

# Situación Estados Unidos

Segundo Trimestre 2014  
Análisis Económico

- Las economías desarrolladas progresan como se esperaba, pero una ligera revisión a la baja del crecimiento de China frena las perspectivas de los mercados emergentes
- La política monetaria de EEUU sigue siendo el centro de atención, con el poder de influir en una recuperación económica aún vulnerable
- Con la excepción de una revisión a la baja de la inflación, las previsiones para EEUU se mantienen prácticamente sin cambios, con riesgos sesgados al alza

# Índice

1. Situación Global .....	2
2. Situación EEUU .....	5
3. Previsiones Económicas.....	9

**Fecha de cierre: 13 de mayo de 2014**

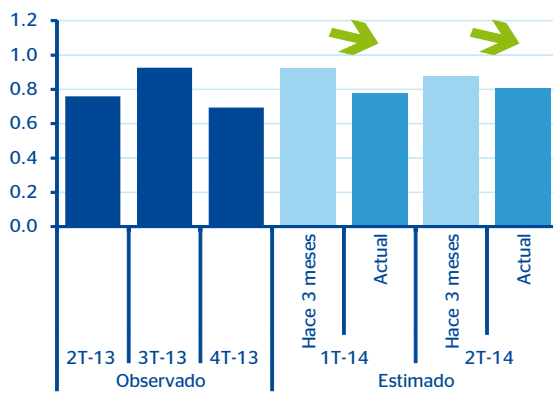
# 1. Situación Global

## La deceleración de China y la política monetaria de la Fed definen el escenario global

La economía global ha crecido con una tasa anual de 3.2% en el primer trimestre de 2014, medio punto menos de lo que previmos hace tres meses pero sin interrumpir la ligera mejora iniciada en 2013. Nuestro indicador de actividad global (BBVA-GAIN) muestra que se mantendrá este ritmo durante la primera mitad del año, lo que refleja la mejora cíclica de los mercados desarrollados (MD), que ha compensado la desaceleración en algunos mercados emergentes (ME) de Asia y América Latina. Mientras tanto, en los últimos meses, los mercados financieros han tenido un comportamiento muy diferente en las dos regiones, y con mayor diferenciación entre los ME. Los flujos de capitales, precios de activos, tasas de interés e indicadores de tensiones financieras se han comportado básicamente en consonancia con las previsiones de movimientos alcistas de las tasas en el Reino Unido, pero también se han visto afectados en mayor o menor medida por los eventos de riesgo geopolíticos de Europa del Este y las expectativas de desaceleración de China. En general, el endurecimiento de las condiciones financieras ha variado en cada economía en función del grado de vulnerabilidad externa e integración financiera. Todo esto está relacionado con mayores déficit por cuenta corriente, pasivos vinculados al dólar y tipos de cambio flexibles.

Gráfica 1

**Crecimiento global basado en BBVA-GAIN (% t/t)**



Fuente: BBVA Research

Gráfica 2

**Índice de tensiones financieras de BBVA Research en los MD y ME**



Fuente: BBVA Research

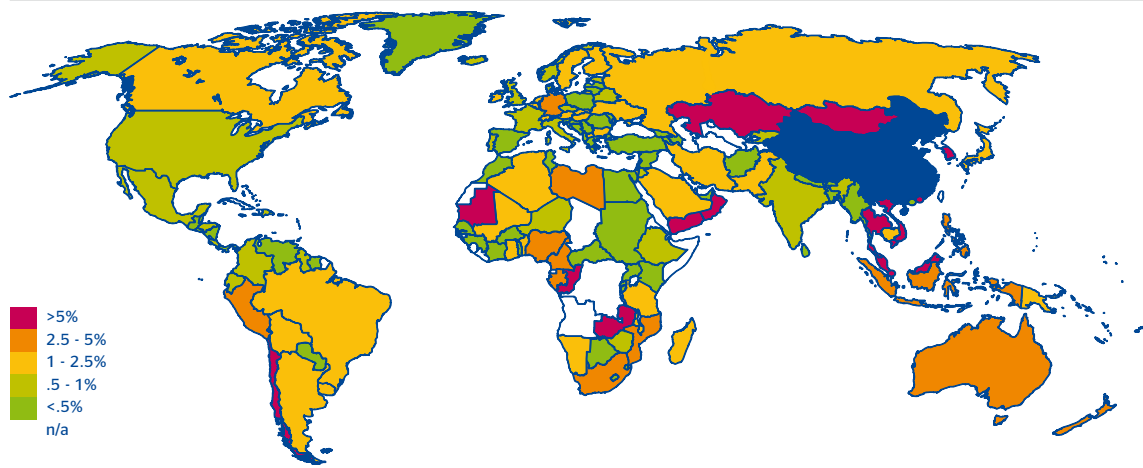
Nuestro escenario económico global es resultado de una combinación de políticas aplicadas localmente pero con repercusiones transfronterizas, no solo en términos de mayor o menor demanda de bienes y servicios (comercio internacional), sino también en la medida en que sirven para eludir la aversión global al riesgo, que refleja la volatilidad de los flujos de capitales y/o los precios de los activos financieros y materias primas. Por una parte, la recuperación cíclica está tomando impulso en los MD debido a una consolidación fiscal menos restrictiva, menores preocupaciones por la sostenibilidad de los niveles de deuda (gracias a la contención de los costos financieros) y el avance de la implementación de una unión bancaria en la UEM. No obstante, la normalización de la política monetaria en EEUU mediante medidas cuantitativas y las expectativas de las tasas de interés están produciendo un reequilibrio de las carteras financieras a nivel global, lo cual está teniendo un efecto notable sobre las condiciones de financiamiento y los precios de los activos en los ME. Este contagio no es una novedad, pero ha vuelto a aparecer en un entorno nuevo: con una mayor integración financiera en los ME y una política monetaria extraordinariamente laxa en Estados Unidos. De forma simétrica, la salida de este periodo excepcional

también tendrá un impacto sobre las variables financieras. En este último grupo, también estamos empezando a percibir preocupaciones por la desaceleración económica en China desde el año nuevo chino, visto el mayor énfasis que las autoridades están poniendo ahora en reducir las vulnerabilidades –a través de políticas de prudencia macroeconómica a mediano plazo– en lugar de sostener el crecimiento a corto plazo.

Las expectativas de las economías desarrolladas se sustentan en la combinación favorable de las medidas monetarias y políticas y en condiciones financieras que, en general, no están actuando como un freno de la actividad. La economía de EEUU está superando el impacto de un invierno inusualmente frío, mientras que han aumentado las perspectivas de una mejora de la zona euro. El crecimiento de la zona euro en los últimos meses de 2013 estuvo impulsado por la recuperación de las exportaciones, lo que ha favorecido también la mejora de la inversión. Si analizamos el primer trimestre del 2014, nuestros modelos a corto plazo indican una aceleración en torno a 0.5% t/t, aunque el impulso del sector externo se podría moderar en los próximos meses debido a: i) la apreciación del euro, con un leve impacto sobre el crecimiento, pero claramente diferenciado según el país; ii) la reducción de la demanda de China, también con efectos directos divergentes; y iii) los riesgos geopolíticos en el Este si continúa la crisis de Ucrania. En general, mantenemos nuestras previsiones para la zona euro de 1.1% en 2014 y de 1.9% en 2015, en un escenario de control de las tensiones financieras y de políticas fiscal y monetaria que no frenen el crecimiento. En esta recuperación gradual, la demanda interna jugará un papel cada vez más importante, con una mayor inversión y consumo, en consonancia con la estabilidad del mercado de trabajo en 2014 y, por tanto, con la creación de empleo en 2015. Como ya se ha explicado, este escenario requiere el avance de una unión bancaria efectiva, comenzando por la máxima transparencia de los balances bancarios mediante exámenes de la calidad de los activos bajo una regulación común y pruebas de estrés bajo escenarios adversos comunes.

Existe algo más de incertidumbre acerca de perspectivas de crecimiento de Japón, que tiene un programa de flexibilización cuantitativa en marcha desde enero de 2013, junto con estímulos fiscales para volver a tener inflación e impulsar el consumo y la inversión. El reciente aumento de los impuestos sobre el consumo para controlar el déficit público podría poner en riesgo la recuperación de la demanda privada, aunque todavía existen medidas que se pueden tomar para compensarlo, incluida una expansión monetaria aún más intensa. En general, hemos revisado a la baja nuestra previsión de crecimiento para 2014 en cuatro puntos básicos para quedar en 1.1%, y mantenemos nuestra estimación para 2015 de 1.3%.

Gráfica 3  
**Exportaciones a China en 2012 (% del PIB)**



Fuente: Banco Mundial, Comtrade de la ONU y BBVA Research

Para los mercados emergentes, hemos revisado a la baja nuestras previsiones de crecimiento principalmente como reflejo de la rebaja de nuestras estimaciones para China, para la que ahora prevemos un crecimiento del PIB en torno a 7.0% en 2014 y 2015, frente al 7.5% anterior. Esta variación refleja sobre todo el renovado impulso en la introducción de políticas orientadas al mediano plazo para reducir las vulnerabilidades y reforzar el papel del mercado en la asignación de recursos económicos, en lugar de seguir lidiando con un lento crecimiento a corto plazo.

En línea con las previsiones de nuestro último informe trimestral, las incertidumbres sobre el dinamismo del ciclo de la economía china se han materializado, con una desaceleración de la actividad durante el primer trimestre de 2014. Los últimos datos de los indicadores de demanda interna y externa muestran una pérdida de impulso, más en la inversión que en el consumo, en un entorno de una inflación menor de lo prevista. A su vez, las autoridades están empezando a introducir medidas para solventar la debilidad generada por las decisiones en materia de política económica tomadas en los últimos años en apoyo del crecimiento a corto plazo. Esto ha supuesto posponer el desapalancamiento de las administraciones locales y las empresas, y seguir aprobando proyectos de infraestructura y excesos de capacidad instalada que es improbable que sean rentables mientras las familias, que están financiando el proceso, están recibiendo tasas de interés reales negativas por sus ahorros. Esta es una asignación de recursos ineficaz, que también propicia el desarrollo de sistemas financieros en paralelo con el sistema más regulado y que podrían ser una fuente de problemas en el futuro. A tal efecto, se están endureciendo las regulaciones del sector financiero no bancario, el sistema bancario en la sombra y la protección del medio ambiente.

La creciente importancia de China como fuente de demanda mundial en los últimos años es indudable. Pero la diferenciación entre las regiones no ha variado, con una mayor exposición del Sudeste asiático, algunos países de América del Sur y África y, entre las economías desarrolladas, Alemania. Según nuestras estimaciones, el impacto sobre el crecimiento mundial de cada punto de crecimiento chino que se pierde es de 4 puntos porcentuales, principalmente como fruto de la menor demanda de la propia China. Cabe señalar además que el esperado ajuste del escenario local es limitado, y claramente no es suficiente para desencadenar episodios de incertidumbre financiera mundial, algo que, de producirse, aumentaría el impacto por encima de la previsión.

En resumen, nuestra valoración del escenario global tiene un sesgo a la baja comparada con nuestra evaluación de hace tres meses, lo cual se refleja en los ajustes de nuestras previsiones. Después de crecer 3.0% en 2013, el PIB mundial debería volver a acelerarse en 2014 y 2015 para alcanzar 3.4% y 3.8%, respectivamente, cifras que demuestran las diferentes expectativas de crecimiento de las distintas regiones y la mayor, aunque leve, contribución al crecimiento mundial de las economías desarrolladas. A pesar de que no se han producido cambios significativos en Estados Unidos ni en la zona euro, las presiones a la baja son patentes en nuestras previsiones, sobre todo en los ME en 2014 y 2015, en Asia y América Latina. En este contexto, existen aún riesgos a la baja a corto y mediano plazo en nuestras proyecciones. Algunos factores con una repercusión global podrían hacerse notar con mayor intensidad de lo esperado en el escenario base a corto plazo, por ejemplo una política monetaria más estricta por parte de la Fed, un menor crecimiento global de la demanda mundial debido a la desaceleración económica de China o los riesgos geopolíticos generados en Europa del Este.

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

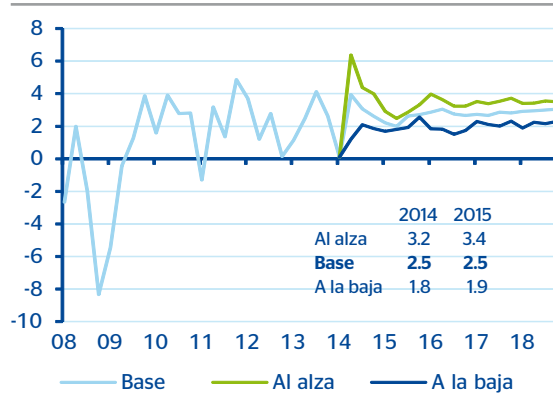
## 2. Situación EEUU

### Una perspectiva para 2014 más favorable tras el invierno, aunque todavía persisten las vulnerabilidades

La actividad económica empieza a dar señales de vida tras sufrir un duro invierno. Ahora que nos encontramos en la mitad del segundo trimestre, es evidente que nuestras expectativas de una mayor actividad en primavera se están materializando. La mayoría de los indicadores económicos, desde el consumo hasta la producción industrial y la confianza, han vuelto a tomar impulso, con la excepción del mercado de vivienda. La inversión residencial ha sido especialmente débil, y las ventas y la construcción de viviendas nuevas aún no tienen fuerza para recuperar las pérdidas del invierno. Gran parte de esta situación puede atribuirse a una combinación de hechos como el aumento de los precios de la vivienda y tasas hipotecarias ligeramente más elevadas que han reducido la asequibilidad cerca de los valores mínimos de la recuperación. Aunque prevemos que aumente el crecimiento a lo largo del año, la recuperación sigue vulnerable a una serie de factores, incluida la posibilidad de perturbaciones a causa de la estrategia de política monetaria de la Fed, así como a la desaceleración de la demanda mundial.

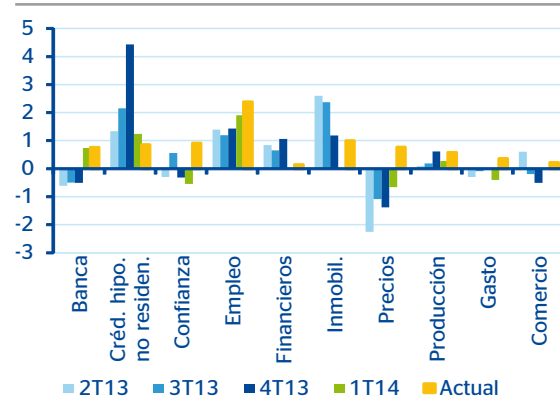
El crecimiento del PIB real durante el 1T14 quedó bastante por debajo de las previsiones en 0.1% en términos anualizados y desestacionalizados, frenado principalmente por las exportaciones y la inversión residencial. La parte positiva es que el aumento del consumo privado sigue siendo sólido. Por tanto, mantenemos nuestro escenario central prácticamente invariable, reflejando unos riesgos equilibrados con una probabilidad de 70%. Aumentan ligeramente los riesgos al alza, con una probabilidad de 20% frente a los riesgos a la baja (10%) de una expansión más desordenada e insostenible. Estos escenarios tienen especial importancia en lo que se refiere a la Fed, aparentemente para los responsables de velar por la continuidad de la solidez de la recuperación económica. Nuestro entorno de riesgo al alza implica una postura más ortodoxa dentro del FOMC y, por tanto, la posibilidad de una trayectoria más temprana y agresiva de la tasa de los fondos federales. La parte negativa es que podríamos ver como la Fed se estanca en este periodo prolongado de tasas bajas más allá de 2015, en concreto si la inflación no se acerca al objetivo de 2.0%.

Gráfica 4  
**Crecimiento del PIB real, escenario central y riesgo (% t/t desestacionalizado)**



Fuente: BEA y BBVA Research

Gráfica 5  
**Índice de actividad mensual de EEUU de BBVA Research**



Fuente: BBVA Research

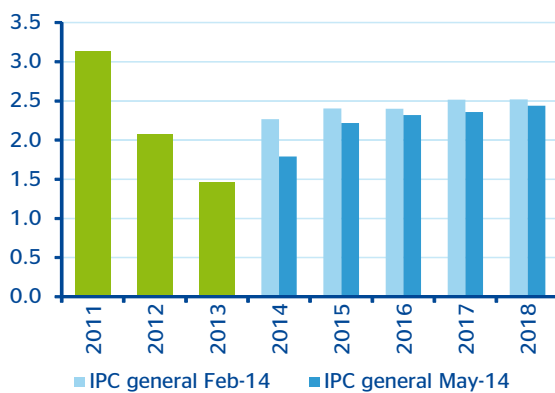
Los riesgos para el crecimiento están muy ligados a las tendencias subyacentes de las condiciones del empleo. Aunque la tasa de desempleo se ha reducido mucho más rápido de lo esperado (alcanzando 6.3% en abril), otros indicadores sugieren que la mejora no refleja realmente un aumento de la contratación. Es posible que el exceso de capacidad del mercado de trabajo se refleje apropiadamente

en la tasa de desempleo, pero nuestro escenario central solo asume una reflexión parcial. La tasa de participación continúa fluctuando en mínimos de hace 30 años, mientras que los desempleados de larga duración y los trabajadores desanimados pierden confianza en el mercado laboral. Además, muchos integrantes de la generación del "baby boom" están camino de la jubilación, aunque la crisis obligará a algunos a seguir trabajando bien entrada su habitual edad de retiro. Las sombrías perspectivas del empleo posteriores a la recesión también hicieron que muchos titulados universitarios retrasaran su entrada en el mercado laboral, un grupo que de otro modo hubiera ayudado a compensar al menos parcialmente las jubilaciones. A su vez, sigue siendo importante la brecha entre las ofertas de trabajo y las contrataciones, lo que implica que las empresas están más dispuestas a aumentar sus plantillas pero intentan buscar personas cualificadas para desempeñar dichas funciones, al menos en ciertos sectores que dependen más de la mano de obra altamente cualificada. Por último, cabría esperar algunas presiones al alza sobre la tasa de participación a lo largo del año, lo cual, a su vez, debería desacelerar la reducción de la tasa de desempleo, porque el crecimiento del empleo no se espera que aumente de forma significativa en 2014.

La inflación ha sido un tema candente en los últimos trimestres en la medida en que los precios siguen sorprendiendo a la baja. Durante el primer trimestre de 2014, el IPC general y subyacente registraron una media de 1.40% y 1.61%, respectivamente, en términos anuales. La inflación del consumo privado se mantuvo ligeramente baja con una inflación general y subyacente de 1.07% y 1.14%, respectivamente. Sin ninguna duda, ambos índices de precios están creciendo a un ritmo mucho más lento que el objetivo de la Fed, pero cabe hacerse la pregunta de por qué ocurre esto con previsiones de mayor crecimiento. Vista la evolución reciente de la inflación, hemos revisado a la baja nuestras previsiones del IPC general y subyacente (Gráficas 6 y 7), produciéndose los mayores ajustes en 2014 y 2015.

Gráfica 6

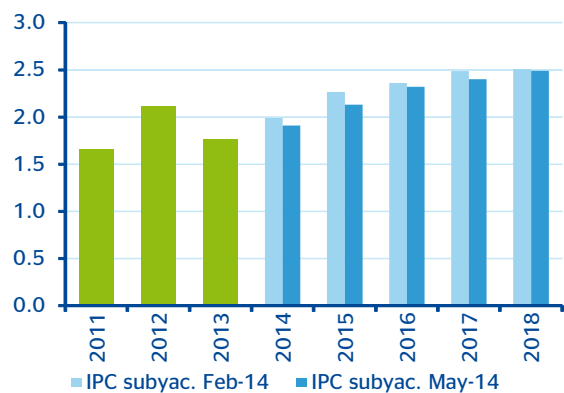
**Previsiones del IPC general (% a/a)**



Fuente: BLS y BBVA Research

Gráfica 7

**Previsiones del IPC subyacente (% a/a)**

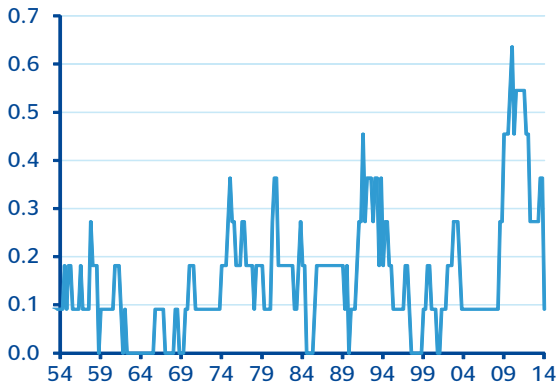


Fuente: BLS y BBVA Research

Nuestro reciente [análisis en profundidad de la inflación](#) destaca el hecho de que la baja inflación de Estados Unidos no siempre ha estado asociada a un lento crecimiento, y por ello no la consideramos como un gran impedimento para el crecimiento económico. Por otra parte, nuestro índice de vulnerabilidad a la deflación (Gráfica 8) ha caído significativamente en el primer trimestre de 2014, lo cual indica que la actual tasa de inflación desacelerada debe considerarse bastante transitoria. A corto plazo esperamos ver que se disipen las influencias temporales y que surjan presiones inflacionarias moderadas de los habituales contribuyentes al índice, como la atención sanitaria, el alojamiento y la energía (Gráfica 9). No obstante, prevemos que la inflación se estabilizará en nuevos mínimos históricos a largo plazo como resultado de cambios estructurales económicos (por ejemplo, menores costos de producción y proporciones trabajo-capital impulsados por la globalización y la infiltración de la tecnología). Nuestros modelos indican un lento aumento de los precios, manteniéndose la inflación subyacente del consumo

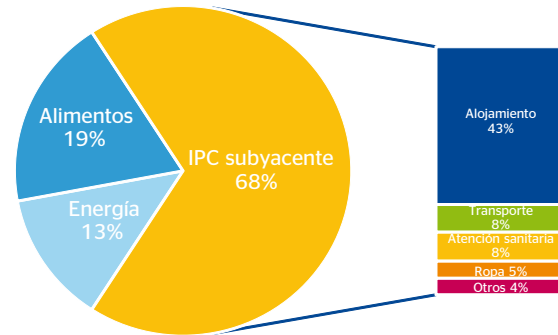
privado por debajo del objetivo de 2.0% de la Fed incluso a medida que nos adentramos en 2016. Aún así, la baja inflación por sí misma no debería desviar al FOMC de su actual calendario de abandono gradual de los estímulos y aumento de la tasa de interés de los fondos federales. Las expectativas de inflación parece que se mantienen estables, aunque desviaciones significativas de la tasa de inflación podrían conllevar un cambio de la trayectoria de la estrategia de política monetaria de la Fed.

Gráfica 8  
**Índice de vulnerabilidad a la deflación (%)**



Fuente: BBVA Research

Gráfica 9  
**Componentes del IPC (%)**



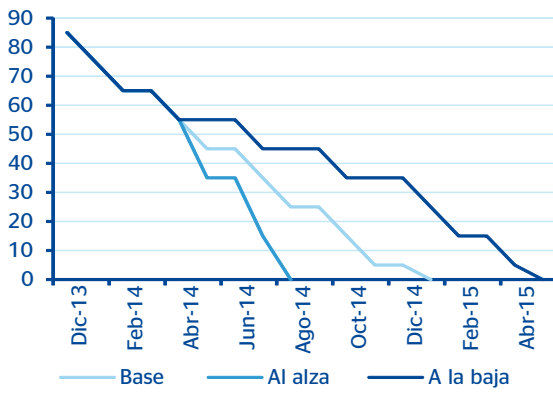
Fuente: BLS y BBVA Research

A medida que la Fed avance hacia la normalización de la política monetaria en los próximos años, seguirá muy atenta a la actividad económica, en especial en lo relativo al mercado de trabajo y la inflación. En línea con nuestras expectativas y su propia trayectoria de reducción de estímulos preestablecida, el FOMC anunció en abril la reducción de otros 10 mil millones de dólares (mmd) en el ritmo mensual de compras de activos, añadiendo 45 mmd al mes a su balance en mayo y junio (20 mmd en cédulas hipotecarias y 25 mmd en valores del Tesoro a largo plazo). A este ritmo, y a expensas de cualquier deterioro inmediato de los datos económicos, prevemos que la Fed finalizará el programa de QE3 en el 4T14. Sin embargo, la situación no es tan clara cuando se trata del aumento de las tasas de interés. Los comentarios anteriores de Yellen relativos a un posible período de seis meses entre el final de la QE3 y el primer movimiento al alza de tasas casi se han olvidado, y ha quedado claro que no fue un tema que se discutiera en profundidad durante las reuniones del FOMC. Sorprendentemente, el estado actual de la forward guidance pareció satisfacer a todos los votantes del FOMC en abril cuando coincidieron en votar de forma unánime. Preveemos que las próximas minutas de la reunión revelarán el debate del Comité sobre la mejora de la eficacia de la forward guidance y otras formas de comunicación relativas a la trayectoria de la tasa de los fondos federales. No obstante, la importancia de estos debates en el rumbo futuro de la política monetaria es cuestionable, porque dos miembros con derecho a voto del FOMC se van y otros dos nuevos miembros se incorporan a la próxima reunión de junio. Los cambios del Resumen de proyecciones económicas se deberían prever correctamente. Por consiguiente, mantenemos nuestra previsión de un primer aumento de la tasa de los fondos federales a mediados de 2015, aunque los riesgos han apuntado a un aumento más temprano.



Gráfica 10

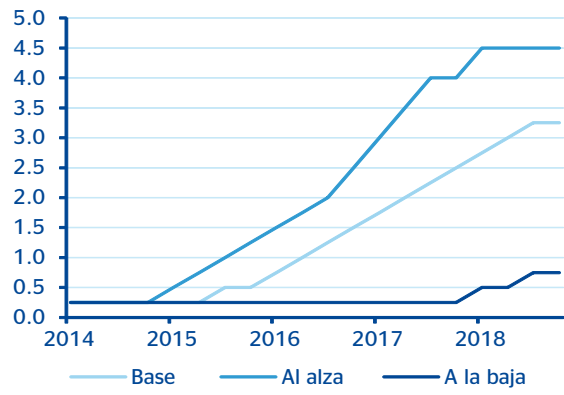
**Ruta de reducción de la QE3  
(miles de millones de USD)**



Fuente: Reserva Federal y BBVA Research

Gráfica 11

**Previsiones de la tasa de los fondos federales  
(%)**



Fuente: Reserva Federal y BBVA Research

Mientras la recuperación continúa buscando una base sólida, se aproxima un aumento de las tasas de interés en EEUU, aunque no es inmediato. Además, aunque sea ampliamente esperado y la Fed esté intentando mejorar la transparencia y la comunicación, no significa que no tenga ningún impacto. Ciertamente existe el riesgo en ambos escenarios de ajustar la política monetaria demasiado y muy pronto o de mantener las tasas de interés demasiado bajas durante demasiado tiempo. Contrariamente a la creencia de que un ajuste precoz podría suprimir el crecimiento económico, un aumento antes de lo previsto de la tasa de interés próxima a cero podría ocasionar repuntes adicionales de una normalización más rápida de la política monetaria, favoreciendo en última instancia un entorno económico más favorable. Por el contrario, un largo período de tiempo con tasas de interés bajas conllevaría un nuevo aumento del balance de la Fed y un retraso indefinido de la normalización de la política económica, obligando a la Reserva Federal a adentrarse en las aguas desconocidas de herramientas no convencionales y de los efectos de la tasa próxima a cero. No obstante, prevemos que el efecto en términos de incertidumbre financiera se mantendrá controlado (menor potencial adicional de corrección del mercado en un escenario de recuperación mundial) y será diversificado, lo que nos lleva a poner más énfasis en el escenario de riesgo al alza.

## 3. Previsiones Económicas

Cuadro 1

	2T13	3T13	4T13	1T14	2012	2013	2014	2015	2016	2017
PIB real (% desestacionalizado)	2.5	4.1	2.6	0.1	2.8	1.9	2.5	2.5	2.8	2.8
PIB real (contribución, pp)										
Consumo personal	1.2	1.4	2.2	2.0	1.5	1.4	1.7	1.1	1.2	1.2
Inversión fija bruta	1.4	2.6	0.4	-1.0	1.4	0.8	0.6	0.9	1.1	1.1
No residencial	0.6	0.6	0.7	-0.3	0.9	0.3	0.5	0.9	0.9	0.9
Residencial	0.4	0.3	-0.3	-0.2	0.3	0.3	0.1	0.3	0.2	0.2
Exportaciones	1.0	0.5	1.2	-1.1	0.5	0.4	0.5	0.9	0.8	0.8
Importaciones	-1.1	-0.4	-0.2	0.2	-0.4	-0.2	0.2	0.4	0.3	0.4
Gobierno	-0.1	0.1	-1.0	-0.1	-0.2	-0.4	-0.2	0.0	0.0	0.0
Tasa de desempleo (% , promedio)	7.5	7.2	7.0	6.7	8.1	7.4	6.6	5.9	5.6	5.2
Nómina no agrícola promedio (miles)	201	172	198	190	186	194	195	210	231	250
Precios al consumidor (% a/a)	1.4	1.5	1.2	1.4	2.1	1.5	1.8	2.2	2.3	2.4
Subyacente al consumidor (% a/a)	1.7	1.7	1.7	1.6	2.1	1.8	1.9	2.1	2.3	2.4
Balance fiscal (% PIB)	-	-	-	-	-6.8	-4.1	-3.0	-2.7	-2.9	-3.0
Cuenta corriente (fdp, % PIB)	-2.3	-2.3	-1.9	-	-2.7	-2.3	-1.9	-1.7	-1.5	-1.1
Tasa objetivo Fed (% , fdp)	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)	9.96	11.15	11.30	12.52	2.85	10.60	8.78	6.20	4.62	3.78
Valores tesoro 10 años (rend. % , fdp)	2.30	2.81	2.90	2.72	1.72	2.90	3.41	3.80	4.10	4.34
Dólar EEUU / Euro (fdp)	1.32	1.34	1.37	1.38	1.31	1.37	1.35	1.32	1.37	1.36
Precio del Brent (dpp, promedio)	102.7	110.3	109.3	108.2	111.7	108.7	112.2	117.2	120.2	124.2

Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

**AVISO LEGAL**

Este documento, así como los datos, opiniones, previsiones y recomendaciones contenidas en el mismo han sido elaborados por Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (en adelante "BBVA") con la finalidad de proporcionar a sus clientes información general a la fecha de publicación del informe y están sujetas a cambio sin previo aviso. BBVA no asume compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

**El inversor que tenga acceso al presente documento debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a que el mismo se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo ya que no han sido tomados en consideración para la elaboración del presente informe.** Por lo tanto, debe tomar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias y procurándose el asesoramiento específico y especializado que pueda ser necesario. El contenido del presente documento se basa en informaciones que se estiman disponibles para el público, obtenidas de fuentes que se consideran fiables, pero dichas informaciones no han sido objeto de verificación independiente por BBVA, por lo que no se ofrece ninguna garantía, expresa ni implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección. BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor debe tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o los resultados históricos de las inversiones no garantizan la evolución o resultados futuros.

**El precio de los valores o instrumentos o los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor e incluso suponerle la pérdida de la inversión inicial. Las transacciones en futuros, opciones y valores o instrumentos de alta rentabilidad (high yield securities) pueden implicar grandes riesgos y no son adecuados para todos los inversores. De hecho, en ciertas inversiones, las pérdidas pueden ser superiores a la inversión inicial, siendo necesario en estos casos hacer aportaciones adicionales para cubrir la totalidad de dichas pérdidas. Por ello, con carácter previo a realizar transacciones en estos instrumentos, los inversores deben ser conscientes de su funcionamiento, de los derechos, obligaciones y riesgos que incorporan, así como los propios de los valores subyacentes a los mismos. Deben ser igualmente conscientes de que podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos o ser, en cualquier caso, limitado.**

BBVA o cualquier otra entidad filial, así como sus respectivos directores o empleados, pueden tener una posición en cualquiera de los valores o instrumentos a los que se refiere el presente documento, directa o indirectamente, o en cualesquiera otros relacionados con los mismos; pueden negociar con dichos valores o instrumentos, por cuenta propia o ajena, proporcionar servicios de asesoramiento u otros servicios al emisor de dichos valores o instrumentos, a empresas relacionadas con los mismos o a sus accionistas, directivos o empleados y pueden tener intereses o llevar a cabo cualesquiera transacciones en dichos valores o instrumentos o inversiones relacionadas con los mismos, con carácter previo o posterior a la publicación del presente informe, en la medida permitida por la ley aplicable.

Los empleados de los departamentos de ventas u otros departamentos de BBVA o de sus filiales pueden proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito, o estrategias de inversión a los clientes que reflejen opiniones contrarias a las expresadas en el presente documento. Asimismo, BBVA o cualquier otra entidad filial puede adoptar decisiones de inversión por cuenta propia que sean contradictorias con las recomendaciones contenidas en el presente documento. Se prohíbe (i) copiar, fotocopiar o duplicar de cualquier otra manera o medio, (ii) redistribuir o (iii) citar total o parcialmente el presente documento sin la previa autorización por escrito de BBVA. Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, distribuirse o transmitirse a aquellos países (o personas o entidades de los mismos) en los que su distribución pudiera estar prohibida por la normativa aplicable. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de la jurisdicción pertinente.

En el Reino Unido, este documento se dirige únicamente a personas que (i) tienen experiencia profesional en asuntos relacionados con las inversiones contempladas en el artículo 19(5) de la ley de servicios y mercados financieros de 2000 (promoción financiera), orden 2005 (en su versión enmendada, la "orden de promoción financiera"), (ii) están sujetas a lo dispuesto en el artículo 49(2) (a) a (d) ("empresas de alto patrimonio, asociaciones de hecho, etc.") de la orden de promoción financiera, o (iii) son personas a quienes se les puede comunicar legalmente una invitación o propuesta para participar en actividades de inversión (según el significado del artículo 21 de la ley de servicios y mercados financieros de 2000). Todas esas personas en conjunto se denominarán "personas relevantes". Este documento se dirige únicamente a las personas relevantes, y no deben basarse en él ni obrar según el mismo las personas que no lo sean. Todas las inversiones o actividades de inversión a las que hace referencia este documento solo están disponibles para las personas relevantes y se realizarán únicamente con personas relevantes. El sistema retributivo del/los analista/s autor/es del presente informe se basa en una multiplicidad de criterios entre los cuales figuran los ingresos obtenidos en el ejercicio económico por BBVA e, indirectamente, los resultados del Grupo BBVA, incluyendo los generados por la actividad de banca de inversiones, aunque éstos no reciben compensación basada en los ingresos de ninguna transacción específica de banca de inversiones.

BBVA no es miembro de FINRA y no está sujeto a las normas de revelación previstas para sus miembros.

**"BBVA está sujeto al Código de conducta de BBVA para operaciones del mercado de valores que, entre otras normativas, incluye reglas para impedir y evitar el conflicto de intereses con las calificaciones ofrecidas, incluyendo el uso de barreras de información. El Código de conducta del Grupo BBVA para las operaciones del mercado de valores se encuentra disponible en la siguiente dirección Web: [www.bbva.com](http://www.bbva.com) / Corporate Governance".**

**BBVA, S.A. es un banco 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.**

Servicio de Estudios Económicos  
del Grupo BBVA

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

*Economista Jefe*

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

**Kim Fraser**  
kim.fraser@bbvacompass.com

**Jason Frederick**  
jason.frederick@bbvacompass.com

**Marcial Nava**  
marcial.nava@bbvacompass.com

**Shushanik Papanyan**  
Shushanik.Papanyan@bbvacompass.com

**Boyd Stacey**  
boyd.stacey@bbvacompass.com

**Michael Soni**  
michael.soni@bbvacompass.com

*Formación y diseño:*  
**Fernando Tamayo**

## BBVA Research

*Economista Jefe del Grupo*  
**Jorge Sicilia**

*Economías Desarrolladas:*

**Rafael Doménech**  
rdomech@bbva.com

Estados Unidos  
**Nathaniel Karp**  
nathaniel.karp@bbvacompass.com

España  
**Miguel Cardoso**  
miguel.cardoso@bbva.com

Europa  
**Miguel Jiménez**  
mjimenezg@bbva.com

*Economías Emergentes:*

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

Análisis Transversal Economías Emergentes  
**Álvaro Ortiz Vidal-Abarca**  
alvaro.ortiza@bbva.com

México  
**Carlos Serrano**  
carlos.serranoh@bbva.com

Asia  
**Xia Le**  
xia.le@bbva.com.hk

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

Argentina  
**Gloria Sorensen**  
gsorensen@bbva.com

Chile  
**Jorge Selaive**  
jselaive.@bbva.com

Colombia  
**Juana Téllez**  
juana.tellez@bbva.com

Perú  
**Hugo Perea**  
hperea@bbva.com

Venezuela  
**Oswaldo López**  
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**  
juan.cubero@bbva.com

Escenarios Financieros  
**Sonsoles Castillo**  
s.castillo@bbva.com

Innovación y Procesos  
**Clara Barrabés**  
clara.barrabes@bbva.com

### Datos de contacto:

BBVA RESEARCH USA  
2200 Post Oak Blvd.  
Houston, TX 77025  
United States.  
Email: [researchusa@bbvacompass.com](mailto:researchusa@bbvacompass.com)  
[www.bbvarresearch.com](http://www.bbvarresearch.com)  
[www.bbvacompass.com/compass/research/](http://www.bbvacompass.com/compass/research/)  
[twitter.com/BBVARResearchUSA](https://twitter.com/BBVARResearchUSA)