

Observatorio Económico

EEUU

Houston, 7 de enero de 2014
Análisis Económico

EEUU

Kim Fraser
kim.fraser@bbvacompass.com

El crecimiento de las utilidades empresariales se desacelerará en 2014

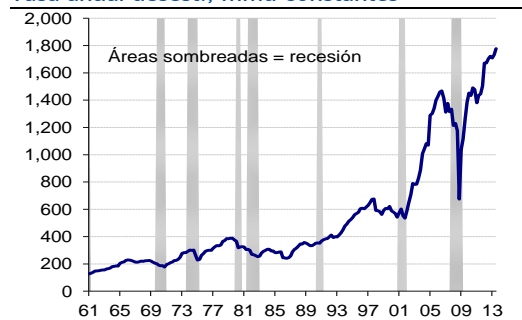
Las empresas se adaptan a una recuperación más sólida y al fin de los recortes de costos fáciles

- Las utilidades empresariales reales se aceleraron en el 3T13 debido a la fuerte caída de los costos laborales, mientras que las expectativas de demanda mejoraron
- Los impuestos de sociedades han caído a niveles próximos a los mínimos históricos, aproximadamente 20% del total de las utilidades, pero la reforma tributaria futura podría invertir esta tendencia
- Probable que el crecimiento anual de las utilidades llegue a su máximo a mediados de 2014 a medida que las empresas aumenten los costos para pasar a una política expansiva

Las utilidades empresariales han sido en cierto modo una anomalía durante esta lenta recuperación económica. Después de caer más de 50% durante la crisis financiera, las utilidades empresariales reales se recuperaron rápidamente y subieron a nuevos máximos históricos a pesar de las dificultades de otros sectores de la economía. Las empresas han sabido aprovechar costos de endeudamiento y laborales sumamente bajos, así como la normativa fiscal favorable, lo que les ha permitido mantener utilidades constantes incluso cuando flaqueaba la demanda. Al mismo tiempo, hemos visto máximos extraordinarios en los mercados bursátiles cuando el programa QE3 de la Fed inyectó dinero en el sistema. Ahora que el resto de la economía está tomando impulso (la Fed ha comenzado a reducir estímulos, las tasas de interés están al alza y el desempleo sigue cayendo), es muy probable que el crecimiento de las utilidades empresariales se desacelere. Prevemos que el crecimiento de las utilidades llegará a su máximo en 2014 y se atenuará a partir de entonces a medida que las empresas se ajusten a los cambios del entorno económico, tanto a nivel nacional como a nivel mundial.

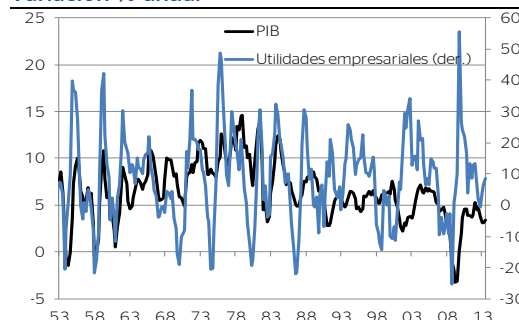
Históricamente, las utilidades empresariales siempre han sido mucho más volátiles que el crecimiento del PIB, pero tras la caída de 2008, el subsiguiente repunte fue uno de los mayores de la historia y definió el escenario para una recuperación sin precedentes. La aceleración desde la crisis ha sido mucho más pronunciada en comparación con ciclos económicos anteriores, aunque el progreso económico general ha sido más lento. A lo largo de 2013, el crecimiento de las utilidades se mantuvo relativamente estable, pero se aceleró en el tercer trimestre junto con un importante aumento del PIB. En el 3T13, las utilidades empresariales reales se incrementaron 2.6% en términos trimestrales, el ritmo más rápido desde el 1T12, y se aceleraron a 4.3% en términos anuales. Aunque este movimiento refleja el aumento más fuerte de 2013, está claro que esa importante aceleración no es sostenible.

Gráfica 1
Utilidades empresariales reales
Tasa anual desest., mmd constantes



Fuente: BEA y BBVA Research

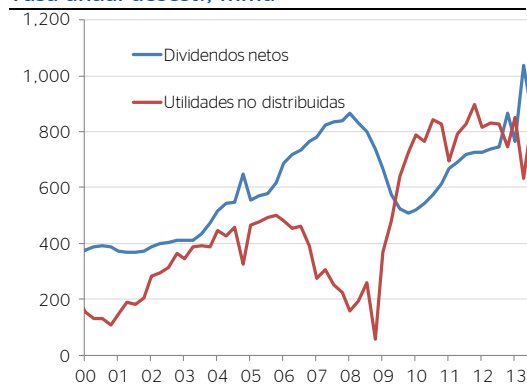
Gráfica 2
PIB nominal y utilidades empresariales
Variación % anual



Fuente: BEA y BBVA Research

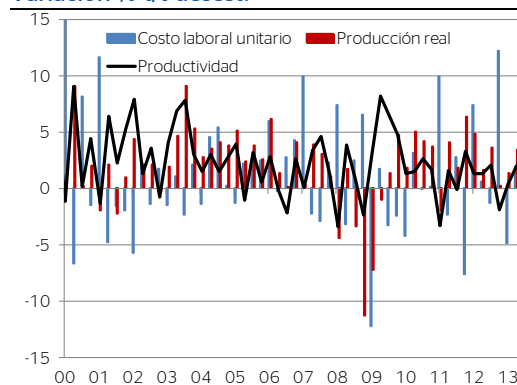
Resulta especialmente interesante examinar los detalles subyacentes del crecimiento de las utilidades empresariales. Desde la recesión, el crecimiento de las utilidades empresariales ha reflejado sobre todo una importante aceleración de las utilidades no distribuidas (es decir, el ahorro empresarial) aproximadamente en el primer año de la recuperación, mientras que el crecimiento de los dividendos ha sido mucho más gradual. Sin embargo, en 2013 hemos observado un cambio de dinámica poco común: el crecimiento de los dividendos netos aumentó en el 2T13 mientras que se desplomaron las utilidades no distribuidas. Aunque solo se trató de un cambio temporal y la tendencia se invirtió casi totalmente en el 3T13, el movimiento plantea una interesante pregunta con respecto a las utilidades empresariales en el futuro. Es bastante posible que las empresas hayan cambiado de estrategia: desacelerar la reinversión y acelerar los pagos de dividendos para que los inversionistas estén contentos en estos momentos de incertidumbre, pero ¿qué significa con respecto a los próximos años? A pesar del repunte de la actividad económica, las empresas siguen con dudas en lo que se refiere a la frágil demanda de consumo. La contratación ha repuntado en la segunda mitad de 2013, pero si los planes de reinversión no se materializan, no es probable que veamos una aceleración del crecimiento del empleo significativa en 2014. Además, la llegada del fin del programa de estímulos de la Fed puede ejercer presiones sobre las empresas y los mercados bursátiles hacia la segunda mitad del año. En los próximos años, esperamos que el entorno económico vuelva a un estado mucho más normal a medida que la Fed comience el proceso de normalización de la política monetaria (programado para mediados de 2015 y años sucesivos).

Gráfica 3
Dividendos netos y utilidades no distribuidas
Tasa anual desest., mmd



Fuente: BEA y BBVA Research

Gráfica 4
Costo laboral unitario, producción y productividad
Variación % t/t desest.

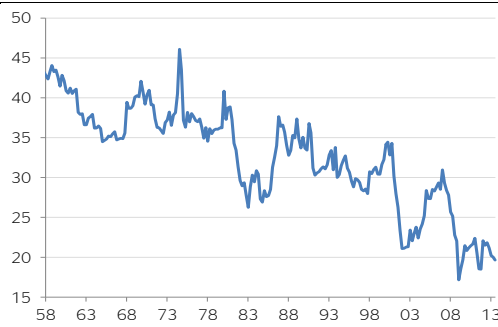


Fuente: BLS y BBVA Research

Otro aspecto importante en relación con el crecimiento de las utilidades empresariales se deriva de los costos laborales y la productividad, que han sido ventajosos para las empresas durante este vulnerable periodo de recuperación. Los elevados niveles de desempleo provocados por la crisis dejaron a los empleados a merced de las empresas, que trataron de recortar costos donde pudieron. Ahora, los costos laborales unitarios y las remuneraciones vuelven a estar en niveles cercanos a los de antes de la recesión, pero todavía puede observarse una importante cantidad de recursos ociosos en el mercado de trabajo. Por tanto, las presiones salariales serán limitadas en 2014, aunque es posible que las empresas solo puedan mantener (en vez de seguir reduciendo) los gastos, pues parece que oficialmente hemos dejado atrás la época de recortar los costos. Al mismo tiempo, las empresas han tratado de obtener el máximo rendimiento posible de los empleados existentes sin tener que contratar más trabajadores. Por consiguiente, las horas por trabajador siguen aumentando y mejora la productividad general, aunque no necesariamente a un ritmo sostenible. En el 3T13, los costos laborales unitarios cayeron 1.5% en términos trimestrales anualizados y desestacionalizados, mientras que la producción real aumentó 4.9%. Además, el porcentaje de producción nominal empleado en remuneraciones cayó en el 3T13 a un nivel cercano a los mínimos históricos, 55.9%, en comparación con un porcentaje superior al 60% antes de la crisis. Por último, hubo un fuerte crecimiento de la productividad en el tercer trimestre, pero los datos indican que los niveles de contratación son todavía bajos en comparación con el ritmo de crecimiento de la producción. Esta tendencia actual puede ser rentable para las empresas, pero seguramente no durará a medida que la demanda siga subiendo y los empleados se sientan más cómodos sobre la movilidad y la disponibilidad de empleos. Al final, las empresas tendrán que aumentar la contratación para mantener el ritmo de producción, sacrificando con ello los márgenes de ganancia o repercutiendo los mayores costos en los consumidores. La parte positiva es que la mejora de la demanda incrementará los ingresos y compensará, al menos en parte, los crecientes costos laborales.

Un tercer aspecto en torno al crecimiento de las utilidades empresariales ha sido el sistema tributario, en especial durante esta época en que las empresas parecen aprovechar todas las ventajas del lento crecimiento de la economía. La reforma tributaria se ha convertido en un asunto destacado en los últimos años debido al ataque a las empresas y a los ricos por parte del movimiento "Occupy Wall Street". Los impuestos de sociedades casi se han recuperado a los niveles anteriores a la crisis, pero el porcentaje de impuestos sobre el total de utilidades ha caído a mínimos históricos. Esto refleja en parte los cambios (o la falta de ellos) en la normativa del impuesto de sociedades, que junto con el resto de los factores mencionados anteriormente, han disparado las utilidades en la última década. Las utilidades empresariales han seguido aumentando como porcentaje del PIB, hasta situarse en 11.0% en el 3T13 en comparación con una cifra inferior al 10% antes de 2012. Al mismo tiempo, los salarios como porcentaje del PIB han seguido cayendo. De cara al futuro, los cambios que esperamos ver en la normativa fiscal y la eliminación de algunas lagunas podrían reducir temporalmente las utilidades empresariales; sin embargo no esperamos que la influencia empresarial en el PIB vuelva a caer a los niveles anteriores a la recesión.

Gráfica 5
Impuesto de sociedades como porcentaje de las utilidades, %



Fuente: BEA y BBVA Research

Gráfica 6
Utilidades empresariales nominales y salarios, % del PIB

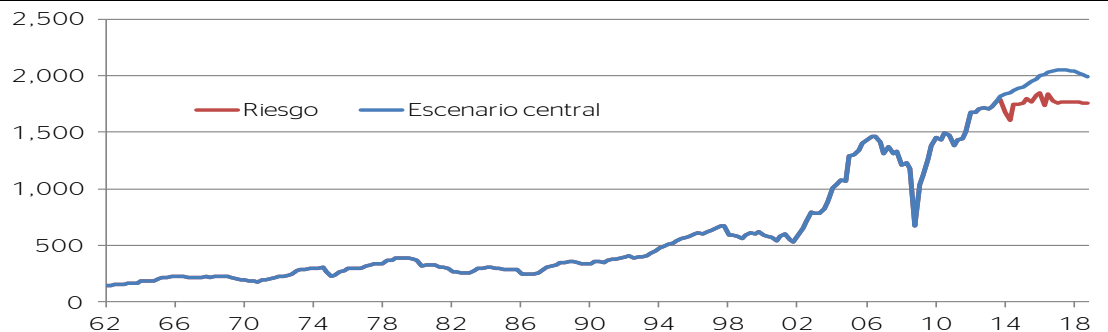


Fuente: BEA y BBVA Research

Conclusión: las utilidades empresariales siguen creciendo pero a un ritmo insostenible

En vista de los factores anteriores y teniendo en cuenta la cambiante dinámica de la recuperación económica, pre vemos que las utilidades empresariales aumentarán a un ritmo más moderado en los próximos trimestres, hasta estabilizarse en 2015. Aunque nos parecería razonable pre ver los costos laborales, la producción futura y el aumento de las tasas de interés, es difícil dar cuenta de la posible reforma fiscal en nuestros modelos. Si se abordan finalmente las lagunas del impuesto de sociedades, podríamos ver un cambio en la composición de las utilidades empresariales. Pero en general, nuestro escenario de riesgo parte del supuesto de que se producirá un retroceso en el ritmo actual de crecimiento del PIB y una subsiguiente desaceleración del empleo. En última instancia, pre vemos que el impacto sobre las utilidades será menor en comparación con la crisis de 2008, dado que las empresas ya están preparadas en su mayoría para resistir otro choque negativo en el sistema.

Gráfica 7
Previsiones sobre las utilidades empresariales netas, miles de millones de dólares constantes



Fuente: BBVA Research

AVISO LEGAL

Este documento ha sido preparado por el Servicio de Estudios 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.