

3. Perspectivas económicas EEUU

Desenmarañar el optimismo económico y la incertidumbre

Después de recomponernos tras los resultados de las elecciones presidenciales, hemos revisado nuestra perspectiva económica al alza. Partimos de la base de que el nuevo gobierno será capaz de generar suficientes efectos positivos a partir de los estímulos fiscales, la desregulación y el gasto en infraestructuras para compensar el impacto negativo del proteccionismo y el aislacionismo. Como resultado, esperamos las tasas más altas de crecimiento del PIB real, la inflación y de los tipos de interés, junto con un dólar más fuerte, con respecto a nuestra referencia anterior. No obstante, los riesgos siguen siendo altos debido a la incertidumbre sobre la eficacia del estímulo fiscal y el grado de proteccionismo.

Tomando las promesas electorales como lo que son, si la agenda económica se centra en la reforma del impuesto de sociedades, en la rebaja del impuesto sobre la renta, el aumento del gasto en infraestructuras y el alivio de la carga reguladora para las empresas, la tasa de crecimiento de la economía sería más fuerte que en los últimos años. Sin embargo, una estrategia de comercio exterior proteccionista conlleva riesgos negativos. Por otra parte, la retórica con respecto a la inmigración no se ha suavizado y el desmantelamiento de la Ley de salud asequible (ACA), si se hace al azar, podría poner en apuros a cualquier agenda económica favorable para el crecimiento.

Gráfica 3.1

Propuesta y matriz de implementación de la Administración Trump



Fuente: BBVA Research

A pesar de que el Partido Republicano preferiría aprobar una reforma fiscal integral permanente, no cuentan con los 60 votos en el Senado necesarios para evitar un bloqueo y, por lo tanto, es probable que se centren en una agenda menos ambiciosa. Existe la posibilidad de que los Republicanos puedan convencer a suficientes demócratas para que voten a favor de realizar cambios en el impuesto de sociedades dado el amplio consenso que existe en torno a la

necesidad de la reforma. Sin embargo, parece que la reconciliación, que solo requiere una mayoría simple en el Senado, es la opción más probable. Hay muchos inconvenientes a la hora de recurrir a la reconciliación, pero el más apremiante es el hecho de que el proceso solo se puede utilizar una vez cada ejercicio fiscal. Actualmente, el Congreso, que está controlado por los republicanos, se está centrando en la derogación de la ACA a través de la reconciliación; si esto conlleva algún ajuste en los impuestos o ingresos asociados con dicha ley, la primera oportunidad para llevar a cabo una reforma fiscal sería el año fiscal 2018.

Además de la incertidumbre legislativa, ha habido poco consenso dentro del partido y en la Casa Blanca sobre el tamaño, la mezcla, la estrategia y la magnitud del estímulo fiscal. En un escenario optimista, el estímulo fiscal aumentaría el consumo, la inversión y el empleo a corto plazo sin generar presiones inflacionistas significativas, aumentando la producción potencial al mejorar la eficiencia de la economía a largo plazo. En un escenario menos optimista, el estímulo fiscal generaría presiones inflacionistas y aumentaría los tipos de interés, el déficit y la deuda, sin alterar la trayectoria del crecimiento a largo plazo.

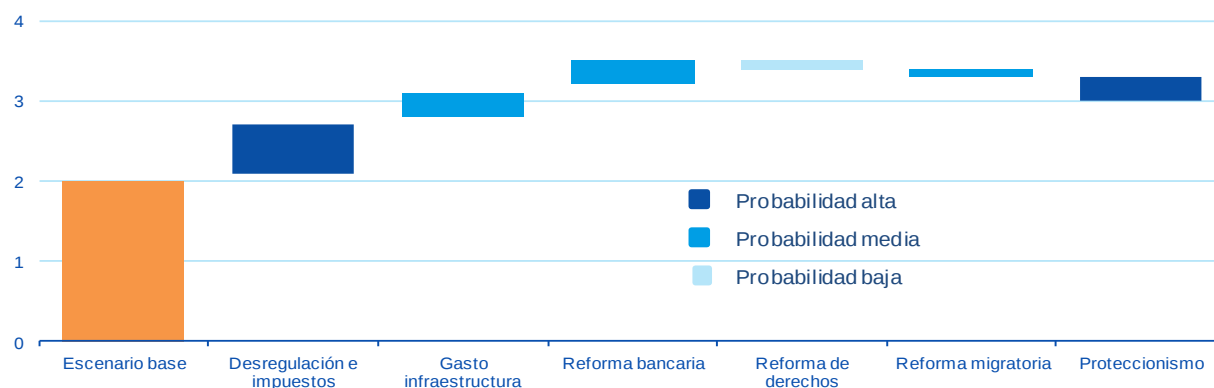
Tamaño, mezcla, estrategia y magnitud del estímulo fiscal

Aunque no existen pruebas empíricas de que el gasto en infraestructuras pueda tener un gran efecto positivo sobre el crecimiento económico, no está claro cuál será la tolerancia del sector privado, la forma en que se pagará o cuánto tiempo se necesitará para ejecutar estos proyectos. Por último, aunque la desregulación siempre tiene un gran atractivo como herramienta para impulsar la actividad empresarial y mejorar la eficiencia del mercado, la eficacia de las políticas y el alcance de las estrategias no están claros.

En gran medida, el impacto del estímulo fiscal depende de dos cuestiones fundamentales: la eficacia de las medidas y la posición cíclica de la economía. Por ejemplo, las bajadas de impuestos que benefician a las rentas más altas con una baja propensión a gastar o las rebajas de impuestos que aumentan el ahorro debido a las previsiones de aumentos de los tipos tendrán una menor repercusión sobre el crecimiento. Mientras tanto, si la atonía que todavía sufre la economía es menor, el estímulo fiscal se traducirá en mayores tasas de inflación y en subidas de los tipos de interés, lo que también limitará el crecimiento y la inversión.

Gráfica 3.2

Efecto sobre el crecimiento derivado de las propuestas políticas del Gobierno



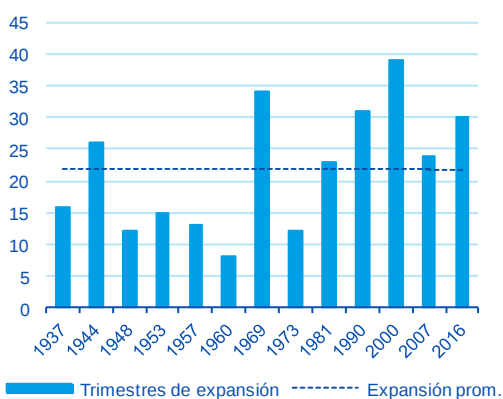
Fuente: BBVA Research

Estas preocupaciones no deben tomarse a la ligera. En primer lugar, la economía ha estado en expansión durante más de siete años, y los indicadores del mercado de trabajo sugieren que la economía está en situación de pleno empleo o cerca. Por lo tanto, la expansión fiscal con una atonía modesta podría aumentar la inflación y sus expectativas, y esto no se traduciría en un aumento de los salarios reales y en un aumento de los tipos de interés. En segundo lugar, las

propuestas políticas actuales, que implican menores ingresos fiscales y poca o ninguna reducción del gasto público, serían en gran medida procíclicas y podrían traducirse en un aumento del déficit. Teniendo en cuenta la ya de por sí elevada relación de pública con respecto al PIB, el aumento de las preocupaciones con respecto a la sostenibilidad fiscal también podría hacer subir los tipos de interés y reducir la confianza de las empresas. En tercer lugar, incluso si las nuevas políticas logran generar un mayor crecimiento real, el incremento de los diferenciales de los tipos de interés podría dar lugar a una mayor demanda de dólares estadounidenses. Esto a su vez reforzaría el valor de la moneda, reduciría el nivel de las exportaciones y debilitaría los beneficios, el empleo y la inversión.

Gráfica 3.3

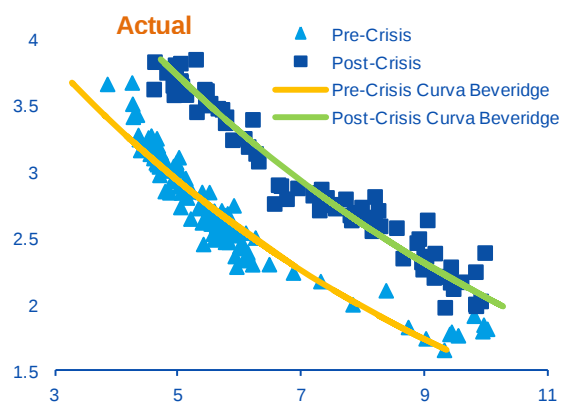
Duración de los ciclos económicos en Estados Unidos, # trimestres



Fuente: BBVA Research y BEA

Gráfica 3.4

Curva de Beveridge



Fuente: BBVA Research y BLS

Aunque hay algunos indicios que apuntan a una cierta atonía en el mercado laboral, el aumento de las presiones salariales y unas condiciones del mercado laboral más estrictas sugieren que la significativa subutilización de la fuerza de trabajo se está reduciendo. Asimismo, si el mercado laboral continúa creando empleo a un ritmo de 175.000-200.000 y la cantidad de crecimiento del empleo necesario para absorber los nuevos ingresos es de aproximadamente 100.000, entonces las 750.000-1.200.000 personas que todavía buscan empleo podrían encontrar un trabajo hacia el 1T18. Llegar a este nivel sería coherente con el nivel históricamente bajo de desempleo.

Sin embargo, existen importantes componentes de este escenario que conllevan un alto grado de incertidumbre en cuanto a cuándo y cómo se van a implementar. A continuación, presentamos nuestros escenarios económicos para los primeros cuatro años de gobierno, nuestras expectativas sobre la política fiscal y el comercio, los ganadores y perdedores a nivel de la industria y las perspectivas sobre el entorno regulatorio para el sector financiero.

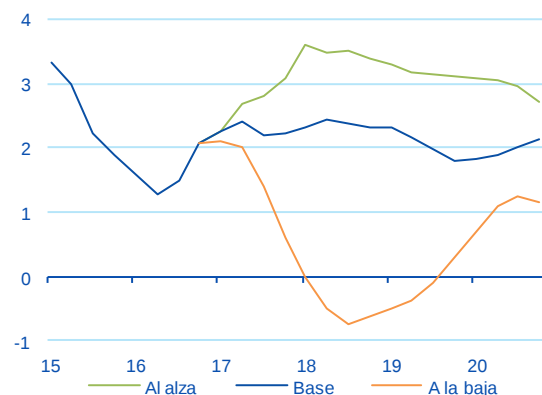
Escenarios macroeconómicos estadounidenses

Creemos que hay tres escenarios con una probabilidad de ocurrencia no trivial. En la hipótesis de base, se supone que Trump logra impulsar las expectativas empresariales, fomentando una mayor participación en el mercado laboral gracias a una subida de los salarios efectivos y a incentivos laborales, reduciendo la normativa para los sectores de la minería y la banca, y fomentando las inversiones en infraestructuras, aunque con una magnitud menor que las propuestas actuales. En igualdad de condiciones, la hipótesis de base supone también que el gobierno se enfrenta a dificultades derivadas de una política monetaria más restrictiva, un dólar más fuerte y un ciclo económico ya maduro. En el escenario optimista, el impacto de la política monetaria más restrictiva es mínimo y el valor relativo del dólar se estabiliza, lo que, en combinación con una importante agenda fiscal expansiva, empuja el crecimiento y la inflación

por encima de los niveles actuales de equilibrio a largo plazo. En lo que respecta a la parte negativa, asumimos que las tendencias proteccionistas, aislacionistas y xenófobas dominan la plataforma del gobierno, erosionando la confianza empresarial y del consumidor, mientras que la política fiscal resulta ineficaz para estimular la economía, lo que lleva a un aumento del déficit y de la deuda cada vez mayor.

Gráfica 3.5

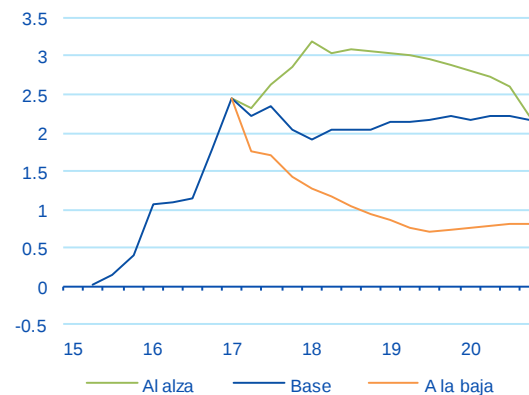
Crecimiento interanual del PIB en %



Fuente: BBVA Research

Gráfica 3.6

Índice de precios al consumidor, % a/a



Fuente: BBVA Research

Referencia: Teniendo en cuenta la posición de EE.UU. en el ciclo económico actual, el hecho de que la política monetaria sea cada vez menos acomodaticia y el sesgo de las propuestas fiscales actuales hacia las personas de mayores ingresos con propensión marginal muy limitada al consumo, asumimos mejoras únicamente moderadas para las perspectivas de crecimiento. Además, las expectativas de aumento del déficit (y, por lo tanto, de los impuestos en el futuro) impulsan el ahorro y compensan otras dificultades a las que se enfrenta la inversión privada.

En cuanto a los detalles, se espera que la inversión pública en infraestructuras ascienda a 250.000 millones-750.000 millones de dólares en un plazo de diez años. La economía se encuentra cercana a su capacidad y los tipos están subiendo, por lo que el efecto en general será sustancialmente menor que el que se produce en un periodo con unas condiciones económicas más austeras. Sin embargo, la desregulación contribuye positivamente al crecimiento en este escenario, aunque el alcance discutido actualmente por el gobierno no se logra y, por lo tanto, el efecto se localiza en sectores tales como la defensa, la energía y la fabricación, lo que se traduce en una mejora únicamente moderada de la eficiencia. Aunque la retórica puede tener su importancia, las fricciones de procedimiento y los escollos jurídicos limitan la reforma migratoria exhaustiva y las deportaciones a niveles similares a los de la Administración Obama (2-3 millones).

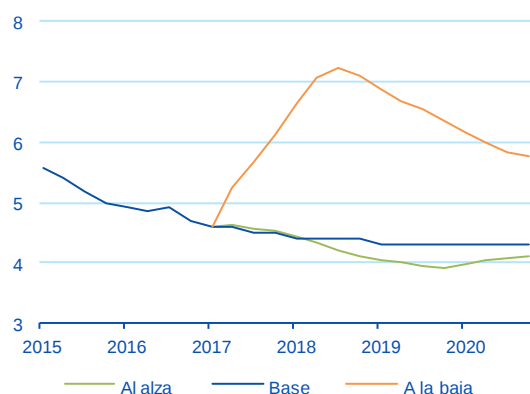
Estas políticas deben ser suficientes para mantener las tendencias actuales en el mercado de trabajo, dado que asumimos que el crecimiento del empleo mantendrá su tendencia a un ritmo parecido al del segundo semestre de 2016, con aproximadamente 175.000 nuevos empleos. Aunque esta cifra está por debajo de ciclos anteriores, este nivel es coherente con un endurecimiento del mercado de trabajo y un crecimiento menor de la población activa, que se supone que avanzará a un ritmo de aproximadamente 100.000 al mes. Estas dinámicas del mercado de trabajo implican una tasa de desempleo del 4,4% para finales del año 2018.

La economía de EEUU crecerá 2,3% en 2017, frente al 1,6% en 2016

En cuando al crecimiento, el aumento de la confianza de las empresas y el estímulo fiscal moderado impulsan el crecimiento real del PIB hasta el 2,3% en 2017 y el 2,4% en 2018. La rigidez del mercado laboral y las presiones derivadas del aumento de los precios de las materias primas y de la vivienda hacen que la inflación suba por encima del 2% en este escenario.

Gráfica 3.7

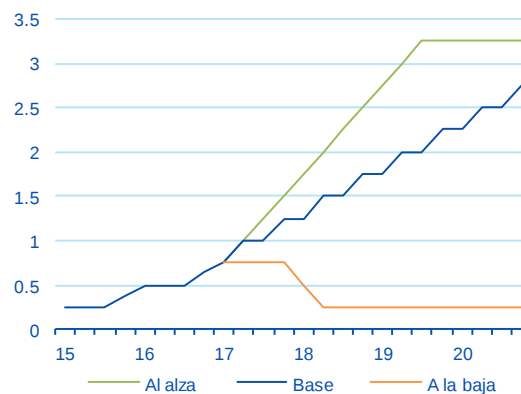
Tasa de desempleo, %



Fuente: BBVA Research

Gráfica 3.8

Objetivo del FOMC, límite superior %



Fuente: BBVA Research

Al alza: Dado el sesgo a favor del crecimiento del gobierno, existe la posibilidad de que la disminución de la incertidumbre política aumente la confianza de las empresas y vuelva a poner en marcha la inversión privada, aumentando la productividad y la producción potencial. En este caso, creemos que el crecimiento es mayor a medio plazo. Enfocarse en los estímulos fiscales que produzcan un impacto, una mayor desregulación y la reforma de las prestaciones sociales, así como apartarse de la campaña de retórica sobre el proteccionismo y la inmigración generan un crecimiento medio superior al 3%, que sería la cifra más alta en dos décadas. El apalancamiento también desempeña un papel en este escenario, dado que la normativa para el sector financiero se antoja laxa en un momento en el que las posiciones de capital son sólidas y hay una mayor voluntad de prestar a segmentos rentables.

Además, los esfuerzos por recuperar a los trabajadores que dejaron la fuerza laboral en el período posterior a la crisis están teniendo éxito gracias a los incentivos laborales derivados del aumento salarial y de una mayor demanda de trabajo. Esto hará la tasa de desempleo baje hasta el 3,9% en 2019, una cifra similar con el mínimo registrado en la década de 1990. Dado que los flujos de entrada en la fuerza de trabajo son de naturaleza estructural, no esperamos ver una inflación galopante a corto plazo como resultado de una tasa de desempleo situada por debajo de niveles más propios de una inflación más elevada. Sin embargo, la atonía limitada en el mercado laboral, el aumento de la demanda y las expectativas al alza de la inflación impulsan la inflación por encima del 3%.

A la baja: En este escenario, las políticas económicas puestas en práctica por el gobierno tienen un sesgo proteccionista, mientras que los efectos de los estímulos fiscales y la desregulación son muy tenues, dado el complicado entorno mundial y la madurez del ciclo económico. Las bajadas de impuestos tienen efectos menores sobre el consumo, mientras que los planes de gasto están marcados por las ineficiencias y los gastos superfluos, y el gasto en infraestructuras es mínimo debido a la falta de participación del sector privado.

Además, la regulación no tiene éxito con un sesgo hacia los sectores menos productivos, mientras que el proteccionismo y el aislacionismo se manifiestan en su forma más dañina, con deportaciones masivas y aranceles

punitivos entre China y México. La aversión al riesgo global, una cascada de proteccionismo y la pérdida de confianza subyacen a una desaceleración importante en el comercio y el crecimiento mundiales.

En un escenario a la baja, EEUU entrará en recesión en el 2S17

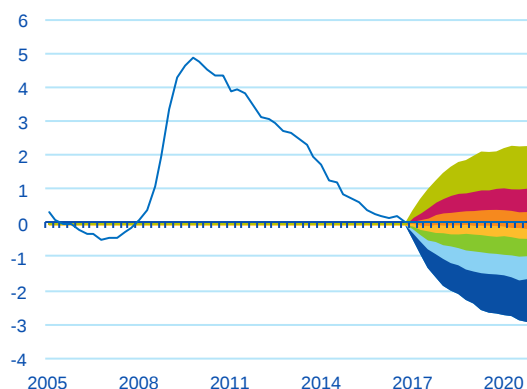
Teniendo presente lo anterior, EE.UU. entrará en un entorno de recesión a finales de 2017 y 2018. Las condiciones desinflationistas prevalecen conforme las presiones sobre la demanda compensan el impacto derivado de unos aranceles más elevados y una contracción de la población activa. En este contexto, se debe esperar un cambio radical en los mercados financieros, ya que la combinación de un panorama económico más anémico y las presiones deflacionarias podría ejercer una nueva presión a la baja sobre la curva de rendimiento y los mercados de acciones de EE.UU. En este escenario, la tasa de desempleo sube al 7,2%, y la inflación cae por debajo del 1% hasta el 2020. Las condiciones adversas se traducen en un crecimiento anual medio del 0,5% para los primeros cuatro años de la administración Trump.

Agenda actual para poner a prueba la paciencia del FOMC

Es probable que la Fed describa el entorno actual como uno con riesgos equilibrados y elevada incertidumbre y, en este contexto, la Reserva Federal va a mantener la cautela hasta que observe cualquier riesgo real para sus perspectivas de inflación o cualquier rebasamiento importante del objetivo para la tasa de desempleo. Por lo tanto, esperamos que el FOMC continúe normalizando la política monetaria a un ritmo de dos aumentos de 25 pb al año. Obviamente, la Fed podría aumentar los tipos a un ritmo más rápido si se acumulan las presiones de inflación, el mercado laboral pierde flexibilidad más rápido de lo previsto o el comité está convencido de que el tipo de interés real de equilibrio está muy por encima del cero por ciento.

Gráfica 3.9

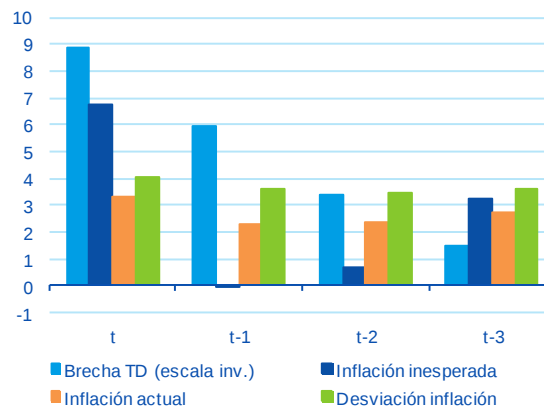
Diferencia en la tasa de desempleo, p.p.



Fuente: BBVA Research, CBO y BLS

Gráfica 3.10

Respuesta del FOMC sobre los tipos de interés*



Fuente: BBVA Research, CBO, BLS y Haver Analytics
*IRF ortogonalizado

Por el contrario, la Fed también puede decidir posponer o retrasar futuros aumentos de los tipos, si los riesgos bajistas se intensifican o si percibe que su propia estrategia podría ser perjudicial para su mandato. Por ejemplo, la existencia de perturbaciones importantes en la economía mundial o de pruebas claras de que el tipo de interés real de equilibrio no sube daría lugar a una normalización de la política a un ritmo más lento o retrasado. Además, es importante destacar que, a pesar de que los fundamentales apuntan a un curso de acción claro, para la Fed existe una fuente importante de incertidumbre con respecto a los nombramientos de los tres puestos vacantes de

gobernadores y la posibilidad de que se nombre un nuevo presidente del FOMC en 2018. Estos nombramientos podrían inclinar dramáticamente la balanza entre «halcones» y «palomas».

Sin embargo, cualquier cambio futuro en el tipo objetivo dependerá de las estimaciones del nivel de equilibrio del tipo de interés real. Por el momento, la opinión general es que este nivel es cercano a cero, y, por lo tanto, hay que aplicar la política de aumento de los tipos de interés de manera gradual para evitar el riesgo que supondría endurecer demasiado la política monetaria y de manera muy rápida.

En el escenario optimista, que se caracteriza por un aumento en el potencial, es posible que haya cierta presión al alza sobre los tipos de interés reales de equilibrio. Esto, y nuestras expectativas de un repunte de la inflación, constituyen la base de un ciclo de ajuste más rápido a un nivel más alto a largo plazo del 3,25%. En el escenario bajista con presiones deflacionistas, un PIB potencial más bajo y una demanda anémica, la Reserva Federal baja los tipos de nuevo al límite inferior cero. Se podría ampliar la acomodación de la política monetaria no convencional como la flexibilización cuantitativa, la orientación futura (*forward guidance*) y, posiblemente, los tipos de interés nominal negativos, dado el bajo nivel en el que se encuentran los tipos de interés de equilibrio y su proximidad al límite inferior cero.

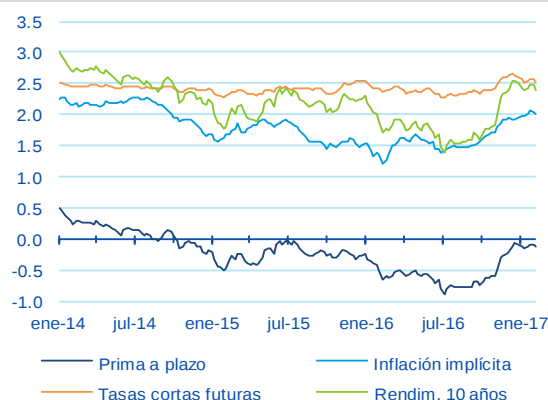
El nivel del tipo de interés a largo plazo de la Fed alcanza 3,25% en escenario optimista

Curva de rendimiento: hacia adelante y hacia arriba

A pesar de las incertidumbres, nuestra perspectiva para la curva de rendimiento se mantiene orientada con firmeza al alza. En gran medida, esto refleja que los riesgos a la baja para la inflación han disminuido significativamente. Si a esto se une el hecho de que la tolerancia al riesgo está aumentando y que es posible que las expectativas de inflación aumenten, esperamos que la curva de rendimiento se eleve.

Gráfica 3.11

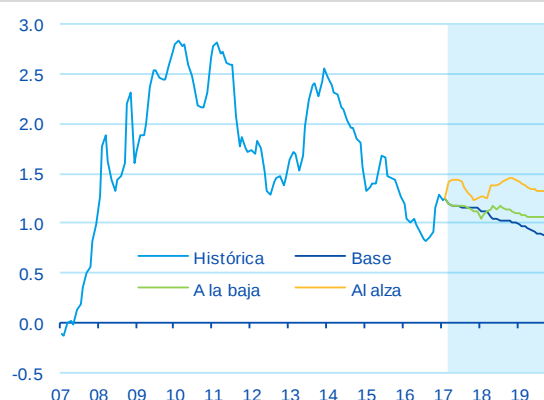
Rendimiento de los títulos del Tesoro a 10 años y prima de plazo, %



Fuente: BBVA Research, Bloomberg, FRB y FRBNY

Gráfica 3.12

Pendiente de la curva de rendimiento de los títulos del Tesoro, p.p.



Fuente: BBVA Research

El escenario central del rendimiento mantiene un ritmo moderado de incremento con respecto a los tipos a corto y medio plazo y en los tipos a largo plazo más elevados, de acuerdo con los supuestos macroeconómicos de Estados Unidos en materia de crecimiento, inflación y sobre la trayectoria del tipo oficial, teniendo en cuenta los cambios en la

trayectoria del tipo de los fondos federales. La lenta corrección en curso de las expectativas de inflación y de la prima por plazo hacia promedios históricos no se consideran un fenómeno transitorio e implican unos rendimientos más altos de los títulos del Tesoro en ausencia de perturbaciones de los mercados y de crisis externas.

Si bien no descartamos periodos de liquidaciones masivas, creemos que se tratará de brotes transitorios de confianza. En otras palabras, los rendimientos exhibirán una alta volatilidad con una tendencia al alza moderada. Si la inflación es más alta de lo esperado y la Fed sigue una política más agresiva, el aumento de los rendimientos será mayor. Sin embargo, los rendimientos también podrían mantenerse relativamente bajos si el crecimiento y la inflación se mantienen en los niveles actuales y la Fed retrasa futuros aumentos de los tipos o si hay sorpresas negativas del mercado. En resumen, nuestro escenario de referencia espera que suban los rendimientos a largo plazo, aunque a un ritmo más lento que los tipos a corto plazo, lo que implica un ritmo de subida mucho más lento que en otros ciclos de expansión.

El escenario a la baja también contempla el retorno al sentimiento de aversión al riesgo debido a posibles perturbaciones a nivel mundial (Brexit duro, resultados electorales desfavorables, etc.). En el escenario optimista, se consideran los atributos del mercado nacional, tales como un aumento más rápido de las expectativas de inflación y la prima por plazo.

¿Libre comercio o comercio justo?

Como gran admirador de Ronald Reagan, Trump se inspira en gran medida en las políticas comerciales del icono conservador. A pesar de ser un defensor del «libre mercado», la visión de Reagan sobre el comercio internacional no era inequívoca: hacía hincapié en que el «comercio justo» era tan importante como el «libre comercio». Los primeros indicios apuntan a que Trump se mantendrá fiel a sus promesas electorales, por lo que podría imponer un arancel del 45% a las importaciones chinas y un arancel del 35% sobre las importaciones mexicanas. Dado que los bienes y servicios procedentes de China y México representan el 30% de las importaciones totales de Estados Unidos, nuestra estimación sugiere que la inflación subyacente subirá 1,8 p.p. en un contexto de transmisión incompleta de los precios de las importaciones. Cuando se apliquen, en igualdad de condiciones, se espera que los aranceles por sí solos puedan reducir la producción real en 1,3 p.p. en el primer año.

Una alternativa a la imposición de aranceles específicos es la propuesta republicana (Brady-Ryan) de reforma del sistema fiscal corporativo que está sustentada en un plan fiscal de ajuste fronterizo basado en flujos (BAT). La base de este impuesto no es proteccionista, ya que se supone que, aunque el diseño es similar a un arancel implícito, el ajuste fronterizo no debería distorsionar los flujos comerciales, dado que el impuesto es simétrico con respecto a las importaciones y las exportaciones, y que el impuesto a las importaciones se ve totalmente compensado por la apreciación del tipo de cambio. En otras palabras, los importadores no se verán perjudicados porque un impuesto del 20% sobre las importaciones se vería compensado por una rebaja del 20% en el coste de los bienes importados. La naturaleza de los mercados de divisas y la probabilidad de que otros países puedan tratar de compensar o mitigar estos efectos sugieren que no se pueden respaldar los fundamentos teóricos. De hecho, William Dudley, presidente de la Fed de Nueva York, aludió a la posibilidad de que se produzcan muchas «consecuencias no deseadas».

La respuesta del tipo de cambio es muy incierta. Trump se ha quejado de que la fortaleza del dólar «nos está

**Una repentina
apreciación del 10% del
USD puede disminuir
exportaciones netas 1%**

matando». Sin embargo, los esfuerzos de Trump para atraer más inversión extranjera a EE.UU. añadirán presión sobre la apreciación del dólar. En nuestra opinión, una repentina apreciación del 10% del USD puede disminuir las exportaciones netas como porcentaje del PIB en un 1% en tres años. Es decir, podemos esperar un déficit en cuenta corriente más alto si Trump consigue atraer más inversión extranjera. Por otro lado, la fortaleza del dólar

también está correlacionada con el déficit en cuenta corriente, y, por lo tanto, si los mercados perciben que la trayectoria de la cuenta es insostenible, el tipo de cambio se depreciaría. Con independencia de que se emprendan importantes intervenciones políticas, una política de tipo de cambio explícita parece poco probable, ya que centrarse demasiado en el déficit comercial podría acarrear consecuencias no deseadas para la economía.

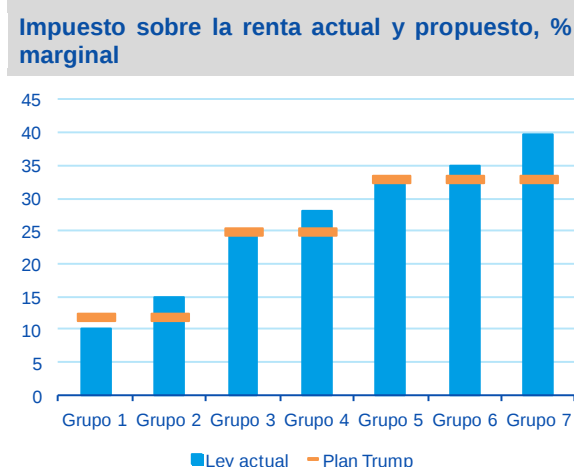
Fiscalidad: estímulos, ¿sí o no?

La promesa de estímulo fiscal de Trump incluye tanto rebajas de impuestos como gasto en infraestructuras. Por lo que respecta a las medidas fiscales, sus propuestas actuales son similares al plan republicano (Ryan-Brady) presentado a mediados de 2016, que tiene por objeto ampliar la base tributaria y reducir los tipos marginales recortando el número de tramos a cambio de eliminar la mayoría de las deducciones actuales. En cuanto al impuesto de sociedades, Trump pretende reducir el tipo promedio de este impuesto al 15%, mientras que el partido republicano ha promovido un tipo del 20% que se valorará en función del flujo de efectivo e incluirá un ajuste fronterizo. Desde las elecciones, el tema de las inversiones en infraestructuras ha recibido poca atención por parte de la administración Trump, pero en caso de aplicarse, es probable que sea una combinación de créditos fiscales y asociaciones público-privadas (APP) para que el impacto sea neutro en términos presupuestarios.

El impacto económico de los estímulos fiscales tiene un doble efecto sobre el crecimiento a corto y largo plazo: un efecto positivo directo sobre la inversión y el consumo y un efecto negativo indirecto a través del aumento de la deuda pública. Esto da lugar a diversos resultados. Las estimaciones de los multiplicadores oscilan entre 0,4 y 3,6 para el primer año, entre 0,2 a 2,3 para el segundo año y menos en los últimos años. No queda claro si la política fiscal puede tener un efecto permanente sobre las opciones económicas a largo plazo, ya que la política fiscal de Trump incrementa en torno al 2,5% la ratio de deuda pública con respecto al PIB, lo que, a la espera de que en el futuro aumenten los impuestos, reduciría los incentivos al trabajo, el ahorro y la inversión e incrementaría la proporción de ahorro dedicada a amortizar deuda y que ahuyentaría la inversión privada.

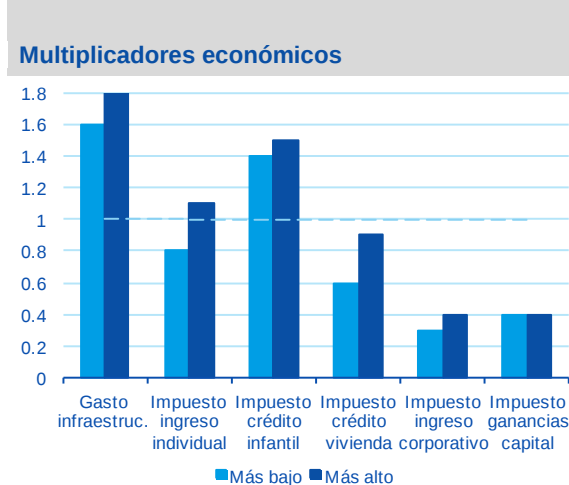
Multiplicadores de los estímulos de Trump podrían ser del 0,4-3,6 en el primer año

Gráfica 3.13



Fuente: BBVA Research y TPC

Gráfica 3.14



Fuente: BBVA Research y CBO

Impacto económico de las rebajas de impuestos: Según muchos economistas, hace mucho tiempo que en Estados Unidos hace falta una reforma fiscal, ya que el código tributario es complejo y contiene muchas lagunas.

Aunque cualquier rebaja fiscal reducirá los ingresos públicos totales, en igualdad de condiciones, las rebajas de impuestos se pueden autofinanciar en parte a través de un aumento de la base imponible y del crecimiento. Según las estimaciones del efecto que tendría aumentar la base imponible, el efecto de la pérdida de ingresos fiscales se puede mitigar en un 25-50% en un entorno de política monetaria estable. Las simulaciones de las diferentes políticas fiscales simplificadas han demostrado que los efectos a largo plazo sobre el crecimiento agregado son siempre positivos, mientras que en el corto plazo habrá grupos que tendrán que soportar la carga. El impacto económico positivo es mucho menor cuando las reformas de impuestos incorporan ajustes o mecanismos de exenciones transitorios para reducir al mínimo los efectos perjudiciales de distribución.

Los recortes a corto plazo del impuesto sobre la renta, junto con los cambios en las deducciones y prestaciones por hijos, deben servir para impulsar el crecimiento del PIB. El aumento de sueldo neto de los hogares debería dar lugar a un aumento del gasto destinado al consumo y a una mayor actividad económica. Sin embargo, este impacto económico sería débil, dado que la mayoría de las reducciones de impuestos beneficiarían a los hogares con mayores ingresos, cuyos gastos, en relación con los hogares de menor renta, son menos sensibles al aumento de los ingresos. Las oscilaciones que se estiman para los multiplicadores son amplias, siendo el efecto mayor en el primer año, con un impacto anual medio a corto plazo de entre el 0,8% y el 2,6%.

Por otra parte, el plan de Trump tendría un efecto positivo y duradero sobre el crecimiento del producto potencial al aumentar la tasa de participación laboral. La reforma fiscal atraería de nuevo al mercado de trabajo a las personas que optaron por abandonar la fuerza de trabajo, pero que son sensibles a los cambios en los salarios después de impuestos. Se ha demostrado que, tanto para los hombres como para las mujeres que no están en la fuerza de trabajo y que no son los únicos ingresos en la familia, las decisiones en materia de empleo son sensibles a un aumento de los incentivos orientados a la devolución del impuesto sobre la renta y de los gastos por hijos. Sin embargo, los incentivos de gastos para el cuidado de los hijos no afectarán a las familias de bajos ingresos, que tendrían dificultades para pagar por adelantado y luego conseguir que les devuelvan estos gastos.

En cuanto a la reforma del impuesto de sociedades, el tipo efectivo de este impuesto en Estados Unidos es del 35%, el más alto entre las naciones desarrolladas. Muchos países extranjeros ya han aplicado una rebaja del impuesto de sociedades como consecuencia de la globalización de la movilidad del capital. Esto ha dado lugar a la competencia entre países para atraer capital y ha ejercido una presión a la baja sobre los tipos del impuesto sobre sociedades. Sin embargo, la Comisión Europea y la OCDE han considerado que esta «carrera hacia el abismo» por la competencia en el impuesto sobre sociedades es perjudicial y que podría frenar la actividad del gobierno debido a la pérdida de ingresos.

A corto plazo, una rebaja del tipo del impuesto sobre sociedades puede afectar no solo a las empresas en general, sino también a los hogares, alterando los incentivos para el ahorro y la inversión. El plan de Trump aumentaría en un principio la inversión e impulsaría el crecimiento del PIB por encima de su nivel potencial. Sin embargo, el plan también incrementará sustancialmente el déficit presupuestario, lo que se traduciría en una política monetaria menos flexible y en un aumento de los tipos de interés, algo que con el tiempo ahuyentaría la inversión y reduciría el crecimiento del PIB a su nivel potencial. De media, el multiplicador anual por un recorte del 1% del tipo del impuesto de sociedades es mucho más bajo (0,3% a 0,4%), en comparación con el multiplicador de cada recorte del impuesto de la renta.

Un reto importante para la reforma del impuesto de sociedades es la brecha entre las ganancias realizadas en el sector

El principal reto de la reforma de impuesto de sociedades será brecha entre ganancias realizadas y estatutarias

empresarial y las reducciones legales. Por ejemplo, algunas estimaciones del actual tipo del impuesto de sociedades efectivo son de solo el 23%, por lo que una bajada al 20% podría resultar que no es un incentivo suficiente para que una empresa cambie sus decisiones. Del mismo modo, los incentivos para las empresas que obtienen una parte significativa de sus ingresos del extranjero pueden resultar menos atractivos, dado que tener que soportar un impuesto de

repatriación de entre el 5-10% y un tipo impositivo efectivo más elevado reduciría la rentabilidad. Al final, aunque existe un amplio consenso de que es necesaria una reforma del impuesto sobre sociedades, parece que hay una brecha creciente entre la Casa Blanca, el Congreso y dentro del sector privado sobre cuál es la política óptima.

Sin embargo, si el plan de Trump para reducir el impuesto sobre sociedades incentiva a las empresas multinacionales a retener las ganancias a nivel nacional e invertir, reduce la complejidad y desincentiva a las empresas a la hora de aprovechar las lagunas fiscales, podría haber considerables beneficios a largo plazo. En general, la reducción del tipo del impuesto de sociedades permitirá a la economía competir por proyectos rentables que generan un mayor bienestar y más beneficios sociales y que son más móviles. No obstante, el éxito general de la reforma del impuesto sobre sociedades también depende de factores complementarios relacionados, tales como los flujos de capital sin obstáculos y la estabilidad política.

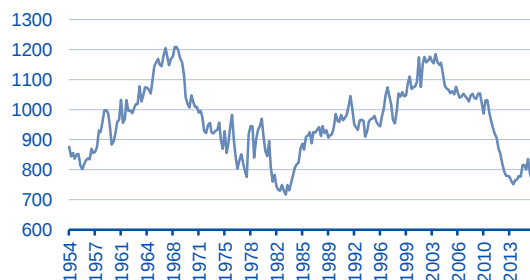
Impacto económico del gasto en infraestructuras: Existe una amplia creencia de que la reconstrucción de las infraestructuras en Estados Unidos es vital para el crecimiento a largo plazo y que los mayores rendimientos económicos provienen de la inversión en infraestructuras. Aunque la evidencia sugiere que hay una gran brecha de infraestructuras, no está claro a cuánto asciende el déficit de infraestructuras, cuál es el nivel de tolerancia del sector privado, cuáles serán las fuentes de financiación detrás de estos proyectos y si la inversión se orientará a proyectos de gran valor añadido. Además, la magnitud del impacto dependerá de la atonía en la economía y de la política monetaria.

De hecho, el multiplicador fiscal de cada uno de los nuevos mil millones de dólares de gasto global en infraestructuras centrado en inversiones en transporte y en servicios públicos puede ser como máximo de 1,6 y podrían crearse hasta 1200 empleos. El efecto macroeconómico a largo plazo del gasto en infraestructuras depende de si existe un plan para mantener este gasto durante un periodo prolongado. Por ejemplo, ampliar el período de gasto para incluir un cuarto adicional de un billón de dólares produce una aceleración del 0,3% en la productividad y, por tanto, un aumento del crecimiento potencial del PIB y una reducción de la tasa de desempleo no aceleradora de la inflación (NAIRU).

El impacto en la actividad económica es positivo, si la financiación no disminuye el salario neto, incluidos los pagos de transferencia (cupones de alimentos, seguro de desempleo) y las ayudas a los estados. Sin embargo, obtener ingresos subiendo los impuestos a las empresas o por cualquier otro medio mermará el impacto económico a corto plazo. El impacto total del gasto en infraestructuras también sería menor, si la economía está operando casi a plena capacidad y la atonía en el mercado laboral es baja. En este caso, la inversión en infraestructuras podría ejercer presión al alza sobre los salarios y la inflación, lo que en general se traduciría en un endurecimiento más rápido de la política monetaria y esto, a su vez, encarecería los costes de los préstamos y reduciría la inversión privada.

Gráfica 3.15

Inversión pública per cápita en estructuras, \$ constante



Fuente: BBVA Research, BEA y Haver Analytics

Gráfica 3.16

Inversión privada en estructuras, % del PIB



Fuente: BBVA Research, BEA y Haver Analytics

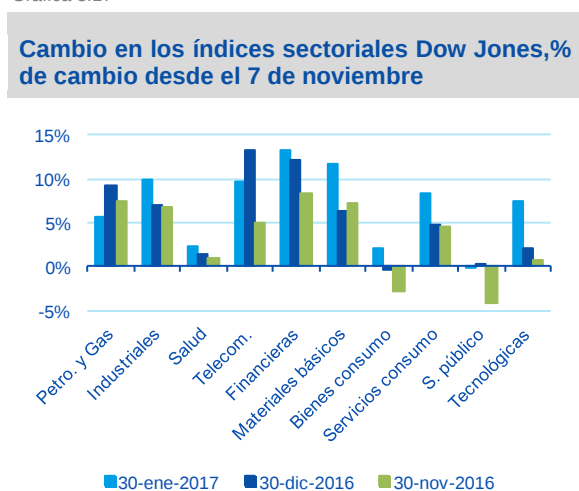
Todavía resulta más complicado medir el impacto económico neto de la intención de Trump de emprender APP y de financiar parcialmente los gastos en infraestructuras mediante rebajas de impuestos para los inversores privados que quieran financiar los proyectos. Dado que los promotores buscarán proyectos que puedan generar ingresos, los proyectos que se ejecuten serían nueva construcción (por ejemplo, carreteras y puentes de peaje) en lugar de aquellos proyectos que implican la reparación de las infraestructuras existentes, que se ha demostrado que cuentan con un multiplicador del gasto mayor.

Además, los ejemplos a nivel nacional e internacional de los beneficios y la eficiencia de las APP son contradictorios. La principal crítica a las APP surge del hecho de que los proyectos de infraestructuras son complejos e interdependientes; por lo tanto, un contrato mal diseñado y unas suposiciones optimistas de ingresos fiscales pueden acarrear costes fiscales considerables. En los últimos 25 años en los EE.UU. se han puesto en marcha 36 proyectos de carreteras con financiación privada, de los cuales se han completado 14, uno tuvo que ser comprado por el Estado, tres se han declarado en bancarota y los 18 restantes se encuentran todavía en la fase de construcción. Como resultado, para que las infraestructuras públicas no tradicionales surtan efecto se requerirá cierto tiempo.

Industrias: ¿Quién sale ganando?

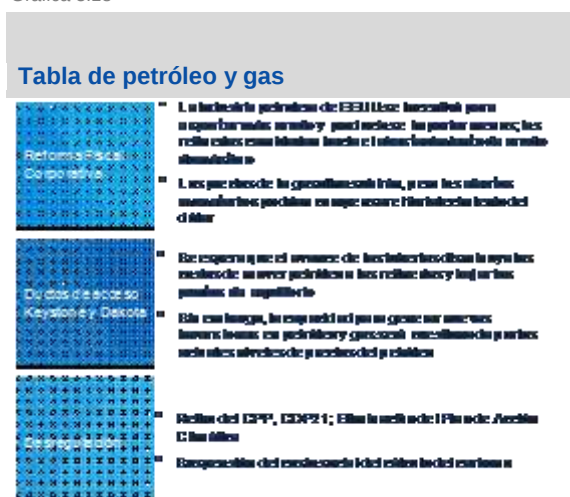
En cuanto a los ganadores, las industrias relacionadas con la construcción, tales como materiales de construcción, maquinaria, metales primarios, arquitectura, ingeniería y servicios relacionados, se beneficiarán de un mayor gasto en infraestructuras. La desregulación en el sector energético y la apertura de tierras y aguas federales podrían impulsar las inversiones en la industria de prospección de petróleo y gas. El nuevo gobierno también apoya los mega-proyectos de perforación y tuberías que fueron rechazadas por la administración Obama. La industria del carbón será exonerada de cumplir estrictas normativas sobre emisiones de CO₂; sin embargo, tendrá que competir con el gas natural. Del mismo modo, las políticas orientadas a la exportación podrían tener un impacto positivo en sectores que son exportadores netos, como la aviación civil, productos derivados del petróleo, instrumentos de prueba, materiales plásticos y algunos productos básicos como la soja, el maíz, el trigo, el gas natural y el aluminio. Mientras tanto, un mayor énfasis en el ámbito del orden público y la defensa nacional beneficiaría a sectores como el de los equipos de seguridad, la justicia penal y otros sectores relacionados con la defensa.

Gráfica 3.17



Fuente: BBVA Research, Dow Jones y Bloomberg

Gráfica 3.18



Fuente: BBVA Research

Por el contrario, la posible supresión del Plan de Energía Limpia y de los incentivos fiscales en beneficio de la energía eólica y solar supondrán un freno para la expansión de proyectos de energía renovable en el país, creando riesgos a la baja para los sectores de energía alternativa. Además, la derogación de la Ley de salud asequible aumentaría el número de personas sin seguro, reduciendo la demanda de asistencia sanitaria y aumentando las fuentes de riesgos. Esto podría afectar a la rentabilidad de algunos profesionales de la salud. Sin embargo, las grandes empresas sanitarias, las farmacéuticas, las empresas de equipos médicos y las compañías de seguros que se enfrentan a una competencia limitada podrían absorber estas presiones.

Mientras tanto, las políticas comerciales proteccionistas podrían interrumpir las cadenas de valor globales en industrias como el sector de los automóviles, los ordenadores, los productos farmacéuticos, la ropa, las telecomunicaciones y los electrodomésticos. Estas políticas también repercutirán en sectores muy dependientes de los insumos importados, como el petróleo crudo, el acero y los productos agrícolas. Del mismo modo, las políticas de inmigración más estrictas que dan lugar a la expulsión masiva de trabajadores indocumentados podrían perturbar la agricultura, el comercio al por menor, la restauración, la construcción y los servicios para el hogar.

AVISO LEGAL

Este documento, así como los datos, opiniones, previsiones y recomendaciones contenidas en el mismo han sido elaborados por Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (en adelante "BBVA") con la finalidad de proporcionar a sus clientes información general a la fecha de publicación del informe y están sujetas a cambio sin previo aviso. BBVA no asume compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

El inversor que tenga acceso al presente documento debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a que el mismo se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo ya que no han sido tomados en consideración para la elaboración del presente informe. Por lo tanto, debe tomar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias y procurándose el asesoramiento específico y especializado que pueda ser necesario. El contenido del presente documento se basa en informaciones que se estiman disponibles para el público, obtenidas de fuentes que se consideran fiables, pero dichas informaciones no han sido objeto de verificación independiente por BBVA, por lo que no se ofrece ninguna garantía, expresa ni implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección. BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor debe tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o los resultados históricos de las inversiones no garantizan la evolución o resultados futuros.

El precio de los valores o instrumentos o los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor e incluso suponerle la pérdida de la inversión inicial. Las transacciones en futuros, opciones y valores o instrumentos de alta rentabilidad (high-yield securities) pueden implicar grandes riesgos y no son adecuados para todos los inversores. De hecho, en ciertas inversiones, las pérdidas pueden ser superiores a la inversión inicial, siendo necesario en estos casos hacer aportaciones adicionales para cubrir la totalidad de dichas pérdidas. Por ello, con carácter previo a realizar transacciones en estos instrumentos, los inversores deben ser conscientes de su funcionamiento, de los derechos, obligaciones y riesgos que incorporan, así como los propios de los valores subyacentes a los mismos. Deben ser igualmente conscientes de que podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos o ser, en cualquier caso, limitado.

BBVA o cualquier otra entidad filial, así como sus respectivos directores o empleados, pueden tener una posición en cualquiera de los valores o instrumentos a los que se refiere el presente documento, directa o indirectamente, o en cualesquiera otros relacionados con los mismos; pueden negociar con dichos valores o instrumentos, por cuenta propia o ajena, proporcionar servicios de asesoramiento u otros servicios al emisor de dichos valores o instrumentos, a empresas relacionadas con los mismos o a sus accionistas, directivos o empleados y pueden tener intereses o llevar a cabo cualesquiera transacciones en dichos valores o instrumentos o inversiones relacionadas con los mismos, con carácter previo o posterior a la publicación del presente informe, en la medida permitida por la ley aplicable.

Los empleados de los departamentos de ventas u otros departamentos de BBVA o de sus filiales pueden proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito, o estrategias de inversión a los clientes que reflejen opiniones contrarias a las expresadas en el presente documento; Asimismo, BBVA o cualquier otra entidad filial puede adoptar decisiones de inversión por cuenta propia que sean contradictorias con las recomendaciones contenidas en el presente documento. Se prohíbe (i) copiar, fotocopiar o duplicar de cualquier otra manera o medio, (ii) redistribuir o (iii) citar total o parcialmente el presente documento sin la previa autorización por escrito de BBVA. Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, distribuirse o transmitirse a aquellos países (o personas o entidades de los mismos) en los que su distribución pudiera estar prohibida por la normativa aplicable. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de la jurisdicción pertinente.

En el Reino Unido, este documento se dirige únicamente a personas que (i) tienen experiencia profesional en asuntos relacionados con las inversiones contempladas en el artículo 19(5) de la ley de servicios y mercados financieros de 2000 (promoción financiera), orden 2005 (en su versión enmendada, la "orden de promoción financiera"), (ii) están sujetas a lo dispuesto en el artículo 49(2) (a) a (d) ("empresas de alto patrimonio, asociaciones de hecho, etc.") de la orden de promoción financiera, o (iii) son personas a quienes se les puede comunicar legalmente una invitación o propuesta para participar en actividades de inversión (según el significado del artículo 21 de la Ley de Servicios y Mercados Financieros de 2000). Todas esas personas en conjunto se denominarán "personas relevantes". Este documento se dirige únicamente a las personas relevantes, y no deben basarse en él ni obrar según el mismo las personas que no lo sean. Todas las inversiones o actividades de inversión a las que hace referencia este documento solo están disponibles para las personas relevantes y se realizarán únicamente con personas relevantes. El sistema retributivo del/los analista/s autor/es del presente informe se basa en una multiplicidad de criterios entre los cuales figuran los ingresos obtenidos en el ejercicio económico por BBVA e, indirectamente, los resultados del Grupo BBVA, incluyendo los generados por la actividad de banca de inversiones, aunque éstos no reciben compensación basada en los ingresos de ninguna transacción específica de banca de inversiones.

BBVA no es miembro de FINRA y no está sujeto a las normas de revelación previstas para sus miembros.

"BBVA está sujeto al Código de conducta de BBVA para operaciones del mercado de valores que, entre otras normativas, incluye reglas para impedir y evitar el conflicto de intereses con las calificaciones ofrecidas, incluyendo el uso de barreras de información. El Código de conducta del Grupo BBVA para las operaciones del mercado de valores se encuentra disponible en la siguiente dirección Web: www.bbva.com / Corporate Governance".

BBVA, S.A. es un banco, supervisado por el Banco de España y por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, e inscrito en el registro del Banco de España con el número 0182.

Este informe ha sido elaborado por la unidad BBVA Research EEUU:

Economista Jefe

Nathaniel Karp
nathaniel.karp@bbva.com
+1 713 881 0663

Amanda Augustine
amanda.augustine@bbva.com

Filip Blazheski
filip.blazheski@bbva.com

Kan Chen
kan.chen@bbva.com

Boyd Nash-Stacey
boyd.stacey@bbva.com

Marcial Nava
marcial.nava@bbva.com

Shushanik Papanyan
shushanik.papanyan@bbva.com

BBVA Research

Economista Jefe Grupo BBVA

Jorge Sicilia Serrano

Estados Unidos

Nathaniel Karp
Nathaniel.Karp@bbva.com

España y Portugal

Miguel Cardoso
miguel.cardoso@bbva.com

México

Carlos Serrano
carlos.serrano@bbva.com

Turquía, China y Geopolítica

Álvaro Ortiz
alvaro.ortiz@bbva.com

Turquía

Álvaro Ortiz
alvaro.ortiz@bbva.com

China

Le Xia
le.xia@bbva.com

América del Sur

Juan Manuel Ruiz
juan.ruiz@bbva.com

Argentina

Gloria Sorensen
gsorensen@bbva.com

Chile

Jorge Selaive
jselaive@bbva.com

Colombia

Juana Téllez
juana.tellez@bbva.com

Perú

Hugo Perea
hperea@bbva.com

Venezuela

Julio Pineda
juliocesar.pineda@bbva.com

Análisis Macroeconómico

Rafael Doménech
r.domenech@bbva.com

Escenarios Económicos Globales

Miguel Jiménez
mjimenezg@bbva.com

Mercados Financieros Globales

Sonsoles Castillo
s.castillo@bbva.com

Modelización y Análisis de Largo Plazo Global

Julián Cubero
juan.cubero@bbva.com

Innovación & Procesos

Oscar de las Peñas
oscar.delaspenas@bbva.com

Sistemas Financieros y Regulación

Santiago Fernández de Lis
sfernandezdelis@bbva.com

Coordinación entre Países

Olga Cerqueira
olga.gouveia@bbva.com

Regulación Digital

Álvaro Martín
alvaro.martin@bbva.com

Regulación

María Abascal
maria.abascal@bbva.com

Sistemas Financieros

Ana Rubio
arubiog@bbva.com

Inclusión Financiera

David Tuesta
david.tuesta@bbva.com

Datos de contacto:

BBVA Research USA
2200 Post Oak Blvd.
Houston, TX 77025
Estados Unidos
Correo electrónico: bbvaresearch_usa@bbva.com
www.bbvaresearch.com
www.bbvacompass.com/compass/research/
twitter.com/BBVAResearchUSA
bbvaresearchusa.podbean.com