

Situación Estados Unidos

Primer Trimestre 2014
Análisis Económico

- El ciclo económico global va mejorando, y en este momento ya se han aclarado algunas incertidumbres en materia de política económica
- El compromiso en el Congreso y el inicio de la reducción gradual de la tercera ronda de medidas de estímulo (QE3) por parte de la Fed han reducido la incertidumbre fiscal y monetaria en EEUU
- Revisiones positivas del PIB de 2014, con los riesgos inclinados al alza en los próximos años

Índice

1. Situación Global.....	2
2. Situación de EEUU.....	5
3. Previsiones Económicas.....	8

Fecha de cierre: 13 de febrero de 2014

1. Situación Global

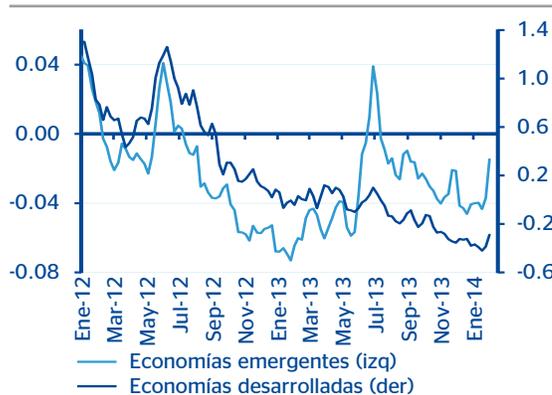
Más crecimiento a la vista, con riesgos más equilibrados

El ciclo económico global se ha reforzado en los últimos meses de 2013, impulsado fundamentalmente por la aceleración de las economías desarrolladas. El PIB mundial avanzó a 1.0% t/t, dejando atrás la moderación con sus raíces en 2012 y un mínimo a principios de 2013, cuando el crecimiento era apenas de 0.5%. La recuperación de EEUU fue uno de los factores más importantes de esta mejora mundial, aunque también en la zona euro se registraron algunos progresos, ya que se ha producido un crecimiento moderado desde que la recesión acabó a mediados de 2013. La situación está más diversificada en los mercados emergentes, aunque algunos de ellos (China, por ejemplo) están consiguiendo tasas de crecimiento relativamente estables. La mejora de las perspectivas mundiales es también el resultado de las novedades de política económica, que han ayudado a reducir las tensiones financieras y la incertidumbre mundial general (Gráfica 1). En EEUU, la política fiscal y la monetaria dieron pasos hacia adelante: a principios de 2014, el Congreso llegó a un acuerdo para aprobar un presupuesto de 2 años, y la Reserva Federal inició el proceso de retirada gradual de los estímulos a la economía. En Europa se han adoptado medidas adicionales hacia el establecimiento de la unión bancaria que, junto con la determinación del BCE de mantener controlados los riesgos, debería eliminar las trabas representadas por la fragmentación financiera. Con todo, las perspectivas generales estarían más claras de no ser por los efectos que la retirada de los estímulos está teniendo sobre los mercados financieros, lo cual en última instancia podría repercutir en el crecimiento económico a escala global.

A nivel general, la nueva evaluación acerca de la situación mundial es mejor que la existente hace tres meses. Ahora, nuestras proyecciones apuntan a que el PIB mundial, que en 2013 se desaceleró a 2.9%, aumentará 3.6% y 3.9% en 2014 y 2015, respectivamente (Gráfica 2). Pero aunque nuestras previsiones son en general más optimistas, estas cifras son mayormente las mismas que los pronósticos de hace tres meses debido a la compensación entre las expectativas de diferentes regiones: el avance de EEUU se ve contrarrestado por el retroceso de las economías emergentes, en tanto que las previsiones para la zona euro en 2014 no experimentan variaciones. A pesar de la esperada aceleración del crecimiento, todavía vemos algunos riesgos a la baja en nuestros pronósticos. Estos riesgos están lejos de tener la naturaleza sistémica que los caracterizaba en el pasado, pero algunos eventos recientes —como la caída de los precios de los activos y las devaluaciones en los mercados emergentes— se han hecho sentir.

Gráfica 1

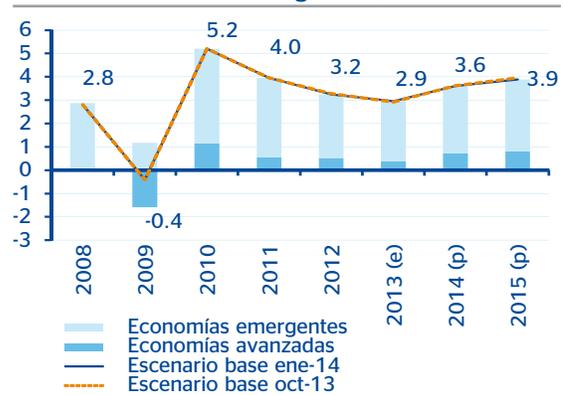
Índice de tensiones financieras del BBVA Research



Fuente: BBVA Research

Gráfica 2

Crecimiento económico global (%)



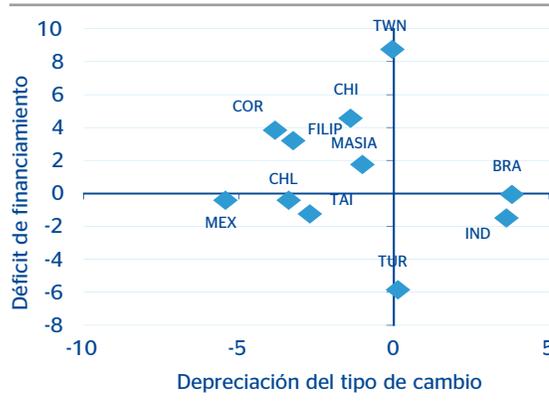
Fuente: BBVA Research y FMI

Como siempre, el cambio de dirección de la política monetaria estadounidense ha tenido repercusiones en todo el planeta. Las economías emergentes están sufriendo salidas de capitales y devaluaciones de sus monedas, lo cual en algunos casos se ve intensificado por circunstancias internas que han aumentado la incertidumbre acerca de la gestión de sus respectivas políticas económicas locales. Aún así, la intensidad de los flujos de salida de capitales no residentes no es peor que en ocasiones anteriores en que cambiaron

las previsiones acerca del comienzo de la retirada de los estímulos económicos de la Reserva Federal. Además, sigue existiendo una diferenciación entre las economías en función de sus fundamentos: los déficit externos más altos y la mayor dependencia a corto plazo del financiamiento en divisas van asociados a una mayor vulnerabilidad a las salidas de capitales y las devaluaciones (Gráfica 3). Las recientes tensiones no han cambiado nuestros pronósticos de crecimiento de los mercados emergentes en general, aunque representan un significativo riesgo de baja. El riesgo es mayor en las economías que están financieramente más integradas en los índices de cartera globales y que han sufrido las vulnerabilidades antes mencionadas: Turquía, Brasil, Indonesia e India en particular. El ajuste monetario que están implementando algunos de estos países para controlar la devaluación de sus monedas y las previsiones de inflación perjudicarán inevitablemente el crecimiento de estos mercados. En general, la diversidad de los mercados emergentes implica que nuestras previsiones se mantienen favorables para algunos países de Sudamérica, como los andinos, así como para México y las economías emergentes de Asia. En el caso de México incluso hemos mejorado nuestro pronóstico de crecimiento de 2014 a 3.4%, como consecuencia del impulso cíclico de la economía estadounidense (Gráfica 4).

Gráfica 3

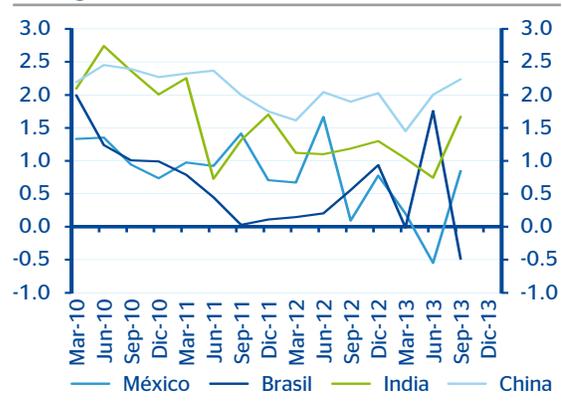
Depreciación de los tipos de cambio (%) y déficit de financiamiento externo (CA + IED, % del PIB)



Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

Gráfica 4

Crecimiento económico de los mercados emergentes (desestacionalizado, % t/t)



Fuente: BBVA Research

El crecimiento chino se mantiene en torno a 7.5%, aunque las vulnerabilidades son más evidentes. El cuarto trimestre fue un claro ejemplo de la dualidad de China, tanto en calidad de sostén de la economía global como de potencial factor de riesgo. La incertidumbre de principios de año acerca de la sostenibilidad del crecimiento de China y la posibilidad de un aterrizaje brusco se han disipado temporalmente. La economía se recuperó en el segundo semestre de 2013, y desde entonces ha mantenido un tono sano. No obstante, algunos datos recientes sobre confianza y actividad manufacturera vuelven a situarse por debajo de las expectativas del mercado.

Por otra parte, se han anunciado cambios fundamentales en la política económica china. En el Tercer Pleno del Partido Comunista de China, las autoridades reiteraron su compromiso de mantener altas tasas de crecimiento y, al mismo tiempo, propusieron medidas que reforzarán el papel del mercado en la asignación de recursos y un reequilibrio desde un modelo de inversión y exportaciones hacia el incremento del consumo interno. Estos anuncios deberían valorarse como pasos en la dirección correcta, aunque su eficacia dependerá de la ejecución. Además, no están exentos de riesgo. Por ejemplo, con respecto al sector financiero, las autoridades siguen demostrando su compromiso para abordar las actuales vulnerabilidades vinculadas fundamentalmente a un rápido crecimiento del crédito. Esto se está reflejando en las tensiones de liquidez en el mercado interbancario, que afectan sobre todo al así llamado sector bancario en la sombra. Sin embargo, las autoridades no han conseguido moderar el ritmo de aumento del crédito, y una continuidad de estas tensiones tendrá efectos desfavorables para la estabilidad del sistema.

En cualquier caso, nuestras previsiones de la economía china para 2014 y 2015 siguen invariables, en 7.6%, y se fundamentan en nuestra confianza en la capacidad de tomar medidas de las autoridades. En definitiva, el

riesgo de un aterrizaje brusco sería especialmente perjudicial considerando las dimensiones de la economía y su importancia para el comercio global.

En la zona euro continúa la recuperación gradual, con el apoyo del BCE y con la mira puesta en la unión bancaria. Tras empezar 2013 en recesión, la región consiguió sostener una expansión moderada durante el segundo semestre, tal y como habíamos previsto. Así, si nuestros pronósticos se confirman, los datos del último trimestre indicarán un crecimiento anual de 0,4% que, aunque apenas perceptible, es el mejor desde finales de 2011. El factor que impulsa esta ligera mejoría son las perspectivas de que la demanda interna juegue un papel cada vez más importante, aunque el motor del crecimiento europeo en 2013 y 2014 fue, y seguirá siendo, el sector exportador. Los elementos sobre los que se apoya la moderada recuperación de la zona euro son: i) la recuperación de la demanda externa; ii) la mejora sostenida de las condiciones financieras, favorecidas por la determinación y el compromiso del BCE de una política monetaria expansiva; y, por, último, iii) las medidas adoptadas hacia una unión bancaria, que debería reducir la fragmentación financiera que obstaculiza el papel de la política monetaria de toda la región. En cualquier caso, no podemos descartar períodos de inestabilidad a medida que nos aproximemos a eventos susceptibles de alterar el panorama de los avances hacia la unión bancaria y de refuerzo de la unión monetaria de Europa en general. Los eventos a vigilar en este contexto incluyen las elecciones al Parlamento Europeo, así como las noticias sobre las condiciones y resultados de las pruebas de resistencia y de la evaluación de la calidad de los activos del sector bancario.

En síntesis, reiteramos nuestra previsión de un crecimiento del PIB de la zona euro del orden de 1,1% en 2014, y 1,9% en 2015. Sin embargo, considerando nuestra proyección de continuidad de la debilidad cíclica, también mantenemos como evento de riesgo para el horizonte de nuestra previsión un escenario de significativa deflación, aunque asignamos una baja probabilidad a este riesgo.

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

2. Situación de EEUU

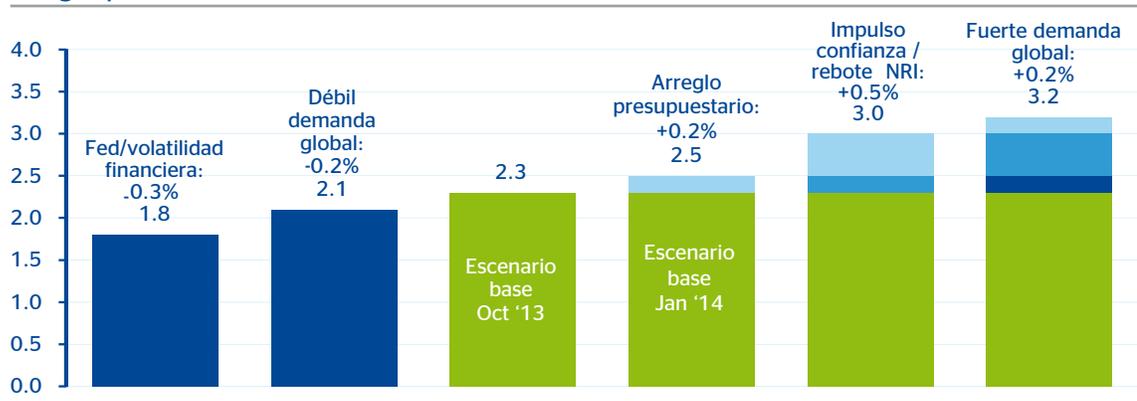
El invierno supone un pequeño inconveniente en una economía que se está fortaleciendo

La actividad económica ha entrado en 2014 con relativa solidez, pero al sistema no le faltan sus inconvenientes. A pesar de datos mejores de los esperados en el último tramo de 2013, los indicadores más recientes son un buen recordatorio de por qué nos abstenemos de sacar conclusiones antes de tiempo cuando nos referimos a la solidez general de la recuperación. El empleo, la vivienda y la actividad manufacturera se han desacelerado sustancialmente con respecto al sólido crecimiento del 3T13 y de principios del 4T13. La confianza de los consumidores y el consumo han conseguido resistir hasta el momento, pero en ambos casos observamos las habituales tendencias características de las fiestas decembrinas, y no queda claro si el impulso del gasto ha continuado en 2014. A pesar de ello, nos las hemos arreglado para pasar por alto algunos de los principales obstáculos que impiden una previsión más optimista, con el acuerdo del presupuesto de dos años y sobre el techo de la deuda en el Congreso, así como la reducción gradual de los estímulos por parte de la Fed, factores que han contribuido a mitigar algunos de los riesgos que conllevan la incertidumbre en materia de política fiscal y monetaria.

A pesar de mínimos contratiempos en los datos, los riesgos para el crecimiento del PIB apuntan hacia el lado positivo, en particular a corto plazo. Con una estimación inicial de un crecimiento t/t anualizado y desestacionalizado de 3.2% en el 4T13, el crecimiento anual de todo 2013 alcanzó 19%, superior al esperado. El consumo personal fue un importante motor, como lo fueron las existencias y las exportaciones netas. A la cabeza de la inversión privada encontramos los equipos no residenciales, ya que la actividad residencial mostró una tendencia a la baja como consecuencia del castigo de un duro invierno. Sin embargo, esperamos que la desaceleración de la vivienda sea solamente temporal, en particular porque sus precios siguen subiendo y el desapalancamiento de las familias está llegando a su fin. De cara a 2014 esperamos que continúe la recuperación en el mercado residencial, y que vuelva a aportar positivamente al crecimiento en los próximos años (véase [Situación de la Vivienda EEUU](#)). Entretanto, la reducción de la incertidumbre fiscal posiblemente conlleve el aumento de las inversiones de capital y de la contratación.

Gráfica 5

Riesgos para el crecimiento del PIB en 2014 (variación % a/a)



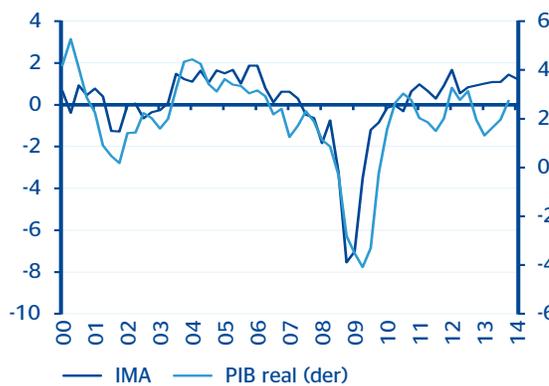
Fuente: BBVA Research

Estos últimos acontecimientos en la situación fiscal a corto plazo sugieren un menor contrapeso para el crecimiento económico de 2014 y, por consiguiente, hemos revisado nuestras previsiones del PIB anual de 2.3% a 2.5% (Gráfica 5). Nuestros índices de actividad interna basados en datos a corto plazo apuntan a una ligera desaceleración trimestral en el 1T14 (Gráfica 6), aunque en general el ritmo de crecimiento de 2014 promete ser uno de los más sólidos registrados hasta el momento desde la recuperación. El potencial de riesgo ha mejorado definitivamente en los últimos trimestres, no solamente debido a los progresos fiscales, sino también por las consiguientes mejoras en la confianza y la inversión no residencial. Una recuperación mundial más rápida que la esperada podría también tener un efecto dominó en forma de un aumento de la demanda de exportaciones estadounidenses. Si estos escenarios favorables se concretan, sería posible que la media de crecimiento de 2014 sobrepase el 3.0%, la primera vez que esto ocurre desde 2005. Aunque ahora

las posibilidades son mayores que hace seis meses, los principales motores del crecimiento todavía avanzan a niveles inferiores al ritmo de anteriores expansiones. La otra cara de esta posibilidad, una desaceleración o retroceso del impulso de avance de la economía global (es decir, un aumento de la volatilidad financiera en el extranjero o un brusco freno en los mercados emergentes) podría repercutir en el crecimiento estadounidense, pero como máximo en algunos puntos porcentuales, según la gravedad de la situación. A nivel interno, el principal riesgo sería un trastorno del mercado financiero y un aumento de la volatilidad relacionada con una salida desordenada del programa de estímulos de la Fed. Sin embargo, considerando las tendencias más recientes en la política monetaria, asignamos a este evento una mínima probabilidad.

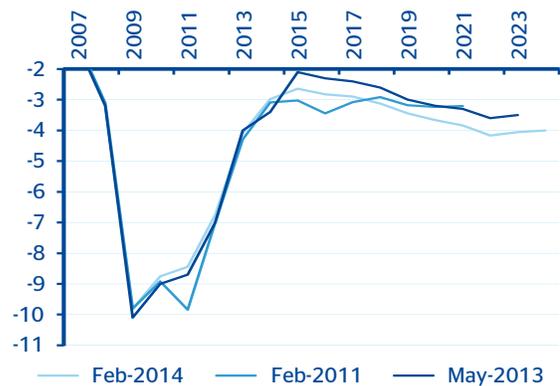
Las inquietudes a largo plazo siguen siendo relevantes, ya que tienen que ver con la estabilidad fiscal de EEUU y del extranjero. Considerando las medidas de austeridad ya implantadas de cara a los próximos años, lo que esperamos son modestas mejoras. Recientemente, la Oficina Presupuestaria del Congreso (CBO) hizo públicas las proyecciones presupuestarias para los ejercicios fiscales 2014-2024, según las cuales el déficit previsto para 2014 será el más bajo desde 2007 (Gráfica 7). Sin embargo, la deuda en manos del público posiblemente alcanzará el 74% del PIB, el nivel más alto desde 1950. Una alta relación deuda/PIB limita la capacidad de la política fiscal para responder a potenciales trastornos negativos en el futuro. A corto plazo, los pronósticos siguen siendo halagüeños ya que finalmente la economía parece mantener un ritmo expansivo coherente y continuo. No obstante, la persistente falta de progresos en el abordamiento de los problemas presupuestarios a largo plazo tiene posibilidades de frenar la actividad económica a corto plazo (véase [Mejores perspectivas presupuestarias a corto plazo](#)).

Gráfica 6
Índice mensual de actividad de BBVA Research y Crecimiento del PIB real (variación % 4T)



Fuente: BEA y BBVA Research

Gráfica 7
Balanza presupuestaria del gobierno (% del PIB)



Fuente: CBO y BBVA Research

Las tendencias del mercado de trabajo han estado en el epicentro de las perspectivas económicas de los últimos años, y hoy lo están todavía más ya que tienen que ver con el ajuste de la política monetaria. La aceleración del crecimiento del empleo se ha consolidado desde la recesión, y hoy en día sus niveles se aproximan a los máximos anteriores a que se produjese. Con todo, todavía esperamos ver un ritmo continuo de contratación a corto plazo. El empleo no agrícola creció por encima de 200 mil durante algunos meses, para luego volver a un ritmo mucho más lento y decepcionante. En diciembre y enero, el empleo no agrícola creció solamente en 75 mil y 113 mil trabajadores, respectivamente, en comparación con la media superior a 200 mil de los meses anteriores de 2013. Parte de esto podría atribuirse a la climatología extremadamente fría que sufrió la mayor parte de EEUU, así como a otros factores temporales, aunque queda por ver la solidez real del mercado de trabajo en general. Diversos indicadores de empleo apuntan a que la contratación ha sido muy escasa en comparación con los recientes avances, mientras que el número de desempleados de larga duración sigue elevado. Ambas cifras sustentan la preocupación por un creciente desempleo estructural. Además, los índices de participación de la fuerza de trabajo siguen decepcionando, situándose en mínimos de 30 años. El reciente descenso de la participación ha jugado un importante papel en el retroceso, más rápido de lo previsto, de la tasa de desempleo. Sin embargo, en enero la participación repuntó ligeramente, mientras que el desempleo bajó a 6.6%, la cifra más baja desde que empezó la recuperación. Si la tasa de participación se mantuvo constante a la media previa a la crisis (2000-2007) próxima a 66.0%, el índice de desempleo estaría todavía muy por encima de 10.0%, partiendo del supuesto de tendencias de empleo, población y demográficas constantes (Gráfica 8).

Esto es, sin duda, motivo de preocupación, aunque esperamos que, con el aumento de las perspectivas de empleo e ingreso, más gente vuelva a engrosar la población activa en busca de trabajo. Esto supondría una presión al alza temporal sobre la tasa de desempleo, partiendo del supuesto de que el crecimiento del empleo continúe a un ritmo gradual. Para 2014 preveemos que el desempleo se situará en una media de 6.7%, en tanto que el empleo crecerá de manera continua a un ritmo de 1.7% anual. La continua expansión del total de la demanda impulsará la creación de puestos de trabajo, que en 2014 podría alcanzar una media de 200 mil mensuales. Con todo, si la participación de la fuerza de trabajo sigue cayendo, veríamos una tasa de desempleo mucho más baja hacia finales de año, incluso aunque el crecimiento del empleo arroje cifras decepcionantes.

Gráfica 8

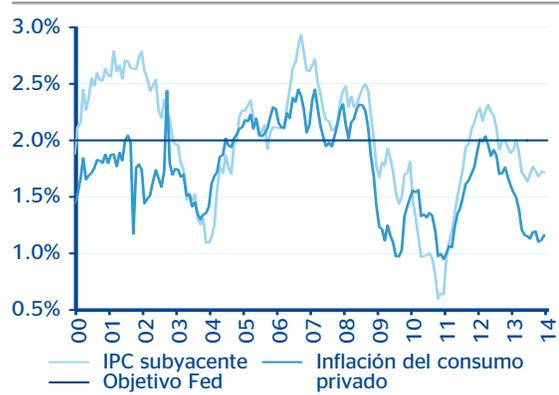
Tasa de desempleo (%)



Fuente: BLS y BBVA Research

Gráfica 9

IPC subyacente e inflación del consumo privado (variación % anual)



Fuente: BLS y BBVA Research

Un factor que contrarresta la mejora del mercado de trabajo ha sido una inflación inusualmente baja, tema que preocupa tanto a la Reserva Federal como a otros responsables políticos (Gráfica 9). Este prolongado período de baja inflación refleja una elevada capacidad ociosa en el mercado de trabajo y presiones a la baja sobre los precios de los productos importados, como una transición más permanente provocada por los avances tecnológicos que han reducido los costos de muchos bienes y servicios. Aunque se prevé que el crecimiento salarial se mantendrá contenido durante 2014, los consumidores se han beneficiado de la baja inflación y del consiguiente incremento del poder adquisitivo. Esto ha ayudado a impulsar el consumo, y esperamos que la aceleración del crecimiento económico ejerza gradualmente una presión al alza sobre los precios. Por su parte, las previsiones de inflación a largo plazo se mantienen muy contenidas, lo cual limita los riesgos al alza y a la baja. En cuanto a los próximos años, creemos que la inflación subyacente se aproximará al objetivo de 2.0% de la Fed, y que el IPC registrará medias de 2.3% y 2.4% en 2014 y 2015, respectivamente.

Con la persistente preocupación que despiertan tanto el desempleo como la inflación, la Fed seguirá siendo extremadamente cauta a la hora de ajustar su política monetaria en el curso del año entrante. La reducción gradual de compra de activos ha comenzado oficialmente, y esperamos que el proceso continúe en “pasos medidos” de aproximadamente 10 mil millones de dólares al mes, divididos a partes iguales entre las cédulas hipotecarias y los valores del Tesoro, hasta que en el 4T14 llegue a su fin esta tercera ronda de estímulos (QE3). Es importante destacar que la Fed ha tenido éxito al desvincular la decisión de reducir la compra de activos de la decisión de empezar a aumentar las tasas de interés. Se espera que Janet Yellen, la nueva presidenta, mantenga la estrategia de la Fed diseñada por Bernanke en los últimos años. En general, el mayor reto al que se enfrenta la Fed es garantizar una transición sin problemas a la hora de implementar la estrategia de salida, pues hay cierta incertidumbre relacionada con el eventual proceso de normalización. Sin embargo, dado que el lento proceso de la reducción de estímulos nos acompañará durante la mayor parte de 2014, los riesgos a la baja relacionados con la Fed para este año son limitados. Nuestro escenario base parte del supuesto de que el primer aumento de las tasas de interés de los fondos federales se producirá el tercer trimestre de 2015, y se espera que las tasas a corto plazo les seguirán. Sin embargo, mientras la Fed continúa normalizando la situación monetaria, preveemos una tendencia al alza en las tasas de interés a largo plazo, impulsada sobre todo por una prima y un componente de interés real más elevados y, en menor medida, por previsiones de inflación más altas. En nuestro escenario base, el rendimiento de los bonos del Tesoro a 10 años se situará en 2014 en una media de 3.2%, elevándose lentamente a 3.8% hacia finales de 2015. Dado que la estrategia de salida de la Fed no es inmune a eventos internos y externos imprevistos, mantenemos nuestro pronóstico de cambios muy cautos y calculados en la política monetaria en los próximos años.

3. Previsiones Económicas

Cuadro 1

	2T13	3T13	4T13	1T14	2012	2013	2014	2015	2016	2017
PIB real (% desestacionalizado)	2.5	4.1	3.2	1.6	2.8	1.9	2.5	2.5	2.8	2.8
PIB real (contribución, pp)										
Consumo personal	1.2	1.4	2.3	1.0	1.5	1.4	1.2	1.2	1.3	1.2
Inversión fija bruta	1.4	2.6	0.6	0.2	1.4	0.8	0.9	0.8	1.0	1.1
No residencial	0.6	0.6	0.5	0.6	0.9	0.3	0.6	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	0.3
Exportaciones	1.0	0.5	1.5	0.7	0.5	0.4	0.9	1.0	0.8	0.9
Importaciones	-1.1	-0.4	-0.2	0.6	-0.4	-0.2	0.5	0.5	0.3	0.4
Gobierno	-0.1	0.1	-0.9	0.0	-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	6.7	6.2	5.7	5.2
Nómina no agrícola promedio (miles)	201	172	195	171	186	194	197	226	245	273
Precios al consumidor (% a/a)	1.4	1.6	1.2	1.9	2.1	1.5	2.3	2.4	2.4	2.5
Subyacente al consumidor (% a/a)	1.7	1.7	1.7	1.9	2.1	1.8	2.0	2.3	2.4	2.5
Balance fiscal (% PIB)	-	-	-	-	-6.8	-4.2	-3.4	-2.2	-2.4	-2.5
Cuenta corriente (fdp, % PIB)	-2.3	-2.3	-	-	-3.0	-2.5	-2.5	-2.1	-1.9	-1.3
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)	9.88	11.19	11.32	9.68	2.81	10.60	8.78	6.20	4.62	3.78
Valores tesoro 10 años (rend. % , fdp)	2.30	2.81	2.90	2.94	1.72	2.90	3.50	3.80	4.10	4.34
Dólar EEUU / Euro (fdp)	1.32	1.34	1.37	1.31	1.31	1.37	1.30	1.38	1.36	1.36
Precio del Brent (dpp, promedio)	102.7	110.3	109.3	109.4	111.7	108.7	112.8	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 / 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
r.domenech@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.bbvarresearch.com
www.bbvacompass.com/compass/research/
twitter.com/BBVARResearchUSA