

Situación Estados Unidos

Cuarto Trimestre 2013
Análisis Económico

- Lento crecimiento mundial como consecuencia de los riesgos políticos en EE. UU., Europa y China
- Las incertidumbres fiscales y monetarias de EE. UU. eclipsan las perspectivas de crecimiento
- Hay pocos cambios en las previsiones para EE. UU. a corto plazo, pero las expectativas se mantienen estables para el futuro

Índice

1. Situación Global	2
2. Situación de EE. UU.	5
3. Previsiones Económicas.....	8

Fecha de cierre: 15 de noviembre de 2013

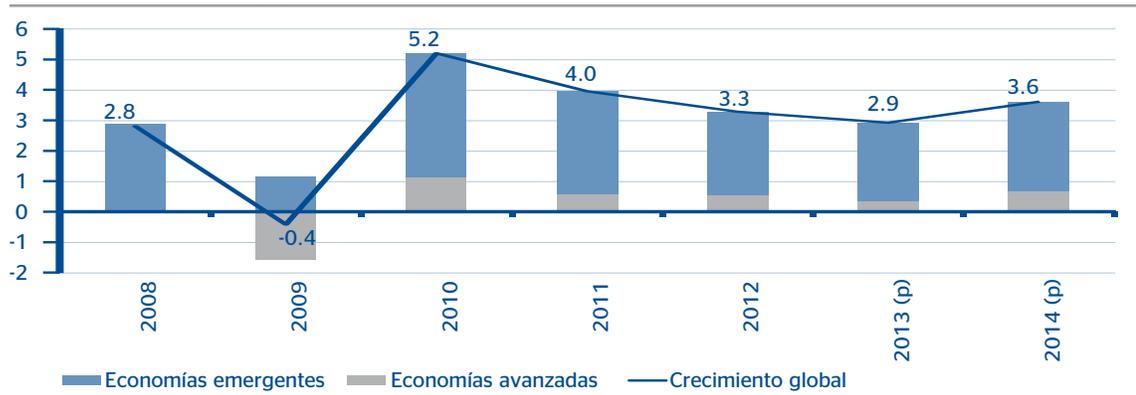
1. Situación Global

Una lenta recuperación mundial con riesgos a la baja

El ciclo económico está mejorando, sobre todo en las economías avanzadas, pero aún está lejos de mostrar una recuperación sólida. Dos aspectos generales han caracterizado el entorno económico global en el último trimestre: los mercados financieros y la incertidumbre política. En primer lugar, los indicadores de confianza empresarial y la menor volatilidad de los mercados financieros han seguido reflejando la escasa probabilidad de eventos de riesgo de cola que pudieran ser perjudiciales para las perspectivas mundiales. En este sentido, la recuperación económica parece estar en alza y existe menor riesgo de que no fructifique. No obstante, algunos eventos (por ejemplo, la paralización de los servicios gubernamentales en EE. UU. y el endurecimiento de las condiciones financieras globales debido al esperado fin de una política monetaria altamente acomodaticia) han tenido el efecto contrario, contribuyendo a una recuperación mundial más débil en los próximos uno o dos años. En general, hemos revisado a la baja nuestra previsión de crecimiento de la economía mundial en 0,2 pp para 2013 y 2014 hasta el 2,9% y 3,6%, respectivamente. La revisión del crecimiento de 2013 se debe a que se han registrado unos datos peores de lo esperado en los EE. UU. (antes del informe preliminar del PIB del 3T13) y a la desaceleración en algunas regiones de Asia emergente. Las economías emergentes son las principales causantes de la revisión a la baja para 2014 (excepto China, para la que mantenemos nuestras previsiones del último trimestre), aunque seguirán siendo las que más contribuyan al crecimiento global (Gráfico 1). La mayor tasa de crecimiento global en 2014 está respaldada por una aceleración económica general en todas las áreas geográficas, excepto en Asia, donde se espera que el crecimiento alcance la misma tasa que en 2013. Cabe destacar la mejora prevista para la Eurozona tras dos años de recesión, y la importante aceleración en América Latina tras una breve caída en 2013.

Gráfica 1

Crecimiento Mundial (%)



Fuente: BBVA Research & IMF

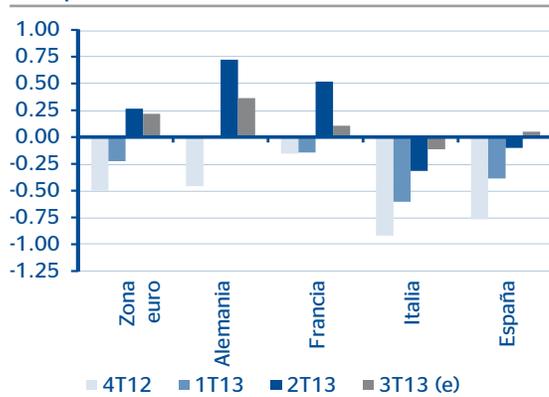
La volatilidad y las tensiones financieras se han calmado a nivel global, en especial en las economías emergentes de Asia y América Latina, que también se ven afectadas por una fuerte fuga de capitales. Los primeros indicios de que la Fed iba a terminar finalmente su programa de expansión monetaria (con todas las reservas) provocaron una fuerte depreciación de las divisas de las economías emergentes, así como una gran fuga de capitales. Estas tensiones financieras coincidieron con las dudas sobre el comportamiento de estas economías durante una desaceleración que se estaba haciendo más evidente. La gravedad de la fuga de capitales y la depreciación de las divisas provocada por las expectativas de una inminente reducción de estímulos generaron temores de un "frenazo brusco" de la financiación de las economías emergentes y una posterior fuerte caída de la actividad económica. Sin embargo, el proceso de venta generalizada ha ido perdiendo intensidad y los niveles están lejos de la gravedad de la

salida de capitales observada tras la quiebra de Lehman Brothers. A su vez, las economías emergentes muestran ciertos indicios de una recuperación de la confianza, después de un parón a mitad del año. En cualquier caso, la reducción de estímulos cambiará en último término el escenario global de inyecciones de liquidez que favorecía los flujos de capital indiscriminados hacia las economías emergentes. El efecto de la reducción de estímulos, una vez que esté realmente en marcha, será probablemente una mayor discriminación de los flujos de capital hacia las economías emergentes en función de los fundamentos individuales de cada país (es decir, déficit por cuenta corriente, niveles de deuda en moneda extranjera, mayor o menor periodo de vencimiento de la deuda a corto plazo, etc.). Mientras esperamos este inconveniente de la reducción de estímulos de la Fed, el tiempo adicional reduce el riesgo de una caída brusca de la actividad económica, al menos a corto plazo.

En China, las dudas a comienzos del año sobre la posibilidad de un duro ajuste de su economía también se han disipado por el momento. A lo largo del año, la economía china ha mantenido un alto índice de crecimiento y los datos más recientes del tercer trimestre indican un repunte del PIB. Las cifras mejores de lo previsto de 2013 han influido en una ligera revisión al alza del crecimiento anual del 7,6% al 7,7%. Con todo, persisten las dudas sobre la sostenibilidad del crecimiento a medio y largo plazo, ya que el reciente repunte del crecimiento ha obedecido a una mejora de la demanda externa, pero también a medidas puntuales de política fiscal y gasto público con un renovado uso del crédito. Esto indica que las vulnerabilidades (por ejemplo, el uso intensivo del crédito, la liberalización del sector bancario, las finanzas regionales y la apertura del sector servicios) todavía no se están abordando plenamente. Una gestión apropiada de estos aspectos debería garantizar una transición estable que incluya un reequilibrio del crecimiento basado más en la demanda interna y el consumo de los hogares.

Gráfica 2

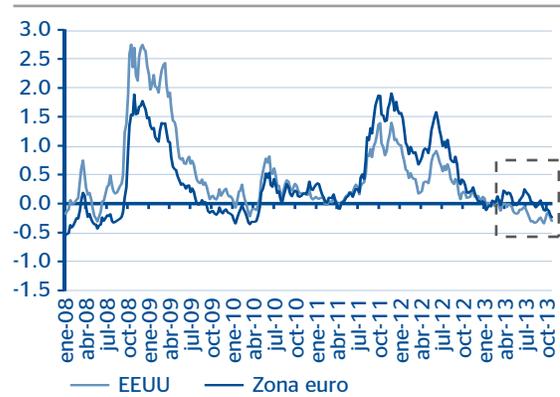
Europa: Crecimiento del PIB (t/t %)



Fuente: BBVA Research & Haver Analytics

Gráfica 3

Índice de Tensiones Financieras



Fuente: BBVA Research

La percepción de Europa ha mejorado y han desaparecido los riesgos más extremos. Se han confirmado nuestras previsiones y la Eurozona ha salido de la recesión con un crecimiento del 0,3% en el segundo trimestre de 2013, tras seis trimestres de contracción. Los últimos datos económicos parecen indicar que la tendencia continuará en el tercer trimestre, en el que la Eurozona posiblemente volverá a registrar algunas décimas de punto porcentual de crecimiento positivo. La interpretación de los datos es positiva en dos aspectos. En primer lugar, el reciente repunte no solo se basa en la demanda externa, sino también en el aumento de la demanda interna. En segundo lugar, la mejora de la actividad no solo está impulsada por los países del centro de Europa (con Alemania registrando un fuerte crecimiento y Francia sorprendiendo al alza recientemente), sino que también se extiende a la periferia (con España y Portugal saliendo de la recesión e Italia reduciendo su ritmo de caída), contribuyendo (junto con el avance realizado para mejorar la gobernanza y las reformas) a eliminar los riesgos sistémicos que caracterizaron los trimestres anteriores. La recuperación se ha sustentado en la reducción de las tensiones financieras de la zona, así como en una relajación (de facto) de los objetivos de consolidación fiscal más a corto plazo, tolerada implícitamente por las autoridades europeas. En general, mantenemos

nuestras previsiones para el PIB de Europa de -0,4% en 2013 y 1,1% en 2014. La débil recuperación está en consonancia con el proceso de desapalancamiento que se está produciendo en el sector privado de algunas economías de la zona y con la fragmentación financiera que aún existe y afecta a la capacidad de oferta de crédito de los bancos. La política monetaria seguirá siendo flexible, lo que compensa en parte el efecto negativo continuado de la política fiscal sobre el crecimiento. Asimismo, el BCE ha demostrado estar preparado para actuar si fuera necesario, con una nueva ronda de liquidez a largo plazo para los bancos, o incluso con otro recorte de tipos (que no se puede descartar). A su vez, los próximos meses serán decisivos para el avance hacia la unión bancaria, con la entrada en vigor de un supervisor único (el BCE) y la definición de los mecanismos de resolución bancaria, cuyo modelo aún se sigue debatiendo.

Los riesgos del escenario de recuperación moderada son menores en comparación con el trimestre anterior, pero aún presentan un sesgo a la baja. En primer lugar, persiste la posibilidad de una “salida desordenada” del programa de flexibilización cuantitativa de la Fed, lo cual podría incrementar excesivamente los tipos de interés (en EE. UU. y en otros países), no como resultado de unas mejores perspectivas de crecimiento o de una mayor inflación, sino debido a la incertidumbre sobre la estrategia de salida prevista. Unas condiciones financieras demasiado restrictivas para el resto del mundo podrían acabar con la recuperación global si no es especialmente dinámica, como es el caso de la zona euro. Además, también se debe mencionar como riesgo la resolución de las cuestiones fiscales de EE. UU., el presupuesto y el techo de deuda, que se han pospuesto de momento hasta el primer trimestre de 2014. Las negociaciones que los partidos deben entablar hasta entonces son una fuente potencial de incertidumbre y podrían suponer un lastre adicional si aumenta la carga fiscal.

En segundo lugar, conviene identificar como factor de riesgo el posible ajuste del crecimiento de China y otras economías emergentes. Esto podría ser resultado de factores idiosincrásicos, pero también de dilemas que las políticas nacionales deben resolver en un entorno financiero global más adverso. Aunque las diferencias entre las economías son relevantes, no cabe esperar una interrupción de la recuperación en marcha, a no ser que se produzcan unos escenarios financieros tan negativos como los registrados entre finales de 2008 y 2009.

Por último, el resurgimiento de la crisis del euro es un riesgo importante a nivel global. Las autoridades deben apoyar la percepción positiva de los mercados con un avance decisivo hacia el fortalecimiento de la unión monetaria (en particular, la unión bancaria). No obstante, algunos países periféricos carecen de consenso político para abordar las reformas necesarias, y las negociaciones sobre los programas en Portugal y Grecia podrían ser una fuente de incertidumbre. Asimismo, pronto empezará la revisión de los balances bancarios y las pruebas de estrés en escenarios de riesgo necesarias para la puesta en marcha del supervisor bancario único. Por último, como ha demostrado la experiencia previa, los desacuerdos sobre la definición de políticas que fortalezcan la zona euro (en este caso, los mecanismos de resolución bancaria) podrían producir tensiones y volatilidad en los mercados financieros.

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

2. Situación de EE. UU.

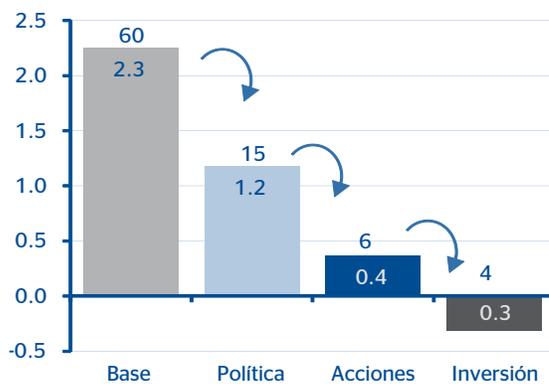
Las dificultades temporales reducen las expectativas a corto plazo

La segunda mitad de 2013 no ha resultado como esperábamos unos meses atrás. La transición desde un 2T13 relativamente sólido hizo pensar que la actividad económica estaba sentando las bases para un panorama más favorable en el 2S13. A primera vista, esto es exactamente lo que ocurrió: la estimación preliminar del crecimiento del PIB real para el 3T13 se situó en un 2,8% en términos intertrimestrales anualizados y desestacionalizados, el ritmo más rápido en cuatro trimestres. No obstante, los detalles subyacentes indican otra cosa, en concreto, una situación dominada por oleadas de incertidumbre fiscal y de política monetaria, que podrían estar restringiendo la recuperación de la inversión privada no residencial.

La paralización de los servicios gubernamentales ha sido el principal titular en lo que va de 2013, y el impasse de 16 días proyectó una nube sombría sobre la economía de EE. UU. Aunque prevemos solo un leve impacto sobre el crecimiento del PIB real en el 4T13 (-0,2%), las repercusiones son duraderas. El Congreso acordó una solución temporal, financiando al gobierno hasta el 15 de enero de 2014 y aumentando el techo de la deuda hasta el 7 de febrero. Lamentablemente, esto prolonga el riesgo fiscal hasta 2014, en el que no se espera que las negociaciones acaben de forma muy diferente. Si bien el efecto de la incertidumbre política ha sido limitado en lo referente a los índices bursátiles y la inversión, la economía sigue siendo vulnerable y, por tanto, susceptible a más riesgos bajistas. Un aspecto más positivo es que los continuos recortes han tenido menor impacto sobre el crecimiento de lo que se esperaba en un principio, y los Estados Unidos avanzan lentamente hacia la estabilidad fiscal a corto plazo.

Gráfica 4

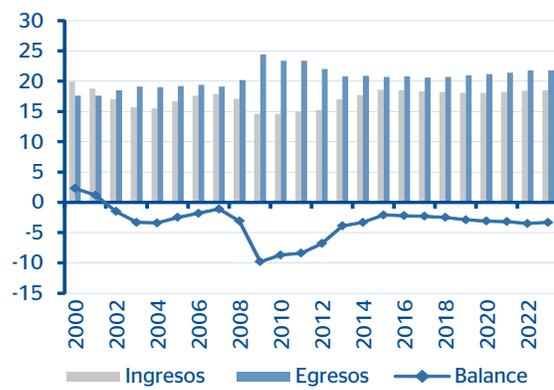
Riesgos para el crecimiento del PIB en 2014
(% de cambio y probabilidad)



Fuente: BBVA Research

Gráfica 5

Balance fiscal (% del PIB)



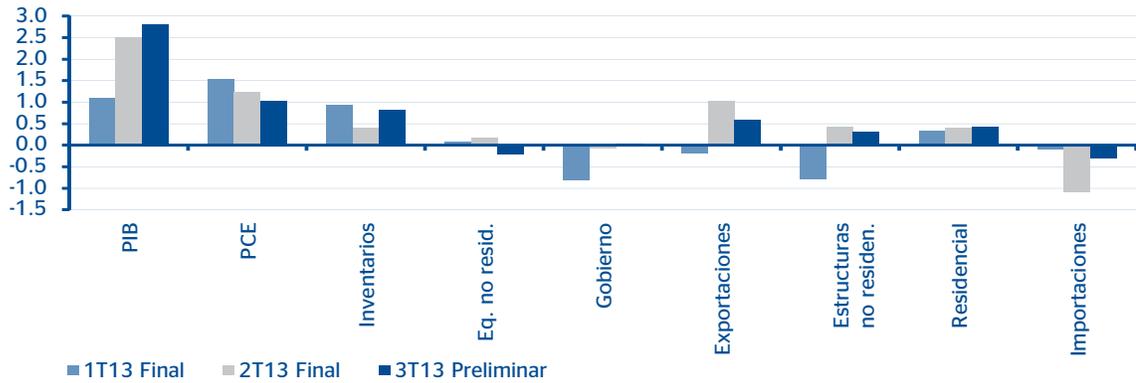
Fuente: BEA & BBVA Research

Además de las consecuencias directas de la suspensión laboral temporal de los empleados y del cierre de los parques y museos nacionales, la paralización de los servicios gubernamentales también dificultó la valoración de las tendencias económicas actuales, debido a que se retrasaron varias publicaciones de datos. El informe pospuesto sobre el PIB del 3T13 fue una sorpresa positiva, dado que las primeras indicaciones del consumo privado y la inversión no eran demasiado halagüeñas. Tras registrar un crecimiento medio de un 1,8% en el 1S13 (un 1,1% en el 1T13 y un 2,5% en el 2T13), el crecimiento del PIB real en el tercer trimestre superó las expectativas al alcanzar un 2,8%. La mayor parte de este aumento se debió a la continua fortaleza de la inversión interna; la inversión residencial se mantuvo estable con un crecimiento justo por encima del 14% y la inversión en estructuras no residenciales solo fue un poco más lenta que en el 2T13 y se situó en el 12,3%. Sin embargo, el crecimiento del consumo personal se desaceleró hasta el 1,5% desde el 1,8% registrado en el segundo trimestre. Además, los inventarios, que aumentaron a su ritmo más rápido desde el 1T12, sumaron casi un punto porcentual al crecimiento del PIB. Es improbable que se repita esta tendencia en el cuarto trimestre. El crecimiento de las exportaciones e importaciones también se ralentizó en el 3T13, aunque la aportación de las exportaciones netas fue positiva por primera vez en tres trimestres como consecuencia de las continuas caídas del precio del petróleo y de los productos derivados, que alcanzaron sus niveles más bajos desde 1997,

y las menores importaciones de bienes de consumo (excepto vehículos). Antes de la inminente paralización de octubre, los gastos del gobierno solo aumentaron un 0,2% anualizado y desestacionalizado por primera vez desde el 3T12. En promedio, prevemos que el crecimiento se mantenga por encima del 2,0% para el 2S13, y mantenemos nuestra previsión anual de un 1,6% para 2013.

Gráfica 6

Aportaciones al crecimiento del PIB real (puntos porcentuales anualizado y desestacionalizado)

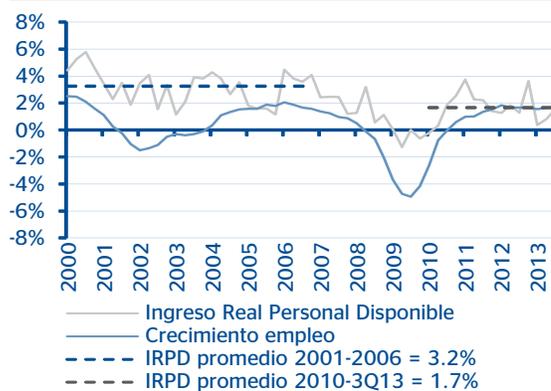


Fuente: BEA & BBVA Research

Si analizamos con más detalle el consumo, es evidente que las personas todavía se muestran reacias a gastar. El crecimiento del consumo privado real se ha estabilizado en un nivel interanual cercano al 2,0%, casi a la par con el ritmo anterior a la recesión. Sin embargo, el ritmo del crecimiento de la renta personal disponible, que fomenta el consumo, ha promediado solo la mitad en comparación con el periodo de 2001-2006. Para cubrir la brecha, los consumidores han recurrido a sus ahorros, beneficios financieros y al crédito al consumo. Aunque no es necesariamente positivo o negativo, un crecimiento sostenible del consumo privado requiere un fuerte aumento del empleo y los salarios. No obstante, mientras que el crecimiento del empleo se ha recuperado de la crisis, no muestra signos de una aceleración significativa. Por su parte, los ingresos semanales medios reales aumentaron un 0,5% interanual en el tercer trimestre, que fue incluso menor que el aumento del 0,8% registrado en el periodo anterior. Esto refleja sobre todo el estancamiento del aumento de la productividad, que registró una tasa de crecimiento media del 0,2% en el 1S13, considerablemente inferior al 2,6% de la década pasada. El proceso de desapalancamiento también se ha ralentizado y la ratio de deuda sobre renta alcanzó el nivel más bajo de la recuperación, lo que apunta a unos balances de los hogares más sólidos en los próximos años. No obstante, la confianza de los consumidores sigue siendo muy baja en comparación con el período previo a la crisis, y por tanto esperamos que el crecimiento del consumo permanezca relativamente invariable a lo largo de los próximos años.

Gráfica 7

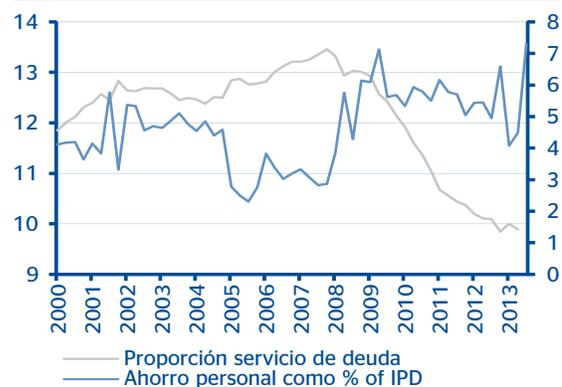
Crecimiento del empleo y de la renta personal disponible real (variación % interanual)



Fuente: BLS, BEA, & BBVA Research

Gráfica 8

Ratio de deuda sobre renta y tasa de ahorro (% del PIB)

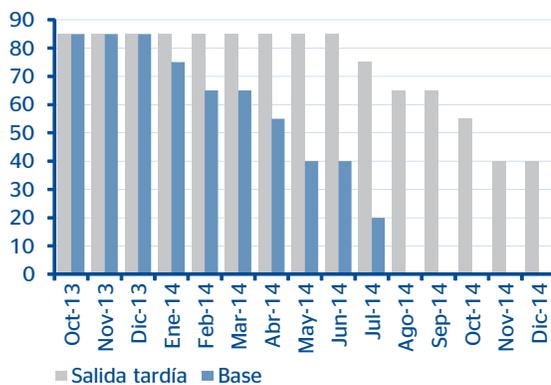


Fuente: BEA & BBVA Research

El Congreso no ha sido la única dificultad en Washington durante los últimos meses. La Reserva Federal ha estado insinuando la reducción de la QE3 durante algún tiempo, y los mercados mostraron ciertas reservas tras la conferencia de prensa del presidente Bernanke del pasado mes de junio. Aunque muchos esperaban que el primer anuncio de la retirada de los estímulos se realizara en septiembre, incluidos nosotros mismos, la Fed pospuso la reducción de la compra de activos porque seguía preocupada por la incertidumbre fiscal y la escasa mejora de los datos económicos. Cuando la paralización de los servicios gubernamentales obligó a posponer la solución, parecía improbable que la Fed iniciara la reducción de los estímulos en 2013. Aunque los últimos datos indican que se está produciendo una mejora (por ejemplo, la aceleración del PIB y el crecimiento del empleo), no está claro si las tendencias subyacentes son suficientes para convencer a la Fed de que debe iniciar la reducción. Además, la inflación permanece a un nivel muy bajo y no ha conseguido ir a la par con la recuperación económica como se esperaba. Estas tendencias apoyan en último término la continuación de la QE3 al menos por el momento. Puesto que el mandato de Bernanke termina en enero, es posible que desee iniciar el proceso de retirada de estímulos como su último adiós. No obstante, como la estrategia depende en gran medida de los datos, un informe económico negativo –en concreto el próximo informe sobre empleo no agrícola– podría cambiar de nuevo las tornas. La buena noticia es que Janet Yellen será nombrada Presidenta de la Fed, lo que al menos asegura la continuidad del actual rumbo de la política monetaria establecido por Bernanke, que ha mantenido una política conservadora, evitando con acierto caer presa de los temores de los halcones de la inflación. Asimismo, se fortalece la credibilidad de la orientación de futuro de la Fed, ya que Yellen es una firme defensora de vincular los movimientos de los tipos de interés a determinados umbrales económicos. La Fed deberá decidir qué hacer en cuanto a su orientación política a largo plazo. En este momento, el umbral para la tasa de desempleo se sitúa en un 6,5%; sin embargo, esta cifra no está lejos de la tasa actual. De este modo, si la Fed desea garantizar que las expectativas del mercado no descuenten una subida de los tipos antes de 2015, puede que tenga que rebajar este umbral. Nuestro escenario central para el tipo de los fondos federales permanece invariable, y la primera subida de tipos no se espera para antes de 2015.

Gráfica 9

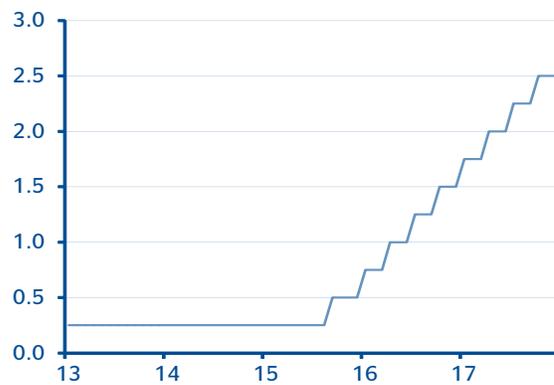
**Ruta de reducción de CAGE
(miles de millones de USD, promedio mensual)**



Fuente: BBVA Research

Gráfica 10

Previsión del tipo de referencia de los fondos federales (%)



Fuente: BBVA Research

A pesar de todo lo que ha sucedido en los últimos meses, nuestro escenario de riesgo se mantiene inalterado. A nivel interno, las preocupaciones fiscales se acentúan a corto plazo, pero deberían reducirse a medida que avance el año próximo. Un acuerdo fiscal que pospone una vez más la solución, pero que financia al gobierno durante unos meses más, parece ser un avance positivo dadas las actuales circunstancias. En lo que respecta a la política monetaria, la incertidumbre respecto a la reducción de la QE3 por parte de la Fed podría ocasionar graves consecuencias de un aumento del balance, así como de una salida desordenada que trastorne los mercados. Muy raramente los tipos de interés responden de un modo ordenado cuando las expectativas del mercado varían abruptamente. Si los agentes del mercado se centran en una perspectiva a corto plazo en la que existen dos opciones –reducir o no reducir–, es probable que los tipos de interés reaccionen enérgicamente. Una preocupación en este sentido es la debilidad del mercado de trabajo, pero más desde el punto de vista estructural, dada la expansión del desempleo de larga duración, así como la continua disminución de la participación de la población activa. A nivel mundial, el riesgo de deterioro en Europa y las economías emergentes –especialmente de China– sigue siendo preocupante. No obstante, es necesario señalar que el aumento de la confianza de los hogares y las empresas y la reducción de las tensiones de los mercados financieros dependen de la implantación y coordinación apropiadas de diversas políticas económicas en EE. UU. y en el extranjero (sobre todo en Europa y China).

3. Previsiones Económicas

Cuadro 1

	4T12	1T13	2T13	3T13	2011	2012	2013	2014	2015	2016
PIB real (% desestacionalizado)	0.1	1.1	2.5	2.8	1.8	2.8	1.6	2.3	2.5	2.8
PIB real (contribución, pp)										
Consumo personal	1.1	1.5	1.2	1.0	1.7	1.5	1.2	1.1	1.2	1.2
Inversión fija bruta	-0.4	0.7	1.4	1.5	0.7	1.4	0.7	1.0	0.9	1.1
No residencial	1.1	-0.6	0.6	0.2	0.8	0.9	0.3	0.6	0.8	0.9
Residencial	0.5	0.3	0.4	0.4	0.0	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3
Exportaciones	0.2	-0.2	1.0	0.6	0.9	0.5	0.3	0.7	0.9	0.8
Importaciones	0.5	-0.1	-1.1	-0.3	-0.8	-0.4	0.2	0.5	0.5	0.3
Gobierno	-1.3	-0.8	-0.1	0.0	-0.7	-0.2	-0.4	0.0	0.0	0.0
Tasa de desempleo (% promedio)	7.8	7.7	7.6	7.3	8.9	8.1	7.5	7.0	6.4	5.9
Nómina no agrícola promedio (miles)	209	207	182	163	175	183	186	201	226	243
Precios al consumidor (% a/a)	1.9	1.7	1.4	1.6	3.1	2.1	1.7	2.2	2.4	2.4
Subyacente al consumidor (% a/a)	1.9	1.9	1.7	1.7	1.7	2.1	1.8	2.0	2.1	2.3
Balance fiscal (% PIB)	-	-	-	-	-8.7	-6.8	-4.0	-3.4	-2.2	-2.4
Cuenta corriente (fdp, % PIB)	-2.5	-2.5	-2.4	-	-3.0	-3.0	-2.7	-3.1	-2.9	-2.7
Tasa objetivo Fed (% fdp)	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.50	1.50
Índice S&P Case-Shiller (% a/a)	7.30	10.11	10.01	-	-4.36	2.76	11.96	9.25	6.86	5.78
Valores tesoro 10 años (rend. % , fdp)	1.72	1.96	2.30	2.81	1.98	1.72	3.00	3.35	3.64	4.03
Dólar EEUU / Euro (fdp)	1.31	1.30	1.32	1.34	1.32	1.31	1.30	1.30	1.38	1.36
Precio del Brent (dpp, promedio)	110.3	112.6	102.7	110.3	111.3	111.7	108.5	112.9	117.2	120.2

Fuente: BBVA Research, BEA, BLS, NAR, Census Bureau y FHFA

AVISO LEGAL

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Este informe ha sido elaborado por la unidad 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

Formación y diseño:
Fernando Tamayo

BBVA Research

Economista Jefe del Grupo
Jorge Sicilia

Economías Desarrolladas:

Rafael Doménech
rdomelech@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
Stephen Schwartz
stephen.schwartz@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

Áreas Globales:

Escenarios Financieros
Julián Cubero
juan.cubero@bbva.com

Escenarios Económicos
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
www.bbva.com/research