 75 o más años, una edad en la que numerosos propietarios empiezan a buscar viviendas de menor tamaño. Esta escasez de oferta seguirá favoreciendo la revalorización de los precios, lo que puede contribuir a mantener la demanda bajo control.

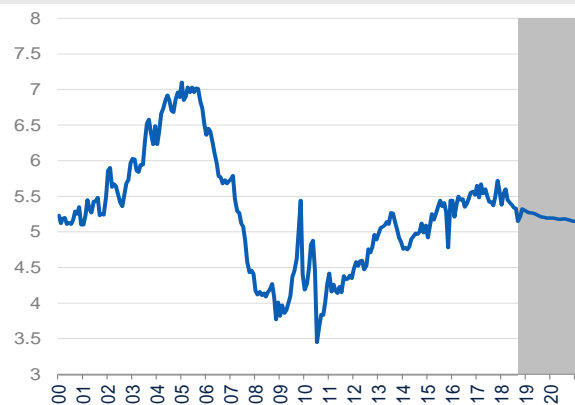
Un factor adicional que podría afectar al avance del mercado es el alto grado de precaución por parte de los compradores potenciales, quienes probablemente estén prevenidos sobre los riesgos de comprar en la cresta del ciclo como lo demuestran los perjuicios sufridos por los propietarios que compraron sus casas en el período 2005-2007. Este nivel de precaución, si bien es positivo a largo plazo y contribuye a la estabilidad de las condiciones del mercado, podría agudizar en el futuro próximo la debilidad actual de las compraventas inmobiliarias.

Gráfico 15: Viviendas disponibles para la venta y oferta en meses, una vez corregida la estacionalidad (millones y meses)



Fuente: BBVA Research y NAR

Gráfico 16: Compraventa de viviendas de segunda mano (millones)



Fuente: BBVA Research y NAR

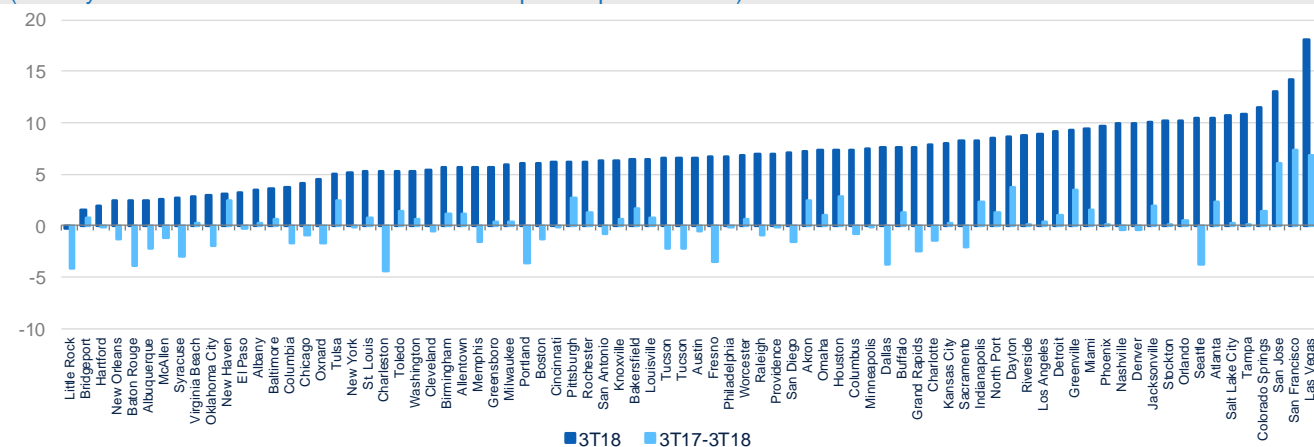
3: Véase Redfin <https://www.redfin.com/blog/data-center>

## Precios de la vivienda

Al igual que todos los demás indicadores inmobiliarios, la revalorización del precio de la vivienda se ha ralentizado respecto a la primera mitad de 2018. Aunque el índice de precios inmobiliarios CoreLogic presentaba una tasa interanual en marzo y abril del 6,6 %, su tasa de crecimiento bajó al 5,1 % en noviembre, la más baja en tres años y medio. Sin embargo, los precios de la vivienda ajustados a la inflación siguen aumentando con una tasa del 3,2 % a/a, más elevada que la media registrada desde 1977, que se sitúa en el 2,2 %.

La revalorización de los precios en 3T18 fue mayor en Las Vegas, donde los precios de la vivienda crecieron a una tasa nominal del 18 % a/a, según la Agencia Federal de Financiación de la Vivienda. De las ochenta MSA principales, la revalorización de los precios se situó por debajo del 5 % en solo dieciséis que, en general, eran MSA de menor tamaño (Gráfico 17). Además, en comparación con el año anterior, la revalorización de los precios ha aumentado en la mayoría de zonas, lo que implica que, a pesar de que se podría estar produciendo una ralentización en la revalorización de los precios, esta sigue siendo fuerte e incluso se podría estar acelerando en MSA en las que los indicadores económicos fundamentales son buenos, los precios de la vivienda son asequibles respecto a los ingresos y/o el mercado inmobiliario es restringido. Esto confirma la opinión de que, a pesar de que la menor asequibilidad probablemente contribuirá a reducir el ritmo de avance de la revalorización de los precios, el aumento de los precios de la vivienda probablemente siga siendo fuerte. Teniendo en cuenta todo ello, estimamos que los precios de la vivienda crecerán un 4,9 % en 2019 y un 4,2 % en 2020, frente al 5,9 % de 2018 (Gráfico 18), con una tasa de revalorización que seguirá bajando posteriormente, si bien se mantendrá por encima de la tasa de inflación.

Gráfico 17: Precios de la vivienda, 80 MSA de mayor tamaño (% a/a y variación del crecimiento interanual en puntos porcentuales)



Fuente: BBVA Research y FHFA

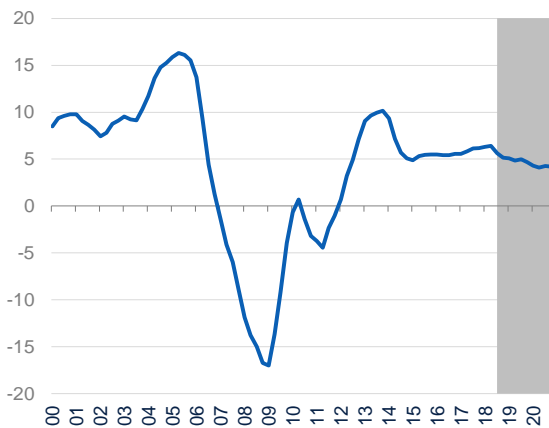
## Desalineación del precio de la vivienda

El largo período de aumento del precio de la vivienda después de la Gran Recesión, junto con el atractivo excepcional de determinadas áreas metropolitanas y las limitaciones al crecimiento de la construcción de viviendas nuevas, ha hecho que los precios de la vivienda difieran de sus indicadores fundamentales en algunas regiones. Nuestro análisis pone de manifiesto la gran correlación que existe entre el grado de desalineación del precio de la vivienda antes y después de la Gran Recesión (Gráfico 19). Dicho esto, el nivel de desalineación actualmente es mucho menor que en el ciclo anterior. Asimismo, hemos observado que los niveles de desalineación en las áreas metropolitanas con un mayor desajuste positivo (en las que los precios se sitúan por encima de los indicadores fundamentales) y en las áreas con un mayor desajuste negativo (en las que los precios se sitúan por debajo de los indicadores fundamentales) han empezado a bajar en términos absolutos (Gráfico 20). Este reequilibrio regional es positivo y favorecerá la sostenibilidad del mercado inmobiliario a largo plazo. Esperamos que esta tendencia se mantenga en 2019. El reequilibrio se verá impulsado por los cambios en la



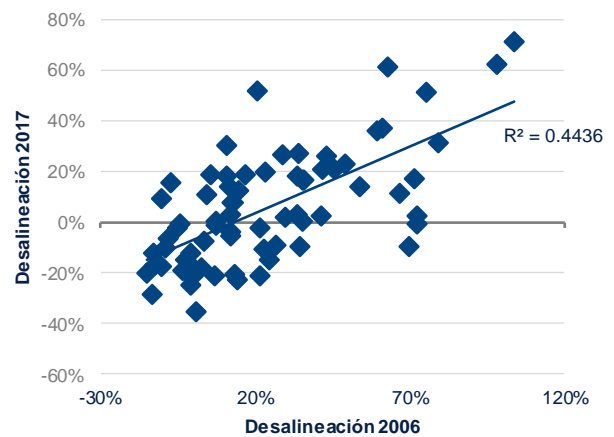
asequibilidad, unidos al factor demográfico y a la evolución de la economía local. Estas tendencias influirán positivamente en los mercados inmobiliarios de las áreas metropolitanas de tamaño medio y grande que son capaces de beneficiarse de las tendencias económicas duraderas, especialmente cuando están relacionadas con la economía del conocimiento, y de atraer población joven que está formando o que ya ha formado nuevos núcleos familiares. La perspectiva para las áreas metropolitanas de menor tamaño y las zonas rurales es menos positiva, lo que conlleva la necesidad de desarrollar estrategias para hacer frente al estancamiento o a la pérdida de población.

Gráfico 18: Índice de precios de la vivienda CoreLogic (% a/a)



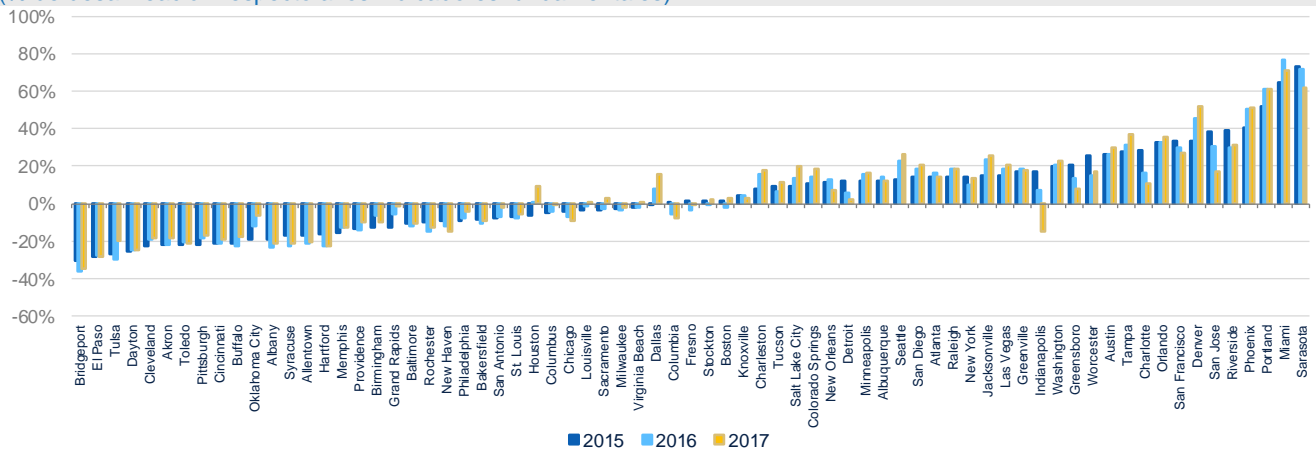
Fuente: BBVA Research y CoreLogic

Gráfica 19: Índice de desalineación del precio de la vivienda BBVA (% de desalineación respecto a los indicadores fundamentales)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 17: Índice de desalineación del precio de la vivienda BBVA (% de desalineación respecto a los indicadores fundamentales)



Fuente: BBVA Research

## Conclusión

La actividad del mercado inmobiliario se ralentizó en la segunda mitad de 2018 como consecuencia de la subida de los tipos de interés de los préstamos hipotecarios. Aun así, la revalorización de los precios de la vivienda sigue siendo fuerte y se sitúa en el 5,1 % a/a. Los precios de la vivienda se ven impulsados por la escasez de oferta para la venta de viviendas tanto nuevas como de segunda mano. La escasez de oferta de viviendas de obra nueva ha caracterizado al mercado inmobiliario desde la Gran Recesión. Debido a circunstancias estructurales, la construcción de obra nueva solo aumentará ligeramente en el futuro. La oferta de viviendas de segunda mano seguirá siendo baja debido al aumento de los tipos de interés que desincentiva el cambio de vivienda por parte de los propietarios actuales. La demografía seguirá impulsando la demanda, con la generación del milenio que está

alcanzando la edad adulta y formando nuevas familias y que, por tanto, está buscando viviendas unifamiliares en zonas suburbanas, mientras que la mayor parte de los miembros de la generación del «baby boom» aún no ha empezado a buscar casas de menor tamaño. Se mantendrá el atractivo de las grandes áreas metropolitanas de la costa con fuerte incidencia de la economía del conocimiento, mientras que la falta de viviendas asequibles llevará a muchos residentes a trasladarse a zonas metropolitanas más pequeñas alejadas de la costa. La demanda de pisos en zonas atractivas seguirá siendo alta, favorecida por el buen tono de la economía local y la escasez de viviendas en propiedad asequibles. Las áreas metropolitanas de tamaño medio que pueden atraer a familias jóvenes probablemente se beneficien del reequilibrio en el mercado inmobiliario como consecuencia de una menor asequibilidad. En todo caso, las áreas metropolitanas pequeñas y las zonas rurales seguirán luchando por atraer población. En conjunto, mientras que la asequibilidad seguirá siendo un problema, las tendencias demográficas seguirán favoreciendo la demanda de viviendas. Se mantendrá la revalorización del precio de la vivienda, si bien se ralentizará. El endurecimiento de las condiciones financieras contribuirá a reequilibrar algunas de las diferencias regionales que han surgido en el último decenio.

## Previsiones

Cuadro 3. Previsiones del mercado inmobiliario

	2015	2016	2017	2018 (p)	2019 (p)
Licencias de construcción (millones)	1,18	1,21	1,29	1,32	1,35
Construcciones iniciadas (millones)	1,11	1,18	1,21	1,26	1,29
Compraventa de viviendas nuevas (miles)	503	560	616	627	636
Compraventa de viviendas de segunda mano (millones)	5,23	5,44	5,54	5,37	5,24
Índice de precios de la vivienda CoreLogic (% a/a)	5,3 %	5,5 %	5,9 %	5,9 %	4,9 %
Precio medio de la vivienda (USD)	220	232	246	257	268
Asequibilidad (índice 100 = ingresos medios que permiten acceder a un precio medio)	168,0	168,5	159,3	147,9	142,0
Tipo de interés de los préstamos hipotecarios a 30 años (%)	3,9	3,6	4,0	4,5	4,9

(f): previsión  
Fuente: BBVA Research

## Aviso Legal

Este documento ha sido preparado por el Servicio de Estudios Económicos del BBVA de EEUU del Banco Bilbao Vizcaya Argentaria (BBVA) en su propio nombre y en nombre de sus filiales (cada una de ellas una compañía del Grupo BBVA) para su distribución en los Estados Unidos y en el resto del mundo, y se facilita exclusivamente a efectos informativos. En EEUU, BBVA desarrolla su actividad principalmente a través de su filial Compass Bank. La información, opiniones, estimaciones y previsiones contenidas en este documento hacen referencia a su fecha específica y están sujetas a cambios que pueden producirse sin previo aviso en función de las fluctuaciones del mercado. La información, opiniones, estimaciones y previsiones contenidas en este documento han sido recopiladas u obtenidas de fuentes públicas que la Compañía estima exactas, completas y/o correctas. Este documento no constituye una oferta de venta ni una incitación a adquirir o disponer de interés alguno en valores.

