

Análisis Regional

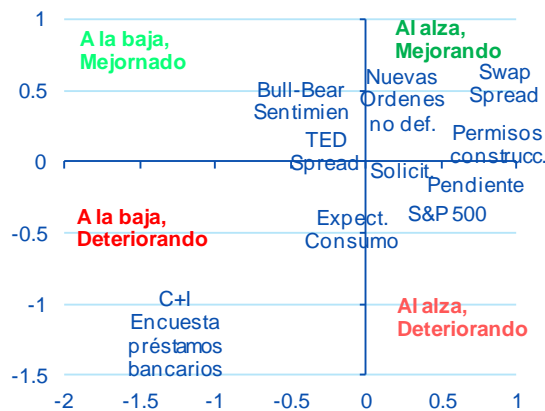
Volver al futuro: el crecimiento de 2016 reflejará el desacoplamiento regional de 1986

Boyd Nash-Stacey

- La caída de los indicadores adelantados probablemente sea un reflejo de los factores externos y de la debilidad regional
- Según una valoración estado por estado, el crecimiento de 2016 seguirá siendo bastante fuerte y presentará características similares a ciclos de materias primas regionales del pasado
- Aunque actualmente solo 14 estados se enfrentan a una probabilidad de recesión de más del 50% y el riesgo agregado de EEUU sigue siendo bajo, el deterioro de los factores externos podría inclinar la balanza
- Del reequilibrio interno surgen oportunidades ajustadas al riesgo en el oeste y el sudeste

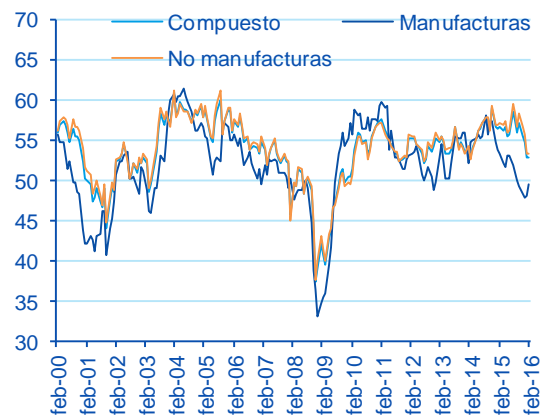
La idea de que EEUU se acercaría a la recesión en 2016 era casi tan impensable como el monopatín volador del clásico de la década de 1980 *Volver al futuro 2*. Sin embargo, gracias al ingenio humano y a que la ciencia imita al arte, el monopatín volador se convirtió en la infame sensación de las fiestas en 2015. Aunque la probabilidad de recesión en EEUU está en su nivel más alto desde la contracción de 2009, según una valoración estado por estado, la probabilidad general sigue siendo baja. La mayoría de los estados se beneficiarán del fortalecimiento de las condiciones internas en determinados sectores, como el sector inmobiliario y el consumo de bienes duraderos, especialmente automóviles. Además, los sectores de transporte no energéticos, junto con los gobiernos estatales y locales, se beneficiarán de las sustanciales reducciones del gasto en energía. El concepto de desacoplamiento regional se refuerza por el hecho de que incluso con el fuerte ciclo de inversión en la exploración de esquisto de EEUU, la actividad del petróleo y gas solo representa un pequeño porcentaje de la economía estadounidense.

Gráfica 1
Indicadores adelantados
(variación t/t en comparación con hace un mes)



Fuente: BBVA Research & Haver Analytics

Gráfica 2
ISM de producción manufacturera y servicios
(<50 = contracción)



Fuente: BBVA Research & Haver Analytics

Sin embargo, las dificultades externas empañaron las perspectivas internas. De hecho, los volúmenes de comercio global, según CBP cayeron 0.4% en enero y en términos de dólares estadounidenses cayeron 12.1% desde enero de 2015. Esto se produce en un momento en que disminuye la confianza en la capacidad de los responsables políticos chinos para dirigir la economía en un periodo marcado por la acumulación de la deuda privada, la volatilidad financiera y la transición de una economía basada en la producción a una economía basada en el consumo. La proporción deuda sobre PIB del sector privado no financiero chino está ahora en el 240%, una cifra 26% superior a los niveles de deuda registrados en EEUU durante el apogeo de la burbuja inmobiliaria.¹ Si los flujos de comercio negativos se intensifican, se reforzará la posibilidad de una recesión mundial.

A pesar del ajuste que se está produciendo en el sector del petróleo y gas y de los riesgos de contagio a otros sectores, la reducción del financiamiento en dólares, el aumento de la inflación y las crecientes presiones fiscales en las economías de los mercados emergentes orientadas a las exportaciones hacen que las preocupaciones por que se produzca una crisis de liquidez estén desapareciendo a nivel nacional. Por ejemplo, los diferenciales corporativos de alto rendimiento para las empresas de energía casi se han multiplicado por tres desde 2014, pero siguen cayendo con respecto a los niveles máximos de febrero de 2016. El apetito general de crédito también ha mejorado, pues los diferenciales sobre las corporaciones con calificaciones de BBB+ y AAA se han moderado. Sin embargo, en los dos últimos trimestres, el número de bancos que están restringiendo las condiciones del crédito C+I ha aumentado y es 7.4% y 8.2% neto más alto. Además del mayor incremento neto en la restricción de las condiciones desde 2009, la demanda de préstamos C+I también ha mostrado una tendencia a la baja.

No obstante, desde el punto de vista regional, los riesgos no varían y se prevé que el crecimiento general seguirá siendo bastante sólido. Sin embargo, como en el ciclo regional de 1986, las perspectivas de EEUU tendrán matices, lo que implica que los estados menos diversificados y más expuestos a la demanda externa y a las materias primas soportarán el peso del ajuste, mientras que otras áreas prosperarán. Estos "importadores netos" cada vez serán más atractivos, tanto desde la perspectiva del crecimiento como desde la perspectiva del riesgo.

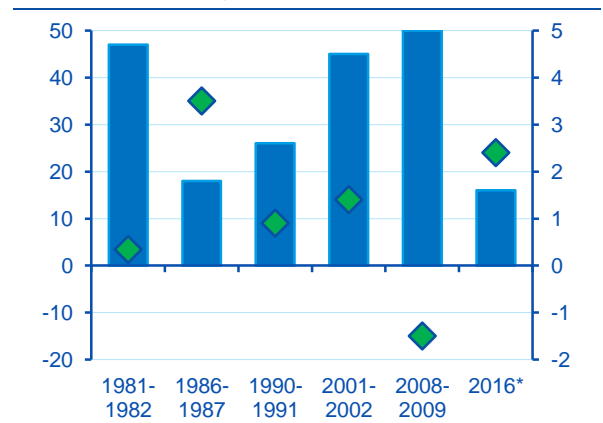
Riesgo de recesión: enfoque por estados

Gráfica 3
Estadísticas de recesión
 (1981-2016 en lo que va de año)

Enfoque Estatal	
# Recesiones	201
Más Recesiones	10 (Virginia Occ)
Menos Recesiones	2 (Alaska)
Dobles Caídas	15
Cuádruples	1 (Virginia Occ)
Más Larga	20 Trim. (Michigan)
2a. Más Larga	14 Trim. (Michigan)

Fuente: BBVA Research

Gráfica 4
Sincronía del ciclo y crecimiento del PIB (nº de edos. en recesión y crec. medio EEUU en 2 años)



Fuente: BBVA Research
 *Proyección basada en el número de estados con probabilidades de recesión superiores al 50%

Para entender mejor el riesgo de recesión agregado de EEUU calculamos las probabilidades independientes de recesión de cada uno de los 50 estados. Ante la falta de una medición disponible y coherente de las recesiones a

¹ <http://www.economist.com/news/finance-and-economics/21693963-china-cannot-escape-economic-reckoning-debt-binge-brings-red-ink-rising>

nivel estatal, definimos y categorizamos una recesión como al menos dos trimestres consecutivos de crecimiento negativo del empleo. Al definir las recesiones utilizando el empleo se reducen las probabilidades de clasificar erróneamente un choque idiosincrático para el ingreso como un ciclo económico tradicional.²

Desde 1981 hasta la actualidad, ha habido 201 recesiones; cada estado ha experimentado una media de cuatro recesiones durante este periodo. Virginia Occidental, un estado muy expuesto a los ciclos de las materias primas y a la manufactura industrial, ha tenido 10 recesiones (el número más alto), dos recesiones secundarias (el único estado) y una cuarta recesión (el único estado). Alaska, con solo dos recesiones desde 1981, es el estado que menos recesiones ha tenido, aunque los indicadores actuales apuntan a que está en riesgo de entrar en recesión en el próximo trimestre.

Una de las claves más destacables de los datos es la dificultad económica que ha soportado Michigan en el siglo XXI. De hecho, según esta metodología, tanto la primera como la segunda recesión estatal más prolongada han tenido lugar en Michigan desde el año 2000. El hecho de que ambas recesiones se produjeran entre 2001 y 2010 implica que durante este periodo Michigan estuvo en recesión en 34 de los 40 trimestres, es decir, el 85% del tiempo. De hecho, en 2014, el PIB real de Michigan per cápita era más bajo que en 1999, un resultado mucho peor que el de Japón durante este periodo de 15 años.

Aunque con diversas intensidades, las recesiones del siglo XXI fueron en gran medida uniformes en los 50 estados, lo que acredita la sincronización de los ciclos económicos.³ Por ejemplo, en 2001, 45 estados estuvieron simultáneamente en recesión; solo Alaska, Maryland, Montana, Nuevo México y Wyoming no entraron en recesión en este periodo. Asimismo, en 2008, durante la crisis financiera, los 50 estados estuvieron en recesión. La recesión de 1981-1982, cuyas causas se relacionaban con las altas tasas de inflación (>14%) y con una política monetaria estricta (tasa preferencial: 21%) también tuvo mucho alcance, pues 47 estados entraron en recesión; los tres únicos estados que se salvaron fueron Alaska, Florida y Georgia.

Sin embargo, a diferencia de la contracción del periodo 1981-1982 y de los ciclos del siglo XXI, en 1986, EEUU experimentó un ciclo regional y no sincrónico, pues solo el 36% de los estados entraron en recesión. En este caso, el crecimiento de las áreas que dependen del petróleo, como Alaska, Dakota del Norte y Oklahoma se contrajo 16.4%, 6.7% y 5.2%, respectivamente. Pero a pesar de las fuertes contracciones en las áreas ricas en materias primas, el crecimiento se mantuvo positivo en EEUU, que creció 3.5% anual.

La naturaleza del ciclo, que gira en torno a las materias primas, implica perspectivas con matices

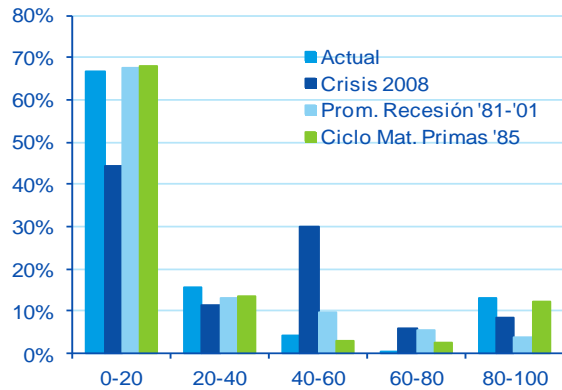
Al igual que en el ciclo regional de 1986, cuando se experimentaron caídas de los precios del petróleo en magnitudes semejantes: 58% (1986) frente a 71% (2016), la actividad del sector del petróleo y gas se ha desacelerado, con fuertes reducciones en la inversión y en los gastos previstos para proyectos futuros. Las empresas centradas en actividades preliminares han visto que las valoraciones de capital tienden a la baja, en línea con los precios. Como cabría esperar, el escenario implica mayor riesgo de recesión para los estados intensos en materias primas, menos diversificados y sede de empresas apalancadas de menor tamaño y en riesgo de quiebra. Partiendo de estos supuestos, probablemente habrá efectos secundarios y terciarios para las empresas que están muy ligadas a los sectores de las materias primas y a la economía global. De hecho, al igual que ocurrió un trimestre antes del ciclo de las materias primas en 1986, el 13% del PIB de EEUU, o lo que es lo mismo, siete estados, tienen en la actualidad más del 80% de probabilidades de recesión. Los últimos datos confirman que las dificultades han comenzado a intensificarse en estos estados, con caídas del PIB en Dakota del Norte, Nuevo México y Wyoming de 2.9%, 1.2% y 1.6%, respectivamente, en términos anuales.⁴

² Al igual que sucede con las estimaciones nacionales de ingreso personal, las estimaciones del ingreso a nivel estatal están sujetas a grandes oscilaciones relacionadas con fuertes fluctuaciones de carácter no económico, como por ejemplo los cambios en las políticas tributarias y de gasto asociados con dividendos, intereses y pagos por transferencias.

³ Zona monetaria óptima y sincronización de los ciclos económicos en todos los estados de EEUU.

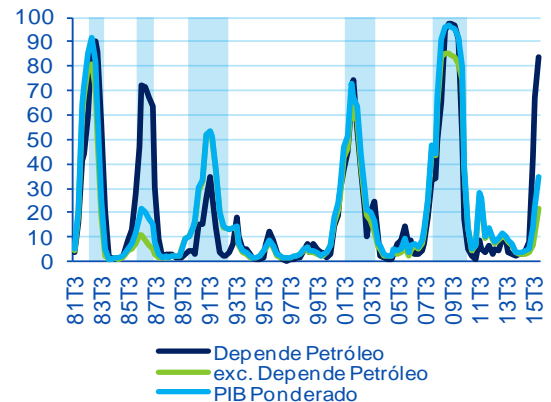
⁴ Las cifras se basan en una estimación prototipo trimestral del PIB estatal. Los últimos datos disponibles corresponden al 3T15

Gráfica 5
Riesgo de recesión estado por estado (ponderado por PIB)



Fuente: BBVA Research

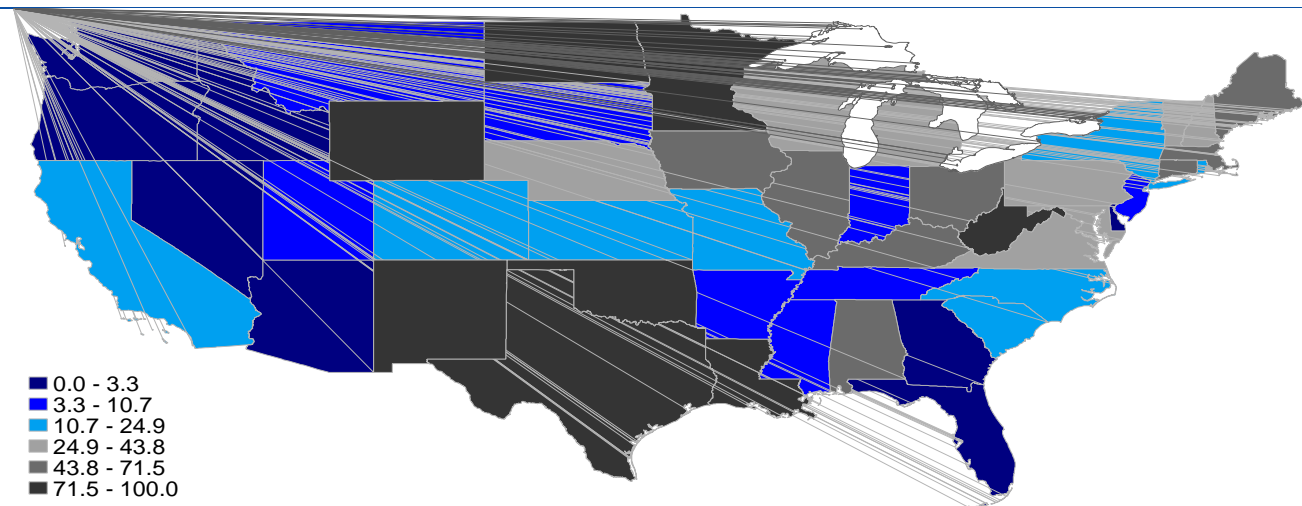
Gráfica 6
Riesgo de recesión agregado de EEUU (%)



Fuente: BBVA Research

En total, 13 estados tienen una probabilidad de recesión superior al 50% a fecha del 1T16, si se tienen en cuenta las demandas de seguro por desempleo, las quiebras de empresas y la brecha de producción específica del estado. Todos estos estados están expuestos a una combinación de petróleo y gas, materias primas y manufactura.⁵ Aunque no es una cifra insignificante, los estados que dependen del petróleo solo representan el 11% del PIB de EEUU, y de ellos, Texas representa más del 80%. Además, nuestro escenario central sigue siendo que Texas experimentará una recesión leve en 2016 y volverá al crecimiento positivo en 2017, lo que limitará el impacto general en la economía de EEUU. Esto contribuye a explicar por qué, a pesar de una fuerte contracción en un puñado de estados de menor tamaño, el impacto en los resultados agregados de EEUU será leve. En definitiva, prevemos que el impacto específico del petróleo reducirá el crecimiento del PIB general en menos de 0.1pp en 2016.

Gráfica 7
Probabilidad de recesión en el primer trimestre de 2016 (%)

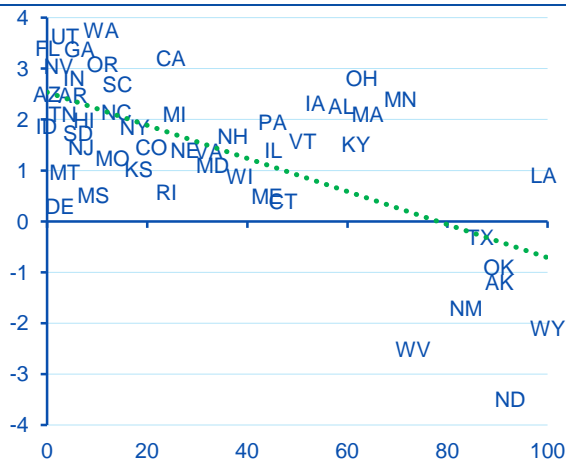


Fuente: BBVA Research

⁵ Las especificaciones de las áreas que dependen del petróleo incluyen los precios del petróleo como factor explicativo adicional. Estado (probabilidades de recesión): AK (89.1%), KY (82.8%), LA (89.9%), ND (83.3%), NE (58.8%), NM (91.9%), TX (86.2%) y WY (61.4%). Según nuestros resultados, Virginia Occidental comenzó a salir de la recesión en el 1T16.

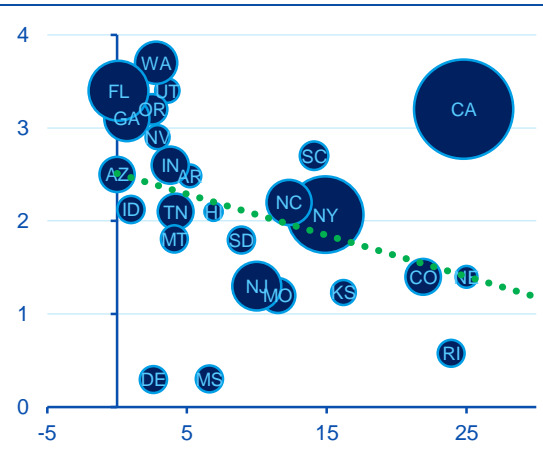
expectativas se han moderado por el hecho de que ha habido mayores contracciones en los mercados emergentes y exportadores de petróleo y la repercusión ha sido escasa o inexistente en las economías desarrolladas importadoras. Por tanto, es probable que el crecimiento de EEUU se sitúe entre las expectativas demasiado optimistas de un incremento significativo del PIB y el escenario demasiado pesimista de un multiplicador negativo derivado de unos precios del petróleo más bajos, basándonos en el hecho de que solo una pequeña fracción de la actividad económica de EEUU está expuesta a los efectos negativos de los precios del petróleo bajos.⁷

Gráfica 9
Riesgo de recesión en el 1T16 y crecimiento del PIB en 2016



Fuente: BBVA Research & Haver Analytics

Gráfica 10
Riesgo de recesión en el 1T16 y crecimiento del PIB en 2016 (<25%)



Fuente: BBVA Research

Por ejemplo, el crecimiento de California, Florida y Washington se ha mantenido sólido en medio de las dificultades procedentes del exterior y la incesante presión sobre el dólar, pues el PIB de estos estados se ha incrementado a una tasa anual de 4.2%, 3.5% y 4.1% respectivamente, a fecha del 3T15. Los mercados de trabajo de California y Florida, que vieron aumentar las tasas de desempleo durante la crisis por encima de 11% y 12%, respectivamente, también están observando un regreso estable de los flujos de trabajadores a la población activa y reducciones espectaculares de la tasa de desempleo. A finales de 2015, las tasas de desempleo en ambos estados estaban en los niveles más bajos de los últimos ocho años. Por otra parte, aunque Washington está muy expuesta a la demanda global, las exportaciones se relacionan en su mayor parte con el sector aeroespacial y la alta tecnología, que no han sido tan afectados y todavía siguen beneficiándose de los pedidos pendientes. Asimismo, Utah, Hawái, Georgia y Nevada crecieron por encima de la media de EEUU en el tercer trimestre de 2015. Aunque son solo una pequeña muestra en cuanto al número total de estados, en conjunto, estos estados representan una cuarta parte del PIB del país. Otras áreas también se han beneficiado de los bajos precios del petróleo, pero es probable que la costa oeste y el sudeste tengan los resultados más positivos de la economía de EEUU en 2016.

Ajustado por riesgo, el potencial es aún mayor para los estados que se pueden beneficiar del traspaso interno del productor de materias primas a los consumidores. En conjunto, EEUU tiene una probabilidad de recesión del 23% a fecha del 1T16; mientras que en las zonas que dependen del petróleo, la probabilidad media ponderada es del 86.4%. Sin embargo, si se excluyen los estados que dependen del petróleo, la probabilidad de recesión nacional ponderada por PIB es del 12.3%. Además, los estados que más se pueden beneficiar de los precios más bajos del petróleo⁸ y que se mantienen aislados de los choques que el dólar apreciado supone para el sector manufacturero tienen una probabilidad media de recesión del 7.8%. Florida, por ejemplo, actualmente presenta una probabilidad de entrar en

⁷ La estimación general del PIB en 2016 es de 1.9%; las previsiones nacionales son de 2.5% en 2016

⁸ HI, NH, WA, ID, TN, NJ, MN, OH, IN, NV, PA, CA, IL, CT, FL y NC

recesión del 0% y a la vez está en disposición de crecer 3.4%, la tercera tasa de crecimiento más alta de EEUU. Asimismo, California tiene una probabilidad de recesión del 20%, pero se prevé que crecerá 3.2% en 2016. Otras áreas de alto crecimiento y bajo riesgo son Washington, Oregon, Nevada, Arizona, Utah y Georgia.

En gran medida, las tasas de interés bajas, junto con la reducción de los precios de la energía y el aumento de los ingresos reales han impulsado la recuperación del sector inmobiliario, lo que a su vez ha permitido que se creara empleo con mayor rapidez en el sector de la construcción, que se había quedado rezagado durante el periodo posterior a la recesión. En última instancia, ninguna de estas tendencias está en riesgo inmediato de cambio brusco, y como tienden a tener grandes efectos secundarios y terciarios positivos, hay potencial para que este ciclo siga fortaleciendo el crecimiento en 2017 y posiblemente en 2018, lo que indica que todavía puede haber oportunidades estratégicas en EEUU.

Conclusión

Aunque algunos expertos afirman que la economía mundial y potencialmente la de EEUU van encaminadas a repetir la crisis financiera mundial de 2008, lo más probable es que en 2016 se estrene una nueva versión de los ciclos de las materias primas de 1986 que llevaron a la recesión a los estados productores de materias primas, mientras que fuera de ellos se produjo un crecimiento sólido. Así, el riesgo de recesión en 2016 según la valoración estado por estado es del 23% en EEUU, del 12.3% en EEUU excluyendo las áreas que no producen petróleo y del 86.4% para las áreas productoras de petróleo. A pesar de que casi con certeza habrá recesión en los principales estados productores de materias primas, el hecho de que Texas probablemente solo tenga que enfrentarse a una recesión modesta y el hecho de que el resto de los estados expuestos a las materias primas representan una pequeña proporción del PIB de EEUU, indican que el impacto total será inferior a 0.1pp en el crecimiento del país. Dicho esto, algunos estados como Dakota del Norte, Nuevo México, Luisiana y Wyoming se enfrentarán a retos importantes en 2016 y 2017. Por último, y en contraposición, estados como Florida, Washington y California, que representan un porcentaje considerable del PIB total de EEUU disfrutarán de condiciones económicas favorables propiciadas por los bajos precios del petróleo y un crecimiento general más sólido, por lo que cada vez serán más atractivos, tanto desde la perspectiva del crecimiento como desde la perspectiva del riesgo.

Gráfica 11

Cuadro de Previsiones

	Probabilidad Recesión	Crec. PIB 2016	Tasa de Desempleo (fdp)	Precios Vivienda (fdp)
Alaska	90.4	-1.2	6.3	2.4
Alabama	58.8	2.3	6	1.9
Arkansas	5.2	2.5	4.8	1.7
Arizona	0	2.5	5.6	4.9
California	24.8	3.2	5.4	5.6
Colorado	21.9	1.4	3.1	5.3
Connecticut	47.2	0.4	5	3.2
Delaware	2.6	0.3	5	2.5
Florida	0.1	3.4	4.8	9.6
Georgia	0.7	3.3	5.4	2.9
Hawaii	6.9	2.1	3	4.7
Iowa	53.6	2.3	3.3	2.6
Idaho	1	2.1	3.8	5.1
Illinois	45.2	1.4	5.8	2.7
Indiana	3.8	2.7	4.5	1.9
Kansas	16.2	1.2	3.7	2.4
Kentucky	69.7	1.9	4.8	1.5
Louisiana	99.2	0.9	5.7	3.3
Massachusetts	70.5	2.2	4.9	4.6
Maryland	33.1	1.1	5.2	3.7
Maine	44	0.5	3.9	3.8
Michigan	25.5	2.1	5.1	3.5
Minnesota	71.7	2.4	3.4	4.1
Missouri	11.5	1.2	4.4	3.0
Mississippi	6.6	0.3	6	1.4
Montana	4.1	1.8	3.6	3.8
North Carolina	12.3	2.2	5.7	3.0
North Dakota	92.5	-3.5	2.7	7.2
Nebraska	25	1.4	2.9	2.5
New Hampshire	43.5	1.6	3	0.9
New Jersey	10	1.3	5.1	4.7
New Mexico	83.7	-1.7	6.8	-3.7
Nevada	2.9	2.9	6.1	5.4
New York	14.9	2.1	4.7	3.9
Ohio	71.4	2.6	4.6	2.3
Oklahoma	90.3	-0.9	5.8	-1.7
Oregon	2.1	3.2	5.2	5.1
Pennsylvania	42.4	1.5	4.8	2.7
Rhode Island	23.9	0.6	4.9	5.1
South Carolina	14.1	2.7	5.7	3.3
South Dakota	8.9	1.8	2.8	2.8
Tennessee	4.2	2.1	5.5	3.2
Texas	86.5	-0.3	5.9	-1.6
Utah	3.6	3.6	3.4	1.2
Virginia	32.3	1.4	4	2.6
Vermont	43.6	1.5	3.7	3.6
Washington	2.8	3.7	5.4	6.3
Wisconsin	34.2	1.1	4	2.9
West Virginia	73.1	-2.5	6.4	-2.4
Wyoming	100	-2.1	5.5	0.0

Fuente: BBVA Research

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.