

Análisis Regional

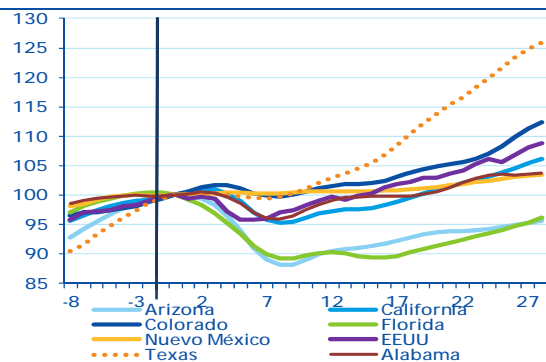
La economía de Texas esquivó el golpe del precio del petróleo y trata de evitar el nocaut del exterior

Boyd Nash-Stacey

- Texas evita la recesión basada en los recursos en 2015, volviendo al potencial en 2017
- El momento del impacto en la economía de Texas se atrasa hasta 2016 debido a los choques discordantes para el sector manufacturero y del petróleo y gas
- El ímpetu post-crisis para reducir los riesgos sistémicos en el sector financiero reduce la probabilidad de un escenario de riesgo de empuje en la economía de Texas
- Las transformadoras tecnológicas de extracción del sector del petróleo y gas y las ventajas estructurales ponen de relieve la viabilidad de Texas a largo plazo

En el periodo post-crisis, el milagro del crecimiento de Texas parecía que nunca iba a acabar. Los mercados de trabajo mejoraron a un ritmo trepidante, las pérdidas de producción debidas a la crisis se recuperaron en dos años (EEUU: 14 trimestres), los precios de la vivienda volvieron a los niveles pre-crisis en un año desde el choque inicial y

Gráfica 1
Recuperación del PIB real desde la crisis (4T07=100)



Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

las atractivas condiciones financieras y los fuertes flujos de población entrante apoyaron una saludable inversión no residencial. Como resultado de ello, Texas es uno de los tres estados que han vuelto a su potencial de crecimiento pre-crisis. Sin embargo, como las dificultades en el sector del petróleo y gas se agravaron y las perspectivas de crecimiento mundial empezaron a inclinarse a la baja, afloraron los temores de que Texas podría estar en riesgo de caer en recesión. De hecho, los indicadores adelantados, como las demandas iniciales de desempleo en Texas, han subido 18.6% desde los niveles más bajos post-crisis registrados en octubre de 2014, y divergen de la tendencia de EEUU, que está cerca de 2 mil menos.

Antes de que los precios del petróleo tocaran fondo el año pasado, identificamos los principales riesgos a los que Texas tendría que enfrentarse en diversos escenarios de oferta y demanda de los precios del petróleo.¹ Desde entonces, el crecimiento mundial se ha quedado por detrás de las expectativas, debilitando así las condiciones del lado de la demanda en el mercado del petróleo, mientras que la competencia entre los principales productores y la discrepante geopolítica ha conducido a un aumento de la producción, dando como resultado un crecimiento sin precedentes en los inventarios. Estas condiciones suponen que el crecimiento de Texas sería ~5 pp más bajo en 2015 y 2016.

Sin embargo, los interrogantes más amplios y más apremiantes son hasta qué punto el aumento de la incertidumbre global y los cambios en los fundamentos de crecimiento mundiales (transición de China a una economía más basada en el consumo, normalización de la política de la Reserva Federal y exceso de deuda en los mercados emergentes) debilitan las perspectivas de Texas; en conjunto, estos factores han conducido a una persistente apreciación del

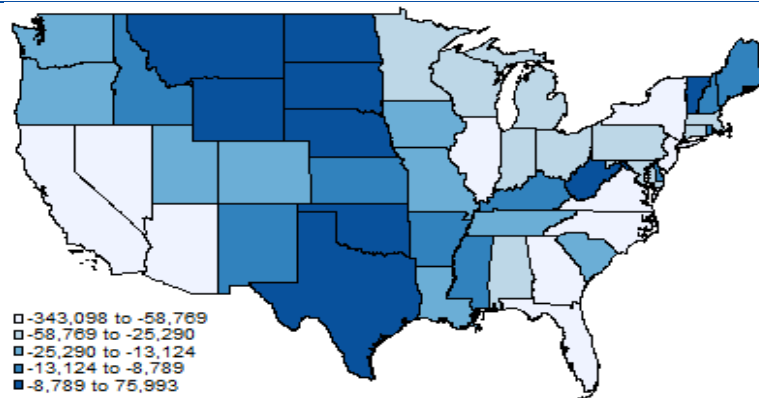
¹ <https://www.bbvaesearch.com/publicaciones/la-vuelta-de-las-viejas-ataduras-un-analisis-mas-detallado-de-los-riesgos-a-los-que-se-enfrentara-texas-si-se-desploman-los-precios-del-petroleo/>

dólar, que ha erosionado la competitividad de los productos de Texas, especialmente en el sector comerciable. De igual modo, la fortaleza del dólar y el menor crecimiento mundial ha pesado y seguirá pesando en el crecimiento de EEUU. Sin embargo, desde la década de 1970 no ha habido ningún periodo en que Texas haya sido más independiente que desde 2008.²

En última instancia, a pesar de estos obstáculos, mantenemos las expectativas de que Texas evitará la recesión en 2015, volviendo de forma gradual a la tendencia de crecimiento a largo plazo en 2017. Hay tres factores que respaldan estas perspectivas. En primer lugar, la discordancia temporal del impacto de la apreciación del dólar y la lánguida desaceleración del sector minero es un factor importante en nuestras perspectivas positivas a mediano plazo. Si estos choques se produjeran simultáneamente habría más probabilidades de que Texas entrara en recesión: crecimiento anual negativo. Además, el impacto de la apreciación del dólar también es probable que desaparezca a medida que dicha apreciación se desacelere, lo que reducirá las presiones en el sector manufacturero. En segundo lugar, la estructura del sector del petróleo y gas ha evolucionado y es ahora más flexible e innovadora, lo que reduce las probabilidades de que se prolonguen las dificultades. De igual modo, la dependencia de Texas de la producción de petróleo para su crecimiento económico, aunque aumentó durante el reciente auge del esquisto, se mantiene muy por debajo de los máximos anteriores. En tercer lugar, los riesgos sistémicos subyacentes para el sector financiero derivados de las presiones sobre la calidad crediticia en el sector del petróleo y gas son menos agudos y están menos concentrados regionalmente, como resultado de un menor apetito de riesgo en el periodo post-crisis y de un entorno de créditos más cauto.

Mapa 1

Brecha de producción (millones, 2009, \$)



Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

En última instancia, los factores a corto plazo relacionados con el precio actual de las materias primas y los ciclos de crecimiento mundial desaparecerán, llevando de nuevo al primer plano el verdadero valor de Texas como líder mundial en crecimiento e innovación.

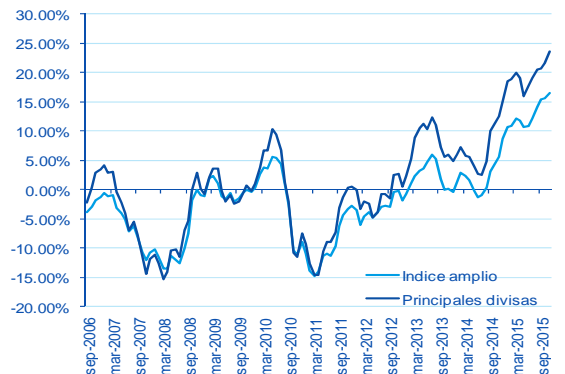
Texas no es inmune a la apreciación del dólar

Un dólar históricamente apreciado, impulsado por la desaceleración del superciclo chino, por el descenso del crecimiento mundial y por la postura moderada del BCE ha agravado las dificultades generadas por los bajos precios del petróleo, lo que ha hecho bajar las exportaciones tanto de productos manufacturados como de productos no manufacturados en Texas. Hasta la fecha, la magnitud de la apreciación ha sido asombrosa. En términos reales, el dólar estadounidense se ha apreciado 20.5% con respecto a las principales divisas y 14.1% con respecto a un índice de divisas más amplio. Es la apreciación más rápida que se ha producido en más de 18 años. Además, la fuerte

² Los resultados se basan en regresiones restringidas, que miden el impacto que la tendencia y el ciclo de crecimiento de EEUU tiene en Texas. Se incluyeron controles para las fluctuaciones del precio del petróleo, tasas de interés y precios de las viviendas. Curiosamente, durante el periodo actual (2008-presente), las tasas de interés y los precios del petróleo están teniendo el impacto más importante y más grande en el crecimiento de Texas (1977-presente).

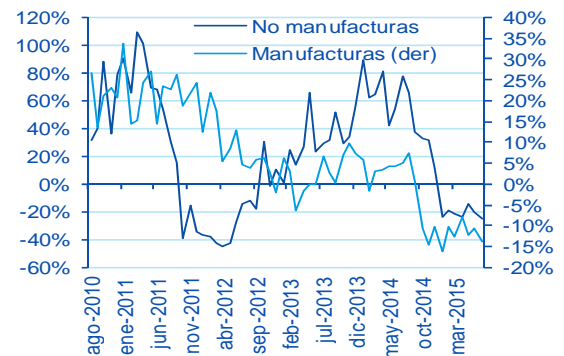
apreciación empuja a ambos índices a los niveles máximos en una década. No obstante, una caída pronunciada del déficit del petróleo como porcentaje del balance total ha debilitado el vínculo entre precios del petróleo y tipos de cambio, lo que implica que la demanda mundial y las políticas monetarias divergentes son las que impulsan la apreciación.

Gráfica 2
Tipos de cambio reales (% anual)



Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

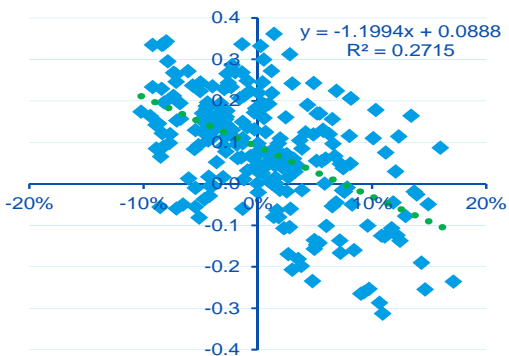
Gráfica 3
Exportaciones de Texas (% anual)



Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

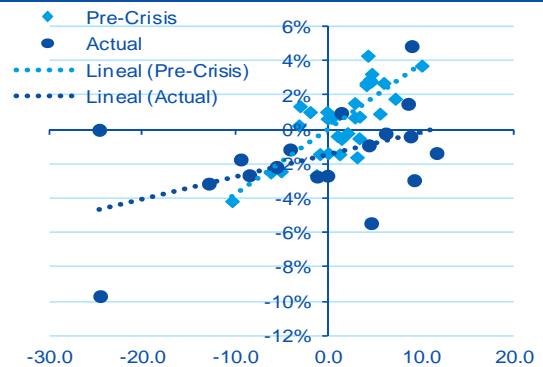
En general, el crecimiento mundial y los tipos de cambio tienen un impacto limitado en el crecimiento general y en el empleo de Texas. De hecho, ni el crecimiento mundial ni los tipos de cambio afectan significativamente al empleo ni al crecimiento del estado. Además, esta relación se mantiene en el periodo post-crisis, lo que pone de manifiesto la diversidad de sectores de Texas. Sin embargo, los sectores sensibles a las exportaciones y el empleo manufacturero sí han acusado el impacto de un crecimiento mundial más lento y de un dólar apreciado.

Gráfica 4
Influencia general del Tipo de cambio y Exportaciones manufacturadas de Texas (% anual)



Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

Gráfica 5
Déficit por cuenta corriente del petróleo de EEUU y precios del petróleo (variación, variación %)



Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

En promedio, un incremento de uno por ciento en el tipo de cambio del índice amplio nominal se asocia con una reducción del dos por ciento en las exportaciones de productos manufacturados de Texas. Esto implica que las exportaciones de productos manufacturados, que suponen una cuota significativa de las exportaciones totales, probablemente seguirán cayendo en el 2S15, para volver a territorio positivo en 2016. Aunque los productos no manufacturados solo componen ~10% del total de los productos exportados, son más sensibles a los tipos de cambio de EEUU y han bajado 25% desde mediados de 2014; esto es comparable a una caída anual de 13.8% en los productos manufacturados. En total, las exportaciones de Texas son 1 mil millones de dólares más bajas que a finales de 2014.

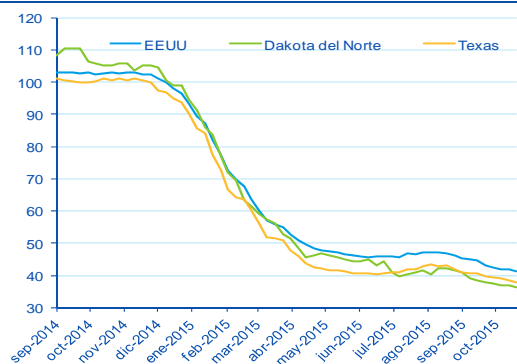
El retroceso de las exportaciones perjudica las perspectivas del mercado de trabajo para el sector manufacturero de Texas. Antes de la fuerte apreciación del dólar en el 2S14, dicho sector sumó en Texas 80 mil empleos o ~10% de todos los empleos que se añadieron en el sector manufacturero de EEUU. En conjunto, en 2015, el sector manufacturero ha perdido cerca del 50% de todos los empleos añadidos en el periodo post-crisis (36,100 puestos). El grueso de las pérdidas se ha producido en las dos MSA más importantes, Houston (11,700) y Dallas (6,400). El empleo en sectores manufactureros sensibles a las exportaciones, como la producción de petróleo y carbón, la producción de maquinaria y equipos de transporte manufacturados han caído 5.6% anual debido a la gran caída de los volúmenes de exportación de Texas denominados en dólares. No obstante, históricamente los movimientos de los tipos de cambio explican ~30% de la variación de los cambios del empleo en estas categorías: el mayor impacto se produce 6 meses después del choque inicial en los tipos de cambio.

Las dificultades del sector manufacturero también se pueden atribuir a la reducida inversión en productos manufacturados utilizados en la extracción tradicional y no convencional. De hecho, los precios del petróleo explican un cuarto de la contracción adicional de estos sectores sensibles al tipo de cambio. El sector manufacturero de Texas se ha beneficiado enormemente de la revolución del esquisto basada en la tecnología, pues el sector sobrepasó el comercio mayorista y los servicios profesionales técnicos y científicos para convertirse en el 4º sector más productivo de Texas y la tercera fuerza laboral manufacturera más productiva del país. Durante este periodo, la productividad de los trabajadores del sector manufacturero subió 12% en un momento en que la productividad del trabajo, del capital y la productividad multifactorial de EEUU están desacelerándose.

En términos menos explícitos, Texas sigue siendo susceptible a las fluctuaciones del precio del petróleo

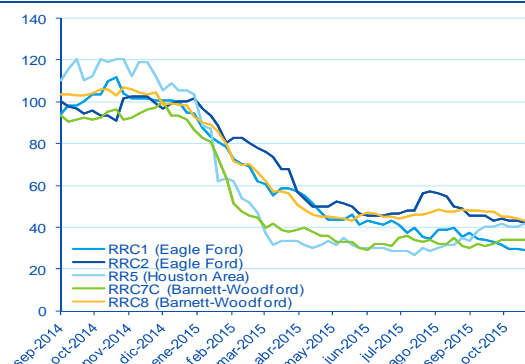
Es imposible evaluar las perspectivas de Texas sin entender las consecuencias que la caída de los precios del petróleo ha tenido para el sector del petróleo y gas, que tiende hacia la preeminencia mostrada antes de la década de 1980. De hecho, en la década de 1990, la producción de crudo representaba entre el 1 y el 4% del crecimiento del PIB real en términos anuales. Sin embargo, en 2014, la producción de petróleo representaba 6.1%, con un aumento respecto del 2.6% de 2009. Además, en cuanto a las aportaciones a la fuerza de trabajo, el sector de la minería representaba casi el 10% de los empleos creados desde 2010, mientras que en la década de 1990, el sector de la minería se estaba contrayendo a una tasa anual del dos por ciento.³

Gráfica 6
Número de pozos activos (índice, julio 2014=100)



Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

Gráfica 7
Número de pozos activos en Texas (índice, julio 2014=100)



Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

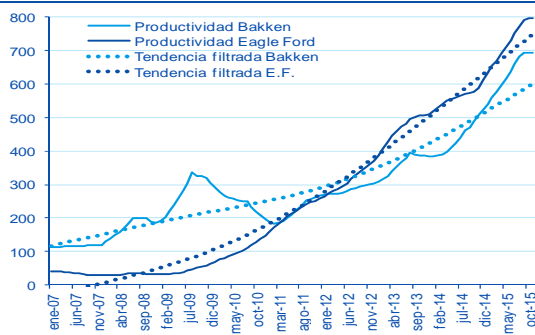
³ Para efectos de este análisis nos centraremos principalmente en la producción y la actividad petrolera, ya que la producción de gas natural en términos de dólares representa menos de dos décimas del uno por ciento de la producción económica de Texas.

La creciente incertidumbre y las perspectivas de precios bajos ya están afectando a la actividad de exploración y extracción. Sin embargo, el cambio hacia un modelo más eficiente de los proyectos existentes ha llevado a una divergencia entre la actividad de la extracción y la producción. El año pasado identificamos prácticamente una relación uno a uno entre los precios del petróleo y la actividad de los pozos.⁴ Dicha actividad, que es un buen indicador de la actividad en el sector del petróleo y gas, también ha mostrado que funciona con uno y dos trimestres de retraso con respecto a las variaciones de los precios. En línea con nuestras expectativas, la caída observada de ~50-60% en los precios del West Texas Intermediate (WTI) se ha traducido en una caída igualmente importante del número de pozos activos en Texas. De hecho, hasta abril de 2015, el número de pozos activos en Texas cayó 54%, mientras que la actividad en EEUU y en Dakota del Norte cayó 50% y 56%, respectivamente. Esta caída de la actividad es bastante uniforme en todas las formaciones de esquisto y en las áreas de extracción terrestres (excepto Alaska).

Hasta la fecha, la caída de la actividad de los pozos solo ha tenido un impacto mínimo en la producción, pues la producción no convencional (horizontal y esquisto) del petróleo ha cambiado la función de producción de la extracción en EEUU. La perforación multipad, las tasas de finalización más rápidas, las altas tasas de éxito de las tecnologías de extracción, los incentivos financieros de las coberturas que vencen y los incentivos para impulsar los flujos de efectivo han contribuido a aumentar la productividad a corto plazo. De hecho, estos factores combinados incrementaron la producción en 274 mil bpd en EEUU y 145 mil bpd en Texas, por lo que ambas producciones llegaron a niveles máximos de 9.6 millones de bpd y 4 millones de bpd en junio y julio, respectivamente.

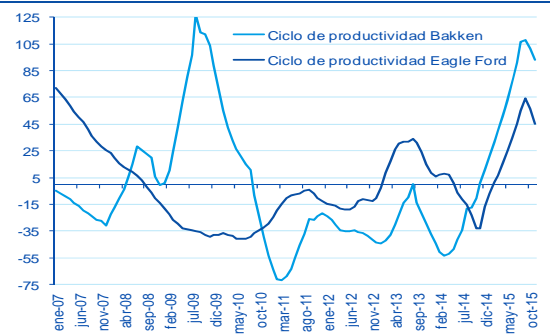
Desde los niveles de producción máximos de este verano, la producción general se mantiene en niveles históricamente altos en Texas y solo un poco por debajo del máximo anterior de EEUU registrado en la década de 1970 (9.6 millones de bpd frente a 9.2 millones de bpd). Esta tendencia es consistente con nuestra visión de que los niveles de producción seguirán siendo sólidos de corto a mediano plazo.⁵ Sin embargo, gran parte del sector se enfrentará a crecientes presiones financieras y tecnológicas derivadas del vencimiento de las coberturas existentes, que representaban el 15% de los ingresos del 1T15, 3.7 mil millones de dólares. Asimismo, el exceso de capacidad existente probablemente se agotará con la nueva caída de la actividad de exploración.⁶ La descomposición de la productividad en su tendencia (cambio tecnológico en la extracción de las formaciones de esquisto) y ciclo muestra que el impulso anterior para aumentar la productividad podría estar desvaneciéndose. De hecho, la productividad subyacente del componente del ciclo observado, calculado aplicando un filtro de Hodrick-Prescott (HP) muestra que esa expansión cíclica se está desacelerando, mientras que la tendencia subyacente sigue aumentando. Esto implica riesgos a la baja para la producción de cara al futuro, pues la producción del 4T15 registra una media de 200 mil barriles menos al día que en el 3T15.

Gráfica 8
Productividad de las cuencas de esquisto (bpd por pozo)



Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

Gráfica 9
Ciclo de productividad del esquisto (bpd por pozo nuevo)



Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

⁴ <https://www.bbvarresearch.com/publicaciones/la-vuelta-de-las-viejas-ataduras-un-analisis-mas-detallado-de-los-riesgos-a-los-que-se-enfrentara-texas-si-se-desploman-los-precios-del-petroleo/>

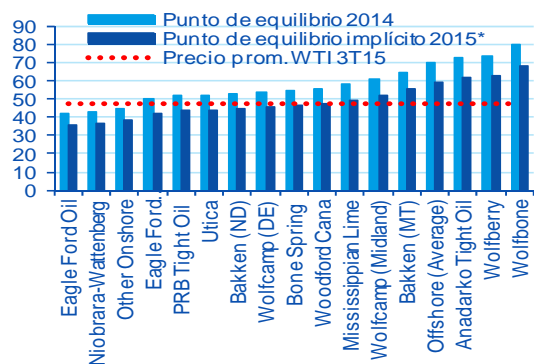
⁵ <https://www.bbvarresearch.com/publicaciones/la-dinamica-de-la-produccion-de-crudo-en-eeuu/>

⁶ <http://www.bloomberg.com/news/articles/2015-07-01/shale-driller-losing-their-insurance-against-price-drops>

A pesar del riesgo a la baja para la exploración debido a los niveles de precios actuales, es importante destacar la naturaleza dinámica de los precios de equilibrio y el hecho de que las presiones en el conjunto del sector sobre los proveedores de servicios así como el costo más bajo de los insumos energéticos y otras materias primas dará como resultado reducciones generalizadas de los precios de equilibrio. Por ejemplo, algunas estimaciones indican que el recorte de los costos en todo el sector ha dado como resultado una reducción de cerca de 20 \$/barril en los umbrales de rentabilidad de los flujos de efectivo.⁷ Suponiendo un ahorro de costos más modesto del 15% y basándonos en los precios de equilibrio de 2014, los pozos en Eagle Ford, Niobrara, las perforaciones terrestres convencionales, el petróleo de formaciones compactas de PRB, Utica y la formación Bakken en Dakota del Norte seguirán siendo rentables a precios medios del 3T15, 47.2 \$/barril. Sin embargo, la reducción del tiempo hasta la terminación de los pozos y la amortización más rápida podrían dar lugar a un retroceso (volatilidad) más fuerte en la inversión y exploración de yacimientos de esquisto y petróleo de formaciones compactas.⁸

Gráfica 10

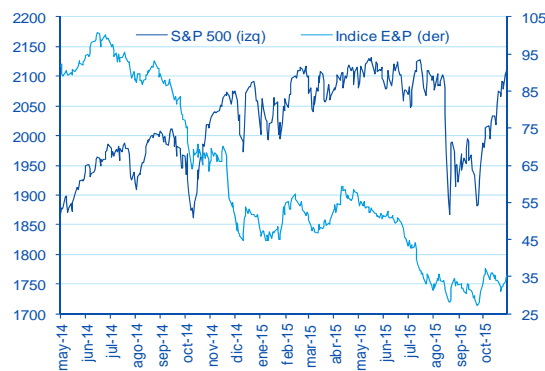
Precios de equilibrio para los principales yacimientos de esquisto



Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

Gráfica 11

Índices de renta variable S&P 500 y E&P



Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

Además, algunas estimaciones indican que más de 1.5 billones de dólares en proyectos actuales no son rentables a los precios actuales y por ello las empresas tendrán que buscar un ahorro adicional más allá de las condiciones renegociadas con los proveedores de servicios, que solo van a compensar la mitad de la reducción del 20-30% que es necesaria en los costos medios de extracción.⁹ El hecho de que muchas de las principales cuencas de Texas son rentables con las medias actuales indica que el estado mantendrá probablemente su ventaja comparativa sobre otros productores nacionales. Sin embargo, debido a que los costos medios de extracción solo están un poco por debajo de las medias trimestrales, y a que a nivel mundial los perforadores de Texas no son competitivos con los productores de Oriente Medio, parece que hay poco margen a la baja para los productores.

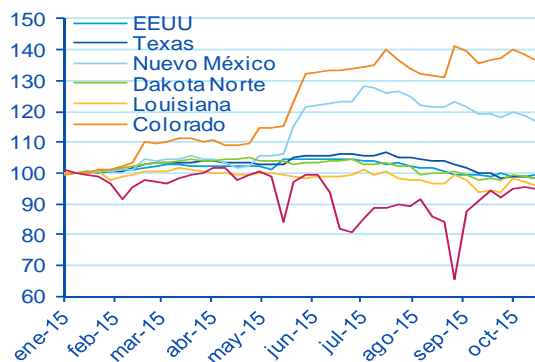
En términos de inversión, la inversión privada real en minería, exploración y pozos ha caído 35.3% desde los máximos actuales en el 4T14. Basándonos en nuestro análisis, la caída de la inversión real se debe tanto a las fluctuaciones de precios como a la incertidumbre de los precios del petróleo. Sin embargo, el índice actual de volatilidad de los precios del crudo a 30 días (OVX), un sólido indicador de la incertidumbre, se mantiene muy por debajo de los máximos anteriores y, por tanto, no es un factor que contribuya de forma importante a la caída actual de los precios (<1%). Suponiendo que los precios del WTI se mantienen cerca de los niveles actuales (en consonancia con nuestro escenario central), la caída de la inversión privada real debería estabilizarse cerca de los niveles de inversión actuales, con unas tasas anuales desestacionalizadas de 85 mil millones de dólares por trimestre, en línea

⁷ http://www.woodmac.com/public/media-centre/12527236?filter_type=all
⁸ <http://www.rystadenergy.com/AboutUs/NewsCenter/Newsletters/UsArchive/us-q1-2015>
⁹ <http://www.woodmac.com/public/media-centre/12529325>

con la media a largo plazo. No obstante, una mayor presión a la baja sobre los precios o una renovada incertidumbre acerca del suministro mundial del petróleo o bien el crecimiento mundial podrían impulsar la inversión a niveles no observados antes de 2008 (escenario alternativo). El hecho de que Texas represente casi el 40% de toda la producción de petróleo de EEUU implica que un porcentaje nada desdeñable del retroceso de la inversión se producirá probablemente en Texas.

Gráfica 12

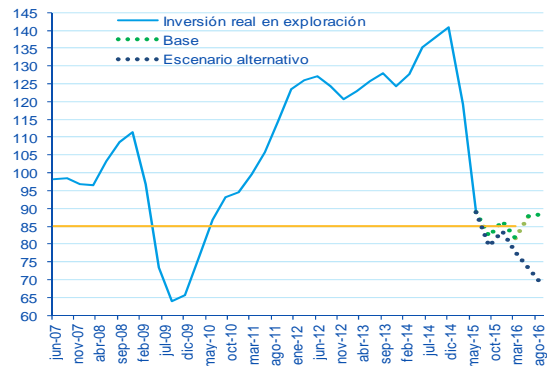
Producción de petróleo por estado (índice, ene-2015=100)



Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

Gráfica 13

Inversión real en exploración/pozos (miles de millones de \$, 2009, variación)



Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

En cuanto a las presiones financieras, las valuaciones de las empresas de exploración y producción (E&P) también han sufrido el entorno de bajos precios del petróleo; las valuaciones de todo el sector han caído 10 pp por debajo de los niveles generales de precios (caída de ~60%). Esto probablemente sustenta las expectativas renovadas de los mercados de reducciones duraderas en la inversión y rentabilidad de las empresas de E&P, pero también pone de relieve la incertidumbre que rodea a los productores de esquisto nacionales.

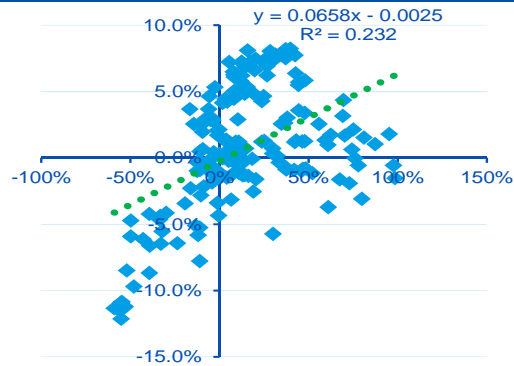
El empleo del sector de la minería también ha sufrido la desaceleración de la actividad de exploración y altos grados de incertidumbre. De hecho, el empleo de la extracción de petróleo y gas y de los servicios de apoyo de la minería se ha contraído en 1,900 y 21,200 empleos, respectivamente, pues el pesimismo renovado de las perspectivas de la demanda mundial y la negativa de la OPEP a recortar la producción ha dado lugar a despidos en las principales empresas de petróleo y gas y a una desaceleración de la inversión de capital prevista y de la actividad de extracción. Nuestras estimaciones indican que la respuesta del empleo de la minería a la actividad de los pozos es de 10 a 3, lo que quiere decir que una caída del 10% en la actividad de perforación de pozos se asocia con una reducción del 3% en el empleo del sector de la minería. Basándonos en nuestras perspectivas de inversión y en la actividad de extracción, prevemos unas pérdidas directas de empleo en el sector minero de 70,000 a 95,000 empleos, de las cuales el 70% se producirán en 2015 (60,000 empleos). Esto implica una caída anual del 20% al cierre de 2015 y una caída anual del 5.9% en 2016.

A la pérdida de cerca de 29,000 empleos en el sector de la minería se suman las caídas y el estancamiento del crecimiento en los sectores manufactureros fuertemente vinculados al sector del petróleo y gas, como la producción de petróleo y carbón, de metales primarios y de productos no metálicos. De cara al futuro, cerca de la mitad de todos los efectos de segundo orden (indirectos e inducidos) se producirá en sectores como la manufactura, los servicios públicos y los transportes.¹⁰ Aunque estos sectores representan una pequeña parte del empleo total de Texas (3.7% del empleo en el sector privado de Texas), el hecho de que tienden a ser sectores de alto valor agregado en los

¹⁰ Manufactura de productos de petróleo y carbón, manufactura de productos de minerales no metálicos, Manufactura de productos químicos, transporte de camiones, transporte de tuberías, Manufactura de productos de metales primarios

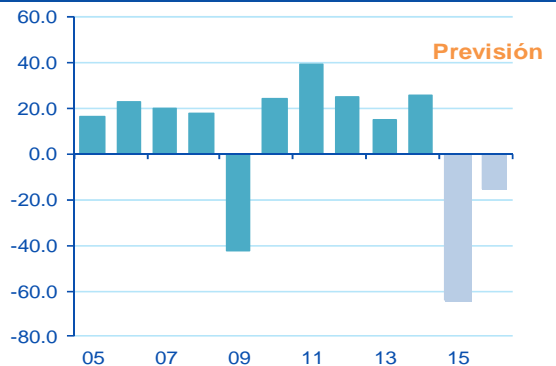
cuales los salarios son más altos, explica la magnitud de los efectos de segundo orden. En estas perspectivas hay puntos luminosos, pues algunos de los impactos serán netamente positivos. Algunos sectores, como los servicios públicos y el transporte, tienen un alto consumo energético y, por tanto, dependen de la energía como insumo para la producción, lo que indica que serán los mayores beneficiarios de la caída de los precios de la energía. De hecho, en el transporte aéreo, el 22.6% de los insumos de una unidad de producción dada se dedican a la energía. En el entorno actual de precios de la energía bajos, el crecimiento y la rentabilidad de estos sectores ayudará a reducir las presiones sobre la inversión en energía y la exploración, y la caída del empleo en la minería en Texas.

Gráfica 14
Precios del petróleo y empleo manufacturero relacionado con la energía* (% anual)



Fuente: BBVA Research

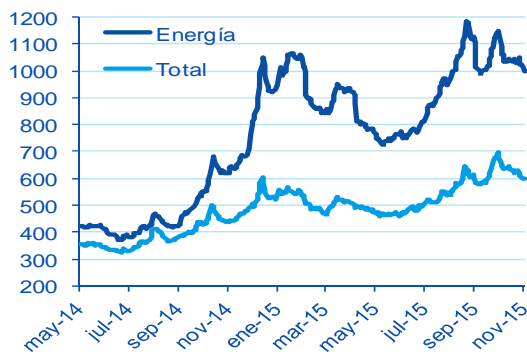
Gráfica 15
Empleo en la minería de Texas (anual, miles)



Fuente: BBVA Research

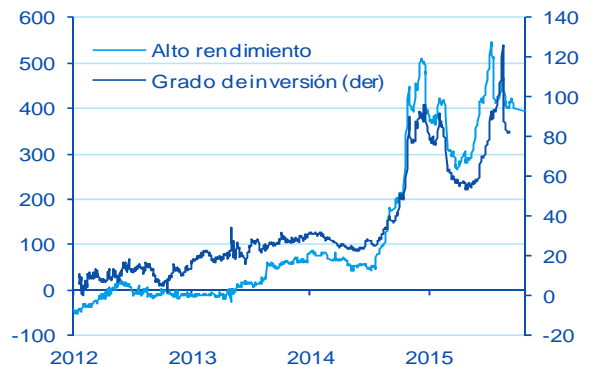
Sector financiero de Texas preparado para ciclo de precios de las materias primas

Gráfica 16
Diferenciales ajustados de las opciones de alto rendimiento (pb)



Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

Gráfica 17
Prima de tasa de interés de las empresas de energía (pb)



Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

En términos de riesgo sistémico para el sector bancario, los resultados de un cuestionario especial de la Encuesta sobre préstamos bancarios de la Junta de la Reserva Federal y el hecho de que el sector financiero de EEUU haya sufrido una transformación estructural en su enfoque del riesgo sistémico parece indicar que los riesgos son manejables. De hecho, el 70.6% de los encuestados dijo que era algo importante o muy importante ajustar las normas de aseguramiento en el sector de la energía y 80.4% dijo que era algo importante o muy importante reducir el tamaño de las líneas de crédito existentes. Además, 82.3% de los encuestados dijo que era algo importante o muy importante reestructurar los

préstamos vigentes; sin embargo, ninguno de los encuestados esperaba que la calidad crediticia se deteriorara sustancialmente y solo el 4% indicó tener entre el 20 y el 30% de sus préstamos en empresas de extracción de petróleo y gas natural.¹¹ Un entorno de crédito más reacio y el impulso de la Reserva Federal para reducir los riesgos sistémicos a través de la regulación reforzarán probablemente la aversión al riesgo posterior a la crisis.¹²

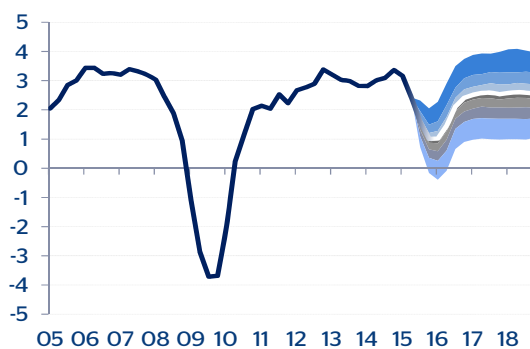
Sin embargo, indicios como las valuaciones más bajas, condiciones de concesión de préstamos más restrictivas y condiciones para tomar préstamos menos favorables, apuntan a que los mercados y los bancos se están preparando para un mayor riesgo crediticio dentro del sector de las E&P. En cuanto a los diferenciales ajustados a las opciones, los costos de deuda de las empresas de energía de alto rendimiento se han incrementado 700 pb desde julio de 2014 y requieren una compensación 400 veces mayor que la media de alto rendimiento. Además, los costos de endeudamiento del grado de inversión también han subido 250% por encima de los niveles de julio de 2014 y requieren de igual modo una compensación de más de 100 pb con respecto a otros productos de grado de inversión. El aumento es espectacular en ambas categorías, teniendo en cuenta que el costo de endeudamiento para el sector de la energía estaba en paridad o incluso por debajo de los costos de endeudamiento del mercado hace menos de dos años.

La economía de Texas está tocada, pero no hundida

Tras evaluar el impacto que ha tenido el petróleo hasta la fecha y las tendencias del sector del petróleo y gas de mediano a largo plazo, mantenemos nuestras perspectivas a mediano plazo de un crecimiento más lento, pero positivo, no una recesión. No obstante, los riesgos obvios a corto plazo para las condiciones económicas son riesgos a mediano plazo para los mercados de trabajo y los precios inmobiliarios, así como para el crecimiento económico general. Tan importante como el impacto directo de los bajos precios del petróleo son las repercusiones más generales para los subsectores de la economía de Texas. Si incorporamos estos factores y la debilidad del sector manufacturero, el ritmo de creación de empleo será de 208,000 a 241,000 empleos menos en 2015 y de 138,000 a 161,000 empleos menos en 2016. Aunque esto representa una proporción importante de las pérdidas de empleo netas, todavía implica un crecimiento de empleo positivo en 2015 y 2016. En concreto, esperamos un crecimiento anual del empleo de 0.2% al cierre de 2015 y de 2.0% al cierre de 2016.

Gráfica 18

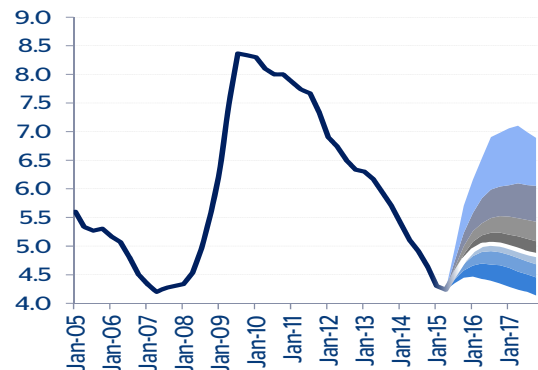
Perspectivas del empleo no agrícola de Texas (% anual)



Fuente: BBVA Research

Gráfica 19

Escenarios de tasa de desempleo en Texas (%)



Fuente: BBVA Research

El efecto de transmisión derivado de un crecimiento más bajo del empleo ejercerá presiones al alza sobre las tasas de desempleo de Texas. En cuanto a la tasa de desempleo, nuestro escenario central prevé tasas medias de 4.3% al cierre de 2015 y de 4.8% en 2016, con riesgo de que la tasa de desempleo suba por encima de 7% en 2016. El

¹¹ <http://www.federalreserve.gov/BoardDocs/snloansurvey/201502/default.htm>

¹² Overheating in Credit Markets: Origins, Measurement, and Policy Responses Remarks by Jeremy C. Stein Board of Governors Federal Reserve System

principal riesgo para el empleo está relacionado con un mayor deterioro en los precios del petróleo o una transición más lenta de los servicios de los yacimientos petrolíferos a otros sectores basados en bienes como la manufactura o la construcción. El hecho de que los precios del petróleo probablemente se mantengan bajos en el futuro previsible y los efectos negativos de un entorno con un dólar más fuerte indican que la transición podría no ser fácil para los trabajadores de media y baja cualificación empleados anteriormente en el sector de la minería. Sin embargo, el riesgo de que las tasas aumenten por encima de 7% es bajo (menos de 5%) y aun así, las tasas de este escenario poco probable estarían 1.2 pp por debajo de las observadas durante la crisis de 2009.

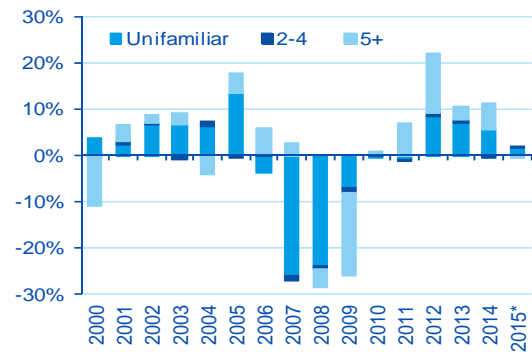
Los efectos compuestos en el lado de la demanda, derivados de mercados de trabajo más débiles y de la incertidumbre del mercado de trabajo, así como las presiones en el lado de la oferta, procedentes de la fuerte actividad de la construcción después de la crisis, respaldan nuestras previsiones de que en el estado se desacelerarán los precios de la vivienda a 4.3% al cierre de 2015 y 1.5% en 2016, en términos anuales. Basándonos en estas perspectivas de un mercado de trabajo más débil, es probable que surjan tres tendencias principales en el sector inmobiliario de Texas. Primero, basándonos en el incremento de las viviendas disponibles, en un flujo mayor de viviendas de segunda mano (viviendas puestas en venta) y en la desaceleración de la actividad de las ventas hasta la fecha, esperamos mayores dificultades para los precios de la vivienda en Texas. Aunque los inventarios siguen por debajo de las medias históricas, ha habido un crecimiento más lento de las ventas de vivienda, lo que se añade a los niveles de inventario existentes. Segundo, basándonos en las más bajas valuaciones de precios de la vivienda y en el aumento de los inventarios, la actividad de la construcción seguirá desacelerándose. De hecho, según las tendencias actuales, los permisos de construcción se mantendrán planos en el año. Se prevé que esta tendencia, que ocurre por primera vez desde 2009, continuará en 2016. Tercero, es probable que el crecimiento de los salarios se desacelere como consecuencia de un porcentaje de pérdida de empleo nada desdeñable en el número de profesionales del sector del petróleo y gas con altas remuneraciones. A medida que suban las tasas de interés con los sucesivos incrementos de la Reserva Federal, es probable que aumenten las tasas hipotecarias, lo que implica menos asequibilidad cuando se combina con salarios más bajos e incide negativamente en las perspectivas de la demanda de vivienda.

Gráfica 20
Escenarios de precios de la vivienda en Texas (% anual)



Fuente: BBVA Research

Gráfica 21
Permisos de construcción en Texas (% anual)

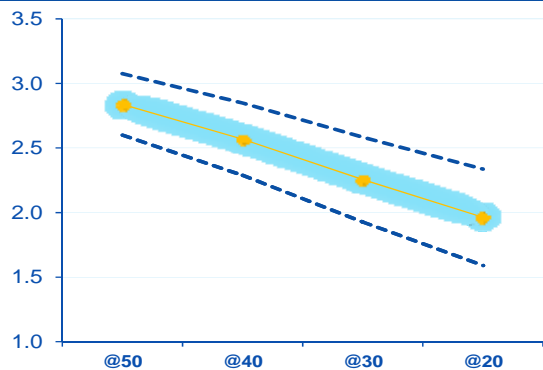


Fuente: BBVA Research

A pesar de que los riesgos se inclinan a la baja, mantenemos las previsiones de nuestro escenario central de un crecimiento de 1.9% en Texas en 2015. Las ganancias de la productividad de los trabajadores en Texas durante la recuperación y el alto crecimiento de la población apoyan nuestras perspectivas de que el crecimiento de Texas repuntará en 2016 y 2017 a 2.9% y 3.8%. En cuanto a los riesgos recesivos con respecto a los precios del petróleo, tendría que haber periodos prolongados en los que los precios del WTI al contado se mantuvieran por debajo de 30 \$/barril y un importante deterioro de la producción manufacturera y de las exportaciones para que Texas estuviera en

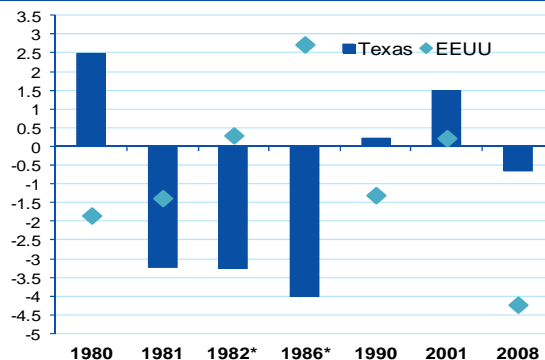
riesgo de crecimiento negativo en 2016. Sin embargo, en nuestro conjunto de riesgos factibles, mantenemos que todavía hay una probabilidad baja de que esto ocurra. El hecho de que Texas refleje con más exactitud el ciclo económico de EEUU en épocas de precios de las materias primas bajos reafirma nuestras expectativas de aterrizaje suave en el estado.

Gráfica 22
Crecimiento de los precios del petróleo
(media 2015-2016)



Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

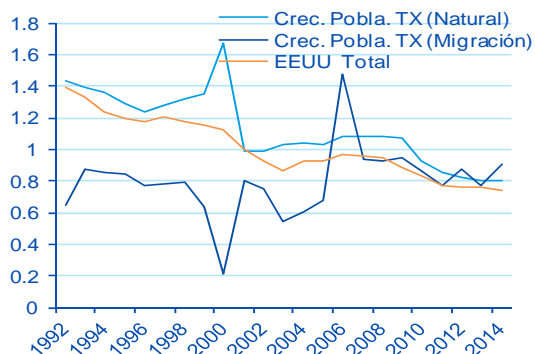
Gráfica 23
Crecimiento del PIB en Texas: materias primas y ciclos de EEUU



Fuente: BBVA Research y Haver Analytics
* Ciclo de materias primas

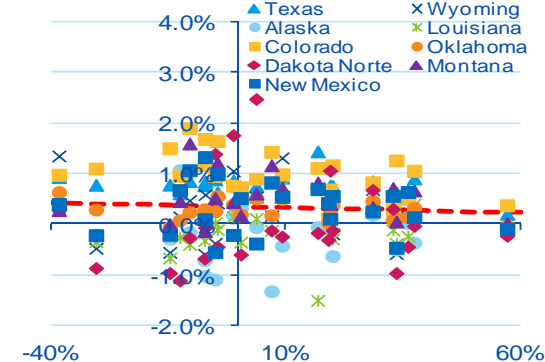
No venda la granja aún

Gráfica 24
Crecimiento de la población (%)



Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

Gráfica 25
Migración interna y precios del petróleo (% anual)



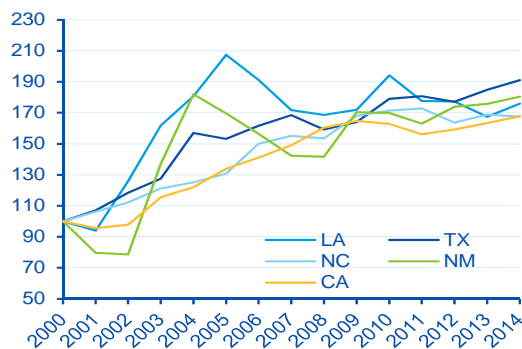
Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

Un factor que no es probable que se añada a los problemas de Texas es una fuerte pérdida de población o una desaceleración importante del crecimiento de la población en un futuro próximo. Desde el año 2000, el crecimiento de la población de Texas ha estado un poco por encima del doble de la media de EEUU, con 40% del crecimiento atribuible a la inmigración neta. Además, desde 1991, parece que ni el crecimiento económico ni los precios del petróleo explican la inmigración neta de los últimos 20 años en Texas ni en ningún otro de los principales estados productores de petróleo. Por otro lado, la población natural, es decir, el crecimiento de la población excluyendo la inmigración, ha sido desde 1991 mayor que el crecimiento de la población total en EEUU. En última instancia, esto indica que incluso si suponemos una inmigración neta prácticamente nula, es probable que el crecimiento de la población general se mantenga, en el peor de los casos, en consonancia con la media de EEUU. En términos de

salidas, desde que se dispone de estadísticas de migración neta (1991), nunca ha habido salidas netas en términos anuales y solo hubo un año en que el crecimiento de la población estuvo por debajo de 100 mil.

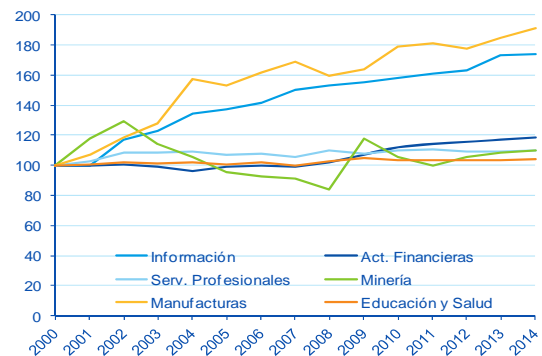
Texas también tiene ventajas estructurales que compensarán las dificultades a corto plazo derivadas del sector del petróleo y gas y del dólar apreciado. En primer lugar, desde una perspectiva demográfica, Texas cuenta con una población y una fuerza laboral más joven que EEUU, con un promedio de edad de 34 y 38 años, respectivamente (EEUU: 37.7 y 40.1). Además, el porcentaje de personas por debajo de los cinco y los dieciocho años es mayor que en EEUU, lo que indica que el siguiente rango en edad de trabajar será más joven que en el conjunto de EEUU. En cuanto a la fertilidad, a diferencia de la mayor parte de EEUU, la tasa total de fertilidad de Texas está cerca de la tasa de reemplazo de las economías desarrolladas (2.1), lo que indica que sin inmigración, el estado mantendría, en el peor de los casos, la población actual.¹³ En un escenario más probable y más optimista, este crecimiento endógeno de la población se verá reforzado por el atractivo de Texas como destino de migración tanto para los inmigrantes nacionales como para los internacionales. El costo de la vida de Texas también sigue siendo favorable en relación con otras importantes áreas metropolitanas (MSA). Basándonos en las tendencias actuales, la población de Texas seguirá creciendo cerca de 1.9% (0.8% atribuido a las ganancias naturales)¹⁴ al año, a diferencia de EEUU, que se prevé que se habrá desacelerado a 0.7% en 2040.

Gráfica 26
Producción real por trabajador por estado (índice, 2000=100)



Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

Gráfica 27
Productividad de la fuerza laboral de Texas (producción real por trabajador, índice, 2000=100)



Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

Texas también sigue ostentando una de las fuerzas de trabajo más dinámicas y con un crecimiento más rápido, y una gran combinación de capital y mano de obra. En términos de productividad de los trabajadores, Texas ocupa el 8º puesto de producción real por trabajador (127,000 dólares por trabajador en 2009), desde 2000, la producción real por trabajador ha crecido al tercer ritmo más rápido del país. Además, en un sector que ha luchado por ganar competitividad a nivel mundial, Texas cuenta con el 2º sector manufacturero más productivo, medido en términos de productividad de los trabajadores. No solo los trabajadores del sector manufacturero de Texas se clasifican favorablemente en términos de producción por trabajador, Texas también experimentó la 4ª mayor aportación de la productividad total de los factores después de la crisis.¹⁵ Por último, un entorno regulatorio y fiscal favorable seguirá atrayendo la inversión al estado.

Sería ingenuo sugerir que Texas estaría mejor sin un sector de petróleo y gas fuerte, pero hay claras ventajas estructurales que aislarían al estado de un colapso catastrófico. Sin embargo, las tendencias del sector del petróleo y gas a largo plazo parecen indicar que la vuelta de Texas a la preeminencia de la producción de petróleo continuará en

¹³ http://www.cdc.gov/nchs/data/nvsr/nvsr64/nvsr64_01.pdf

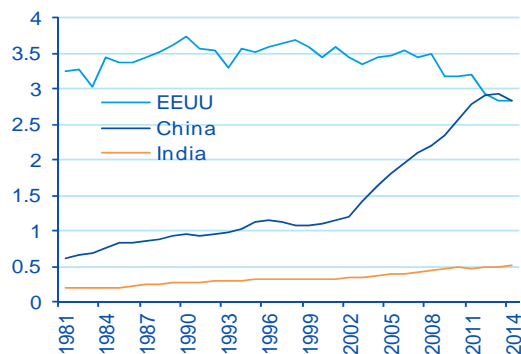
¹⁴ <http://osd.texas.gov/Data/TPEPP/Projections/>

¹⁵ <https://www.bbva.com/publicaciones/eeuu-desaceleracion-de-la-productividad-pruebas-de-los-datos-de-eeuu-a-nivel-estatal/>

el siglo XXI. Esto indica que el sector del petróleo y gas seguirá siendo un aspecto vital de la economía de Texas, con riesgos inclinados al alza. La situación no estará exenta de retos, pues la fracturación hidráulica (*fracking*) ha alterado las condiciones del mercado en el lado de la demanda, mientras que probablemente la transición a un entorno en que la mayoría del consumo de petróleo venga de las economías en desarrollo avanzará con lentitud y estará sujeta a ciclos de consumo más volátiles.

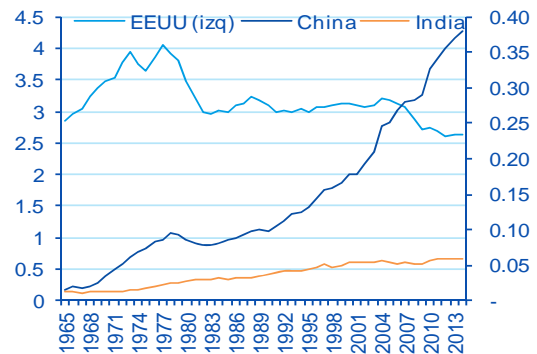
Los riesgos para el sector del petróleo y gas derivados de la transición de China de una economía en rápida industrialización y orientada a las exportaciones a una economía basada en el consumo también parece mal enfocada, pues la transición del superciclo planteará probablemente un riesgo mayor para las materias primas basadas en productos no derivados del petróleo. De hecho, aunque el consumo de petróleo per cápita de China ha crecido 6.1% al año desde 2000, el consumo per cápita es 1/7 del tamaño del consumo per cápita en EEUU. Sin embargo, en el caso del carbón, el incremento de 7.6% per cápita en el consumo de carbón ha puesto esa medida en línea con los niveles de consumo per cápita de EEUU, lo que apunta a una tendencia al alza limitada para el consumo de carbón. Además, el constante aumento del tamaño y del poder adquisitivo de la clase media de China coincidirá probablemente con el incremento de la demanda de automóviles, de los cuales un porcentaje no trivial requerirá productos derivados del petróleo como combustible.

Gráfica 28
Consumo de carbón per cápita (TEP por millón de residentes)



Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

Gráfica 29
Consumo de petróleo per cápita (TEP por millón de residentes)



Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

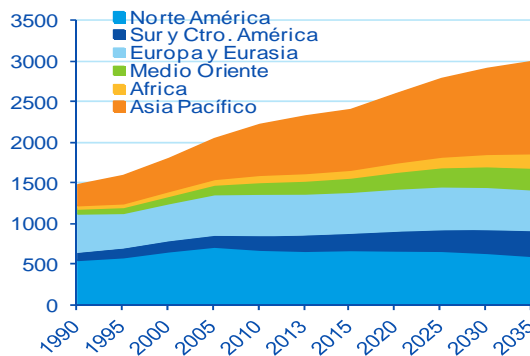
Por otra parte, la transición de la India hacia una economía industrializada, apoyada por el fuerte crecimiento de la población y por la creciente clase media, también contrarrestará la desaceleración de la demanda general y de la demanda por unidad en las economías desarrolladas. Este proceso probablemente acelerará la nivelación en ambas categorías. El petróleo se ajustará más tarde en el superciclo. En términos de combinación de demanda, las estimaciones indican que en 2035 el petróleo todavía cubrirá un creciente porcentaje de la demanda de transporte a nivel mundial: 89%, un incremento con respecto al ~ 75% de hoy en día. Aunque hay riesgos de que se produzca una transición más rápida al transporte basado en energías renovables, parece que la transición a este modelo será lenta, pues se cree que el transporte basado en energías renovables representará menos del 4% del transporte total.¹⁶

Los mayores esfuerzos por reducir el CO2 y las emisiones de gases de efecto invernadero o los avances en las tecnologías de baterías que reducen los costos relativos de los vehículos de pasajeros propulsados por electricidad tienen el potencial de alterar considerablemente la demanda de petróleo. Aunque se han hecho avances significativos en las tecnologías de baterías y combustibles alternativos, la transición a un modelo de transporte basado en energías renovables avanzará probablemente a un ritmo lento, lo que permitirá una transición gradual en los

¹⁶ <http://www.bp.com/en/global/corporate/energy-economics/energy-outlook-2035.html>

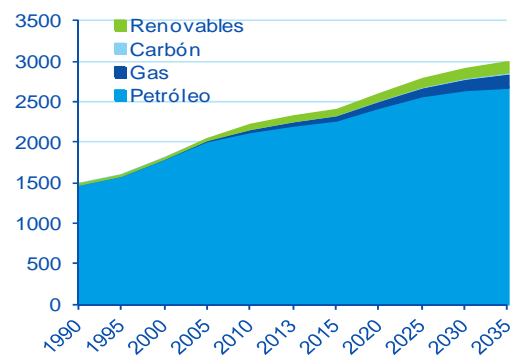
mercados. De hecho, los estudios de la EIA han llegado a la conclusión de que, aparte de los bajos precios de la gasolina, hay otras tendencias, como la fortaleza del mercado de trabajo, el crecimiento de los salarios y el aumento de las ventas de vehículos de alto consumo, que explican las cifras de la demanda agregada de millas recorridas por vehículo. Esto indica que una economía más sólida en EEUU fomentará el modelo actual de transporte basado en el petróleo.¹⁷ En cuanto a la sensibilidad de los consumidores al precio y el impacto de los precios de la gasolina bajos, la venta de camionetas ha supuesto más del 120% del reciente crecimiento de las ventas de vehículos (1.2 millones en total), lo que indica que el hecho de que los precios de la gasolina sean bajos altera la demanda de vehículos de bajo consumo de combustible.

Gráfica 30
Consumo de insumos de transporte (millones TEP)



Fuente: BBVA Research y BP

Gráfica 31
Insumos de transporte (millones TEP)



Fuente: BBVA Research, Haver Analytics y BP

La naturaleza efímera de la regulación hace difíciles las predicciones a largo plazo; sin embargo, los esfuerzos actuales de Washington parecen centrarse en las emisiones de los gases de efecto invernadero que se producen en la generación de energía eléctrica, en los que los productos derivados del petróleo solo representan un pequeño porcentaje. Esto indica que en un horizonte de 10 años hay un riesgo limitado de que se produzca un cambio brusco en la política sobre las emisiones del petróleo. Aun así, la energía solar está en auge en Texas y en 2029 se prevé que en Texas se instalará una capacidad para generar entre 10,000 y 12,500 MW. Esto indica que Texas podría ser un líder mundial en inversión y tecnología de energías renovables a pesar de que hay menos incentivos y mandatos que en otros estados de EEUU.¹⁸

En cuanto a la estructura futura del suministro de petróleo mundial, no es probable que los factores idiosincráticos y las interrupciones de la oferta tengan un impacto duradero en el suministro de petróleo. Por ejemplo, las sanciones económicas estadounidenses y europeas impuestas sobre Irán redujeron el suministro de petróleo en cerca de un millón de bpd entre 2011 y 2012 (920,000 bpd). Del mismo modo, la guerra civil en Libia, décadas de conflicto en Irak y la incertidumbre geopolítica en Egipto han tenido efectos a corto y a mediano plazo sobre el suministro mundial. Sin embargo, estos trastornos han disminuido en intensidad a lo largo del tiempo y rara vez tienen un impacto permanente en los mercados. De hecho, la OPEP, que es el productor dominante que regula la producción y el que fija los precios, tiene que competir ahora con Rusia, que lucha contra las sanciones económicas y el débil crecimiento económico y con EEUU, que ha experimentado lo que parece ser un cambio permanente en la oferta de petróleo.

Aunque las expectativas de producción norteamericanas se debiliten a corto plazo, el aumento de la producción de esquisto en EEUU, el crecimiento de los yacimientos en aguas profundas y las arenas petrolíferas deberían actuar como un estabilizador adicional del mercado si la OPEP sigue protegiendo la cuota de mercado en vez de reducir las

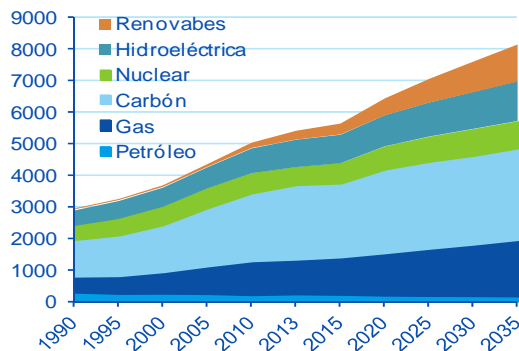
¹⁷ <http://www.eia.gov/todayinenergy/detail.cfm?id=22932>

¹⁸ <https://www.bbva.com/publicaciones/eeuu-perspectivas-brillantes-para-la-energia-solar/>

presiones de la oferta. Algunas estimaciones indican que en 2035 la producción norteamericana supondrá el 24% del suministro mundial, en comparación con el 19% en 2013. Por tanto, el mayor interrogante de los productores de petróleo de EEUU es si la tecnología de extracción del esquisto ofrece ventajas competitivas sobre otros métodos de extracción y si la tecnología y la inversión pueden aguantar un entorno permanente de precios del petróleo bajos.

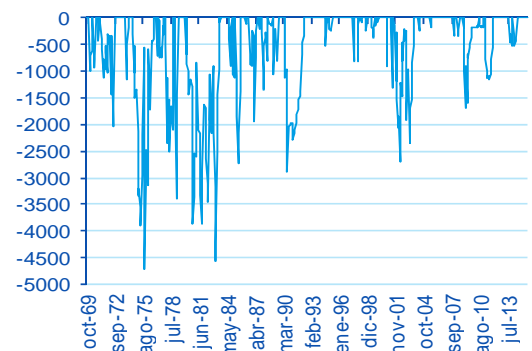
Si la tecnología de extracción de las formaciones de esquisto tiene un impacto permanente en la dinámica de la producción mundial, no es muy probable que los suministros globales se fijen a largo plazo (sean inelásticos). Además, un modelo de producción más flexible indica que una parte cada vez mayor de la producción podría venir de la extracción tradicional y no tradicional de Estados Unidos. Por tanto, hay una elevada probabilidad de que el sector del petróleo y gas de Texas experimente un repunte.¹⁹ De hecho, la productividad del esquisto se ha incrementado 18.9% al año en los yacimientos más prolíficos de Eagle Ford desde 2010, lo que ha culminado con un incremento adicional de la producción de 527 bpd por pozo. Este aumento de la productividad apoya las previsiones de que una creciente proporción del suministro mundial de petróleo proceda de EEUU y Texas. Además de las ganancias de la productividad asociadas con la perforación de varios pozos dentro de un yacimiento (la perforación multipad), la amortización de los pozos de esquisto es más corta y se inclina hacia un modelo de costos variables, lo que indica que la producción puede ajustarse rápidamente a la volatilidad de los precios, a diferencia de otros métodos que requieren una inversión más abultada, como los yacimientos de arena y de aguas profundas.

Gráfica 32
Generación eléctrica por insumos (millones TEP)



Fuente: BBVA Research y BP

Gráfica 33
Sorpresas negativas en el lado de la oferta (diferencia miles bpd a partir de la tendencia HP)



Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

Este modelo es más similar al de la manufactura tradicional, lo que implica una inversión y un entorno de producción más volátiles.²⁰ El financiamiento de este segmento del sector del petróleo y gas de Texas requerirá un nuevo modelo que pueda absorber la volatilidad a corto plazo y adaptarse a las necesidades de los clientes para un financiamiento basado en el proyecto y menos colateralizada. Además, como estos proyectos tienden a estar operados por productores independientes que carecen de flujos de ingresos constantes, requerirán productos no tradicionales, en especial a medida que las tasas de interés empiecen a subir.

En lo que se refiere al potencial más allá de las fronteras de EEUU, hay potencial para que se produzcan aumentos económicos adicionales derivados de las exportaciones de bienes y servicios relacionados con la extracción del petróleo de esquisto. A medida que cada vez más países traten de explotar sus propias reservas de petróleo de esquisto, habrá una importante oportunidad para exportar la tecnología física y el capital humano necesarios para desarrollar los yacimientos de esquisto. Texas no solo tiene una ventaja inicial en cuanto a conocimientos debido a que la tecnología se ha desarrollado dentro del estado, sino que también alberga al 52.3% de los empleados de

¹⁹ <http://www.bp.com/content/dam/bp/pdf/speeches/2015/new-economics-of-oil-spencer-dale.pdf>

²⁰ <http://www.bp.com/content/dam/bp/pdf/speeches/2015/new-economics-of-oil-spencer-dale.pdf>

exploración de petróleo y gas de EEUU y una creciente proporción de los servicios de apoyo a la minería (48%), lo que supone un incremento de 15 pp desde 1990. En última instancia, esto tiene el potencial de moderar la volatilidad de los ciclos económicos de Texas que podrían surgir con respecto a unos ciclos de extracción del esquisto más volátiles. Además, el grueso de la innovación y las competencias relacionadas con la producción manufacturera de equipos de extracción del petróleo de esquisto probablemente tendrán que ser importadas por los países que traten de desarrollar sus propios yacimientos de esquisto, lo que se suma al potencial de exportaciones a largo plazo de Texas y sus principales puertos.

Conclusión

Los datos actuales indican que Texas está notando el impacto de los bajos precios del petróleo. Ahora los riesgos se inclinan a la baja, pues el dólar históricamente apreciado, impulsado por la desaceleración del superciclo chino, el descenso del crecimiento global en los mercados emergentes y la flexibilidad del BCE, ha agravado las dificultades de la economía de Texas. Aunque el estado tiene mayor diversidad y depende menos del petróleo para el crecimiento económico, el sector se ha hecho más relevante en los últimos 5 años. Sin embargo, dicho sector ha experimentado una transformación con la extracción del petróleo de esquisto, que ofrece una función de producción menos desigual, amortizaciones más rápidas y flexibilidad para responder a los ciclos económicos y a las fluctuaciones de los precios de las materias primas. Además, en cuanto al riesgo sistémico para el sector bancario, los resultados de un cuestionario especial de la Encuesta sobre préstamos bancarios de la Junta de la Reserva Federal y los mayores diferenciales de crédito indican que los mercados financieros y los bancos están preparados para el riesgo y la volatilidad. En conjunto, esto respalda nuestras expectativas de que el crecimiento de Texas se situará en 1.9% en 2015 y de que la economía recuperará su potencial en 2017. Mantenemos que tendría que haber periodos prolongados con los precios del WTI al contado por debajo de los 30 \$/barril y un importante deterioro de la producción manufacturera y las exportaciones para que Texas estuviera en riesgo de crecimiento negativo.

A largo plazo, las expectativas de Texas siguen siendo prometedoras. En primer lugar, no es probable que Texas experimente una importante pérdida de población, pues los flujos migratorios han demostrado tener poca relación con las fluctuaciones de los precios del petróleo o con los cambios en el crecimiento a corto plazo. En segundo lugar, Texas también ostenta una de las fuerzas de trabajo más dinámicas y con un crecimiento más rápido y una gran combinación de capital y mano de obra, pues la productividad de los trabajadores se sitúa en el 8º puesto a nivel nacional, y ha subido al tercer puesto en cuanto a tasa más rápida desde 2000. En tercer lugar, el cambio de China hacia una economía basada en el consumo y la industrialización más rápida de la India reafirman las expectativas de un cambio gradual, si bien volátil, en la demanda de los mercados de las economías desarrolladas a las economías en desarrollo. Esto indica que todavía hay margen de crecimiento para las empresas de extracción no convencionales de EEUU. Por último, a medida que cada vez más países traten de desarrollar su propia explotación de los yacimientos de esquisto (México, Argentina, China y Europa), habrá una magnífica oportunidad para exportar el capital físico y humano y la tecnología necesaria para desarrollar dichos yacimientos. En definitiva, los factores a corto plazo desaparecerán inevitablemente, devolviendo al primer plano el verdadero valor de Texas como líder mundial en crecimiento e innovación.

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.