

EEUU

Observatorio Económico

9 de marzo de 2011

Análisis Económico

Jeffrey Owen Herzog
jeff.herzog@bbvacompass.com

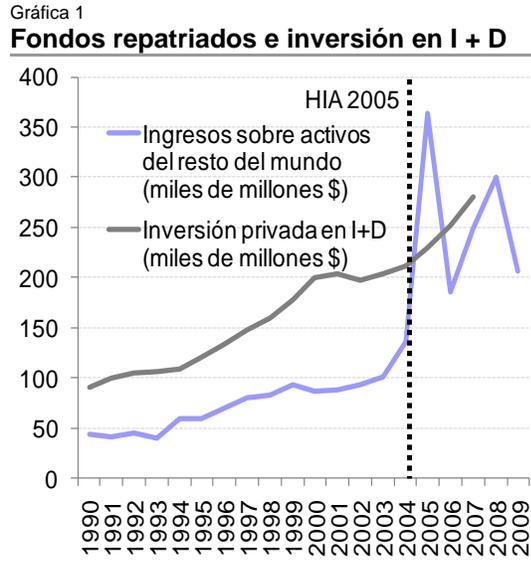
Nathaniel Karp
nathaniel.karp@bbvacompass.com

Jugando con la repatriación Repercusiones de una segunda ley estadounidense de inversiones (Homeland Investment Act)

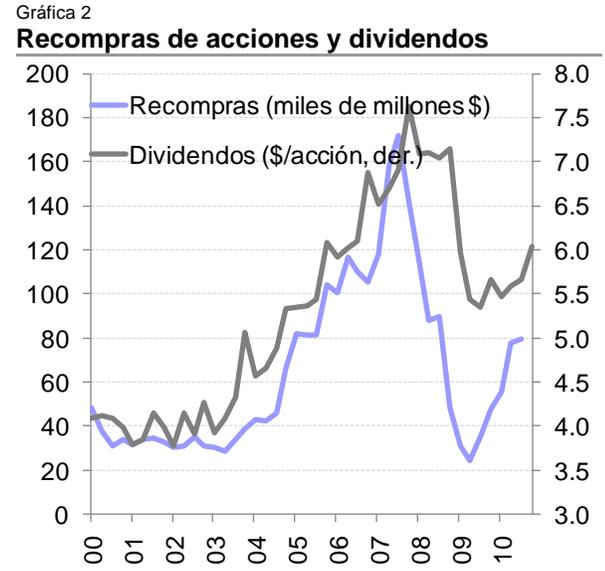
- **Se estima que 600 mil millones de dólares (mmd) en flujos se destinarán en gran parte a dividendos y recompras**
- **Esto principalmente serviría a modo de un tercer programa de compra de activos, pero los efectos sobre el crecimiento serían minúsculos y podría incrementarse la vulnerabilidad financiera**
- **Las preocupaciones respecto al crudo y a la fiscalidad podrían anular los efectos de apreciación del dólar**

A todos los efectos, los defensores de las desgravaciones fiscales sobre las utilidades repatriadas reconocen que en 2005 la mayoría de las repatriaciones se destinaron a la recompra de activos y a dividendos para los accionistas. La hipotética inversión en formación, plantas y equipamiento no llegó a materializarse y los defensores de la desgravación de impuestos no esperan un resultado diferente. Sin embargo, manifiestan que los dividendos y la recompra de acciones son igual de buenos: el efecto riqueza y el flujo de dinero para los accionistas fomentará la confianza y conferirá capacidad de gasto a la economía. Por otra parte, este estímulo es una limosna ya que el gobierno se beneficia de los impuestos directos en los flujos de sumas repatriadas y de impuestos indirectos sobre los dividendos, pese a que la Comisión paritaria en materia impositiva (Joint Committee on Taxation) planificó inicialmente una corrección a la baja de la recaudación tributaria en los años por venir. Desde un punto de vista político, los responsables de la administración Obama no se muestran proclives a aprobar tal desgravación de impuestos sin que se incluya antes en un [marco íntegro de puesta a punto impositiva](#). Dada la naturaleza puntal de esta desgravación fiscal, una solución más eficaz para mejorar la competitividad estadounidense conllevaría un nuevo empujón al código fiscal. Es importante resaltar que la legislación es siempre inestable y se suele quedar corta. Revisamos esta desgravación fiscal junto con (1) las restricciones financieras, (2) las condiciones económicas y (3) los efectos de los flujos.

En primer lugar, las restricciones fiscales a las que se enfrentan las empresas multinacionales ¿son tan radicalmente diferentes a las de 2005 como para justificar los efectos de alivio de las restricciones que conllevaría una desgravación fiscal? La reducción de la deuda y las restricciones financieras son dudosos impulsores del uso de estos fondos repatriados. Las empresas están refinanciando niveles máximos históricos de su deuda a largo plazo a causa de las tasas de interés desmesuradamente bajas y de los altos niveles de las tenencias de efectivo. De hecho, ciertas estadísticas preliminares del cuarto trimestre de 2010 que S&P publicó en febrero sugieren que la recompra de acciones está en boga. S&P estima que las recompras superan en casi 50% a las del cuarto trimestre de 2009 y se sitúan ligeramente por encima respecto al trimestre anterior. Por otra parte, S&P estima asimismo que el conteo de acciones total descenderá en 1.6% anual. Otro uso probable de los fondos será en actividades de fusión, lo cual podría acelerar la reestructuración industrial en Estados Unidos o la concentración industrial.



Fuente: BEA y Haver Analytics



Fuente: S&P y Haver Analytics

En segundo lugar, ¿apoyan las condiciones económicas este tipo de estímulo? Pese a que no se haya estipulado explícitamente, una ventaja de la compra de activos a gran escala (CAGE) de la Reserva Federal fue incrementar el activo neto de los hogares, mejorar el saldo de los planes de pensiones y, en general, crear un efecto riqueza que repercute positivamente en la confianza. Las utilidades repatriadas, dada su tendencia a la compra de acciones, serán similares a la FC3, con la salvedad de que no habrá un efecto saldo cartera que se diseñó en el programa de compra de la Reserva Federal. Cuando la Reserva Federal efectúa CAGE, elimina el riesgo de duración del sistema financiera y encamina las carteras de inversión hacia inversiones a largo plazo en títulos no gubernamentales. Asimismo, es cierto que no habrá tanto control sobre esta CAGE que sobre la CAGE que organiza la Reserva Federal. Incluso la Reserva Federal reconoció que no puede controlar al 100% los efectos de la CAGE y dispone de múltiples herramientas políticas.

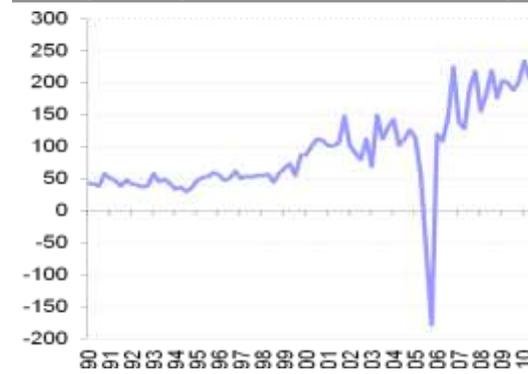
Además, los miles de millones de fondos repatriados que llegan a Estados Unidos solamente harán incrementar los precios de los activos. En tal caso, los activos corporativos actuales se valorarán probablemente de acuerdo con niveles muy cómodos. Por el contrario, los precios de activos residenciales siguen siendo un problema importante. Los hogares no tienen claro todavía cuál es la tendencia de los precios inmobiliarios y la inversión residencial es una carga para la recuperación. Si acaso, este tipo de CAGE de títulos se está centrando en el tipo equivocado de activos. Podría ser una buena idea cuando los precios de los activos estén a la baja, pero dada la rápida recuperación en los principales índices bursátiles, el beneficio marginal de más efectos de riqueza probablemente no será mucho y podría, al contrario, incrementar las vulnerabilidades del sistema financiero. Por otra parte, los ingresos por dividendos recaen sobre todo en el quintil superior, mientras que la flexibilidad de gasto presenta una tendencia más a la baja que la mayoría del resto de las fuentes de ingresos.

Por último, ¿qué tipo de flujos se esperan y cómo repercutirán en el dólar? De acuerdo con las estadísticas de BEA, la primera desgravación fiscal para utilidades repatriadas (Homeland Investment Act, HIA: ley estadounidense de inversiones) generó flujos de aproximadamente 300 mil millones de dólares. Los defensores del sector alegarán hasta 1 billón de dólares en flujos resultantes de una segunda ley HIA, pero se tratará seguramente de una exageración dada la inclinación natural de los grupos de presión. Sin embargo, no se equivocan al afirmar que los flujos serán superiores a los de 2005, ya que los ingresos provenientes del extranjero que se retienen fuera de las fronteras representan aproximadamente el doble de los flujos trimestrales de 2005, según la Reserva Federal. En una extrapolación sencilla, se podrían estimar en torno a los 600 mil millones de dólares en flujos como resultado, si las empresas toman exactamente las mismas decisiones que en 2005, pero a una escala el doble de grande.

Desconocemos la distribución de divisas de las tenencias, pero resulta razonable prever que no todos los beneficios en el extranjero son en dólares. Esto implica un sustancial repunte adicional de compras de dólares durante 2011, lo cual será positivo para la divisa. Por otra parte, la Reserva Federal finalizará su programa de flexibilización cuantitativa del segundo trimestre de 2010. Se terminará el efecto de depreciación del dólar.

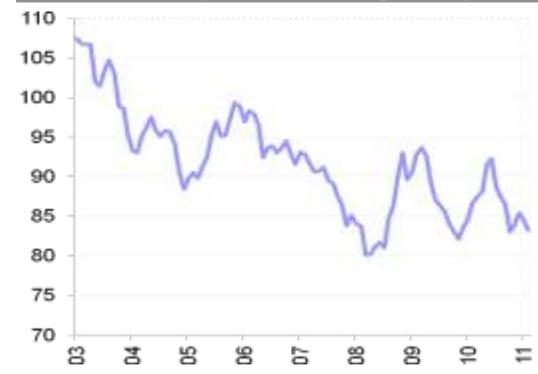
Sin embargo, existen dos factores que ejercerán una fuerza contraria para el dólar de forma simultánea. En primer lugar, las presiones inflacionarias crearán influencias de depreciación sobre el dólar, particularmente si las condiciones políticas en el norte de África y Oriente Medio empeoran. En segundo lugar, la situación fiscal en los Estados Unidos de América irá tomando más importancia como impulsor del valor del dólar ya que la credibilidad del gobierno en cumplir los objetivos de reforma sufrirá altibajos en el toma y daca legislativo. En general, estos dos factores podrían anular el efecto de apreciación de una segunda ley HIA. En cualquier caso, los diferenciales del crecimiento harán que la dinámica del tipo de cambio entre los mercados emergentes y el dólar sea diferente a la de los países desarrollados.

Gráfica 3
Beneficios en el extranjero retenidos en otros países (miles de millones de USD)



Fuente: Reserva Federal

Gráfica 4
Índice de USD ponderado según flujos



Fuente: Haver Analytics

Aviso legal

Este documento ha sido preparado por BBVA Research 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 sujetos 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.