

Situación Estados Unidos

Cuarto Trimestre 2012
Análisis Económico

- Aunque las acciones coordinadas de los bancos centrales ayudan a reducir la incertidumbre económica mundial, la parálisis política aumenta la probabilidad de deterioro económico en 2013
- El sector de la vivienda se recupera por fin, aunque de forma asimétrica en los distintos estados
- Las empresas de transporte y distribución están bien posicionadas para aprovechar la creciente oferta y demanda de gas natural
- La filantropía es fundamental para que el sector del arte tenga éxito y crezca en áreas urbanas florecientes

Índice

1. Editorial.....	1
2. Situación global	2
3. Situación de EEUU.....	6
4. Situación regional: La recuperación de la vivienda en la región del Sunbelt.....	10
5. Análisis sectorial: Oportunidades en las etapas de recolección, almacenamiento y transporte del gas natural (segmento midstream).....	14
6. La contribución del arte en la región del Sunbelt donde opera el Grupo Bancario BBVA Compass	22
7. Hoja informativa: estadística del área de educación	26
8. Previsiones económicas.....	27

Fecha de cierre: 30 de noviembre de 2012

1. Editorial

En la presente recuperación económica, el PIB ha crecido a un promedio del 2,2% por trimestre en términos anualizados. Esta tasa es un 50% inferior al promedio obtenido durante los nueve ciclos de expansión precedentes posteriores a una recesión y está un 30% por debajo del promedio de las dos recuperaciones más recientes. Si nos centramos en la creación de empleo, las diferencias son aún más notables. La tasa de crecimiento del empleo ha sido, respectivamente, cerca de un 80% y un 60% inferior a los promedios de los periodos antes mencionados. La debilidad de estos resultados se agrava si tenemos en cuenta que se ha aplicado un estímulo fiscal y monetario sin precedentes. Hay varias razones posibles para explicarlo. Desde un punto de vista, la grave crisis financiera que desencadenó la Gran Recesión puede haber ocasionado efectos más profundos y duraderos que los choques que provocaron las recesiones anteriores. En este entorno, entre las presiones a corto plazo que frenan el crecimiento económico se incluyen la frágil recuperación del sector de la construcción, los choques negativos en la economía mundial, la elevada incertidumbre política y el desapalancamiento de las familias. Así pues, hay quien argumenta que una vez que se corrijan estos desequilibrios cíclicos, el crecimiento del PIB y la creación de empleo se acelerarán.

Otra perspectiva distinta apunta a que el escaso crecimiento económico no solo refleja las presiones a corto plazo sino también la acumulación de deficiencias estructurales. Las burbujas de activos que se formaron durante los años anteriores a la crisis ocultaron estas debilidades y permitieron que el entorno político las ignorase. En este escenario, la fragilidad de la recuperación refleja una tasa de crecimiento potencial del PIB más baja, y sería necesario hacer reformas importantes para impulsar la productividad, la inversión y la contratación.

Aunque resulta tentador centrarse en los problemas que se presentan a corto plazo para reavivar el crecimiento económico, el coste de no dedicarse a las reformas estructurales puede aumentar exponencialmente y echar a perder los beneficios de mitigar las fluctuaciones cíclicas. Además, las reformas estructurales que fomenten el aumento de la productividad incrementarán el PIB potencial y la economía crecerá a un ritmo más fuerte.

Por tanto, es imprescindible que en 2013 la nueva Administración y el Congreso cooperen para llegar a acuerdos de mayor alcance con el fin de mejorar los fundamentos económicos. En muchos casos, resolver estos problemas a largo plazo conlleva enfrentarse a presiones a corto plazo. Por ejemplo, restaurar el objetivo de sostenibilidad fiscal a largo plazo mediante la redefinición del papel del gobierno, la modificación de la normativa tributaria, la reforma de los programas de asistencia social y la mejora de la eficacia del sector público, sería mucho más beneficioso que centrarse simplemente en los objetivos a corto plazo para evitar el abismo fiscal posponiendo la solución una vez más.

Aplicar a la economía parches temporales que incrementan la incertidumbre política es sumamente perjudicial para el sector privado. Esta incertidumbre puede frenar la inversión de capital a largo plazo, pues empaña los rendimientos que se esperan hoy día sobre grandes inversiones. También podrían verse afectados sectores enteros por el aumento de la incertidumbre: la normativa en sectores vitales con alto uso de capital, como la energía y la atención sanitaria, necesita una revisión completa para mejorar la competitividad.

La política de inmigración es una reforma estructural esencial para potenciar al máximo los beneficios económicos de atraer las mentes más privilegiadas y alimentar el emprendimiento. Además, los responsables políticos deben enfrentarse a una creciente brecha en las infraestructuras, a la pérdida de calidad en la educación básica pública y a unos costes reglamentarios excesivos para las empresas.

La historia nos enseña que, en las democracias, los grandes problemas rara vez se arreglan con una solución única, sino que más bien se trata de aplicar varias medidas que con frecuencia son impopulares cuando se implementan. Sin embargo, si no se actúa rápidamente, los problemas pueden multiplicarse y hacerse aún más difíciles y costosos de resolver en el futuro. Por consiguiente, conforme entremos en 2013, los cargos electos deben atenerse a sus funciones como servidores públicos, adoptar el ideal de trabajar por el bien público y buscar acuerdos para conseguir resultados que estimulen el crecimiento.

Nathaniel Karp

Economista en Jefe para EE. UU.

BBVA Research

2. Situación global: las firmes medidas de los bancos centrales reducen las probabilidades de que se produzcan escenarios de riesgo extremo

Las medidas adoptadas por los bancos centrales han aclarado las perspectivas económicas mundiales, pero a los responsables políticos aún les quedan retos para evitar contratiempos

Se prevé que la economía mundial continuará recuperándose de forma moderada, con una tasa de crecimiento del PIB del 3,5% en 2013 (3,2% en 2012, 4,1% de promedio en el periodo 2010-12). Este crecimiento se apoya en la menor aversión al riesgo tras las influyentes decisiones que han tomado los bancos centrales, especialmente el BCE. Sin embargo, hay tres factores que destacan entre aquellos que pudieran deteriorar considerablemente estas perspectivas: el primero y más preocupante son los problemas de Europa, la posibilidad de que resurjan los temores de ruptura del euro que supusieron una amenaza durante la primera mitad del año; el segundo es que en Estados Unidos todavía se cierne la amenaza del llamado abismo fiscal, es decir, un plan de recorte del gasto y de aumento de los impuestos por valor del 4% del PIB cuya entrada en vigor está prevista a comienzos de 2013 y que volvería a llevar la economía del país a la recesión; el tercero es una grave desaceleración en las economías emergentes, en particular en China y en algunas economías orientadas hacia las materias primas si se reduce el apetito de China por dichas materias.

Los responsables de los bancos centrales al rescate; otros responsables de la política podrían seguir el mismo camino

En un marco de gran incertidumbre y amenazas para la recuperación de la economía mundial, en los últimos meses autoridades todo el mundo, en particular los responsables de los bancos centrales de la zona euro y de EE. UU., han dado pasos significativos. Las audaces medidas que han adoptado han evitado que la economía mundial sufriera un evento sistémico que hubiera sido comparable a los acontecimientos financieros que tuvieron lugar a finales de 2008. Ambos bancos centrales han construido puentes hacia un nuevo entorno institucional en el caso de Europa y hacia un nuevo pacto fiscal en Estados Unidos; estas acciones han preparado el camino para que otros responsables políticos utilicen el margen de maniobra que tienen. Sin embargo, las medidas de la FED son más abiertas que las del BCE debido a la diferente condicionalidad que conllevan: en Europa es forzoso un cumplimiento fiscal estricto, mientras que la mejora del mercado de trabajo es el objetivo de Estados Unidos.

“... lo que sea necesario...”

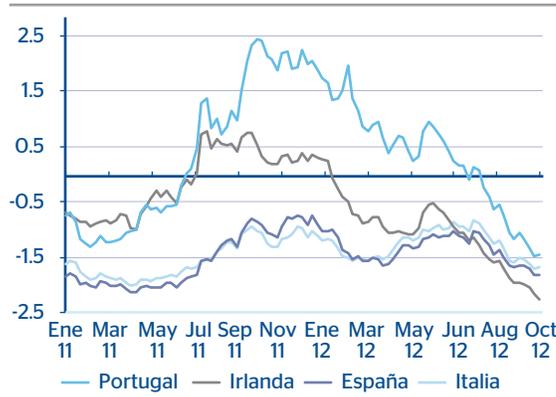
En nuestra opinión, cuando Mario Draghi, el presidente del Banco Central Europeo (BCE), anunció a finales de julio la implementación de un nuevo programa de compra de bonos (Transacciones Monetarias Directas, u OMT por sus siglas en inglés), la institución dio un paso decisivo para poner fin a la crisis de deuda de Europa. En determinadas condiciones (véase información más detallada en nuestro BCE Watch), el BCE podría intervenir en los mercados secundarios de deuda soberana. La medida del BCE se adoptó tras la cumbre de la zona euro celebrada en junio, donde los líderes llegaron a algunos acuerdos para fortalecer la unión actual: una hoja de ruta amplia hacia la supervisión bancaria única, así como planes de gran alcance que cubren asuntos fiscales y medidas de apoyo al crecimiento. La base sobre la que se asienta el anuncio de Draghi es clara: las rentabilidades de algunos bonos periféricos son elevadas porque en parte los mercados tienen en cuenta los temores sobre la ruptura de la zona euro, lo que pone en peligro el mandato del BCE en un clima de grave fragmentación financiera. Como eso es “inaceptable”, el

BCE se ha comprometido a comprar cantidades ilimitadas de bonos soberanos de los países que piden ayuda financiera a los fondos europeos (Fondo Europeo de Estabilidad Financiera y Mecanismo Europeo de Estabilización) con una "condicionalidad estricta y efectiva". La existencia de un prestamista de última instancia bajo condicionalidad fiscal disipa los temores de reversibilidad del euro en su configuración actual.

En una situación de enorme presión de los mercados y con la amenaza que suponen los temores de ruptura del euro, hace tiempo que se esperaba que los líderes europeos tomaran alguna medida. Sin embargo, la medida que adoptó el BCE fue más decisiva de lo que se había anticipado. El programa de Transacciones Monetarias Directas (OMT por sus siglas en inglés) hacen que el respaldo del BCE sea creíble. Consideramos que los temores de ruptura no se justifican por ahora mientras dure este proceso. Las tensiones de los mercados financieros se han moderado considerablemente desde junio (véase el Gráfico 1) y, en nuestra opinión, el hecho de que esta situación se mantenga a pesar de los acontecimientos adversos del mercado prueba su capacidad para disipar dudas.

Gráfica 1

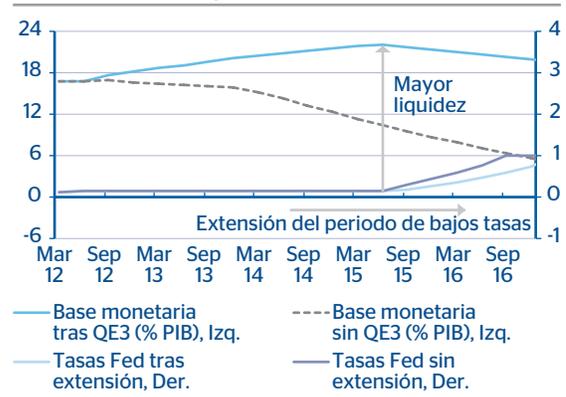
Índice de tensiones financieras para los países de la zona euro¹



Fuente: BBVA Research

Gráfica 2

QE3 y prórroga de las directrices políticas



Fuente: BBVA Research

Otros elementos han reforzado la unión monetaria de Europa. Primero, una vez que el Tribunal Constitucional alemán dio su apoyo a la participación de Alemania, se puso en marcha un fondo permanente que se hará cargo de cualquier rescate que se produzca en la zona euro (el Mecanismo Europeo de Estabilización (MEE)). Segundo, el proceso para lograr una unión bancaria en Europa (tal como se estableció en la última reunión del Eurogrupo celebrada en junio) sigue avanzando, aunque con suma lentitud. La implementación de una unión bancaria completa consta de cuatro elementos diferentes: supervisión conjunta, normativa común, un organismo para las resoluciones bancarias y un plan de garantía de depósitos paneuropeo. Dada la escala de la tarea que queda por delante, es probable que la implementación total sea un proceso de larga duración. No obstante, los líderes europeos se pusieron de acuerdo para establecer una fecha para la supervisión bancaria para enero y se han de acordar más detalles en la reunión que celebrará el Eurogrupo en diciembre. En Junio habían llegado a un acuerdo sobre la recapitalización bancaria directa desde el MEE, lo que consideramos fundamental para eliminar el riesgo del círculo vicioso entre la deuda soberana y la solvencia bancaria. Sin embargo, también se pueden explorar otras formas de alcanzar el objetivo primordial de evitar el blindaje normativo y el objetivo de romper el riesgo soberano y bancario. No hay duda de que el proyecto de la unión bancaria debe avanzar con rapidez.

Al final del proceso, creemos que la zona euro podría con el tiempo idear un plan completo que refuerce su gobernanza. Como ya hace tiempo que venimos argumentando, dicho plan debería comprender la unión bancaria, la unión fiscal y un prestamista de última instancia para evitar la fragmentación.

¹ El índice de tensiones financieras (ITF) de BBVA Research es un indicador sintético que resume los movimientos que se producen en: medición de riesgo (CDS de 5 años, CDS de empresas no financieras y deuda financiera), volatilidad (acciones, tipos de interés y tipos de cambio) y estrés de liquidez (diferencial entre tasa interbancaria y activo sin riesgo a 3 meses).

Se han hecho progresos en todos estos frentes, pero probablemente esos progresos no han sido bastante ambiciosos para cambiar rápidamente la dinámica actual. Aun así, los responsables políticos parecen lo suficientemente comprometidos con el proceso y creemos que, por fin, lo peor de la crisis podría dejarse atrás. A corto plazo, el programa del BCE y el apoyo del MEE con condicionalidad fiscal crean un punto de referencia para abordar las difíciles situaciones de financiación a las que podrían enfrentarse países como Italia y España. Al mismo tiempo, la correcta implementación de los planes de unión bancaria y una mayor definición del diseño de la unión fiscal serán un factor fundamental para la sostenibilidad de la zona euro a largo plazo.

“... tanto tiempo como sea necesario...”

Dado que las tasas de crecimiento de la economía de EE. UU son bajas, que la tasa de desempleo se mantiene persistentemente elevada y con la gran incertidumbre que hay en Europa, la paralización preelectoral sobre cómo bajar el enorme déficit estadounidense era lo último que necesitaba la economía del país. En este marco, la Fed no tuvo dudas. Primero, y de acuerdo con su “orientación política a largo plazo”, anunció su intención de mantener los tipos de interés en los bajos niveles actuales como mínimo hasta mediados de 2015. Segundo, anunció una nueva ronda de flexibilización cuantitativa (QE) para apoyar el crecimiento y recuperar el empleo.

Esta nueva flexibilización monetaria será diferente de la de anteriores rondas. En primer lugar, la Fed comprará cédulas hipotecarias (MBS) en vez de valores del Tesoro en un intento de mejorar las condiciones financieras de los hogares. En segundo lugar, la Fed continuará con esta política durante un periodo de tiempo considerable, incluso después de que la recuperación se fortalezca y de que el mercado de trabajo mejore, es decir, que no abandonará la compra de MBS cuando el crecimiento comience a repuntar (véase información más detallada en nuestro informe Fed Watch).

Desde nuestro punto de vista, al embarcarse en el QE3 y prorrogar la orientación política, la Fed está comprando un seguro contra el “abismo fiscal”, pero esto no es una varita mágica si no va acompañado de medidas fiscales. Según nuestro escenario central, se alcanzará un acuerdo que evite que se lleve a cabo el plan completo de recortes automáticos del gasto y las subidas de impuestos. Pero también prevemos que habrá alguna forma de consolidación fiscal que será un lastre para la economía. Con el QE3 y la orientación política, la Fed cumple su tarea de dar a la economía el impulso que necesita con el fin de evitar la vuelta a la recesión en 2013. De hecho, según nuestras previsiones, la flexibilización monetaria podría aportar solo unas décimas de punto porcentual (pp) al crecimiento del PIB en 2013, pero a partir de 2014 el efecto será más sustancial. En lo que respecta a la inflación, el impacto será pequeño y retardado. No obstante, creemos que la tolerancia de la Fed de una inflación más elevada dependerá del crecimiento y de la mejora del mercado de trabajo.

Los efectos potenciales del QE3 no se limitan a la economía de EE. UU. Como han mostrado los programas anteriores, se provoca que los flujos de capital vayan hacia las economías emergentes, se reducen las primas de riesgo y se bajan los costes de financiación en esos países, lo que impulsa su disponibilidad del crédito, sus tasas de crecimiento y su inflación. Nuestras previsiones muestran que el QE3 (sumado al efecto Draghi) podría tener un impacto menor que el QE1 debido a la evolución comparativa de la prima de riesgo y de las entradas de capital en las economías emergentes. En cualquier caso, sus efectos dependerán de la respuesta de la política interna a la entrada de capital.

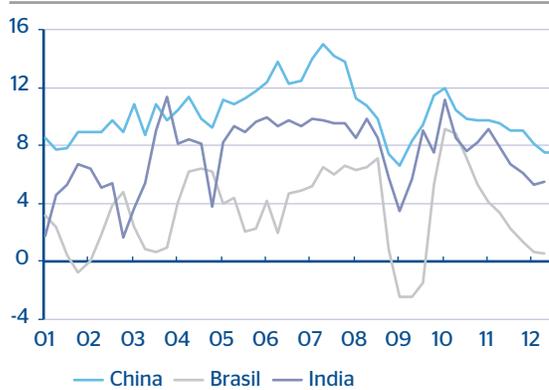
Las respuestas de los responsables de los bancos centrales no son suficientes para hacer que la economía mundial vuelva a un crecimiento firme

Es posible que la economía mundial haya evitado desacelerarse hasta los niveles de crecimiento más bajos de los últimos 30 años (dejando aparte la gran recesión de 2009) pero se mantiene una situación de crecimiento bajo. Las economías avanzadas han perdido impulso desde 2011, como cabía esperar dado el actual entorno de desapalancamiento. Mas recientemente, las economías emergentes también se han visto afectadas. En este sentido, el canal de comercio ha tenido una intensa influencia en el descenso de las exportaciones y en el crecimiento del PIB. Ese es sin duda

el caso de las tres principales economías emergentes. La economía de Brasil casi se estancó en la primera mitad del año, el PIB de la India creció un 5,3% y un 5,5% a/a en el primer y en el segundo trimestre, respectivamente, lo que marca el ritmo más lento desde principios de 2009; y en el tercer trimestre del año la economía china se desaceleró hasta una tasa de crecimiento del 7,4%, la tasa más baja desde 2009, aunque los datos más recientes apuntan a que ya ha tocado fondo.

Gráfica 3

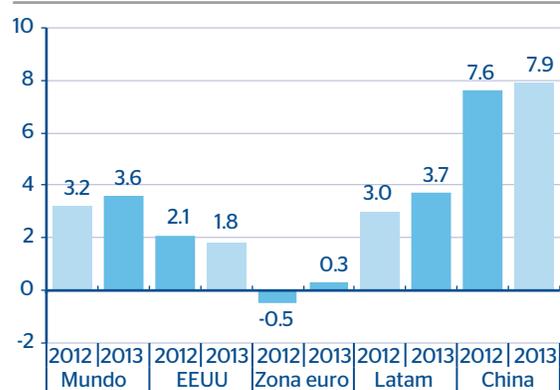
Economías emergentes: tasa de crecimiento del PIB (% a/a)



Fuente: BBVA Research y Haver

Gráfica 4

Tasa de crecimiento del PIB



Fuente: BBVA Research y Haver

No obstante, las medidas que han adoptado los bancos centrales de EE. UU. y de la zona euro disipan en parte las dudas y mejoran las perspectivas. De acuerdo con nuestro escenario central, el crecimiento de la zona euro probablemente tomará impulso al entrar en 2013. Aunque el PIB de la zona euro se contraerá en 2012 (-0,5%), repuntará ligeramente en 2013 (+0,3%). En EE. UU. mantenemos nuestras previsiones: el crecimiento seguirá en torno al 2% en 2012 y 2013. La principal revisión a la baja en nuestro escenario de octubre corresponde a China (con un descenso de -0,2 pp en 2012 y de -0,4 pp en 2013), aunque su tasa de crecimiento se mantendrá cerca del 8% en ambos años gracias a los estímulos políticos que se esperan para compensar parcialmente la desaceleración que están experimentando. Otras economías emergentes compensarán esta carencia: las perspectivas de crecimiento en América Latina se han revisado ligeramente al alza en 2013, cuando la región crecerá un 3,7%, por encima de la tasa de crecimiento del 3% correspondiente a 2012.

En resumen, se prevé que la economía mundial continuará con una recuperación suave y el crecimiento del PIB se situará entre el 3% y el 3,5%. No obstante, este escenario depende de varios supuestos clave, en particular depende de que los responsables de la política europea cumplan sus compromisos. Primero, este escenario parte del supuesto de que la reciente disputa sobre la supervisión financiera no afecta sustancialmente a los acuerdos de junio, de modo que se ha roto el vínculo pernicioso entre el riesgo soberano y bancario, y la transmisión de la política monetaria, que en la zona euro está dirigida principalmente por los bancos, funciona de nuevo. Segundo, partimos del supuesto de que el mecanismo que se ha puesto en marcha para eliminar los "riesgos de convertibilidad" se activará totalmente en caso necesario. Con ello se frenarán las rentabilidades de los países periféricos, pero las reducciones sustanciales se producirán a medida que Europa progrese en su nuevo acuerdo institucional y se cumplan los compromisos. La intervención del MEE/BCE podría ser suficiente para devolver las rentabilidades española e italiana a niveles coherentes con la sostenibilidad de la deuda pública a largo plazo, y a niveles que harán que las reformas tengan efectos duraderos, lo que implica que ambos países podrían mantener las calificaciones de nivel de inversión y cumplir sus compromisos fiscales o bien obtener prórrogas para cumplirlos (lo ideal sería que fuese en términos de sus cuentas fiscales estructurales). Sobre este particular, debería tenerse en cuenta el riesgo de los círculos viciosos entre ajuste fiscal y crecimiento económico, así como la posibilidad de que los multiplicadores fiscales negativos puedan ser más elevados de lo que se había previsto anteriormente, al menos a corto plazo. Por último, en este escenario, Grecia continuará formando parte del euro, lo que a su vez requerirá un mayor apoyo por parte de Europa en forma de financiación adicional o de un periodo más prolongado para cumplir con la condicionalidad fiscal. Según las experiencias del pasado, todavía hay muchas cosas que pueden salir mal, pero los responsables políticos tienden a encontrar soluciones a los problemas de Europa cuando llega la hora de la verdad.

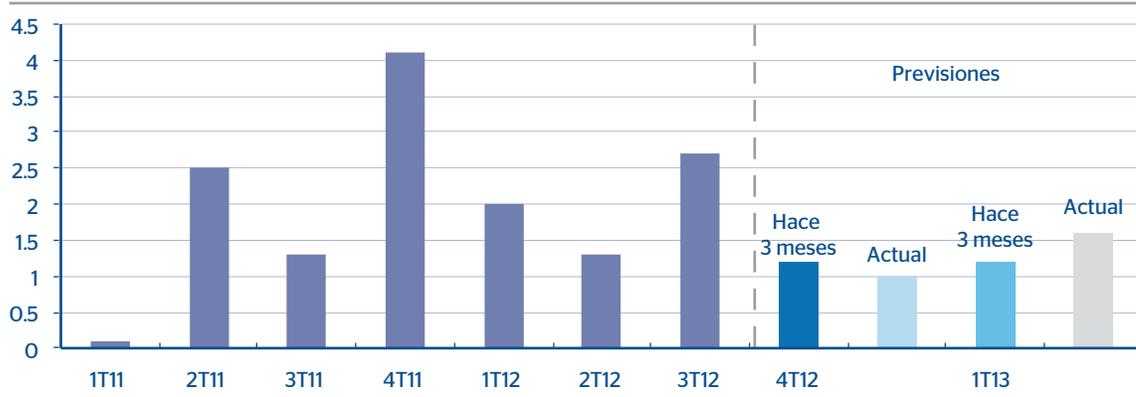
3. Situación de EEUU

El resultado político y la incertidumbre fiscal centran la atención en 2013

El final de 2012 se acerca rápidamente y los datos iniciales del cuarto trimestre provocan sentimientos encontrados con respecto a los próximos meses. Los indicadores del sector de la vivienda muestran una fortaleza considerable al entrar en el 4T12, mientras que la actividad manufacturera parece repuntar después del descenso del verano. El crecimiento del empleo se ha acelerado en los últimos meses, y la tasa de desempleo cayó hasta el 8% en septiembre y octubre. Las incertidumbres políticas aumentaron en el periodo antes de las elecciones, pero aunque Obama sigue en la presidencia, el hecho de que el Congreso esté dividido deja poco margen para una resolución fiscal. A finales de octubre, el huracán Sandy dejó la economía estadounidense fuera de juego al cerrarse los principales centros financieros de la Costa Este durante unos días. Aunque esto podría afectar al crecimiento del 4T12 y del principio de 2013, la magnitud de las consecuencias del temporal es aún incierta. En última instancia, se prevé que el crecimiento del 4T12 se quedará muy por debajo de la tasa que se registró en el 3T12, un 2,7% tras la revisión al alza. Entre los factores que impulsaron la revisión del tercer trimestre se encuentran unas exportaciones más fuertes, unas importaciones más débiles y el aumento de los inventarios de las empresas privadas. Los dos últimos factores apoyan nuestras previsiones de crecimiento más lento en el cuarto trimestre: las empresas se preparan para una demanda de consumo inferior en los próximos meses y no es probable que vuelvan a reponer los inventarios dado el significativo aumento que tuvieron en el 3T12.

Gráfica 5

Evolución del PIB real (variación % t/t desestacionalizada anual)



Fuentes: Oficina de Análisis Económicos de EE. UU. y BBVA Research

En vista de las últimas noticias económicas, solo hemos revisado ligeramente nuestras previsiones anuales. Aunque no hemos modificado nuestras previsiones sobre el PIB, hemos revisado ligeramente al alza la inflación de 2013, con presiones alcistas tanto en la inflación general como en la subyacente. Nuestro escenario revisado asume un índice general de precios del 2,1% (en lugar del 1,9%) mientras que la inflación subyacente ha subido del 1,8% al 1,9%. También hemos ajustado nuestras previsiones sobre los tipos de interés debido a la última ampliación de las directrices de la política monetaria de la Fed, con posibilidad de que la primera subida del tipo objetivo cambie de finales de 2014 a mediados de 2015. Nuestras previsiones para la tasa de desempleo eran moderadamente positivas dada la caída mayor de lo previsto de septiembre, cuando bajó hasta el 7,8%. Sin embargo, la tasa de participación extremadamente baja indica que algunas personas podrían incorporarse con el tiempo a la población activa y elevar la tasa de desempleo si la contratación no es lo suficientemente rápida. Esto quedó patente en el informe sobre empleo de octubre: aunque el empleo aumentó a buen ritmo hasta crear 171.000 puestos de trabajo, la tasa de desempleo volvió a subir hasta el 7,9% como consecuencia de un aumento de la población activa. Si la tasa de desempleo se mantiene estable en un 7,9% durante noviembre y diciembre, alcanzaremos una tasa media anual del 8,1% para 2012. La situación en 2013 depende fundamentalmente de las negociaciones sobre el "abismo fiscal" en el Congreso, y se podrían producir variaciones al alza de nuestras previsiones si existe una mayor cooperación política.

Cuadro 1

Escenario central (nuevo y anterior)

		2011	2012	2013	2014
PIB (variación %)	nuevo	1.8	2.1	1.8	2.3
	anterior	1.8	2.1	1.8	2.3
IPC (variación %)	nuevo	3.1	2.0	2.1	2.4
	anterior	3.1	2.0	1.9	2.3
Subyacente (variación %)	nuevo	1.7	2.1	1.9	2.0
	anterior	1.7	2.1	1.8	1.9
Tasa de desempleo (fdp, %)	nuevo	9.0	8.2	7.9	7.5
	anterior	9.0	8.2	8.1	7.6
Fed (fdp, %)	nuevo	0.25	0.25	0.25	0.25
	anterior	0.25	0.25	0.25	0.50
Valores del Tesoro a 10 años (fdp, %)	nuevo	2.0	1.7	2.4	2.7
	anterior	2.0	2.1	2.6	3.0

Fuente: BBVA Research

Las preocupaciones por la inflación han disminuido considerablemente desde que aumentaran los precios del petróleo a comienzos de 2012. A lo largo del segundo trimestre, el índice general de precios se mantuvo plano o incluso descendió, repuntando únicamente en agosto y septiembre cuando los precios de la energía subieron de nuevo. Por otro lado, el sector alimentario, sometido a una estrecha vigilancia, ha mostrado muy poco movimiento en términos intermensuales; la inflación arrojó un promedio de tan solo un 0,1% durante el tercer trimestre. Además, en términos interanuales, la inflación alimentaria se ha desacelerado desde diciembre del año pasado, y ha bajado de un 4,6% a un 1,6%. La preocupación por que la sequía del Medio Oeste repercuta a la larga en los precios de la alimentación va en aumento, pero la cuestión es cuándo podemos esperar ver tales efectos.

Los analistas han ido haciendo un seguimiento de los patrones climáticos y de las condiciones de sequía a lo largo de los últimos meses, con la esperanza de que las tendencias cambien a mejor. Pero el daño ya está hecho. La National Oceanic and Atmospheric Administration (NOAA) informó de que en septiembre aproximadamente el 37% del territorio de Estados Unidos estaba sufriendo una sequía entre "grave y extrema", lo que supone un ligero descenso con respecto a los meses anteriores, pero sigue siendo una porción significativa de los principales estados productores de cultivos. A fecha de 2 de octubre, una sequía entre "moderada y excepcional" afectaba a más del 60% de los Estados Unidos. Los agricultores confirmaron que esta ha sido una de las peores sequías que han sufrido en casi 50 años, y su resultado será una importante pérdida de producción en comparación con las previsiones anteriores a la sequía (el 28% y el 18% de la producción de maíz y de soja de EE. UU., respectivamente). La reducción de la oferta de los principales productos agrícolas permea en toda la cadena alimentaria y repercute en otros productos cuya producción depende de los cereales, como la carne, los productos lácteos, la carne de ave, etc. El retraso del mecanismo de transmisión permite un efecto pass-through más gradual del aumento de precios a los consumidores, pero los productores ya están notando la presión. Los precios de los productos alimentarios crudos han aumentado considerablemente en los últimos meses, acelerándose hasta llegar a un crecimiento del 5,2% en términos interanuales.

Dejando a un lado el componente alimentario del IPC, varios índices de precios de contado y de futuros ya muestran signos de la mayor inflación que se avecina. El índice S&P GSCI Agricultural Commodities Nearby, por ejemplo, tiende a adelantarse al IPC más o menos en un trimestre y ha mostrado una subida significativa de los precios en los últimos meses. Según el índice, los precios de los productos agrícolas han aumentado cerca de un 30% desde mayo, llegando a alcanzar algunos de los niveles más elevados que se han visto en los registros. El crecimiento interanual ha vuelto a las tendencias alcistas. En vista de los movimientos adelantados del índice S&P Agrícola y el IPC, utilizamos este indicador en una función de respuesta a impulsos simple para mostrar el impacto de un incremento del 10% en los precios de los productos agrícolas. Los resultados muestran que el mayor impacto sobre el IPC es probable que se produzca en los dos primeros trimestres tras el choque, para moderarse después de forma relativamente rápida pasados unos cuantos trimestres. Según nuestras previsiones este choque podría afectar a los consumidores a finales de año, impulsando el índice general de precios en aproximadamente un 1,1%. Las presiones alcistas seguirían en 2013. Nuestras estimaciones son coherentes con la investigación llevada a cabo por el Departamento de Agricultura de EE. UU., que prevé que la inflación anual se situará entre el 3,0% y el 4,0% en 2013, una cifra similar a la tasa de 2011. Aunque el impacto de los precios de los alimentos sobre la inflación no es inmediato debido a su mecanismo de transmisión retardada, como la sequía continúa estropeando las cosechas, creemos que aumentarán las presiones de este componente más adelante en este año y en 2013.

Gráfica 6

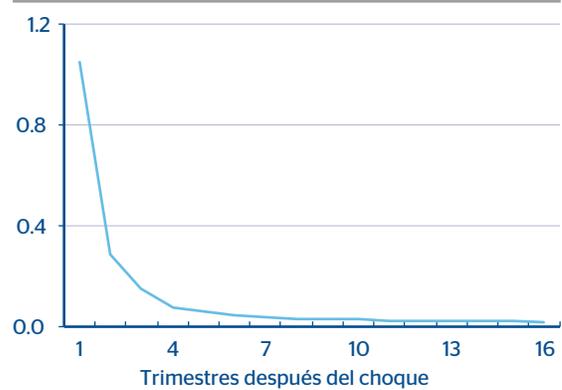
IPC general y precios de los productos agrícolas (variación interanual)



Fuentes: Oficina de Estadísticas Laborales y BBVA Research

Gráfica 7

Impacto sobre el IPC de un aumento del 10% en los precios de los productos agrícolas (%)

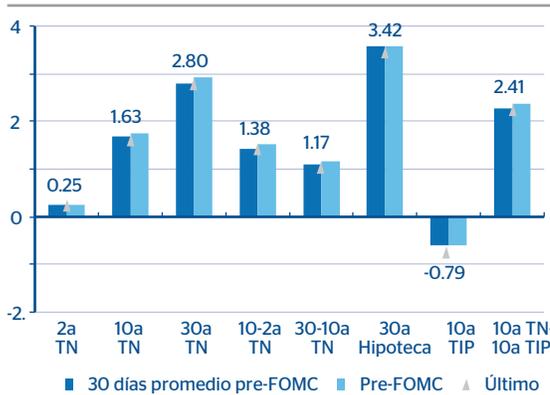


Fuente: BBVA Research

En vista de que las previsiones de inflación a largo plazo se mantienen estables, la Reserva Federal ha cambiado su foco de interés principal a conseguir el máximo empleo mediante la flexibilización cuantitativa adicional. No se esperaban anuncios significativos de la reunión del FOMC de octubre, pues el comité estaba a la expectativa después de anunciar el QE3 en septiembre y dada la necesidad de que el Congreso haga su tarea para abordar el abismo fiscal. Una vez que la Fed decidió aplicar nuevas medidas de flexibilización cuantitativa y una ampliación de sus directrices políticas, los mercados ya no tenían que preocuparse de si se ajustaría o no la política monetaria. En el comunicado de octubre, los miembros del FOMC reafirmaron su compromiso de adquirir cédulas hipotecarias por valor de 40.000 millones de dólares mensuales durante un plazo indefinido, así como de mantener la Operación Twist como estaba previsto hasta finales de año. El comité también decidió mantener la orientación política actual, anticipando “que los niveles excepcionalmente bajos del tipo de interés de los fondos federales es probable que estén garantizados hasta mediados de 2015 como mínimo”. En última instancia, el propósito principal del QE3 es reducir el riesgo de cola, elevando las expectativas de inflación y las rentabilidades a largo plazo y reduciendo los tipos hipotecarios y las rentabilidades a corto plazo. La eficacia general del QE3 depende del tamaño y de la duración de la flexibilización indefinida, cuya relación es inversamente proporcional a la autosostenibilidad de la recuperación.

Gráfica 8

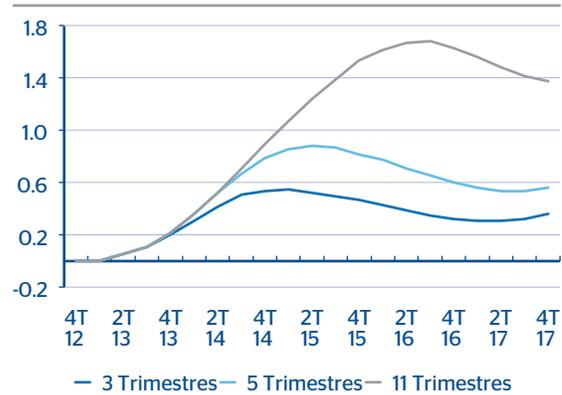
Impacto del QE3 sobre determinados tipos de interés (%)



Fuentes: Reserva Federal y BBVA Research

Gráfica 9

Impacto del QE3 sobre el crecimiento del PIB real (%)



Fuente: BBVA Research

En lo que respecta a las perspectivas económicas, los miembros del comité mantuvieron la opinión de que la actividad económica crecerá a un "ritmo moderado" junto con las expectativas de una inflación estable. A pesar de la significativa reducción de la tasa de desempleo en septiembre, no se hizo ninguna mención a la mejora de las condiciones del mercado laboral en el comunicado. Además, es muy posible que el comité discutiera cómo mejorar la eficacia de dicha flexibilización bajo los diferentes escenarios políticos y la probabilidad de que se llegue a un acuerdo sobre el abismo fiscal en el Congreso. Con el final de la Operación Twist previsto para diciembre, esperamos que la última reunión del año del FOMC proporcione más datos sobre el procedimiento de actuación previsto de la Fed para la flexibilización de la política monetaria en 2013 y más adelante.

Una vez pasadas las elecciones presidenciales y con poco tiempo restante de 2012, el abismo fiscal sigue siendo el centro de atención principal. La situación política se ha mantenido relativamente sin cambios, Obama continúa en la presidencia y el Congreso sigue dividido, de modo que las incertidumbres con respecto a una posible solución fiscal son todavía elevadas. En general, la magnitud del abismo fiscal depende de los multiplicadores fiscales y de la capacidad de ambos partidos para llegar a un acuerdo. Si los responsables de la política llegan a un compromiso sobre los recortes de la Ley de Control Presupuestario, la vía del impuesto alternativo mínimo (AMT por sus siglas en inglés) y los recortes en el impuesto sobre la renta, el impacto del abismo fiscal se reducirá considerablemente. Entre los posibles escenarios de acuerdo fiscal, los dos resultados más plausibles son un acuerdo democrático y un acuerdo para "postergar el problema" mediante el cual los responsables políticos retrasarían estos asuntos hasta más entrado 2013. Como los demócratas tienen el control sobre la Casa Blanca y el Senado, la probabilidad de un acuerdo de sesgo republicano ha disminuido notablemente. Según nuestras estimaciones, la probabilidad de que el Congreso (en proceso de cambio por fin del periodo de gobierno) no llegue a un acuerdo se ha reducido hasta el 25% debido a las crecientes presiones para evitar otra contracción económica en 2013. Aun así, la incertidumbre fiscal sesga a la baja el riesgo para el crecimiento en el próximo año, y nuestras previsiones para la actividad económica podrían ser susceptibles de una revisión a la baja en el peor escenario posible.

Cuadro 2

Impacto de los componentes del abismo fiscal sobre la actividad económica en 2013

Política	Efecto presupuestario (mmd)	(% PIB)	Efecto económico (% del PIB)	Probabilidad de que entre en vigor B=baja, M=media, A=alta	Tamaño del abismo Valor esperado (pp del PIB)
Fin de los recortes temporales de los impuestos	168	1.1	0.4	B	0.20
Parche AMT: indización del impuesto alternativo mínimo a la tasa de inflación	150	0.9	0.6	A	0.35
Reducción en las contribuciones de los seguros sociales de los empleados	98	0.6	0.3	A	0.17
Ampliación del máximo periodo de derecho a la prestación por desempleo	26	0.2	0.1	M	0.05
Recortes en el pago de los honorarios de los médicos por parte de Medicare ("Doc Fix")	15	0.1	0.1	B	0.04
Recortes automáticos en la Ley de control presupuestario de 2011	89	0.6	0.7	M	0.38
Ampliación rutinaria de la exención fiscal a corto plazo	38	0.2	0.1	M	0.04
Nuevos impuestos relacionados con la reforma del seguro médico	31	0.2	0.1	A	0.04
Total	614	3.9	2.2		1.3

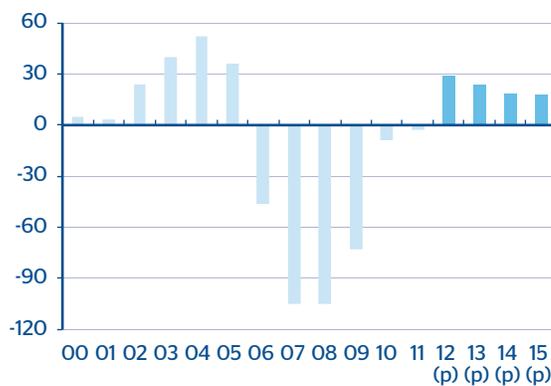
Fuente: BBVA Research

4. Situación regional: La recuperación de la vivienda en la región del Sunbelt

El mercado inmobiliario residencial sigue mejorando, si bien con lentitud. Según nuestro escenario central, la inversión residencial continuará su tendencia alcista y contribuirá positivamente al crecimiento del PIB real en los próximos años. Los indicadores de la vivienda siguen mejorando en todo el país, y el sector que provocó una grave recesión en Estados Unidos muestra fuertes indicios de recuperación. Sin embargo, a pesar de los signos positivos, el ritmo de la actividad de la vivienda está todavía lejos de lo que fue hace incluso veinte años, antes de la burbuja, y por consiguiente contribuye a una lenta reanimación de toda la economía. Si nos centramos en la región del Sunbelt donde opera el Grupo Bancario BBVA Compass, el promedio de recuperación del sector de la vivienda es más fuerte debido a su firme crecimiento en Texas, California y Arizona. Los precios de la vivienda van en aumento y se construyen y se venden más casas. No obstante, aunque la tendencia de la región es favorable, hay diferencias significativas entre los distintos estados. En este artículo tratamos de explicar la heterogeneidad de la recuperación de la vivienda en el Sunbelt.

Gráfica 10

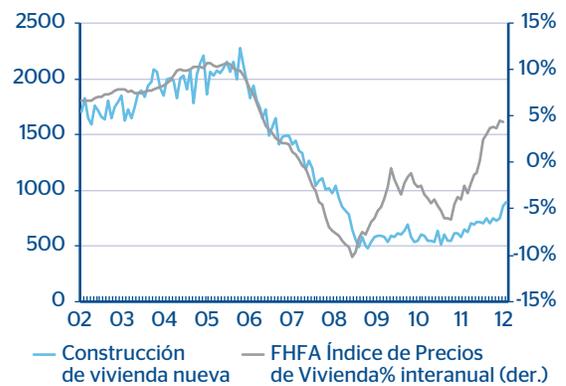
Contribución de la inversión residencial en EEUU al crecimiento del PIB (puntos básicos)



Fuente: Bureau of Economic Analysis y BBVA Research

Gráfica 11

Construcción de vivienda nueva e Índice de precios de compra de vivienda (miles de unidades, tasa anual desest. y variación interanual)



Fuente: BBVA Research y FHFA, Census / Haver

Tendencias nacionales

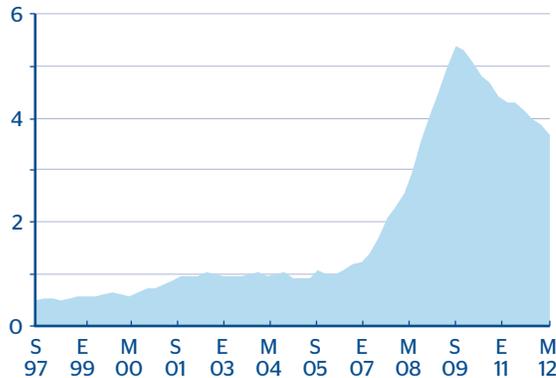
Una observación más detenida de las tendencias nacionales revela que las ventas de vivienda han experimentado un crecimiento sostenido desde finales de 2011. Los tipos de interés en mínimos históricos, la ayuda del gobierno federal y la mejora del mercado de trabajo han contribuido a este repunte. La política monetaria expansiva ha provocado una bajada considerable de los tipos de interés a largo plazo; en octubre, el tipo hipotecario convencional a 30 años alcanzó el nuevo mínimo histórico del 3,62%. El gobierno federal también ha dado un impulso al mercado de la vivienda mediante un programa para hacer las viviendas asequibles (creado por la Ley de Estabilidad Financiera de 2009), programa que ha ayudado a los prestatarios con dificultades financieras a evitar la pérdida de sus hogares a través de una serie de opciones de refinanciación. Además, los bancos también han contribuido a reducir las ejecuciones hipotecarias amortizando parte de la deuda de los prestatarios en apuros. Como resultado de ello, las hipotecas morosas siguen en descenso, y en el 3T12 el número de ejecuciones hipotecarias cayó a su nivel más bajo desde el 3T07. El ritmo trimestral, sin embargo, se mantiene en cerca del cuádruple del nivel histórico.

La desaceleración de las ejecuciones hipotecarias ha ajustado la oferta y ha evitado que los precios siguieran cayendo. Además, la dinámica de la oferta y la demanda hace que los precios se eleven. El Índice nacional de precios de la vivienda de la Agencia Federal de Financiación de Vivienda (FHFA por sus siglas en inglés) ha subido un 5,3% en los últimos 18 meses desde que tocó fondo en marzo de 2011. El aumento de los precios es una señal para que tanto constructores como compradores vuelvan a entrar en el mercado. Por consiguiente, como las empresas de construcción se han percatado del aumento de la demanda, se están construyendo nuevas viviendas. El aumento de la actividad de la construcción crea nuevos empleos. La tasa de desempleo del sector de la construcción bajó al 11,4% en octubre, y aunque todavía sigue siendo elevada, es notablemente inferior al punto álgido de desempleo del sector, que alcanzó el 27,1%. Las mejoras que se han producido en el mercado de la vivienda también han sido

positivas para la recuperación económica en su conjunto. Aunque moderada, la creación de empleo sostenida apoya el crecimiento de la renta y reduce la incertidumbre entre los posibles compradores de vivienda. Además, a medida que se modera la volatilidad financiera y se reduce la morosidad, los bancos reanudan el crédito. Según los datos de la FDIC, en el 2T12 los créditos inmobiliarios residenciales se incrementaron un 2,75% en términos interanuales, lo que constituye la segunda tasa de crecimiento positivo desde el 4T10 y la tasa más elevada desde el 4T09.

Gráfica 12

Inventario oculto
(millones de unidades de vivienda)



Fuente: Bloomberg

Gráfica 13

Asequibilidad de la vivienda y tipo hipotecario a 30 años (Índice=100 asequebilidad media, %)



Fuentes: National Association of Realtors y Federal Home Finance Board / Haver

Perspectivas del Sunbelt

En la región del Sunbelt donde opera el Grupo Bancario BBVA Compass el panorama parece ser el mismo: los precios de la vivienda están mejorando y se construyen viviendas nuevas, mientras que las ventas continúan al alza. Sin embargo, hay diversos grados de recuperación en la región en los que influye la interacción de tres factores distintos: la magnitud del ajuste del estallido de la burbuja, la calidad de la recuperación económica del conjunto del estado y los fundamentos locales inherentes al sector de la vivienda.

Cuadro 3

Radiografía de los indicadores del sector de la vivienda por estado (variación interanual)

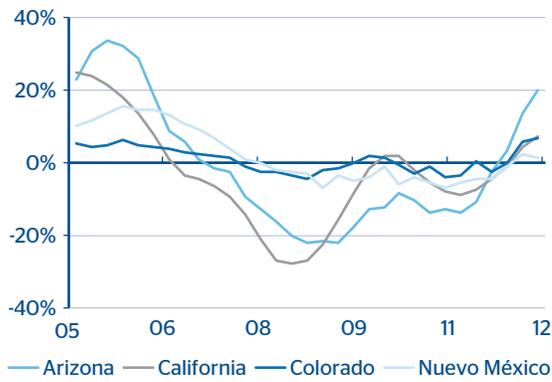
Estado	Índice de precios de la vivienda, solamente compra	Empleo en la construcción	Construcción de vivienda nueva	Tasa de vivienda en propiedad
AL	2.7%	-6.1%	12.5%	Estabilizándose
AZ	20.1%	5.5%	24.5%	Estable
CA	7.2%	5.1%	42.1%	Estabilizándose
CO	6.6%	5.2%	27.5%	Estabilizándose
FL	7.9%	-3.2%	55.2%	Declinándose
NM	1.5%	-4.5%	7.0%	Declinándose
TX	5.6%	5.5%	24.6%	Declinándose

Fuente: BBVA Research y FHFA, BLS, Census / Haver

En toda la región, los precios de la vivienda según la medición del Índice de precios de la vivienda (solamente compra) de la FHFA se han incrementado en términos interanuales desde comienzos de 2012. Sin embargo, la magnitud del estallido de la burbuja anterior crea una ventaja "aritmética" en las tasas de crecimiento. Intuitivamente, esto significa que la situación actual, a pesar de estar lejos de la normalidad, es considerablemente mejor de lo que fue durante lo peor de la crisis. Dos de los estados con burbujas más graves, Arizona y Florida, han experimentado una fuerte revalorización de los precios durante el pasado año (un 20% y un 7.9%, respectivamente). No obstante, la robusta revalorización de los precios no se puede atribuir únicamente al tamaño de la caída previa, pues algunos estados con caídas de precios moderadas están experimentando ganancias en los precios por encima de la media. En términos interanuales, los precios de la vivienda han subido a un ritmo superior al promedio nacional del 4% en todos los estados en los que tenemos presencia, exceptuando Nuevo México y Alabama. Texas, que experimentó una desaceleración moderada, ha sido testigo de un aumento del índice de precios de la vivienda superior a la media, lo que se debe a la afluencia de nuevos residentes al estado al mantenerse fuerte la prospección de petróleo y gas.

Gráfica 14

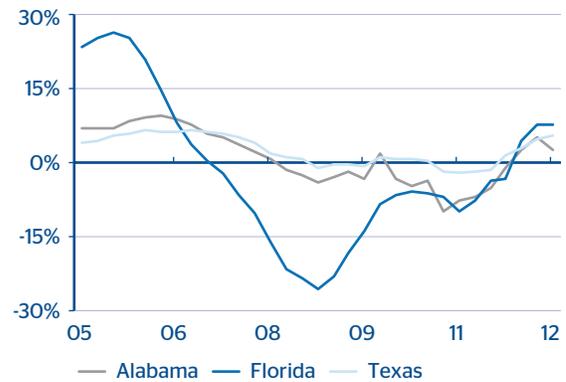
Índice de precios de la vivienda de la FHFA (variación % interanual)



Fuentes: FHFA / Haver

Gráfica 15

Índice de precios de la vivienda de la FHFA (variación % interanual)



Fuentes: FHFA / Haver

De hecho, la revalorización de los precios refleja la creciente demanda a medida que se recupera la economía. Los estados del Sunbelt en los que opera el Grupo Bancario BBVA Compass han experimentado un crecimiento de dos dígitos en los arranques de vivienda desde el 4T11, y en los últimos cuatro trimestres, las tasas más elevadas se han producido en Arizona y Colorado. Cabe destacar que estos estados, junto con California han registrado la reducción de créditos morosos más pronunciada de la región, lo que reafirma la idea de que el descenso de la morosidad y de las ejecuciones hipotecarias está desempeñando un papel fundamental en la recuperación del mercado de la vivienda.

La recuperación del sector de la vivienda contribuye al crecimiento económico general, pues los estados con mayor actividad de construcción experimentan tasas de crecimiento del empleo general más elevadas. Por ejemplo, el crecimiento del empleo por encima de la media en Arizona, Colorado y Texas es coherente con un fuerte ritmo de construcción de vivienda, que se sitúa en el doble del promedio nacional en el caso de Arizona y Colorado. En California, la construcción de vivienda y la creación de empleo aumentan a tasas próximas al promedio nacional, mientras que Alama y Nuevo México, que han experimentado el ritmo más lento de creación de empleo en toda nuestra área de operaciones, también han registrado el crecimiento más bajo en la construcción de vivienda. La excepción a esta relación es Florida, que muestra una baja creación de empleo pero un fuerte ritmo de construcción de vivienda.

Está claro que factores a corto plazo como el crecimiento del empleo o la reducción de la morosidad no son las únicas fuentes de mejoras del mercado de la vivienda. Otros factores específicos de cada estado, como la revisión judicial de los procesos de ejecución hipotecaria, el tiempo y el coste medio para obtener un permiso de construcción y la demanda externa de vivienda están también vinculados al repunte de este mercado.

Gráfica 16

Construcción de vivienda y empleo (variación % interanual, tasa de crecimiento medio anual (3T11-3T12))



Fuentes: BBVA Research y Censo / Haver

Gráfica 17

Ventas de vivienda nueva por región (variación % interanual)



Fuentes: Censo / Haver

Las ventas de vivienda también se han incrementado considerablemente. Los patrones de las ventas son coherentes con los indicadores de empleo y de construcción a nivel estatal. Por ejemplo, los datos de las ventas de vivienda nueva revelan que el ritmo de ventas en el oeste, que incluye Arizona, California y Colorado (tres estados con recuperaciones sólidas), aumentó un 62,4% en el 3T12 con respecto al año anterior. Por otra parte, las ventas de vivienda nueva en el sur, que incluye Alabama, Florida y Texas, subieron la cifra más modesta del 18% durante el mismo periodo. Las ventas de vivienda de segunda mano presentan el patrón opuesto: el ritmo creció con mayor rapidez en el sur (10,8%) en comparación con el oeste (2,1%). Este resultado se explica en parte por la existencia de un mayor porcentaje de propiedades con dificultades financieras en el oeste, pues algunos propietarios optan por no poner sus propiedades en venta en este momento.

Las diferencias en los patrones de ventas entre los distintos estados también se explican en parte por la interacción de las rentas familiares medias y los precios de venta de las viviendas nuevas en comparación con las de segunda mano. En los estados con rentas familiares medias más bajas, los posibles compradores pueden preferir las viviendas de segunda mano con precios más bajos en comparación con las de nueva construcción. Esto nos lleva a una discusión final sobre la influencia de los fundamentos económicos a nivel estatal y la heterogeneidad de la recuperación del sector de la vivienda.

La recuperación del mercado de la vivienda debería tener mayores posibilidades de ser autosostenible en los estados más productivos. En la región del Sunbelt, los estados de Arizona, Colorado, California y Texas son los que muestran una recuperación más sólida. Estos estados también ocupan los primeros puestos en términos de mayor crecimiento potencial del PIB. El elevado potencial de crecimiento del PIB se debe a que son favorables la demografía y la dinámica del sector. Los estados con mayores concentraciones de industrias rentables como la energía, la alta tecnología y la atención sanitaria, o bien con comercio internacional o con mano de obra muy cualificada tienden a crecer más rápido a lo largo del tiempo y generan condiciones favorables para el crecimiento de los mercados locales de vivienda.

Las diferencias demográficas entre los estados también podrían explicar las diferencias en la recuperación. Por ejemplo, Florida, que tiene una mayor proporción de residentes con edad superior a los 50 años en comparación con el resto del país, está tardando más tiempo en repuntar. Como es más probable que los jóvenes sean los compradores de primeras viviendas, los estados con una proporción relativamente más elevada de residentes jóvenes son los que están abocados a una recuperación más rápida. Además, el crecimiento de la población es un elemento esencial para mantener la demanda de vivienda, y las parejas jóvenes que forman familias, así como la migración interna y la inmigración extranjera, impulsan los mercados de vivienda locales.

Texas y Florida siguen atrayendo un gran número de inmigrantes extranjeros, sobre todo procedentes de América Latina, que sostienen la demanda de vivienda en áreas metropolitanas como Miami, San Antonio y Houston. Del mismo modo, Texas ha sido un imán para la migración interna debido a su fuerte creación de empleo en sectores como el de la energía y el de la atención sanitaria. Sin lugar a dudas, el aumento de las migraciones ha hecho aumentar la demanda de vivienda en las principales áreas metropolitanas y ejerce presiones alcistas sobre los alquileres y los precios de la vivienda. Por último, unas cuentas fiscales saludables ayudan a los mercados de la vivienda a nivel estatal. Los recortes del gasto en los presupuestos para la educación y los servicios públicos pueden tener repercusiones negativas en los empleos locales y en los precios de la vivienda y, por consiguiente, pueden desanimar aún más a los posibles compradores.

Conclusiones

Esperamos que el mercado de la vivienda siga mejorando en los próximos años, pues la construcción residencial está contribuyendo ahora de forma positiva al crecimiento del PIB. A medida que los bancos trabajen en sus inventarios de viviendas procedentes de ejecuciones hipotecarias y viviendas que pertenecen a inmobiliarias, la oferta de propiedades con problemas financieros seguirá disminuyendo, con lo cual se ajustará la oferta y se evitará que los precios caigan drásticamente. La reducción del número de ventas de propiedades con dificultades financieras y la desaceleración de las ejecuciones hipotecarias continuará mientras mejoren las condiciones económicas y los propietarios actuales puedan refinanciar o vender sus viviendas gracias al aumento de los precios. Además, los compradores de vivienda podrán aprovechar los bajos costes de endeudamiento que deberían durar, como mínimo, hasta finales de 2015.

El resultado final del fortalecimiento de la oferta y la demanda será un aumento de la construcción, más ventas y precios más elevados. No obstante, las diferencias previstas en el empleo y en el crecimiento de la renta entre los distintos estados que componen la región del Sunbelt donde opera el Grupo Bancario BBVA Compass indican diversos grados de crecimiento del mercado de la vivienda. En este sentido, se prevé que la actividad del mercado de la vivienda de Arizona, Colorado, California y Texas será más robusta que la de Alabama, Florida y Nuevo México. A largo plazo, los mercados de la vivienda de estos estados mejorarán junto con sus fundamentos y con su capacidad para atraer nuevas empresas y nuevos residentes.

5. Análisis sectorial: Oportunidades en etapas de recolección, almacenamiento y transporte del gas natural (segmento midstream)

Introducción

En el artículo *Gas natural: combustible del futuro* (Situación Económica de EE. UU. 2T11), hablábamos de cómo los avances tecnológicos y la abundancia de reservas han producido cambios tan espectaculares en la oferta y demanda de gas natural que están transformando el sector de la energía y creando al mismo tiempo miles de empleos. La “revolución del gas” está convirtiendo el sector energético de EE. UU. en un negocio impulsado por la oferta con potencial para reemplazar el carbón y el petróleo como fuentes principales de energía, tanto en las empresas como en los hogares. El aumento de los diferenciales de precio entre el gas natural y el carbón ha acelerado la transición de la generación energética basada en el carbón a la generación basada en el gas. En las próximas décadas, el gas natural podría llegar a ser un sustituto de la gasolina y posiblemente de la energía nuclear. De cara al futuro, se prevé que la demanda de gas estará impulsada por el uso del gas natural en los vehículos de pasajeros, la demanda de electricidad, la producción industrial y las exportaciones. El gas natural es tan abundante en EE. UU. que se podrían exportar grandes cantidades y obtener elevados márgenes de rendimiento. Se prevé que la demanda mundial de gas natural aumentará en torno al 3% por año; Asia, África y Oriente Medio serán los que experimenten la mayor demanda. Por último, pero no menos importante, el cambio al gas natural como principal fuente de energía de América tiene efectos medioambientales y geopolíticos positivos, como la reducción de las emisiones de dióxido de carbono (CO2) y la independencia energética. Las emisiones de CO2 relacionadas con la energía bajaron en 2011 al segundo nivel más bajo registrado desde 1990, lo que se debe en gran medida a la transición del carbón al gas natural en la producción de electricidad.

Gráfica 18

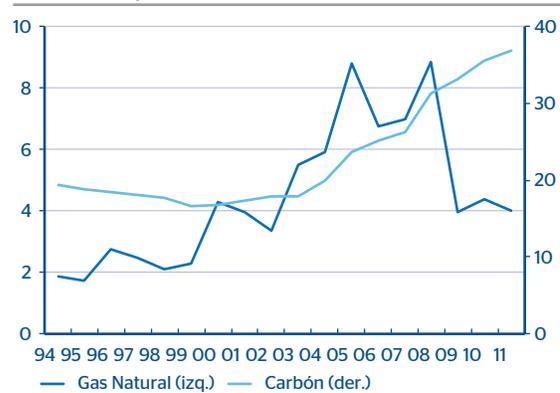
Producción total de gas natural de EE. UU., consumo e importaciones netas, 1990-2035 (billones de pies cúbicos)



Fuente: Agencia de Información sobre la Energía

Gráfica 19

Precios del gas natural y del carbón (\$/MMbtu y \$/tonelada corta)



Fuente: Agencia de Información sobre la Energía / Haver

El segmento *Midstream* en pocas palabras

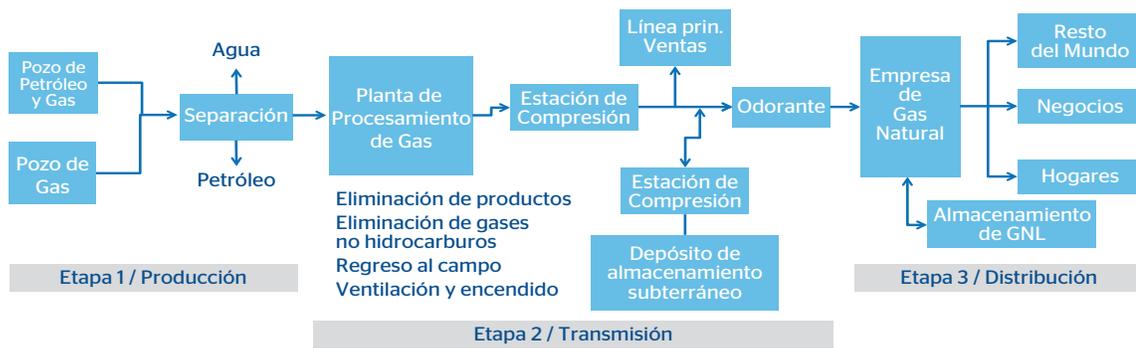
La cadena de suministro del gas natural es compleja. En este artículo nos centramos en las empresas del segmento midstream, que constituyen la segunda etapa en la cadena de suministro del gas natural. Las actividades del segmento *midstream* incluyen la recolección, el procesamiento, el transporte y el almacenamiento del gas natural. El valor añadido se genera mediante el procesamiento y el traslado del gas natural de los centros de producción al distribuidor (como una planta exportadora GNL) o directamente al consumidor final (una central eléctrica).

Las operaciones *midstream* comienzan con la separación del metano (el principal componente del gas natural) de otros gases como el butano y el propano. Estas operaciones se pueden realizar en los pozos o en las plantas de procesamiento. A continuación, el gas natural tiene que limpiarse para eliminar el

hidrocarburo líquido y los gases no hidrocarburos. Estos productos derivados pueden comercializarse para distintos fines y una vez extraídos, el gas natural se lleva por los gasoductos hasta los depósitos de almacenamiento, las centrales de energía y las instalaciones de distribución que suministran el producto final a los consumidores. Cuando se enfría a -260 °F, el gas natural se licúa y puede ponerse en tanques especiales para su envío al extranjero o bien recibirse en las terminales de EE. UU., donde se devuelve a su estado original y se envía a las empresas de distribución. Según la Agencia de Información sobre la Energía, en EE. UU. hay 210 sistemas de tuberías de gas natural, 1.400 estaciones de compresión, 400 almacenamientos subterráneos de gas natural, 40 centros de exportación/importación a través de tuberías, 8 centros de importación de GNL y 100 plantas de GNL de control de picos. Desde el pozo hasta el consumidor final, el gas natural se traslada a través de un complejo sistema de tuberías que constituyen el elemento más importante del segmento *midstream* del gas natural y son el medio de transporte de gas más seguro y eficiente. Esto adquiere especial relevancia en los casos en que la demanda no está conectada de forma eficiente a los centros de producción. Según la Asociación Americana de Gas (AGA por sus siglas en inglés), en EE. UU. hay aproximadamente 2,4 millas de tuberías (lo que equivale a diez veces la distancia hasta la luna), incluidos 2,1 millones de millas de tuberías de distribución de servicios públicos locales y 300.000 millas de tuberías de transmisión.

Gráfica 20

Cadena de Suministro del Gas Natural



Fuente: Energy Information Administration

La infraestructura actual puede trasladar el gas natural desde y hasta cualquier lugar del país; sin embargo, las expectativas de aumento de la demanda la hacen insuficiente. Se prevé que el consumo de gas natural subirá de 25,2 trillones de pies cúbicos (Tcf) a 26,6 Tcf en 2035, lo que supone un incremento del 5,7%, mientras que la producción, según las previsiones, pasará de 23,7 a 28,0 Tcf, es decir, un incremento del 18%.¹ La Asociación Interestatal Americana de Gas Natural (INGAA por sus siglas en inglés) prevé que de 2010 a 2035 se necesitará una ampliación de la capacidad de la red principal de 43 bcf/d, todo esto además de nuevos almacenamientos, derivaciones de tuberías y plantas de procesamiento. La INGAA prevé que para 2035 se añadirán al sistema actual cerca de 13.900 millas de tuberías laterales y 36.000 millas en la red principal de transmisión. Dicha asociación calcula que la nueva infraestructura de transmisión costará aproximadamente 5.700 millones de dólares anuales durante los próximos 25 años. Además, la infraestructura de recolección y procesamiento costará otros 2.600 millones de dólares al año. A nivel regional, la INGAA prevé que la mayor proporción de inversiones en tuberías es la que se requiere en la zona del suroeste (21%), seguida de las zonas del centro y sureste, con un 19% cada una. Se prevé que el noreste, que concentra la mayor demanda y alberga la cuenca de esquisto Marcellus, consumirá el 15% de las inversiones futuras.² La INGAA espera que las futuras inversiones en infraestructura, mantenimiento y operaciones sustenten una media de 125.339 empleos directos al año entre 2012 y 2035.³

¹ Fuente: Agencia de Información sobre la Energía

² INGAA (2011) "North American Natural Gas Midstream Infrastructure Through 2035: A Secure Energy Future." Disponible en www.ingaa.org

³ INGAA (2011) "Jobs & Economic Benefits of Midstream Infrastructure Development: US Economic Impacts through 2035." Disponible en www.ingaa.org

Cuadro 4

Resumen de la ampliación de la infraestructura de gas (acumulada)

Tipo de proyecto	2011 a 2020	2011 a 2035	Promedio anual
Capacidad de las tuberías interregionales (Bcfd)	29	43	17
Millas de red principal de transmisión (en miles)	16.4	35.6	1.4
Millas de tuberías laterales a/desde las centrales de energía, Campos de almacenamiento y plantas de procesamiento (en miles)	6.6	13.9	0.6
Millas de tubería de recolección (en miles)	165	414	16.5
Pulgadas-millas de red principal de transmisión (en miles)	491	1043	42
Pulgadas-millas de tuberías laterales a/desde las centrales de energía, Campos de almacenamiento y plantas de procesamiento (en miles)	142	304	12
Pulgadas-millas de tubería de recolección (en miles)	592	1518	61
Compresión para tuberías (en miles HP)	3039	4946	197
Almacenamiento de gas (bcf de gas disponible)	NA	589	24
Capacidad de procesamiento (Bcfd)	18.1	32.5	1.3

Fuente: INGAA

Cuadro 5

Requerimientos de capital para la infraestructura de gas natural (miles de millones de \$, 2010)

Tipo de proyecto	2011 a 2020	2011 a 2035	Promedio anual Gastos
Red principal de transmisión del gas	46.2	97.7	3.9
Tubs. laterales a/desde centrales de energía, almacen. de gas y plantas de pros.	14.0	29.8	1.2
Tubería de recolección	16.3	41.7	1.7
Compresión de tubería de gas	5.6	9.1	0.3
Campos de almacenamiento de gas	3.6	4.8	0.2
Capacidad de procesamiento de gas	12.4	22.1	0.9
Total de requerimientos de capital del gas	98.1	205.2	8.2

Fuente: INGAA

Cómo se desarrollan los proyectos del segmento *midstream*

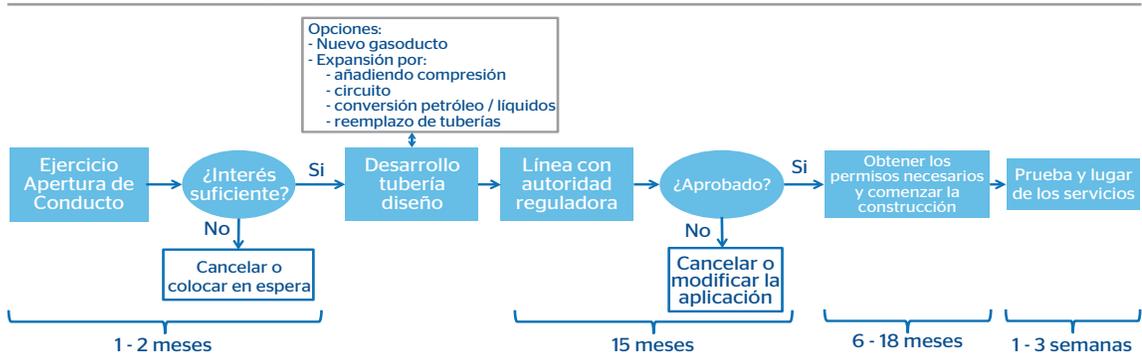
Un proyecto de *midstream* típico puede durar una media de tres años desde el momento en que se concibe hasta el momento en que se construye y se somete a pruebas.

Para autorizar su construcción y funcionamiento, la Comisión Federal Reguladora de la Energía (FERC, por sus siglas en inglés) requiere patrocinadores que demuestren que hay suficiente interés del mercado en el proyecto. En una primera etapa que dura de 1 a 2 meses se invita a los posibles clientes (es decir, los distribuidores, centrales de electricidad, etc.) a firmar contratos no vinculantes para el transporte del gas natural. Si los patrocinadores pueden probar que hay suficiente interés en el proyecto, el paso siguiente es desarrollar un plan y avanzar en él cumpliendo con la normativa sobre seguridad, financiación y medioambiente con el fin de obtener el permiso de construcción. Si el proyecto conlleva la exportación de GNL, es posible que se requiera una autorización adicional del Departamento de Energía. La consecución de los permisos de la FERC puede tardar una media de 15 meses. Los patrocinadores pueden aceptar o rechazar las condiciones de la FERC. En este último caso, los patrocinadores tienen que volver a solicitar la autorización. Algunos proyectos pequeños pueden obtener una certificación general o certificados opcionales rápidos siempre y cuando cumplan con unas normas medioambientales y de seguridad mínimas. El trabajo de la FERC requiere normalmente la colaboración con otras agencias reguladoras. Según la EIA, hay 13 entidades reguladoras a nivel federal que supervisan los proyectos del segmento *midstream* del gas natural, incluidas entre otras el IRS, el Departamento de Transporte, la Agencia para la Protección Ambiental y el Departamento de Seguridad Nacional; todo esto sin contar con el papel que desempeñan las Comisiones de Servicios Públicos Estatales y las autoridades locales.

Una vez obtenida la autorización, la construcción podría tardar de 6 a 18 meses. Encontrar la empresa de construcción adecuada es fundamental para atraer capital del patrocinador. De hecho, uno de los principales riesgos para llevar a término un gasoducto tiene que ver con los retrasos en la construcción, provocados a veces por errores humanos o por catástrofes naturales, especialmente en zonas donde se producen muchos huracanes. Los patrocinadores tratan de minimizar el riesgo buscando empresas de construcción muy especializadas con experiencia probada en ese campo. Una vez que finaliza la construcción, se encarga el proyecto y se realizan pruebas antes de empezar a operar de forma regular. Este proceso tarda un promedio de una a tres semanas.

Gráfica 21

Proceso de desarrollo y expansión

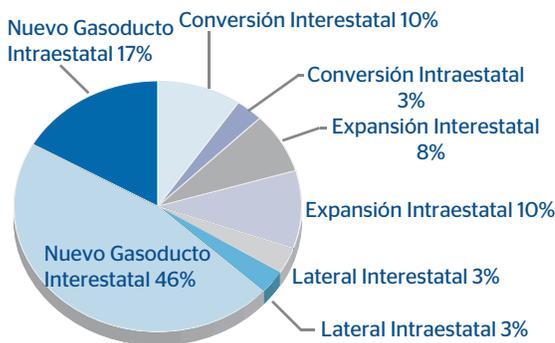


Fuente: Agencia de Información sobre la Energía

La legislación actual tiene efectos desiguales sobre la capacidad de los proyectos *midstream* para generar ingresos y lograr la eficiencia. Por un lado, las tarifas aprobadas por la FERC son lo suficientemente flexibles como para permitir a los patrocinadores recuperar su inversión inicial en un periodo de tiempo relativamente corto. Pero por otro lado, la legislación actual prohíbe que las empresas de transporte por tuberías participen en la venta de gas o en los servicios combinados, lo que limita las opciones para la diversificación de ingresos. Estas disposiciones, incluidas en la orden 636 de 1992, tenían como objetivo dissociar el sector (transporte, almacenamiento y marketing) y permitir a los vendedores elegir las mejores opciones para cada tipo de servicio, lo que significa que las empresas del segmento *midstream* no pueden buscar la integración vertical como medio de reducir costes y mejorar la eficiencia. Por consiguiente, las mejoras de la productividad se consiguen en su mayor parte a través del aumento de la capacidad. El aumento de la capacidad de las tuberías incluye distintos tipos de proyectos como construir un nuevo sistema, convertir una tubería de petróleo en un gasoducto, añadir tuberías paralelas a secciones existentes, instalar ampliaciones laterales y actualizar o ampliar la infraestructura existente. La normativa en vigor incentiva este proceso, pues la FERC fija las tarifas que las empresas pueden cobrar por los servicios, y los incrementos de dichas tarifas se conceden según el aumento de la capacidad. La EIA registró 806 proyectos de tuberías en Norteamérica entre junio de 2009 y agosto de 2012, y casi la mitad de ellos estaban relacionados con nuevas tuberías interestatales. El coste de estos proyectos oscila entre 30 y 3000 millones de dólares. A fecha de agosto de 2012, el coste total de los proyectos de tuberías en marcha (solicitados, anunciados, aprobados, prearchivados o en construcción) era de 11.800 millones de dólares. Los proyectos que incluyen nuevas tuberías interestatales tienden a ser los más costosos.

Gráfica 22

Proyectos de tuberías por tipo
(junio 2009 a agosto 2012)

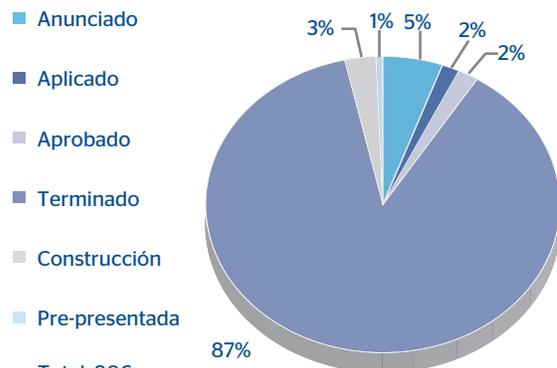


Total: 806

Fuente: Agencia de Información sobre la Energía

Gráfica 23

Proyectos de tuberías según su progreso
(junio 2009 a agosto 2012)



Total: 806

Fuente: Agencia de Información sobre la Energía

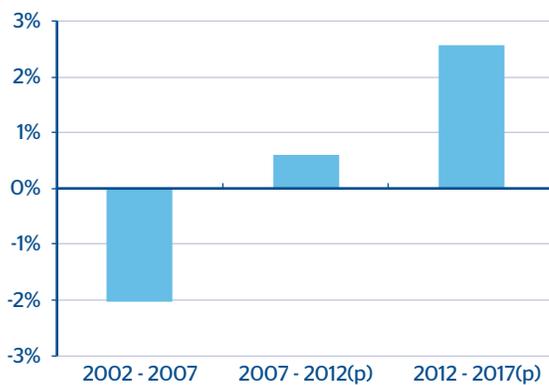
El segmento *midstream* desde la perspectiva de NAICS

El Sistema de Clasificación Sectorial Norteamericano (NAICS) clasifica las operaciones *midstream* bajo la etiqueta Transporte del Gas Natural por Tuberías (486210). Esta categoría también incluye la transmisión (es decir, las plantas de procesamiento y los sistemas de distribución) y el almacenamiento. Utilizando información del Censo Económico y la encuesta sobre salarios y empleos cubiertos, hemos calculado la existencia de aproximadamente 128 empresas involucradas en actividades *midstream* del gas natural que están clasificadas bajo el código 486210. Se prevé que en 2012 estas empresas habrán generado 19.100 millones de dólares en ingresos, que habrán empleado a cerca de 30.000 trabajadores en 1.600 establecimientos y que habrán pagado 3.100 millones de dólares en salarios. En nuestro escenario central esperamos que los ingresos del sector se incrementen de promedio un 2,6% CAGR (frente al 0,6% entre 2007 y 2012) en los próximos cinco años. Nuestras previsiones suponen precios del gas natural más elevados y una recuperación económica moderada.

Las empresas de este sector compiten por volumen, ya que las tarifas de los servicios las determina la FERC. Como hemos señalado en la sección anterior, la FERC aprueba los incrementos de tarifas según las nuevas inversiones y la ampliación de la capacidad. Este modelo de precios reduce la volatilidad de los ingresos, pues las empresas reciben las mismas tarifas con independencia de las fluctuaciones del precio. Sin embargo, este modelo tiende a reducir los márgenes, ya que las empresas tienen que incrementar la inversión de capital para conseguir que se aprueben tarifas más elevadas. Las grandes cantidades de inversión de capital que se requieren para obtener la aprobación de tarifas más elevadas significa que las empresas pequeñas están en desventaja con respecto a las de mayor tamaño. Esto explicaría por qué la consolidación se ha convertido en una tendencia en el sector. Un ejemplo de consolidación es la adquisición que hizo Kinder Morgan, Inc. de El Paso Corporation en octubre de 2011. Con esta operación, Kinder Morgan se convirtió en el mayor propietario de gasoductos, con 67.000 millas de tuberías aproximadamente. Otro ejemplo es la adquisición de Big Sandy Pipeline LLC por parte de Spectra Energy (propietaria de más de 19.000 millas de tuberías de transmisión) en mayo de 2011. Según nuestros cálculos, el número de empresas bajo el código 486210 se redujo de 135 en 2007 a 128 en 2012. Es probable que este número disminuya aún más a medida que las empresas se integren para atraer inversores, conseguir economías de escala y ganar cuota de mercado.

Gráfica 24

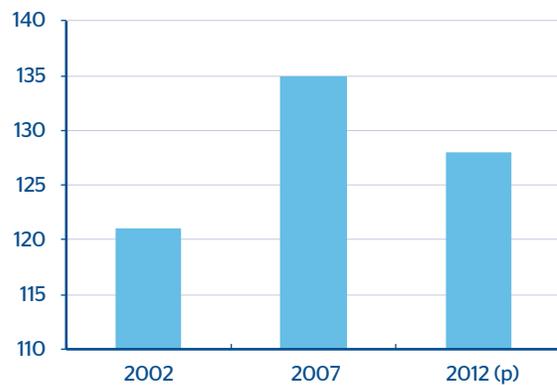
Transporte de gas natural por tuberías (crecimiento de los ingresos, %, p=previsión)



Fuente: Agencia de Información sobre la Energía

Gráfica 25

Transporte de gas natural por tuberías (empresas con empleados asalariados, p=previsión)



Fuente: Agencia de Información sobre la Energía

El segmento *midstream* desde una perspectiva financiera

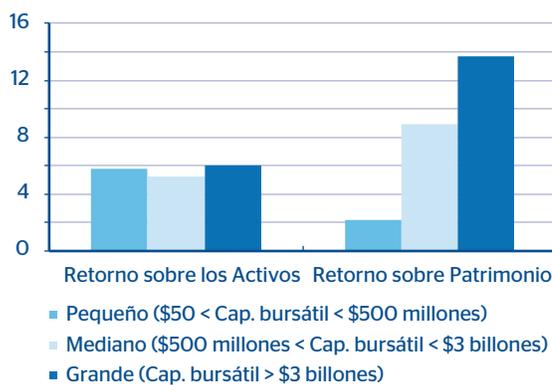
La mayoría de los proyectos *midstream* del gas natural están patrocinados por sociedades limitadas que cotizan en el mercado de valores (MLP). Las MLP son sociedades limitadas con interés en proyectos relacionados con los recursos naturales, las materias primas o el sector inmobiliario. Son entidades con rentas de paso, lo que significa que distribuyen los ingresos obtenidos entre los propietarios de acuerdo con su porcentaje de "unidades", normalmente cada trimestre. Cotizan oficialmente en el mercado de valores, lo que les permite obtener fondos para financiar proyectos, y disfrutan de privilegios fiscales, ya que no están sujetas al impuesto sobre sociedades, lo que significa que los propietarios solo pagan

impuestos sobre la parte de renta de la MLP que les corresponde. Este tratamiento especial evita el habitual problema de doble tributación que afecta a las empresas en América (es decir, el pago del impuesto de sociedades a la vez que se les cobran impuestos a los particulares sobre los pagos de dividendos). Teniendo en cuenta esta característica no es sorprendente que el valor de las acciones de una MLP tienda a ser superior al de las acciones de las corporaciones incluidas. Las MLP se valoran por su capacidad para cumplir con las obligaciones de distribución presentes y futuras y según sus perspectivas para incrementar el tamaño de sus distribuciones.

La mayoría de los proyectos de tuberías, almacenamiento y terminales de exportación están patrocinados por las MLP. Entre las de mayor tamaño se encuentran Enterprise Product Partners (con una capitalización de mercado de 47.500 millones de dólares), Kinder Morgan Energy Partners (30.500 millones de dólares), Plains All American Pipeline (15.300 millones de dólares) y Energy Transfer Partners (10.200 millones de dólares). La propia MLP es propietaria de otras empresas encargadas de la ejecución y gestión de sus distintos proyectos. El análisis del estado financiero de una muestra de 50 MPL que cotizan oficialmente muestra que las MLP de capitalización media son más rentables que las empresas de alta y de reducida capitalización. Sin embargo, las empresas de alta capitalización ofrecen retornos más elevados en relación al patrimonio neto, lo que indica que cuanto mayor sea la MLP, más eficiente será el uso que hace del dinero del inversor.

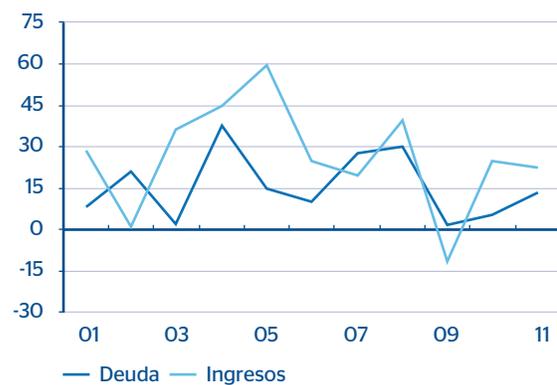
Dependiendo de sus objetivos, los proyectos de las MLP se financian mediante valores o deuda. La mayor parte de las veces, los proyectos se financian mediante la combinación de ambas opciones, aunque emitir bonos o conseguir un crédito bancario pudiera ser menos costoso. Esta es una diferencia importante entre los proyectos *midstream* del gas natural y otros sectores en lo que a financiación se refiere. Pensemos por ejemplo en el caso del sector de la alta tecnología, en el que las empresas de nueva creación que tienen éxito se financian casi por completo con capital de riesgo. Esto no ocurre por casualidad; como las empresas de alta tecnología de nueva creación tienen dificultades en conseguir un flujo de caja estable durante algún tiempo, el riesgo crediticio tiende a ser demasiado elevado para la deuda bancaria tradicional, donde deben pagarse tipos de interés de forma periódica. En cambio, un proyecto de tuberías ve el flujo de dinero casi inmediatamente después de su terminación. Por consiguiente, tiene sentido que las nuevas empresas de alta tecnología formen parte de una estructura de aportación de capital, pues los accionistas pueden mantener sus acciones con la expectativa de obtener mejores resultados o la empresa puede retener los pagos de dividendos. Una MLP, por el contrario, tiene la capacidad de proteger sus acciones de la dilución obteniendo un crédito bancario.

Gráfica 26
MLP: ratios de eficiencia seleccionados (%)



Fuente: BBVA Research con datos de Bloomberg

Gráfica 27
MLP: media de ingresos y crecimiento de la deuda (%)



Fuente: BBVA Research con datos de Bloomberg

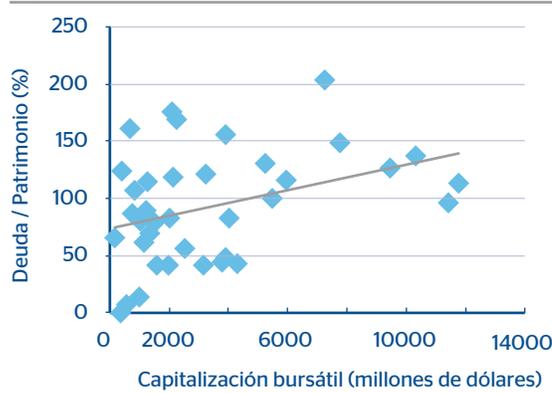
Deuda y segmento *midstream* del gas natural

Los proyectos del segmento *midstream* presentan características especiales que los hace especialmente atractivos para los bancos comerciales. En primer lugar, tienen el riesgo crediticio más bajo de la cadena de suministro. Incluso antes de que se lleve a cabo la construcción, ya se han asignado contratos a largo plazo para el transporte del gas natural. En segundo lugar, la volatilidad del flujo de caja es mínimo. Este es particularmente el caso de las tuberías domésticas, que cobran una tarifa por servicio y reducen, por tanto, la exposición a las fluctuaciones del precio. Además, los riesgos para la generación del flujo de caja

se inclinan al alza, ya que es necesario que se reduzca el enorme déficit de infraestructura existente y se prevé un incremento en la demanda de gas natural. Para las MLP, la deuda de los bancos comerciales representa una alternativa económica para la financiación de proyectos. Las políticas de la Fed han creado un entorno de tipos de interés muy bajos y estables, lo que reduce el coste de la deuda de los bancos comerciales con respecto a la renta variable. Además, la emisión de deuda puede ser costosa, en especial para las empresas que están por debajo del grado de inversión. Por otra parte, hay ventajas fiscales en tomar préstamos, pues los intereses se tratan como un gasto.

Gráfica 28

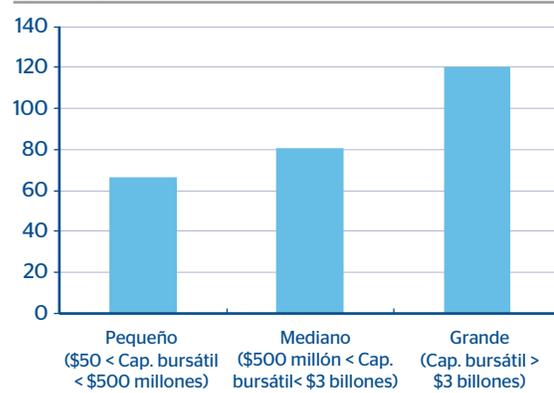
MLP: deuda sobre fondos propios frente a capitalización de mercado



Fuente: BBVA Research con datos de Bloomberg

Gráfica 29

MLP: ratio deuda media-fondos propios (por capitalización de mercado, %)



Fuente: BBVA Research con datos de Bloomberg

Según nuestro análisis, la ratio deuda media-fondos propios se aceleró en 2001 y se movió entre el 100 y el 120% hasta 2011, cuando bajó al 93%. Además, los datos indican que la financiación de la deuda con respecto al capital propio se corresponde con el tamaño. En otras palabras, las empresas de mayor tamaño tienen las ratios deuda-fondos propios más elevadas. En 2011, la ratio deuda media-fondos propios fue de cerca del 120% para las MLP de alta capitalización y del 66% para las de capitalización reducida. Podría decirse que las MLP pequeñas encuentran más dificultades para obtener deuda debido a que, como muestra la tabla de rentabilidad sobre recursos propios (ROE), tienden a ser menos eficientes en el uso de capital. El crecimiento de la deuda de las MLP guarda una correlación positiva con los ingresos. Cabe destacar que aunque los ingresos cayeron durante los peores años de la recesión, la deuda siguió creciendo, lo que indica que tanto las expectativas de los acreedores como las de los deudores son positivas. De cara al futuro, se prevé que el crecimiento de la deuda se acelerará en consonancia con la recuperación económica, lo que creará muchas oportunidades para los bancos comerciales.

Riesgos

El segmento *midstream* del gas natural no está exento de riesgos. Es un sector vulnerable a los ciclos económicos, pues la desaceleración del crecimiento económico reduce la demanda de gas natural. La volatilidad del tipo de cambio también representa un riesgo para las terminales de exportación de GNL; sin embargo, puede mitigarse con las estrategias de cobertura adecuadas. Las exportaciones de GNL están expuestas a las fluctuaciones del crecimiento económico mundial y a la competencia extranjera. La abundancia de gas natural en EE. UU. no es un privilegio exclusivo de Norteamérica. En muchos países, los recursos se gestionan mediante empresas propiedad del estado que tienen mayor poder de negociación y pueden poner las exportaciones de EE. UU. en desventaja. Las catástrofes naturales también pueden provocar retrasos en la construcción e interrupciones graves en la cadena de suministro, lo que pone en peligro la capacidad de generar ingresos de las MLP para los accionistas y el pago de la deuda.

Pero quizá el riesgo más importante al que se enfrenta el sector del gas natural está relacionado con el exceso de regulación. Una regulación eficaz debería tener como objetivo promover el crecimiento y fomentar la competencia sin comprometer el bienestar general de la sociedad. Es probable que las tensiones entre las empresas de gas natural y los reguladores se intensifiquen a medida que el

aumento de la producción afecte a diversas cuestiones de interés público como las especies en peligro, las áreas naturales protegidas, el ruido, la contaminación y la escasez del agua. En este contexto, parece inevitable que se endurezca la regulación de la cadena de suministro a todos los niveles, y las empresas de gas natural seguirán buscando formas de minimizar su impacto. Las empresas energéticas tienen que lidiar cada vez más con comunidades mejor organizadas e informadas, pues empresas y gobernantes ya no tienen en exclusiva la información pertinente. En la era de las redes sociales, hasta el más mínimo accidente puede desatar fuertes críticas, acciones legales, protestas y, dependiendo de la magnitud del daño, una mayor regulación. Tener una estrategia de comunicación efectiva es imprescindible para las empresas de gas natural y para el conjunto del sector. Por último, aunque las tecnologías del segmento *midstream* son cada vez más seguras, pueden producirse accidentes y las empresas del sector deben estar preparadas para esos casos.

Conclusión

El segmento *midstream* del gas natural tiene varias características que lo hacen atractivo. Las tuberías, los almacenamientos y las terminales de GNL se benefician de la abundancia de la oferta, de la creciente demanda y de un sistema de tarifas por servicio que les permite asegurarse un flujo de caja estable en relación a los negocios upstream o downstream. En las próximas décadas se necesitarán inversiones de capital sustanciosas para ampliar la capacidad y construir nuevas infraestructuras, y las entidades financieras deben estar preparadas para proporcionar el capital y los servicios financieros que dicha expansión requiere.

6. La contribución del arte en la región del Sunbelt donde opera el Grupo Bancario BBVA Compass

Una industria compleja pero exitosa

El arte ha contribuido de forma positiva al desarrollo económico de países y regiones. Según la organización Americanos por el Arte, el sector del arte de EE. UU. mantuvo 2,2 millones de puestos de trabajo en 113.000 organizaciones sin ánimo de lucro y 800.000 mil puestos en empresas con fines de lucro, y generó 150.000 millones de dólares en consumo en 2010.¹ El arte contribuye positivamente al crecimiento de la productividad a través de iniciativas de educación y servicios sociales, a la vez que desempeña un papel crucial en la revitalización de las áreas urbanas. La presencia de artistas y espacios de arte en una ciudad está correlacionada con percepciones positivas sobre la calidad de vida. El arte tiene efectos significativos en diversas empresas de las economías locales, como tiendas minoristas, hoteles, bares y restaurantes, zonas de aparcamiento, servicios de diseño gráfico e impresión y transporte.

La economía del arte presenta retos exclusivos, pues a diferencia de otros muchos bienes y servicios, la ejecución de una sinfonía o una pintura tiene costes muy reducidos y el valor de muchos productos artísticos es subjetivo y experimenta grandes fluctuaciones según oscila el mercado. Además, a diferencia de un fabricante de automóviles que utiliza los avances científicos de los materiales para producir los vehículos a menor coste, el sector del arte no puede incrementar la producción con menos recursos. Una orquesta no puede tocar la Novena Sinfonía de Beethoven en la mitad de tiempo ni con menos músicos y producir un resultado más placentero.

Dada la estructura económica del sector, el arte se considera un bien público en todo en mundo y los gobiernos desempeñan a menudo un papel fundamental en la dirección y el apoyo al arte a través de instituciones como los ministerios de arte y cultura. Por ejemplo, en gran parte de América Latina, es el sector público el que gestiona y financia el arte en su totalidad. Las orquestas y los artistas son básicamente empleados del gobierno. Los costes de producción y los salarios los financia el Tesoro.

En cambio, aunque el gobierno federal y los gobiernos estatales y locales de EE. UU. desempeñan un papel vital para sostener el sector del arte, sus funciones administrativas son muy limitadas. No existe una "política nacional sobre el arte" que determine la exposición del sector ni sus vías de desarrollo. El apoyo directo del gobierno federal al arte se limita principalmente al Fondo Nacional para las Artes (NEA por sus siglas en inglés), y los gobiernos locales promueven el arte a través de agencias o comisiones. El papel del NEA se limita a subvenciones e iniciativas que apoyan las exposiciones y la educación, y el organismo espera que el sector privado iguale o supere el apoyo que ellos brindan.²

El gobierno permite indirectamente el florecimiento del sector privado, pues ofrece incentivos tanto a empresas como a particulares para que apoyen el arte a través de donaciones que son deducibles de los impuestos. El sector del arte de EE. UU. lo dominan las organizaciones sin ánimo de lucro que disfrutan de ventajas fiscales especiales. Sin embargo, estas organizaciones comparten los mismos retos de gestión a los que se enfrentan las empresas privadas. Como cualquier otra empresa con fines de lucro, las organizaciones sin ánimo de lucro tienen que tratar de maximizar los ingresos y minimizar los costes, desarrollar estrategias de marketing y esforzarse por ofrecer la mejor experiencia a los clientes. El flujo de dinero privado al sector del arte de EE. UU. permite a estas organizaciones competir por los recursos y compensar excepcionalmente a los artistas con talento.

¹ Fuentes: Americans for the Arts (2012), National Arts Index 2012: An Annual Measure of the Vitality of Arts and Culture in the United States. Disponible en <http://www.americansforthearts.org>.

² En el ejercicio fiscal 2010, el NEA invirtió cerca de 139 millones de dólares a través de la concesión de más de 2.700 becas en todo el país; a su vez, estas organizaciones tuvieron gastos directos en sus comunidades por valor de 2.100 millones de dólares. Las becas del NEA tienen un potente efecto multiplicador: por cada dólar destinado a las becas se obtienen normalmente nueve dólares de inversiones adicionales en estas organizaciones de arte sin ánimo de lucro del país. Fuente: NEA Facts at a Glance. Disponible en <http://www.nea.gov/about/Facts/AtAGlance.html>

Hay varias características de la economía de EE. UU. que incrementan la competitividad del sector del arte. La flexibilidad del mercado de trabajo permite a los artistas moverse por el país y perseguir sus sueños, la posibilidad de la inmigración extranjera atrae a talentos internacionales, el crecimiento de la población y la urbanización sostienen el crecimiento del sector, y el aumento de la renta propicia mayores ingresos para el arte.

Por consiguiente, el sector del arte es muy competitivo y las oportunidades de éxito son limitadas. La combinación de una fuerte competencia entre las organizaciones privadas y la ausencia de intervención gubernamental en la administración del arte ha dado como resultado contribuciones excepcionales a la cultura humana en el periodo relativamente corto de la historia de EEUU.

El arte en la región del Sunbelt

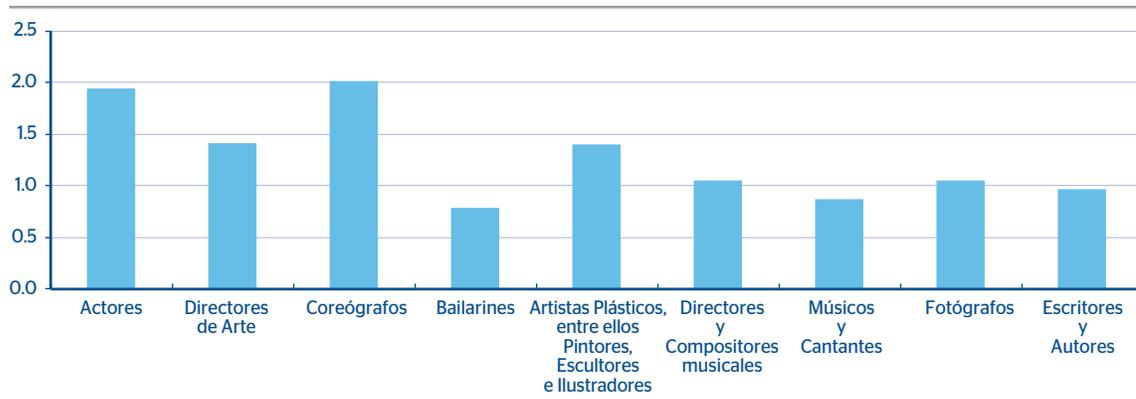
Para valorar la estructura económica del arte en nuestra región, hemos analizado las cuotas de empleo en actividades artísticas por áreas metropolitanas. La medición de la Oficina de Estadísticas Laborales de concentración de la ocupación, el cociente de ubicación, compara la cuota de empleo local con la cuota nacional. Un valor superior a 1 indica una mayor concentración de una ocupación concreta en relación con el resto del país en ese campo.

La región del Sunbelt donde opera el Grupo Bancario BBVA Compass presenta una concentración de la actividad artística variada, con un sesgo muy claro hacia California. El cociente de ubicación medio de las principales áreas metropolitanas del Sunbelt es superior a 1 en lo que se refiere a actores y directores artísticos, lo que refleja la presencia de Hollywood en el área metropolitana de Los Ángeles. La concentración de coreógrafos y bailarines también es elevada, pues tienen su sede en la región algunas de las compañías de ballet más aclamadas y de mayor tamaño, como el Houston Ballet y el San Francisco Ballet. En lo que se refiere a profesionales de la música, como cantantes y directores, la concentración de la región está por debajo de la media de EE. UU. La concentración de escritores y autores, fotógrafos y artistas plásticos que presenta la región es similar a la media nacional.

Otra forma de evaluar la importancia relativa del sector del arte en el Sunbelt es hacer un análisis del empleo del sector y de los establecimientos existentes por cada 100.000 habitantes. Utilizando los datos de la encuesta sobre salarios y empleos cubiertos de BLS, hemos analizados tres subsectores: (1) artistas independientes, escritores y actores, (2) empresas de artes escénicas y (3) museos. Hay que hacer algunas advertencias con respecto a nuestro análisis. Primero, no incluye los puestos de trabajo indirectos creados por el arte. Segundo, el BLS no tiene una categoría independiente para los museos de arte, y dichas instituciones podrían estar representadas en exceso o por el contrario no estar suficientemente representadas en nuestros cálculos. A pesar de estos problemas, los datos nos ofrecen una buena perspectiva de la posición relativa del arte en nuestra región.

Gráfica 30

Región del Sunbelt donde opera el Grupo Bancario BBVA Compass: cocientes de ubicación por actividades seleccionadas



Fuente: BLS

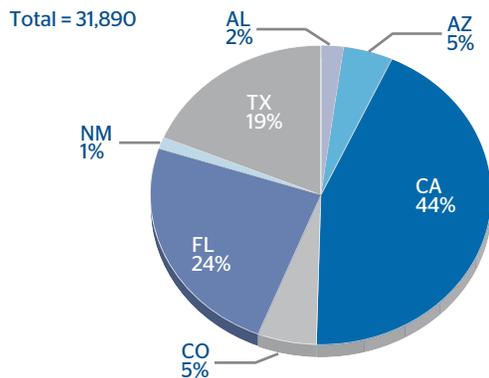
En términos per cápita, Alabama, Arizona, Texas, Colorado y Nuevo México cuentan con menos establecimientos de compañías de artes escénicas que la media nacional, mientras que California y Florida se sitúan por encima de la media. En cuanto a museos y artistas independientes, solo Alabama y Texas se quedan por debajo de la media nacional de establecimientos per cápita. El empleo per cápita en estas

tres categorías supera la media nacional en California, Colorado y Florida. En términos absolutos, cerca del 44% de las personas empleadas en compañías de artes escénicas de la región del Sunbelt se ubican en el estado de California, seguido por Florida y Texas con un 24% y un 19%, respectivamente. Por otro lado, cerca del 72% de todos los artistas independientes, escritores y actores del Sunbelt viven en el estado de California, seguido por los estados de Texas y Florida, con el 10% cada uno.

La dinámica del empleo ofrece una imagen diferente. En EEUU, la creación de empleo en las compañías de artes escénicas ha caído a un ritmo medio del 1,2% al año entre 2001 y 2011, mientras que el crecimiento del empleo para artistas independientes, escritores y actores se incrementó en un 2,3% durante el mismo periodo. Sin embargo, el crecimiento relativamente más elevado de la población en Arizona, Florida y Texas en este periodo ha dado como resultado el aumento del empleo en las compañías de artes escénicas. Por otra parte, el empleo de artistas independientes, escritores y actores se ha incrementado prácticamente en todos los estados durante el mismo periodo, y los estados de Texas y Florida son los que han experimentado un crecimiento más rápido. Una posible explicación de la caída del crecimiento del empleo en las compañías de artes escénicas a nivel nacional podría ser que se debe a la tendencia bajista de la financiación pública. Al contrario de lo que sucede con los artistas independientes, que forzosamente tienen que acercarse al arte desde una perspectiva más empresarial, las artes escénicas dependen en gran medida de los fondos públicos y de las donaciones privadas. El estudio llevado a cabo por Grantmakers in the Arts concluyó que la financiación pública total del arte ha caído un 28% en términos reales entre 1992 y 2011. En el mismo periodo, las aportaciones para el Fondo Nacional para las Artes descendió un 44%, mientras que la financiación estatal y local cayó un 18% y un 27%, respectivamente.³

Gráfica 31

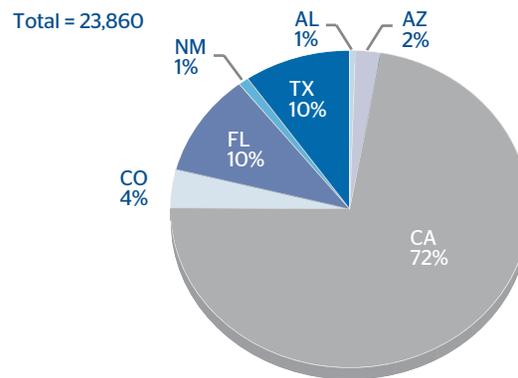
Empleo en las empresas de artes escénicas (2001, porcentaje del total)



Fuente: BLS

Gráfica 32

Empleo de artistas independientes, escritores y actores (2011, porcentaje del total)



Fuente: BLS

No hay duda de que la gran recesión ha repercutido negativamente en la financiación pública. La tensión fiscal a nivel federal y estatal ha dado como resultado grandes recortes del gasto y en algunos casos la eliminación de organismos de arte estatales, cuyas funciones se integraron en otros departamentos, como el de turismo o comercio. Además, muchas donaciones privadas se agotaron durante la recesión. Según la Giving USA Foundation,⁴ el total de las obras benéficas cayó un 4% en términos reales en 2008, se mantuvo plano en 2009 y subió cerca de un 2,9% y un 0,8% en 2010 y 2011, respectivamente. Entre 2009 y 2011 el promedio de las donaciones que hicieron al arte las familias de patrimonio elevado bajó de 5.798 dólares a 3.952 dólares, lo que supone una reducción del 31,8%.

Breve discusión sobre la riqueza y la financiación del arte

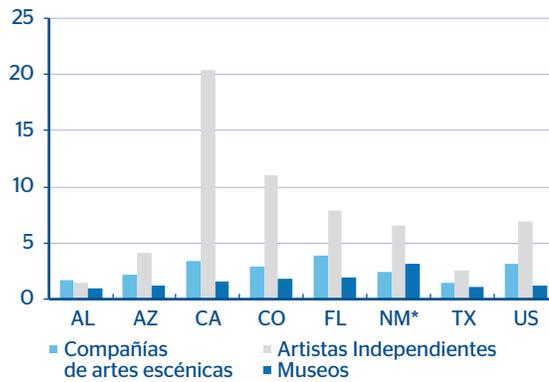
A lo largo de la historia, siempre ha habido una fuerte relación entre el arte y la riqueza. Por ejemplo, el Renacimiento se desencadenó en gran parte gracias al mecenazgo de la familia Medici (que se dedicaba al negocio bancario) y al éxito económico de las ciudades italianas que participaban de forma

³ Fuente: Barsdate, Kelly (2011), Public Funding for the Arts: 2011 Update, "Arts Funding Snapshot: GIA's Annual Research on Support of Arts and Culture", GIA Reader Vol. 22, Nº 3, otoño 2011. Disponible en <http://www.giarts.org>

⁴ Giving USA (2012). Giving USA 2012: The Annual Report on Philanthropy for the Year 2011. Resumen ejecutivo disponible en <http://www.givingusa-reports.org>

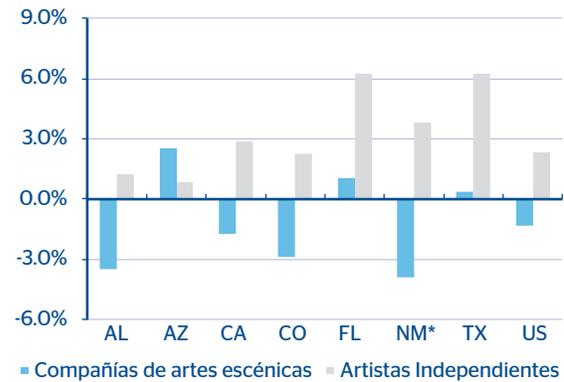
activa en el comercio internacional. En la actualidad, los vínculos entre la riqueza y el éxito del arte siguen teniendo relevancia. En 2011, las aportaciones privadas a los sectores del arte, la cultura y las humanidades en EE. UU ascendieron a 13.000 millones de dólares (aproximadamente el 4% del total de las aportaciones para fines benéficos), lo que equivale a 42 dólares per cápita.⁵

Gráfica 33
Establecimientos per cápita en 2011



Fuente: BBVA Research y BLS

Gráfica 34
**Empleo en el sector del arte
(crecimiento medio anual del periodo 2001-2011, %)**



Fuente: BBVA Research y BLS

Como muestra la tabla, los donantes con rentas por debajo de 200.000 dólares asignan entre el 1% y el 2% de sus aportaciones para fines benéficos al arte, mientras que los donantes con una renta bruta ajustable a partir de 200.000 dólares tienden a dedicar el 15% de sus donaciones al arte. Por consiguiente, las perspectivas del arte son positivas en las zonas donde el número de personas adineradas va en aumento y cuyas áreas metropolitanas florecen. En este sentido, la región del Sunbelt está relativamente bien posicionada, pues siguen llegando nuevos residentes a la región y sus principales áreas metropolitanas disfrutan de una riqueza superior a la media.⁶

Cuadro 6
Porcentaje de aportaciones benéficas individuales por renta bruta ajustada, 2005

Receptor	Menos de 100.000 dólares	De 100.000 a 200.000 dólares	De 200.000 a 1 millón de dólares	Más de 1 millón de dólares
Organizaciones artísticas y culturales	1%	2%	15%	15%
Organizaciones religiosas	67%	57%	23%	17%
Fondos para distintos fines combinados*	9%	11%	11%	4%
Organizaciones que ayudan a cubrir las necesidades básicas	10%	12%	6%	4%
Organizaciones sanitarias	3%	6%	5%	25%
Organizaciones educativas	3%	6%	32%	25%
Resto	7%	6%	8%	10%

*Organizaciones que agrupan la financiación para mantener una coalición de obras benéficas
Fuente: Fondo Nacional para las Artes con datos de la Oficina Presupuestaria del Congreso

Conclusión

El sector del arte en Estados Unidos está formado por un complejo sistema de profesionales y organizaciones que operan en un entorno muy competitivo. El arte se financia en gran medida a través de aportaciones benéficas y dinero público. La normativa fiscal de EE. UU. incentiva tanto a particulares como a empresas a donar dinero al arte, lo que motiva la competencia en el sector y hace que se obtengan resultados asombrosos en prácticamente todas las disciplinas. Hay un importante vínculo entre la financiación del arte y las familias acaudaladas, que tienden a dedicar al arte una mayor proporción de sus donaciones benéficas. El arte tiene buenas perspectivas en la región del Sunbelt donde opera el Grupo Bancario BBVA, pues las oportunidades económicas crean empleo y riqueza a un ritmo superior al del resto del país.

⁵ Fuente: Fondo Nacional para las Artes (2012). How the United States Funds the Arts, tercera edición. Disponible en www.nea.gov

⁶ Oficina Presupuestaria del Congreso (2011). Options for Changing the Tax Treatment of Charitable Giving. Disponible en www.cbo.gov

7. Hoja informativa: estadística del área de educación

table 7

Gasto anual por estudiante (equivalencia en dólares EEUU utilizando PPA)

	Estados Unidos	Promedio OCDE	Clasificación
Educación preescolar	8396	6670	6/34
Educación primaria	11109	7719	4/35
Educación secundaria	12550	9312	5/37
Educación terciaria	29201	13728	1/37
Gasto público y privado en educación (% del PIB)	7%	6%	5/37
Gasto público en educación (% del total)	13%	13%	15/32
Porcentaje de los jóvenes de hoy en día que se prevé que terminarán la educación secundaria en su vida	77%	84%	22/27
Porcentaje de los jóvenes de hoy en día que se prevé que terminarán la educación universitaria (tipo terciario A) en su vida	38%	39%	14/28
Prima de ingresos medios para las personas entre 25 y 64 años con educación terciaria (en comparación con las personas con educación secundaria superior; secundaria superior = 100)			
Hombres y mujeres	177	155	6/32
Hombres	184	160	7/32
Mujeres	175	157	6/32
Porcentaje de la población que ha terminado la educación terciaria			
Entre 25 y 64 años	42%	31%	4/41
Porcentaje de la población que ha terminado la educación secundaria superior como mínimo			
Entre 25 y 64 años	89%	74%	4/40
Entre 55 y 64 años	90%	62%	1/36

Fuente: OCDE, Education at Glance 2012

Cuadro 8

Gasto total por los estudiantes de grado 12 por estado (en dólares)

	2005-2006	2006-2007	2007-2008	2008-2009	Ranking nacional (2008-2009)
Nuevo México	9,707	9,871	10,809	11,849	24
California	10,230	10,937	11,645	11,397	32
Texas	9,315	9,825	10,662	11,149	34
Florida	10,029	11,270	11,819	11,097	35
Colorado	9,978	10,160	11,133	10,669	37
Alabama	8,908	9,698	10,645	10,642	38
Arizona	7,794	8,930	9,691	9,607	45
Estados Unidos	10,754	11,477	12,239	12,768	

Fuente: National Center for Education Statistics

Cuadro 9

Puntuación media del grado 8 en matemáticas y lectura

	Lectura				Ranking nacional (2011)
	2005	2007	2009	2011	
Colorado	265	266	266	271	8
Florida	256	260	264	262	34
Texas	258	261	260	261	35
Arizona	255	255	258	260	38
Alabama	252	252	255	258	42
Nuevo México	251	251	254	256	46
California	250	251	253	255	47
Estados Unidos	260	261	262	264	-
	Matemáticas				
	2005	2007	2009	2011	Ranking nacional (2011)
Colorado	281	286	287	292	8
Texas	281	286	287	290	10
Arizona	274	276	277	279	39
Florida	274	277	279	278	42
Nuevo México	263	268	270	274	44
California	230	230	232	234	48
Alabama	262	266	269	269	50
Estados Unidos	237	239	239	240	-

Fuente: National Center for Education Statistics

8. Previsiones económicas (variación % a/a)

Cuadro 10

	2011	1T12	2T12	3T12	4T12	2012	2013		2011	1T12	2T12	3T12	4T12	2012	2013
U.S.								Alabama							
PIB real	1.8	2.4	2.1	2.3	1.6	2.1	1.8	PIB real	-0.8	-0.2	0.6	1.3	1.7	0.8	1.7
Empleo no agrícola	1.2	1.5	1.3	1.4	1.4	1.4	1.1	Empleo no agrícola	-0.2	0.0	0.3	0.5	0.7	0.4	0.5
Renta personal nominal	5.1	2.9	3.2	3.6	3.9	3.4	3.6	Renta personal real	1.7	1.0	1.0	0.9	0.8	0.9	1.4
Índice precios vivienda	-3.9	-1.2	1.5	3.7	5.9	2.5	3.7	Índice precios vivienda	-5.1	2.5	5.0	2.7	2.0	3.1	2.9
Ventas de viviendas	1.9	6.2	9.3	7.7	5.9	7.2	4.1								
Arizona								California							
PIB real	1.5	1.2	1.8	2.2	2.4	1.9	2.1	PIB real	2.0	1.7	2.3	2.7	2.8	2.4	2.0
Empleo no agrícola	1.0	1.7	2.0	2.3	2.0	2.0	1.6	Empleo no agrícola	1.0	1.1	1.6	2.1	1.9	1.7	1.3
Renta personal real	2.8	2.6	2.5	2.3	2.7	2.5	2.5	Renta personal real	3.0	2.8	2.6	2.4	2.3	1.9	2.3
Índice precios vivienda	-9.8	3.1	13.7	20.1	22.0	14.7	15.5	Índice precios vivienda	-7.0	-0.9	4.5	7.2	8.0	4.7	6.2
Colorado								Florida							
PIB real	1.9	1.8	2.5	3.0	3.3	2.6	2.8	PIB real	0.5	0.8	1.4	1.9	2.1	1.5	1.6
Empleo no agrícola	1.5	2.0	1.7	1.6	1.9	1.8	1.4	Empleo no agrícola	1.1	1.1	0.8	1.0	0.7	0.9	0.9
Renta personal real	3.9	2.5	2.0	2.0	1.8	1.7	2.6	Renta personal real	2.4	1.9	1.5	1.2	1.1	1.4	2.7
Índice precios vivienda	-2.5	-0.1	5.7	6.6	7.5	4.9	4.1	Índice precios vivienda	-6.2	4.7	7.8	7.9	10.0	7.6	6.0
New Mexico								Texas							
PIB real	0.2	0.5	0.9	1.3	1.5	1.0	1.5	PIB real	3.3	2.6	3.4	3.9	4.1	3.5	3.1
Empleo no agrícola	0.1	0.7	0.0	-1.1	-0.7	-0.3	0.4	Empleo no agrícola	2.1	2.5	2.2	2.3	2.5	2.4	1.8
Renta personal real	2.3	2.0	2.1	1.6	1.6	0.7	2.3	Renta personal real	4.6	3.1	3.2	3.2	3.3	3.2	4.0
Índice precios vivienda	-5.3	-1.8	2.5	1.5	4.0	1.6	2.8	Índice precios vivienda	-1.0	3.3	4.6	5.6	5.2	4.7	4.4

Fuentes: BBVA Research, BEA, BLS, NAR, Oficina del Censo y FHFA

Cuadro 11

Estructura económica

	U.S.	AL	AZ	CA	CO	FL	NM	TX
PIB (2010, miles de millones de \$)	15,076	173	258	1,959	264	754	79	1,308
Población (2011, en miles)	311,592	4,803	6,483	37,692	5,117	19,058	2,082	25,675
Población activa (marzo 2012, en miles)	155,641	2,161	3,011	18,360	2,726	9,342	926	12,644
Empleo no agrícola (marzo 2012, en miles)	133,523	1,882	2,464	14,417	2,310	7,372	799	10,883
Tasa de desempleo (marzo 2012)	7.9	8.1	8.1	10.1	7.9	8.5	6.3	6.6
Total visados de obra nueva, (en lo que va de año, marzo 2012)	404,736	6,459	12,969	21,200	10,246	32,408	3,099	62,693
Var. de visados de obra nueva (en lo que va de año, a/a (%))	21.8	5.3	58.5	20.1	34.4	25.7	8.3	22.9
Porcentaje de vivienda en propiedad (enero 2012)	65.5	71.2	65.7	54.9	66.6	66.5	65.4	63.6
Precios de la vivienda (4T11, variación a/a (%))	4.0	2.7	20.1	7.2	6.6	7.9	1.5	5.6
Exportaciones de bienes (4T11, miles de millones de \$)	378.2	4.8	4.6	39.2	2.1	16.7	0.8	65.7
Variación de las exportaciones (4T11, variación a/a (%))	1.2	6.4	8.5	-3.0	12.5	-1.6	34.3	3.8

Fuentes: BEA, BLS, Censo, WiserTrade 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

Boyd Stacey
boyd.stacey@bbvacompass.com

Alejandro Vargas
alejandrovargas@bbvacompass.com

Formación y diseño:
Fernando Tamayo

Juan Pablo Arreola

BBVA Research

Economista Jefe del Grupo
Jorge Sicilia

Economías Emergentes:

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

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

México
Adolfo Albo
a.albo@bbva.com
Análisis Macro México

Asia
Stephen Schwartz
stephen.schwartz@bbva.com.hk

Coordinación Latam
Juan Ruiz
juan.ruiz@bbva.com

Argentina
Gloria Sorensen
gsorensen@bbva.com

Chile
Alejandro Puente
apuente@bbva.com

Colombia
Juana Téllez
juana.tellez@bbva.com

Perú
Hugo Perea
hperea@bbva.com

Venezuela
Oswaldo López
oswaldo_lopez@bbva.com

Economías Desarrolladas:

Rafael Doménech
r.domenech@bbva.com

España
Miguel Cardoso
miguel.cardoso@bbva.com

Europa
Miguel Jiménez
mjimenezg@bbva.com

Estados Unidos
Nathaniel Karp
nathaniel.karp@bbvacompass.com

Sistemas Financieros y Regulación

Santiago Fernández de Lis
sfernandezdelis@bbva.com

Sistemas Financieros
Ana Rubio
arubiog@bbva.com

Pensiones
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 **Son**

Escenarios Económicos
soles Castillo
s.castillo@bbva.com

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

Datos de contacto:

BBVA RESEARCH USA
2001 Kirby Drive, Suite 310
Houston, TX 77019
United States.
Email: researchusa@bbvacompass.com
www.bbva.com