

# Observatorio Económico

EEUU

## Utilidades empresariales frente a la crisis europea

### Una sacudida temporal en un camino ascendente

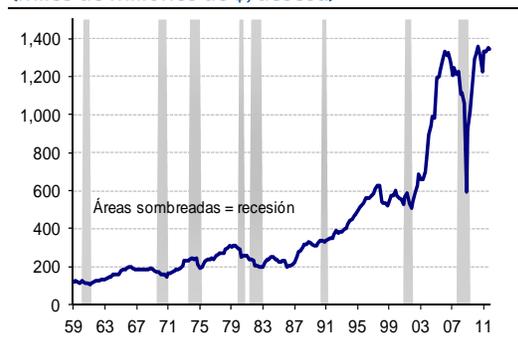
- En el 4T11, el total de utilidades empresariales disminuyó como consecuencia de las incertidumbres en la demanda y las inversiones derivadas de la crisis europea
- El descenso de las tasas de los impuestos de sociedades y la reducción de la remuneración a los empleados ha contribuido a importantes aumentos de utilidades empresariales desde la década de 1990
- En EEUU, las utilidades no han mostrado indicios de reducirse, en especial en un momento en que la actividad económica toma impulso, aunque en el resto del mundo pueden ser limitadas a corto plazo

Houston, 2 de abril de 2012  
Análisis Económico

EEUU  
Kim Fraser  
kim.fraser@bbvacompass.com

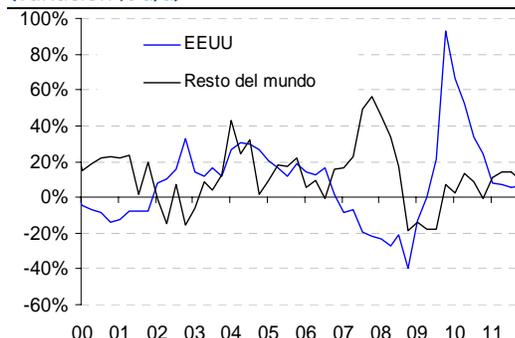
El 4T11 estuvo dominado sobre todo por los problemas fiscales derivados de la crisis europea, aunque en EEUU la actividad económica recobró un importante impulso. Como se esperaba, el total de utilidades empresariales durante el 4T11 se vio frenado ligeramente por la desaceleración en el resto del mundo, al retroceder 0.9% a 1,342 millones de dólares (en términos reales), aunque situándose por encima de los niveles de principios de 2011 (Gráfica 1). A nivel nominal, las utilidades empresariales en el resto del mundo bajaron hasta su mínimo nivel del ejercicio, al retroceder 9.2% t/t, lo cual marcó el descenso más importante desde el 4T08, cuando cayeron en más de 20%. Dentro de EEUU, el crecimiento estuvo encabezado sobre todo por las manufacturas. Las utilidades de bienes duraderos crecieron casi 25%, lo cual no es de sorprender considerando los datos positivos coincidentes de la industria. A nivel anual, el crecimiento de las utilidades se aceleró ligeramente en EEUU, en tanto que en el resto del mundo se desaceleró significativamente (Gráfica 2). Con todo, el crecimiento a/a positivo sustenta la noción de que las utilidades seguirán siendo abundantes en los próximos años, suponiendo que la evolución en Europa continúe en la dirección correcta. En su mayor parte, la influencia de Europa en la actividad de EEUU ha cesado casi totalmente durante el 1T12, y la evolución de la situación hacia la resolución de los problemas de la deuda soberana han mejorado ligeramente las perspectivas de la región. Sin embargo, creemos que las utilidades empresariales en el resto del mundo serán limitadas, al menos a corto plazo, considerando que muchas naciones europeas estarán en recesión, o al borde de la misma. Aunque la aversión al riesgo se ha moderado en EEUU, es probable que los inversores deseen mantenerse apartados de activos empresariales de riesgo vulnerables a Europa, lo cual reducirá al mínimo el potencial de obtención de utilidades en el resto del mundo. Durante el ejercicio, el total de utilidades empresariales aumentó 9.3%, saliendo de los mínimos del proceso de recuperación que se registraron en el 4T10.

Gráfica 1  
Total de utilidades empresariales  
(miles de millones de \$, desest.)



Fuente: Oficina de Análisis Económicos de EEUU y BBVA Research

Gráfica 2  
Utilidades en EEUU y en el resto del mundo  
(variación % a/a)



Fuente: Oficina de Análisis Económicos de EEUU y BBVA Research

Durante la pasada década, la política fiscal y monetaria de EEUU ha posibilitado un salto extremo y sin precedente de las utilidades empresariales. Antes de 2000, el máximo incremento de utilidades se produjo entre finales de 1989 y 1997, cuando aumentaron 125% gracias, en gran medida, a la bajada de la tasa fiscal efectiva aplicada a las sociedades, lo cual ayudó a incrementar los márgenes. Entre el 4T01 y el 3T06, las utilidades saltaron casi 200%, ya que el porcentaje de los impuestos corporativos sobre las utilidades siguió descendiendo, al igual que los costos salariales. Obviamente, gran parte de este incremento fue erosionado temporalmente por la crisis financiera, aunque las utilidades se recuperaron extremadamente rápido y superaron los máximos previos a la recesión en menos de dos años.

Gráfica 3  
**Repercusión de las leyes de sociedades en las utilidades empresariales (miles de millones de \$)**



Fuente: Oficina de Análisis Económicos de EEUU y BBVA Research

La reforma fiscal se ha convertido en un tema de presión al aproximarnos a las elecciones presidenciales, en especial en lo relativo a las lagunas fiscales del impuesto de sociedades. Varias políticas han intentado estimular la actividad económica mediante desgravaciones fiscales, que la mayoría de las empresas han aprendido rápidamente a aprovechar. En comparación con otras leyes impositivas de principios de la década, aparentemente la Ley de Desgravación Fiscal y Creación de Empleo del presidente Obama, promulgada a finales de 2010, ha sido la que más ha influido en las utilidades. Aunque no hemos incorporado específicamente los impuestos de sociedades a nuestro modelo de utilidades, es algo a considerar al aproximarnos a un posible cambio político tras las elecciones de 2012.

Gráfica 4  
**Utilidades empresariales y salarios (% del PIB)**



Fuente: Oficina de Análisis Económicos de EEUU y BBVA Research

Los niveles de empleo han tenido dificultades para recuperarse desde la recesión, pero las utilidades empresariales nunca antes habían sido tan sólidas. Como porcentaje del PIB, los salarios se incrementaron ligeramente en el 4T11, aunque manteniéndose en mínimos históricos. El porcentaje de utilidades empresariales se sitúa en torno al 10%, y podría incrementarse durante 2012 dado que las condiciones del mercado de trabajo solo mejoran gradualmente. Mientras que las perspectivas empresariales han mejorado durante el 1T12, las condiciones de la demanda no se han demostrado lo bastante estables como para que las empresas amplíen e incrementen sus planes de contratación. Durante la recuperación, los salarios han aportado sólo 26% del crecimiento del ingreso nacional, en tanto que las utilidades empresariales han supuesto más de la mitad.

Gráfica 5  
**Rendimiento de los dividendos y de los bonos del Tesoro a 10 años (%)**



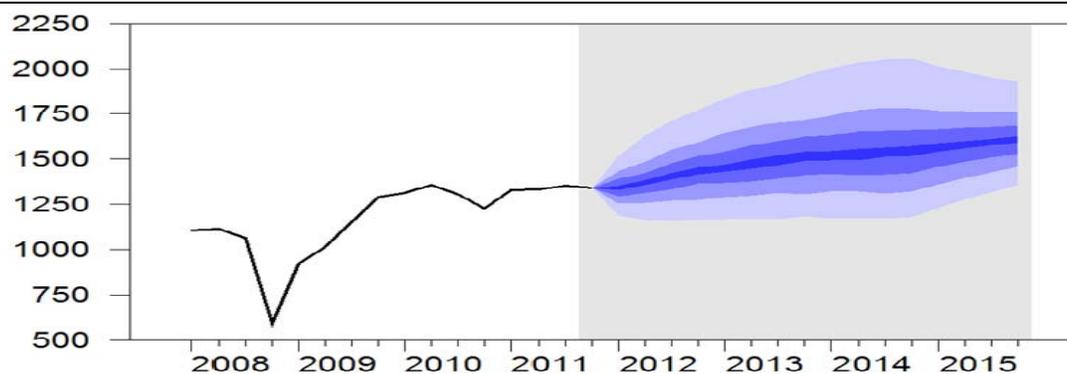
Fuente: S&P, Reserva Federal y BBVA Research

La historia nos demuestra que la rentabilidad de los dividendos y de los bonos del Tesoro a 10 años tiende a moverse conjuntamente. Sin embargo, estas tendencias parecen haberse disipado desde la recesión, y puede suponerse que la situación continuará toda vez que la Fed siga manteniendo una presión a la baja sobre la rentabilidad a largo plazo. Con tanta liquidez, muy pronto las empresas se sentirán obligadas a pagar dividendos a un porcentaje superior al de los bonos del Tesoro. Con todo, creemos que los pagos seguirán siendo pequeños en relación con la liquidez que tienen las empresas hasta que se restablezca plenamente la confianza económica.

### Previsiones de utilidades corporativas

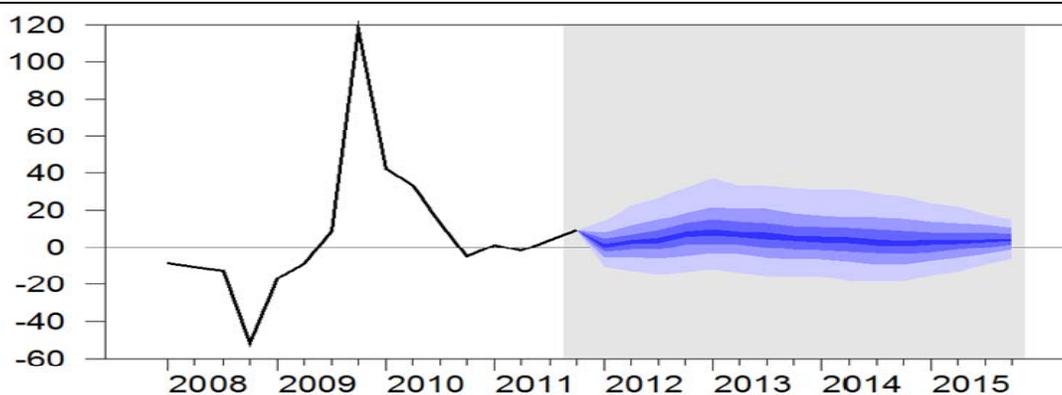
Nuestras previsiones sobre las utilidades empresariales casi no han cambiado desde el trimestre pasado, considerando que esperábamos las breves repercusiones de la crisis europea. La rentabilidad de los dividendos y de los valores del Tesoro ha tenido un comportamiento acorde con el de nuestras proyecciones. El crecimiento de la productividad se desaceleró durante el segundo semestre de 2011, y nuestro modelo parte del supuesto de que esta tendencia continuará a corto plazo. Las empresas parecen haber potenciado al máximo la productividad con su base de empleados y por tanto tienen que añadir más trabajadores simplemente para mantener los niveles de producción actual (más que para incrementarlos). De cara al futuro, esta hipótesis limitará un aumento significativo de las utilidades, propiciando una trayectoria más plana en comparación con el salto posterior a la recesión de 2009. En términos reales, las utilidades experimentarán consecuencias similares de la desaceleración europea del 1T12, aunque en este momento no prevemos ningún bajón importante en el horizonte de nuestra previsión. Tras el 1T12, el crecimiento a/a de las utilidades se situará en torno al 5% durante los próximos años.

Gráfica 6  
**Utilidades empresariales (miles de millones de \$ reales)**



Fuente: BBVA Research

Gráfica 7  
**Utilidades empresariales (variación % a/a)**



Fuente: BBVA Research

**AVISO LEGAL**

Este documento ha sido preparado por el BBVA Research (Servicio de Estudios del BBVA) de EE.UU. 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 EE.UU., 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.