

Análisis Económico

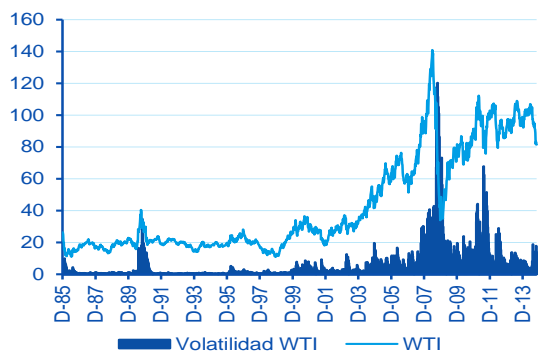
La vuelta de las viejas ataduras: un análisis más detallado de los riesgos a los que se enfrentará Texas si se desploman los precios del petróleo

Boyd Nash-Stacey

- El colapso de los precios del petróleo creará dificultades para la economía de Texas
- La diversificación de Texas implica que el escenario de riesgo es menos grave que en la década de 1980
- Las metrópolis con mayor dependencia y las empresas más pequeñas son las que están más expuestas al riesgo
- Caídas de precios moderadas aumentarían el consumo y ayudarían a la recuperación en unos cuantos estados

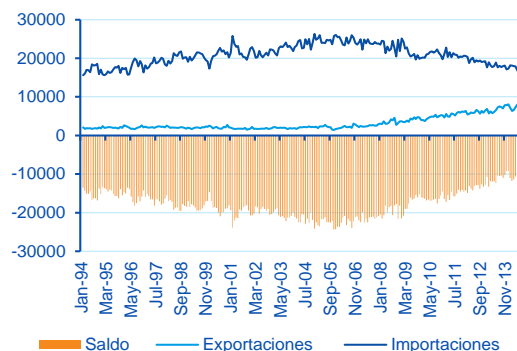
Desde julio de 2014, los precios de los contratos de futuros a 6 meses y los precios al contado del petróleo West Texas Intermediate (WTI) han caído por debajo de 80 \$/barril y ahora están cerca de los mínimos registrados en 2010, lo que resulta inquietante para los inversores y para las regiones con una gran exposición al sector del petróleo y gas. En las décadas de 1980, 1990 y 2000 EEUU fue el mayor importador de petróleo, por lo que unos precios más bajos eran indudablemente ventajosos para el crecimiento del país. Sin embargo, en el siglo XXI, la proliferación de la fracturación hidráulica y la perforación horizontal y el consiguiente auge de las actividades de perforación y exploración, producción de crudo, transporte y refinado han sido un factor importante para la recuperación y el crecimiento de EEUU en estados con altas concentraciones de actividad minera. Esta transformación y la lenta recuperación fuera del sector minero plantean tres preguntas clave acerca de los precios del petróleo y la actividad económica: 1) ¿Qué explica la inesperada caída de los precios? 2) ¿Se trata de un choque transitorio o es algo permanente? 3) ¿Cuáles son las repercusiones económicas de la caída de los precios del petróleo?

Gráfica 1
Precios del West Texas Intermediate (\$) y volatilidad



Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

Gráfica 2
EEUU: importaciones, exportaciones y saldo (2.009 millones de \$)

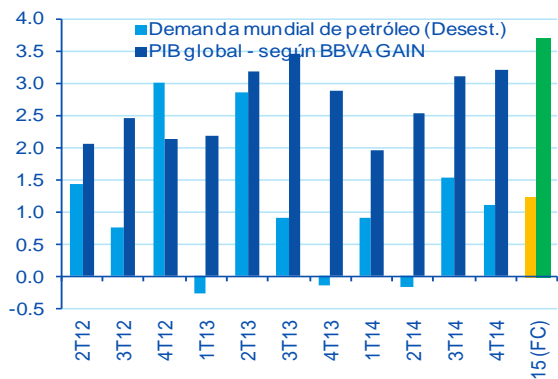


Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

En gran parte, la caída de los precios del petróleo refleja el ajuste de las expectativas del mercado sobre la demanda a largo plazo, los niveles de producción mundial y el crecimiento en Europa y en China sin el correspondiente recorte en la oferta. De hecho, el 14 de octubre, la Agencia Internacional de la Energía (AIE) revisó a la baja sus expectativas sobre la demanda del petróleo en 2014 y 2015 basándose en la hipótesis de un crecimiento económico más lento y una caída de la demanda de productos derivados del petróleo en los principales países de la OCDE. En cuanto a Europa, la baja inflación y los informes sobre la actividad también apuntan a una menor demanda en igualdad de circunstancias. En China, el crecimiento por debajo de lo previsto y las revisiones a la baja en las expectativas a largo plazo también indican un sesgo bajista en la demanda. Hay que tener en cuenta que desde que China se hizo miembro de la OMC los precios del petróleo han registrado un promedio de 80 \$/barril en precios constantes actuales.

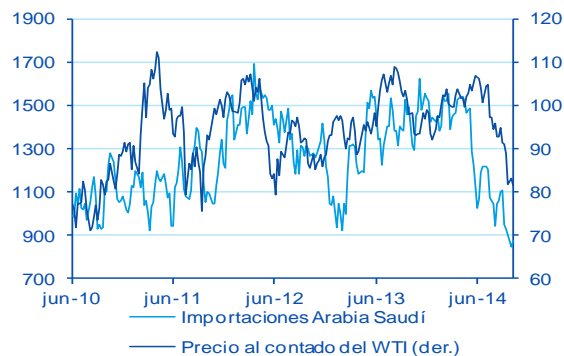
En lo que respecta a la oferta, también ha habido informes donde se señalaba que los principales productores de la OPEP no reducirán la producción en respuesta a las bajas expectativas de la demanda de productos del petróleo. De hecho, Saudi Aramco ha bajado el precio de entrega de la región del Golfo a EEUU, mientras que se lo ha subido a otras regiones importantes de Europa y Asia. Independientemente de los motivos de la bajada de los precios de entrega, que se ha interpretado como una respuesta al rápido crecimiento de la capacidad de producción en EEUU y al riesgo de perder cuota de mercado, la mayor oferta contribuirá a la tendencia bajista de los precios del petróleo. Por tanto, si no se produce una inflexión en la situación económica mundial, un ajuste de la oferta o un repunte de los riesgos geopolíticos, el riesgo al alza para los precios del petróleo es menor. Desde una perspectiva estructural, los avances tecnológicos, los cambios en la composición del sector, la mayor utilización de las energías renovables y los cambios de comportamiento implican una mayor limitación de los riesgos alcistas.

Gráfica 3
Demanda mundial de petróleo y crecimiento (%)



Fuente: BBVA Research y AIE

Gráfica 4
Importaciones de petróleo de Arabia Saudí en EEUU (miles de bpd) y precios del WTI (\$)



Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

En 2014 Texas no se casa con el sector del petróleo y gas, pero fortalece vínculos

Antes de hablar de los inconvenientes de la bajada de los precios del petróleo para las regiones que dependen de la minería, es importante observar que también hay repercusiones positivas para EEUU. En primer lugar, precios del petróleo más bajos deberían traducirse en una menor carga del costo energético para la familia promedio. Estas ventajas se amplifican en los grupos de ingresos bajos, que tienen una mayor tendencia a consumir porque pueden dedicar lo que gastaban en energía a comprar bienes y servicios con un aumento de los multiplicadores. Se produce un impacto similar en las empresas cuando el ahorro debido a que los precios de la energía son más bajos se invierte y se utiliza en contratar empleados. Como resultado, precios del petróleo más bajos tienen el potencial de impulsar el crecimiento económico. Sin embargo, la cambiante combinación del consumo y la mayor utilización de la producción de petróleo nacional podrían conllevar un menor impacto interno. Además, como los precios más bajos del petróleo

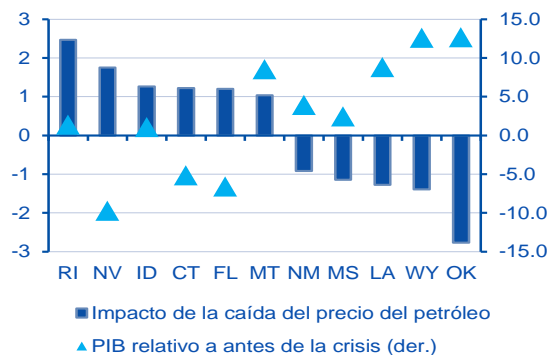
provocan la bajada del índice general de precios al consumidor, el impacto (real) ajustado a la inflación sobre la economía es reducido. Por otra parte, los factores que subyacen a unos precios del petróleo más bajos podrían limitar la tendencia alcista si la caída de los precios estuviera motivada por las expectativas de una recesión mundial o el desplome de los precios de los activos y de la confianza. Asimismo, si los precios más bajos del petróleo van acompañados de un dólar apreciado, las ventajas del consumo podrían verse contrarrestadas por unas importaciones más baratas.

A nivel regional, los estados con más probabilidades de beneficiarse de unos precios del petróleo bajos son los que sufrieron mayores pérdidas por la gran recesión y el colapso del mercado de la vivienda. Los precios bajos contribuirán a realinear el crecimiento regional que ha estado marcado por una importante divergencia entre los estados productores de energía y los no productores.

En cuanto a Texas, unos precios mundiales favorables y la adopción generalizada de las técnicas de fracturación hidráulica han afectado profundamente a sus mercados de trabajo y a su crecimiento económico. En realidad, desde 2009, Texas ha creado más empleos que ningún otro estado, ha experimentado el segundo mayor aumento anual real de las ingresos del país (3.5%) y un aumento de los precios de la vivienda que está 17% por encima de los niveles máximos anteriores a la recesión. El PIB real per cápita, que está 7% por encima del de EEUU, ha compensado totalmente las pérdidas de la última crisis. No es sorprendente que desde 2009, la migración nacional e internacional neta al estado se haya incrementado en 1 millón de personas. Esta cifra es casi el triple que la migración neta total de California durante el mismo periodo. Como consecuencia de los fuertes flujos de población entrantes y de la fuerte inversión empresarial, el PIB real de Texas se ha incrementado a una media de casi 5% entre 2011 y 2013, por lo que el estado ha registrado la tercera mayor expansión entre 2007 y 2013 en comparación con 30 de las principales economías desarrolladas del mundo. Sin embargo, y como resultado de ello, Texas presenta una de las mayores exposiciones al sector del petróleo y gas, lo que indica que en caso de que persistan los precios bajos o de que estos caigan con fuerza, habrá dificultades económicas.

Gráfica 5

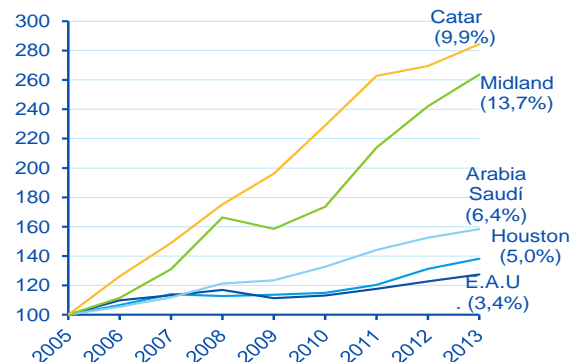
Impacto de una caída del 10% en los precios del petróleo (%) y recuperación económica (pp)



Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

Gráfica 6

Índice del PIB mundial (2005=100)



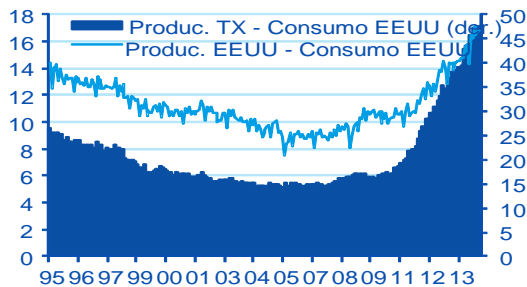
Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

Las áreas metropolitanas (MSA, Metropolitan Statistical Areas) que están estrechamente vinculadas al sector del petróleo y el gas, como Houston, Midland, Odessa y últimamente San Antonio (situada cerca del yacimiento de esquistos de Eagle Ford), han crecido por encima de la media. Por ejemplo, la posición de Houston como epicentro de la minería en Texas ha catapultado la ciudad a niveles comparables a los mayores exportadores de crudo de Oriente Medio, pero con mayor diversidad económica, infraestructura e instituciones. Por ejemplo, en 2012, el PIB de Houston fue 1.9 veces mayor que el de Emiratos Árabes Unidos (EAU) y creció a una tasa de 155 pb más; no obstante, solo el 16.5% de la actividad económica se dedicó a la minería, mientras que la proporción en los EAU es de 39.1%. En

Midland, que dedica la mitad de sus recursos económicos a la minería, la actividad económica se ha duplicado en términos reales en los últimos 7 años, con una tasa de crecimiento medio anual del PIB de 11.8%. Asimismo, Odessa, que tiene la segunda mayor concentración de actividad minera en el estado, creció 18.7% en 2011, 17.1% en 2012 y 5.0% en 2013. En San Antonio, las ventajas de contar con un vigoroso sector minero solo empiezan a repercutir en el total de la economía. No obstante, la ciudad crece a un ritmo de 1.7 pp por encima de la media de EEUU.

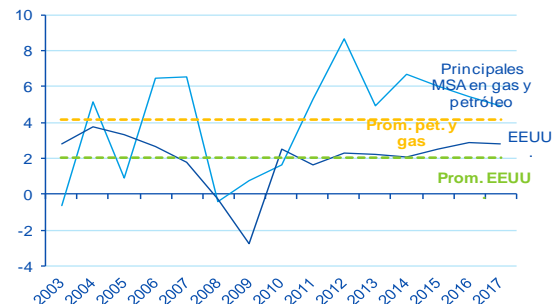
Sin embargo, Texas aumentó la producción más del doble, pasó de 1.1 millones de bpd a 2.5 millones de bpd en el periodo de cuatro años que terminó en 2013. Además, en el año 2013, Texas era el noveno mayor productor de petróleo del mundo en comparación con otros países y dicha actividad representaba el 34% de la producción nacional de petróleo. Pero en el mes de julio, Texas se clasificó como sexto mayor productor del mundo, con una producción de 3.2 millones de bpd. El rápido incremento de la producción de petróleo en relación con el crecimiento y el empleo, y la incuestionable ventaja de la recuperación, plantean preguntas específicas sobre cómo podría verse afectada la economía de Texas si se produjera una caída brusca de los precios del petróleo y si la economía de hoy es fundamentalmente distinta a la de la década de 1980. En la actualidad hay notables diferencias con la década de 1980, cuando Texas sufrió una de las peores recesiones que se han vivido jamás, lo que indica que los riesgos a la baja están relativamente contenidos. Por ejemplo, la mayor diversificación económica, el aumento del grado de apertura del comercio, el financiamiento bancario regional y nacional y la ausencia de burbujas inmobiliarias, por nombrar solo unas cuantas diferencias.

Gráfica 7
Producción de EEUU y Texas en comparación con la demanda interna de petróleo (cuota del total, %)



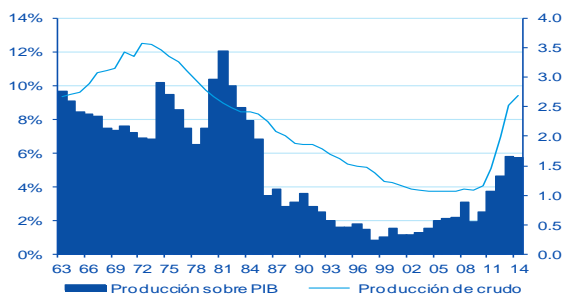
Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

Gráfica 8
Crecimiento de las MSA de Texas con mayores concentraciones de petróleo y gas en comparación con EEUU (%)



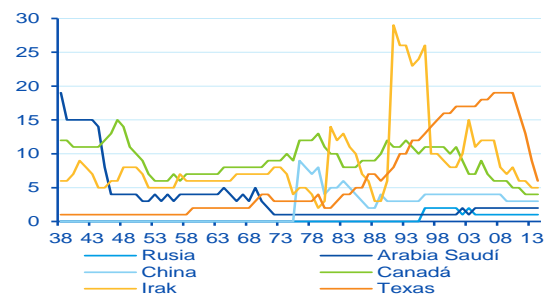
Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

Gráfica 9
Producción de petróleo de Texas (millones de barriles) y producción de Texas sobre el PIB (cuota del total, %)



Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

Gráfica 10
Ranking mundial de producción de petróleo



Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

En términos de concentración, los establecimientos de extracción de petróleo y gas se han reducido como cuota total de establecimientos en comparación con otros sectores como las consultas de médicos y los diseñadores de sistemas informáticos. De hecho, los datos disponibles indican que la extracción de petróleo y gas pasó de 1.5% del total del empleo del sector privado de Texas en 1990 a 0.8% en 2000. En 2013, el empleo del sector privado en la extracción de petróleo y gas representaba el 1.1% del total del empleo del sector privado. Además, en lo que se refiere a las MSA solo Midland, Odessa y Longview tienen más de 10% de empleados trabajando en el sector de la minería. En realidad, el 23% del empleo de la minería está fuera de las áreas metropolitanas, más del doble de la media de la industria.

Cuadro 1

Sectores intensivos en energía de Texas: empleo, sueldos, salarios y establecimientos

	Empleo			Salario medio anual			Total salarios			Establecimientos		
	Miles	Var. 10 años (%)	% de TX	\$	Var. 10 años (%)	% de TX	Mill. \$	Var. 10 años (%)	% de TX	#	Var. 10 años (%)	% de TX
Extracción de petróleo y gas	104	64.5	52.8	174,892	54.5	1.15	18,158	154.1	59.8	4,384	35.7	44.9
Actividades de apoyo a la minería	176	146.2	43.2	91,349	55.7	1.11	16,036	283.3	46.9	5,131	90.6	29.1
Fabric. productos de petróleo y carbón	25	4.9	22.4	128,248	54.4	1.24	3,210	62.0	26.2	266	3.1	11.2
Utilidades	49	1.1	8.9	97,691	42.4	1.08	4,776	44.1	9.2	1,897	2.5	11.0
Fabric. productos minerales no metálicos	34	-21.2	9.1	51,959	36.4	1.06	1,759	7.5	9.2	1,143	-7.6	7.0
Fabric. químicos	75	-1.5	9.5	99,386	39.1	1.19	7,459	37.0	10.6	1,385	8.5	8.5
Transporte aéreo	60	-10.5	13.4	80,821	42.5	1.28	4,863	27.6	15.2	471	8.7	8.2

Fuente: BBVA Research, Haver Analytics y BLS

Se ha producido un rápido incremento en la proporción de los salarios que se pagan en el sector de petróleo y gas y también en el salario medio anual. La mayor demanda de trabajadores cualificados, cuya oferta es baja en las disciplinas STEM (ciencias, tecnología, ingeniería y matemáticas), y la creciente importancia de la producción de energía nacional hacen que los salarios relacionados con la extracción de petróleo y gas suban a un ritmo más rápido que en otras ocupaciones. Por ejemplo, en Texas, los salarios medios en el sector de la extracción de petróleo y gas han crecido 54.4% en los últimos diez años. Esto implica un incremento medio de 3.3% después de hacer los ajustes relativos a la inflación, mientras que durante el mismo periodo, los salarios de EEUU solo se han incrementado 0.4%. Como resultado, en Texas se pagan mayores salarios a los empleados del sector de la extracción de petróleo y gas que a los de ninguna otra profesión. A su vez, los sectores de soporte como los fabricantes de derivados del petróleo, los proveedores de servicios públicos, los fabricantes de productos químicos y los transportes aéreos y por camión, que representan el 11% del empleo total de Texas, están en un momento de efervescencia. De hecho, para cuantificar los efectos de arrastre, la inversión incremental de 500 mil dólares en el sector de la minería crea un nuevo empleo en los sectores intensivos en energía.

Cuadro 2

Industrias principales de Texas: empleo, sueldos, salarios y establecimientos

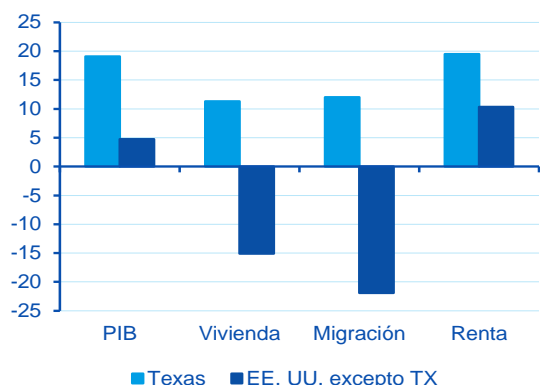
	Empleo			Salario medio anual			Total salarios			Establecimientos		
	Miles	Var. 10 años (%)	% de TX	\$	Var. 10 años (%)	% de TX	Mill. \$	Var. 10 años (%)	% de TX	#	Var. 10 años (%)	% de TX
Extracción de petróleo y gas	103.84	64.52	1.1	174,871	54.4	3.4	18,158	154.1	3.8	4,387	35.8	0.7
Consultas de médicos	200.45	37.18	2.2	80,833	23.5	1.6	16,203	23.5	3.4	20,097	24.9	3.4
Actividades de apoyo a la minería	175.59	146.23	1.9	91,343	55.7	1.8	16,038	55.7	3.3	5,138	90.9	0.9
Hospitales de medicina general y quirúrgicos	280.02	16.64	3.0	56,126	43.1	1.1	15,716	43.1	3.3	529	23.4	0.1
Servicios de arquitectura e ingeniería	150.51	34.37	1.6	91,651	50.0	1.8	13,794	50.0	2.9	9,938	16.9	1.7
Informática y servicios de diseño de sistemas	133.54	91.91	1.4	97,253	24.6	1.9	12,987	24.6	2.7	15,914	93.2	2.7
Gestión de compañías y empresas	89.96	119.22	1.0	114,217	78.0	2.2	10,275	78.0	2.1	2,511	81.8	0.4
Intermediación crediticia depositaria	156.52	24.90	1.7	60,739	45.7	1.2	9,507	45.7	2.0	7,316	37.3	1.2
Servicios de consultoría técnica y empresarial	106.01	107.27	1.1	88,090	33.2	1.7	9,338	33.2	1.9	16,967	92.9	2.9
Contratistas equipos de construcción	158.43	13.68	1.7	51,694	41.8	1.0	8,190	41.8	1.7	12,679	12.3	2.1

Fuente: BBVA Research, Haver Analytics y BLS

Aunque los precios del punto de equilibrio de Texas tienden a ser inferiores a los de otros importantes productores, para que se produjera una reducción significativa en el empleo y los salarios del estado, los precios del petróleo tendrían que caer de forma prolongada por debajo de 70 \$/barril. Según ITG, 15 de los mayores yacimientos de esquisto del país están por encima del punto de equilibrio con precios del petróleo por debajo de 80 \$/barril. Si los precios cayeran por debajo de 70 \$/barril, solo 9 de los 15 yacimientos de esquisto se mantendrían por encima del punto de equilibrio. Sin embargo, cinco de los principales yacimientos de esquisto que se mantienen por encima del

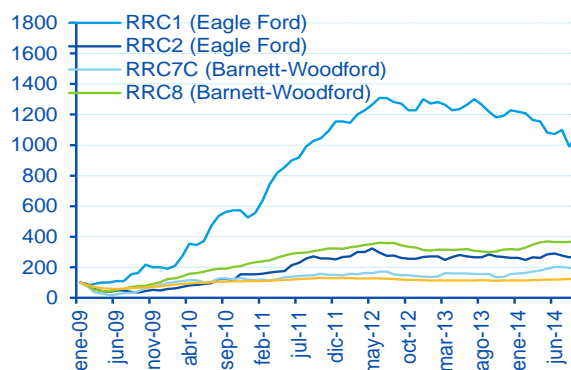
punto de equilibrio en 80 \$/barril están en Texas: Eagle Ford, Barnett Combo, Midland Basin, Yeso y Delaware Basin. Como consecuencia, los precios tendrán que asentarse entre 70 \$/barril y 80 \$/barril para que la inversión continúe a su ritmo actual. Aun así, las empresas con más experiencia podrían tener unos precios de punto de equilibrio considerablemente más bajos incluso cuando perforan campos similares a los que perforan empresas con menos experiencia. Además los acelerados progresos tecnológicos podrían suponer que en un breve periodo de tiempo, las empresas pudieran obtener tasas de rentabilidad similares tras la caída de los precios del petróleo.

Gráfica 11
Recuperación de Texas en comparación con EEUU (pp)



Fuente: BBVA Research, Haver Analytics, Censo, B.E.A y FHFA

Gráfica 12
Índice de recuento de pozos de Texas por distrito ferroviario (2009=100)



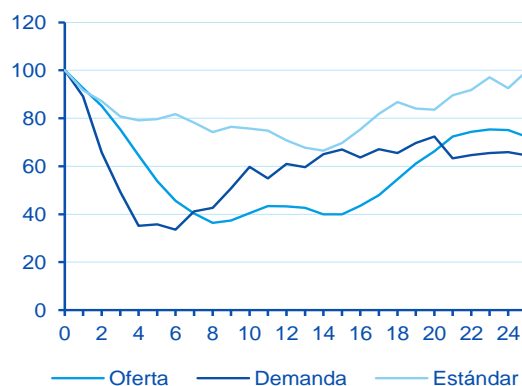
Fuente: BBVA Research, Haver Analytics, OGI y Texas Rail Road Commission

Cuadro 3
Ranking de concentración industrial en las MSA

	NAICS	Proporción de empl. (%)	Rgo.
Elkhart-Goshen, IN	manufacturera (31-32)	38.20%	1
Rochester, MN	Salud (62)	31.41%	2
Columbus, IN	manufacturera (31-32)	31.01%	3
Dalton, GA	manufacturera (31-32)	28.84%	4
Atlantic City, NJ	Alojamiento (72)	27.06%	5
Sheboygan, WI	manufacturera (31-32)	26.92%	6
Midland, TX	Minería (11)	25.04%	7
Oshkosh-Neenah, WI	manufacturera (31-32)	23.53%	8
Las Vegas, NV	Alojamiento (72)	22.75%	9
Kahului, HI	Alojamiento (72)	21.61%	10
Nueva York, NY	Finanzas (52)	8.38%	983
Dallas-Fort Worth, TX	Finanzas (52)	8.16%	1014
Los Angeles, CA	Información (51)	3.57%	3504
Houston, TX	Minería (11)	3.50%	3555

Fuente: BBVA Research y B.E.A

Gráfica 13
Índice del escenario de los precios del petróleo (WTI)



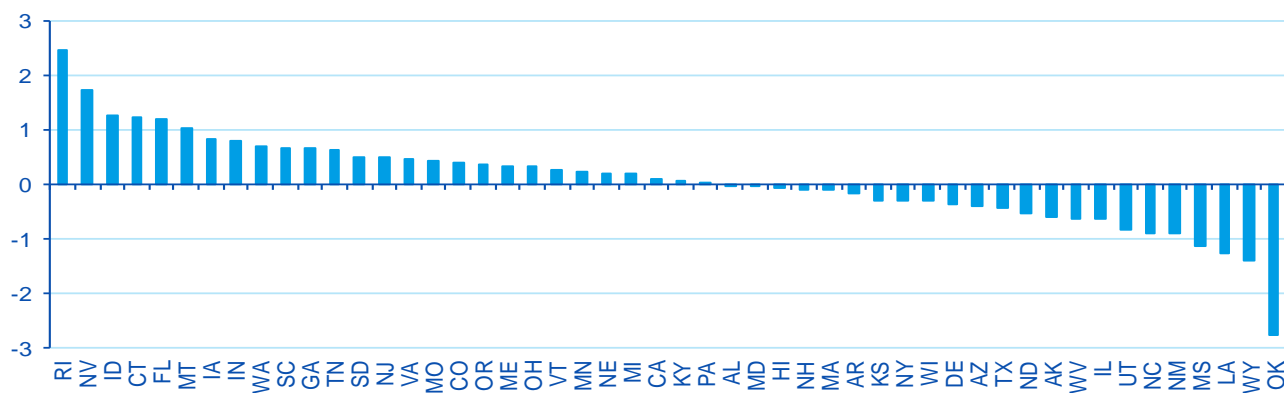
Fuente: BBVA Research
* Periodos en meses

En unos cuantos estados, el impacto de unos precios del petróleo más bajos podría provocar un incremento de la actividad económica que no se puede considerar trivial. Por ejemplo, estados como Florida y Nevada, que dependen en gran medida de industrias intensivas en energía podrían experimentar un crecimiento adicional de 1.4 pp y de 1.3 pp en el PIB por cada 10% de caída en los precios del petróleo. Además, los estados que dependen de la actividad manufacturera, como Indiana, Minnesota y Ohio, también podrían beneficiarse y experimentar un crecimiento de 88 pb, 80 pb y 68 pb en el PIB por cada 10% de caída en los precios del petróleo. Sin embargo, es importante tener en

cuenta que los beneficios de la reducción de los precios se verían probablemente contrarrestados por las dificultades económicas si dichos precios caen con demasiada rapidez o si la causa subyacente de la caída es una desaceleración de la actividad económica mundial.

Gráfica 14

Impacto que tendría una caída del 10% en los precios del petróleo sobre el empleo del estado (pp)



Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

No obstante, si los precios siguen la tendencia a la baja y caen hasta un nivel que pueda inducir un cambio en las expectativas, los flujos de efectivo y los planes de gasto, es probable que se produzca una corrección en la actividad que afectará negativamente al potencial de crecimiento de Texas. A continuación presentamos los resultados de un estudio sobre el impacto que tendrían las caídas de los precios del petróleo en la economía de Texas. Para simplificar, presentamos tres escenarios distintos para los precios del petróleo. Estos escenarios difieren en cuanto a duración, fuerza y gravedad, pero todos ellos simulan choques negativos en los precios. En el escenario “estándar”, presentamos un modelo que equivale a una caída estándar de 3 meses en los precios del petróleo: una caída de 21.8% durante 1 trimestre. En el escenario “oferta”, se parte del supuesto de un choque de oferta similar a los experimentados en las décadas de 1970 y 1980, que estuvieron motivados por la inestabilidad geopolítica y por las correcciones del lado de la oferta. En el escenario “demanda”, el choque está motivado por una caída provocada por la demanda, similar al choque de precios de 2008.

Encontramos que bajo el escenario *estándar* la economía de Texas podría perder 1.3 pp en el crecimiento con respecto a nuestro escenario central. En el escenario de la *oferta*, nuestras estimaciones indican que Texas perdería 3.4 pp con respecto a nuestro escenario central. En el escenario de la *demanda*, el PIB de Texas se situaría 4.3 pp por debajo del escenario central. El impacto que tendrían estos choques sobre el crecimiento de las MSA varía desde Midland, donde las pérdidas podrían ser superiores a la cuarta parte de toda la actividad económica, a Dallas, donde el impacto de la caída sería pequeño o incluso inexistente.

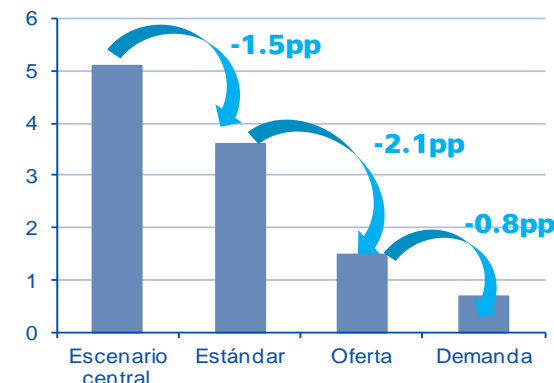
Las dificultades económicas para Texas son inevitables en los tres escenarios

Cuadro 4
Crecimiento implícito del PIB de Texas con choques en los precios del petróleo

	Escenario estándar		Escenario de oferta		Escenario de demanda	
	Mediana	Riesgo de cola	Mediana	Riesgo de cola	Mediana	Riesgo de cola
PIB escenario central 2015*	1.53	1.53	1.53	1.53	1.53	1.53
PIB posterior 2015	1.47	1.46	1.48	1.47	1.51	1.51
Crecimiento Texas escenario central (%)	4.90	4.90	4.90	4.90	4.90	4.90
Crecimiento Texas posterior (%)	0.65	0.00	1.50	0.97	3.61	3.81
Impacto neto (PP)	-4.25	-4.90	-3.40	-3.93	-1.29	-1.09

Fuente: BBVA Research y B.E.A
* PIB en billones, 2009 \$, pp

Gráfica 15
Crecimiento implícito del PIB de Texas con choques en los precios del petróleo



Fuente: BBVA Research

Para cuantificar el impacto que tendría la caída de los precios del petróleo en la economía de Texas, utilizamos una estimación en dos etapas. En la primera etapa, calculamos el impacto que tendrían las variaciones de los precios en la actividad real (actividad de los pozos) y en la segunda etapa, lo que los cambios de la actividad real suponen para el empleo en el sector de la minería de Texas. Suponiendo que los precios influyen en el empleo de la minería por los cambios en la actividad, deberían obtenerse resultados consistentes y no sesgados. Las reducciones del empleo del sector de la minería de Texas se aplican al resto de su economía, lo que da una imagen más amplia de cómo respondería la actividad económica del estado ante los tres distintos escenarios sobre los precios del petróleo.

Escenario estándar

En el escenario *estándar*, el empleo de la minería cae en 26,800 empleos, lo que equivale al 9% del total del empleo en dicho sector. Esto implica una pérdida económica real directa de 11 mil millones de dólares (mmd). En términos salariales, la caída del valor agregado real se traduce en 2 mmd de pérdida de salarios. El menor consumo entre un porcentaje de trabajadores cualificados nada desdeñable pesa sobre el total de los salarios y reduce el ingreso general del estado en 3.9 mmd.

A diferencia de otros escenarios que provocan dificultades en las finanzas del estado, las pérdidas de ingresos del estado son pequeñas, pues solo representan el 2.5% de los ingresos totales. La pérdida de 1.1 mmd en los ingresos se debe en gran medida a las caídas en la producción de petróleo. Suponiendo pocos o ningún riesgo a la baja para los precios del gas natural, solo se produciría una pequeña caída en los ingresos procedentes del gas natural.

En total, una reducción del 20% en los precios reduciría el empleo en 150 mil puestos, el PIB en 18.8 mmd en pérdidas directas con efectos indirectos adicionales, y una reducción de 1.3 pp en el crecimiento general. Aunque son pérdidas diminutas en comparación con las pérdidas de los otros dos escenarios, el choque haría bajar las previsiones del PIB de nuestro escenario central, que pasarían de 4.9% a 3.6% en 2015. Sin embargo, para poner esto en perspectiva, este escenario de riesgo implicaría que Texas seguiría teniendo la 4ª tasa de crecimiento más alta entre el resto de los 49 estados en nuestro escenario central para 2015.

Escenario de oferta

Bajo el escenario de la *oferta*, en el que las máximas caídas de los precios del petróleo llegarían a 60%, el empleo del sector de la minería perdería 69 mil puestos de trabajo, lo que equivale al 29% en términos de pérdida de valor agregado. De hecho, la reducción del empleo en el sector minero disminuye la masa salarial total de la minería en 15.2%. Las pérdidas totales son menos graves, con una caída de solo 2.2% en todo el estado.

La menor confianza empresarial, expectativas más débiles en el mercado de trabajo y la disminución de la demanda de consumo también pesan en la recaudación de ingresos del estado en este escenario. En total, Texas podría perder 3.1 mmd, de los cuales el 85% se debería a los menores ingresos de la producción de petróleo y gas natural

Las pérdidas totales en el escenario de la *oferta* serían 400 mil empleos y las concentraciones más altas se producirían en los sectores intensivos en energía y en el transporte. El rápido deterioro de las condiciones económicas colocaría el PIB de Texas 3.4 pp por debajo de lo que se contempla en nuestro escenario central para 2015.

Escenario de demanda

Bajo el escenario de la *demand*a, el sector de la minería pierde el 30% de su empleo, es decir, 90 mil puestos de trabajo. El resultado serían unas pérdidas directas de valor agregado real de 36 mmd. Además, tendría mucha repercusión en los salarios del sector de la minería. El deterioro previsto en las condiciones de los mercados de trabajo llevaría a una pérdida del 19.0% en los salarios, es decir, 6.6 mmd con respecto a los niveles actuales. Por otro lado, el sector privado de Texas experimentaría pérdidas directas por valor de 13.1 mmd antes de incorporar los efectos secundarios e inducidos.

El choque fiscal en el escenario de la *demand*a también repercutiría en los ingresos del estado. En total, las pérdidas podrían superar los 5.3 mmd, de las cuales el 80% se debería a los menores ingresos de la producción de petróleo y gas natural.

El escenario de la *demand*a, que representa un choque idiosincrático próximo al peor escenario, provocaría unas pérdidas totales de 500 mil puestos de trabajo de los 11.6 millones de trabajadores a tiempo completo o a tiempo parcial de Texas, lo que representa el 4.3% de las personas empleadas. Estas condiciones económicas, casi históricas, situarían el PIB de Texas 4.3 pp por debajo de lo que se contempla en nuestro escenario central para 2015 y probablemente llevarían a Texas al borde de la recesión. Sin embargo, a pesar de las importantes pérdidas de empleo y de ingreso, Texas podría evitar la peor recesión de la historia moderna (-2.2% en 1986), y probablemente se enfrentaría a condiciones más benignas que las experimentadas por estados como Nevada y Arizona en la gran recesión.

No venda la granja: los sectores de la vivienda son menos vulnerables al choque de los precios del petróleo

Cuadro 5

Impactos económicos totales por los choques de los precios del petróleo (%)

	Empleo	Ingreso	Precios de la vivienda	Ingresos del petróleo	Crédito
Escenario estándar	-1.3	-0.8	-0.05	-23.1	-1.3
Escenario de oferta	-3.4	-2.2	-0.14	-61.0	-3.3
Escenario de demanda	-4.3	-2.7	-0.15	-76.0	-4.2

Fuente: BBVA Research

*Todos los valores se expresan como caída porcentual con respecto al nivel actual

La parte positiva es que el sistema bancario se mantiene sólido en los tres escenarios. De hecho, en el escenario de la demanda, que es el más grave, las máximas pérdidas de préstamos son solo una pequeña fracción del total de

préstamos del estado. En cuanto a la categoría específica de los choques, los créditos con garantía real del sector comercial e industrial y del mercado inmobiliario residencial son los que experimentarían las mayores pérdidas, mientras que el crédito no residencial y otros créditos al consumo con garantía personal no se verían afectados en gran medida. Debido a que la mayor parte del choque queda confinado en el sector de la minería, no es sorprendente que el crédito no residencial y otros créditos al consumo, que dependen más de las condiciones macroeconómicas generales, no sufran impactos muy significativos.

En los tres escenarios, la débil respuesta del mercado de la vivienda residencial mantendría a flote el sector crediticio. De hecho, nuestras previsiones indican que por cada caída del uno por ciento en el empleo, excluido el sector de la minería, los precios de la vivienda caerían en 20 pb en el peor escenario posible. Como consecuencia, en el escenario de la *demand* los precios caen 1.2% en igualdad de circunstancias. Se trata de una modesta caída si la comparamos con 2008. Por ejemplo, los cinco estados que experimentaron las mayores caídas de precios durante la crisis de la vivienda: Nevada, Florida, Arizona, California y Rhode Island, registraron pérdidas máximas por encima del 50% como promedio. No obstante, durante la última crisis que coincidió con la mayor caída histórica de los precios del petróleo, en Texas los precios de la vivienda nunca cayeron por debajo de los precios máximos de 2006 y solo experimentaron caídas moderadas de un trimestre al siguiente. Esto respalda nuestras conclusiones de que la caída de los precios de la vivienda sería menos severa en comparación con otros indicadores. Aun así, la desproporcionada caída de los salarios del sector de la minería y la fuerte relación de los precios de la vivienda con los salarios y los ingresos indica que podría haber efectos indirectos y riesgos idiosincráticos que podrían implicar pérdidas mayores en el sector de la vivienda. A pesar de ello, es importante entender que la crisis nacional del sector de la vivienda estaba vinculada a una prolongada burbuja inmobiliaria provocada por los préstamos *subprime* y por las elevadas proporciones de apalancamiento, financiadas por el ahorro mundial.

Actividad económica: un paquete mixto para las MSA de Texas

Cuadro 6

Impactos económicos de los choques de los precios del petróleo en las MSA de Texas (%)

	Escenario estándar			Escenario de oferta			Escenario de demanda		
	PIB	Precios de la vivienda	Ingreso	PIB	Precios de la vivienda	Ingreso	PIB	Precios de la vivienda	Ingreso
Abilene	-1.5	-1.0	-0.9	-4.0	-2.5	-2.4	-5.0	-3.1	-3.0
Amarillo	-0.4	0.5	-0.8	-1.1	1.2	-2.1	-1.3	1.5	-2.7
Austin-Round Rock	0.6	0.0	0.9	1.5	0.0	2.3	1.9	0.0	2.9
Beaumont	-0.5	-0.6	-1.1	-1.3	-1.5	-2.8	-1.7	-1.8	-3.5
Brownsville	1.0	0.1	0.5	2.7	0.3	1.3	3.4	0.4	1.6
College Station	-0.1	-0.3	-0.3	-0.2	-0.7	-0.9	-0.2	-0.8	-1.1
Corpus Christi	-0.6	-0.4	-1.1	-1.6	-1.0	-2.8	-2.0	-1.2	-3.5
Dallas-Fort Worth	0.8	0.3	-0.4	2.0	0.7	-1.0	2.5	0.8	-1.2
El Paso	0.1	-1.5	-0.2	0.2	-4.0	-0.5	0.2	-5.0	-0.6
Houston	-0.7	0.2	-1.8	-1.8	0.6	-4.6	-2.2	0.7	-5.8
Killeen	-0.8	-0.4	0.9	-2.0	-1.0	2.3	-2.5	-1.3	2.9
Laredo	-0.1	-1.9	-0.4	-0.4	-5.0	-1.1	-0.5	-6.2	-1.4
Longview	-0.6	-0.6	-2.1	-1.5	-1.7	-5.5	-1.9	-2.1	-6.9
Lubbock	0.6	0.3	-0.2	1.6	0.8	-0.6	2.0	0.9	-0.7
McAllen-Edinburg	-0.4	0.0	0.2	-0.9	0.0	0.4	-1.2	0.0	0.5
Midland	-4.9	-4.7	-7.9	-12.9	-12.2	-20.7	-16.1	-15.3	-25.8
Odessa	-1.2	-1.5	-4.7	-3.1	-3.9	-12.3	-3.8	-4.8	-15.4
San Angelo	-0.9	-0.6	-1.1	-2.4	-1.6	-2.8	-3.0	-2.0	-3.5
San Antonio	0.1	-0.5	-0.2	0.2	-1.4	-0.4	0.3	-1.8	-0.5
Sherman	-0.2	-0.1	-0.2	-0.5	-0.2	-0.5	-0.6	-0.3	-0.6
Texarkana	0.3	-0.4	-0.2	0.7	-1.1	-0.6	0.9	-1.3	-0.7
Tyler	-0.8	-0.3	-1.2	-2.0	-0.7	-3.2	-2.5	-0.9	-4.0
Victoria	0.2	-1.3	-1.0	0.4	-3.4	-2.7	0.5	-4.3	-3.4
Waco	0.7	0.4	0.4	2.0	1.2	1.1	2.5	1.4	1.3
Wichita Falls	-1.4	0.0	-1.4	-3.7	0.0	-3.8	-4.7	0.0	-4.7

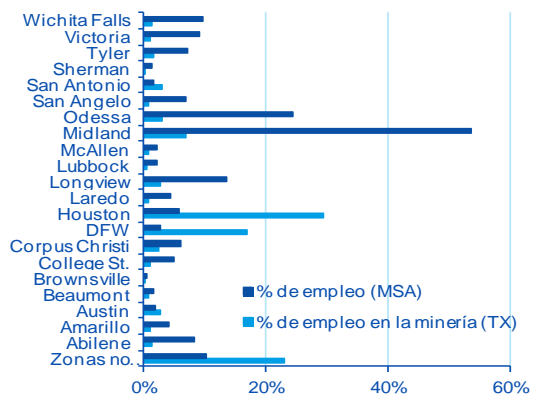
Fuente: BBVA Research

*Todos los valores se expresan como caída porcentual con respecto al nivel actual

La diversificación hacia otros sectores de alto valor agregado como la atención sanitaria (Texas Medical Center, en Houston), la tecnología e I+D (Silicon Hills, en Austin, Telecom Corridor/Silicon Prairie, en Richardson), la mayor sustitución de la energía y unas relaciones más cercanas con los ciclos económicos de EEUU en algunas de las principales MSA apuntan a que las caídas de los precios del petróleo solo tendrían un impacto moderado. En otros lugares, nuestras estimaciones indican que las pérdidas económicas serían importantes. Concretamente, las MSA de la parte central y de la parte oeste de Texas, que tienen mayores concentraciones en actividad de la perforación y están menos diversificadas, son más vulnerables a los choques de los precios del petróleo.

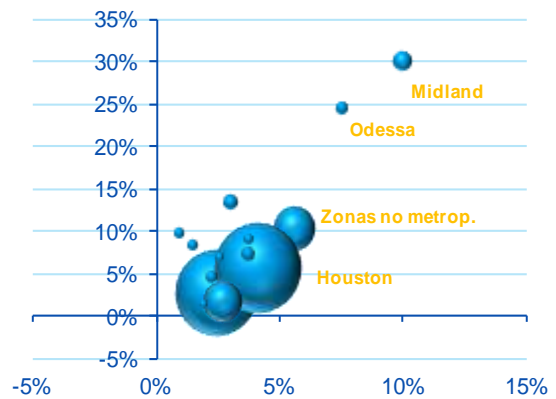
A pesar de que limita con la región de Midland Basin, que ha sido una zona con altos niveles de actividad de perforación y precios de punto de equilibrio favorables (59 \$/barril), Midland sería probablemente la que tuviera más riesgos de grave concentración económica debido a su extraordinaria dependencia del sector energético. De hecho, el 25% de las personas empleadas en Midland trabajan en el sector de la minería, que ocupa el séptimo puesto en cuanto a mayor concentración del país. Además, el 50% de su actividad económica está directamente relacionado con el sector de la minería. Como resultado, en el escenario de la demanda, se perderían 14,900 puestos de trabajo. Por otro lado, el PIB bajaría 17.5 pp con respecto a nuestro escenario central actual, lo que implica una tasa de crecimiento del PIB de -9.0% en 2015. En 2002 y en 2009, la caída real del PIB fue 11% y 15%, respectivamente. Debido a la alta exposición al sector de la minería en Midland, el sector de la vivienda sufriría pérdidas de precios acumuladas de 15.3%, 12.2% y 4.7% en los escenarios estándar, de oferta y de demanda, respectivamente.

Gráfica 16
Concentración del empleo de la minería en las MSA y % de empleo del estado en el sector minero



Fuente: BBVA Research, Haver Analytics y B.E.A

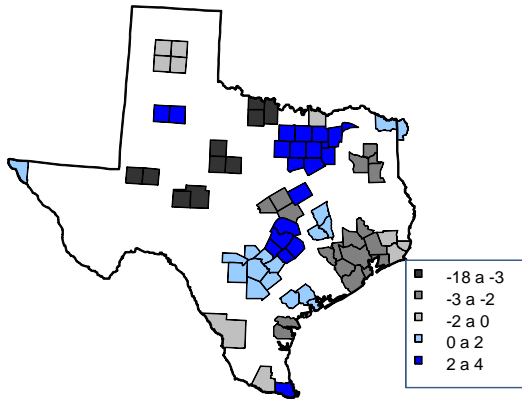
Gráfica 17
Concentración del empleo de la minería en las MSA y crecimiento medio del PIB en 5 años (%)



Fuente: BBVA Research, Haver Analytics y B.E.A
 *Ponderaciones=PIB

Al igual que Midland, Odessa, Abilene, Victoria, Wichita Falls y Longview sufrirían un impacto desproporcionado por un choque en los precios del petróleo. De hecho, en los tres últimos años, debido al auge de la exploración de petróleo y gas, estas MSA han crecido en 5,500 millones en términos reales, lo que incrementó el tamaño de estas economías 22%. Sin embargo, en un escenario fuertemente adverso, una cuarta parte del crecimiento acumulado en los 3 últimos años desaparecería, y Abilene y Wichita Falls irían probablemente hacia la recesión.

Mapa 1
Impacto del escenario de demanda sobre el PIB (%)*

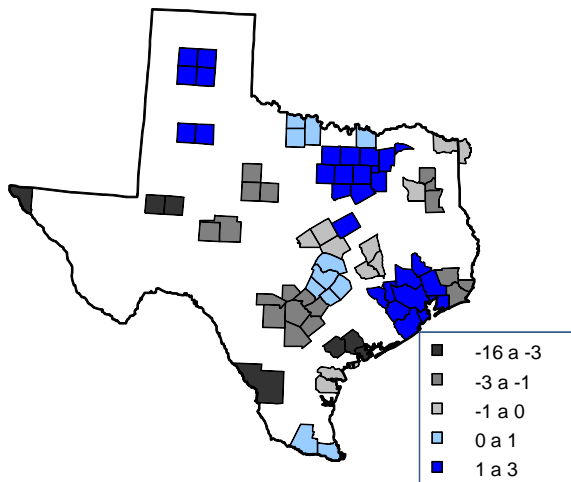


Fuente: BBVA Research, Haver Analytics y B.E.A
 *Caída porcentual con respecto al nivel actual

En Houston, la capital de la energía de EEUU, que tiene el mayor número de empleados en el sector de la minería y que representa un tercio de la economía de Texas, las perspectivas son menos nefastas. Aunque es evidente que una caída de los precios del petróleo afectaría negativamente a la economía de la ciudad, nuestras estimaciones indican un impacto entre moderado y suave. De hecho, en el escenario de demanda, que sería el más grave, el crecimiento caería 2.3 pp por debajo de nuestro escenario central. Aunque se perdieran cerca de 34,900 empleos en el sector de la minería, los precios de la vivienda no se verían afectados en gran medida por el impacto directo de dicho sector. Esto se podría explicar por el hecho de que las grandes empresas de petróleo y gas podrían compensar las pérdidas en las actividades de perforación y exploración con el refinado, pues los precios del petróleo actuarían como una inyección para este sector. Además, como porcentaje del empleo, el sector de la minería solo representa 3.5% del total de los empleados y de hecho solo constituye 2.0% de la población total.

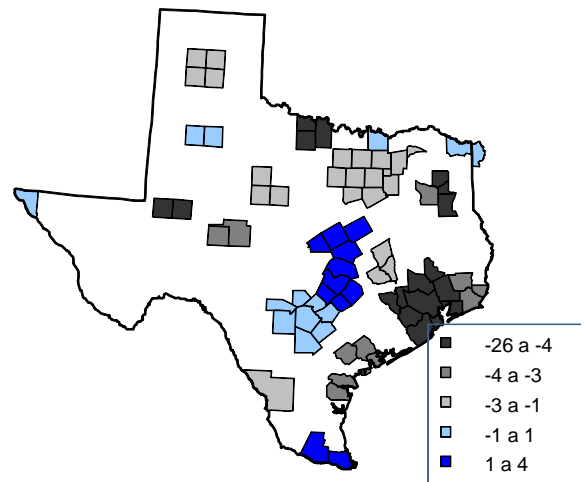
En Dallas-Fort Worth, Austin, San Antonio y El Paso, las perspectivas son un poco más optimistas. En realidad ninguna de las MSA muestra una relación muy positiva con los precios del petróleo y con la actividad de extracción de petróleo y gas. En parte, esto puede reflejar que algunos sectores como la manufactura se beneficiarían si los precios de la energía fueran más bajos. Así pues, el crecimiento en las MSA menos intensivas en energía probablemente dependa más de los ciclos económicos de EEUU y del resto del mundo. No obstante, si la caída de los precios del petróleo estuviera motivada por un crecimiento y una demanda exterior más bajos que no impulsaran la actividad nacional fuera de Texas, el crecimiento de estas MSA también podría desacelerarse o caer.

Mapa 2
Impacto del escenario de demanda sobre los precios de la vivienda (%)*



Fuente: BBVA Research, Haver Analytics y FHFA
 *Caída porcentual con respecto al nivel actual

Mapa 3
Impacto del escenario de demanda sobre el ingreso de Texas (%)*



Fuente: BBVA Research, Haver Analytics y B.E.A
 *Caída porcentual con respecto al nivel actual

Conclusión

El auge que han tenido en los últimos años la perforación horizontal y la fracturación hidráulica ha aumentado la importancia de la minería en todo EEUU, y una caída más pronunciada de los precios del petróleo reducirá las ganancias imprevistas en este sector. De hecho, nuestro análisis confirma que las caídas de los precios del petróleo afectarán negativamente a la economía de Texas. Esto se hace evidente cuando se analiza el impacto en el nivel de las MSA. Sin embargo, el impacto neto para Texas podría no ser tan fuerte como en el pasado, pues parece que las MSA de mayor tamaño dependen menos del sector del petróleo y gas. En otras palabras, nuestro análisis confirma el gran éxito de los esfuerzos que se han hecho tras la crisis de la década de 1980 para incrementar la diversificación económica y reducir las probabilidades de experimentar otro choque devastador a causa de la caída de los precios del petróleo. A pesar de los inconvenientes obvios de una bajada de los precios del petróleo, nuestras estimaciones también indican que unos cuantos estados podrían beneficiarse de esa situación y experimentar un incremento de la actividad nada desdeñable si las caídas de los precios fueran moderadas.

AVISO LEGAL

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