

ANÁLISIS MACROECONÓMICO

# Mayor crecimiento esperado del PIB: Sólido impulso, estímulo fiscal a corto plazo y mejora del rendimiento global

Nathaniel Karp/Boyd Nash-Stacey

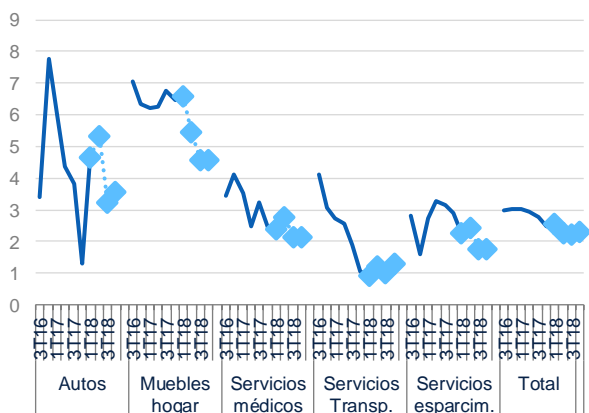
21 de diciembre de 2017

## El PIB de Estados Unidos crecerá un 2,6% en 2018, frente al 2,5% en 2019

A principios de 2017 había un alto grado de incertidumbre sobre cómo la economía se recuperaría del tímido crecimiento registrado en 2016 dadas las incógnitas asociadas con la administración entrante. El bienestar corporativo también estaba en duda debido a que las ganancias en las empresas estadounidenses, tras el ajuste de inventario y después de impuestos, se situaron 127.000 millones de dólares por debajo de su pico a mediados de 2014. Además, los riesgos a la baja a nivel mundial se mantuvieron elevados en vista de las elecciones de alto riesgo previstas en Europa y la inestabilidad política al alza en los mercados emergentes. A pesar de esto, esperábamos que el crecimiento volviera a cotas superiores a la tasa de crecimiento potencial de EE. UU., a medida que fueran mejorando las condiciones del mercado laboral, fuera aumentando la confianza y las perspectivas de inversión se inclinaran al alza.

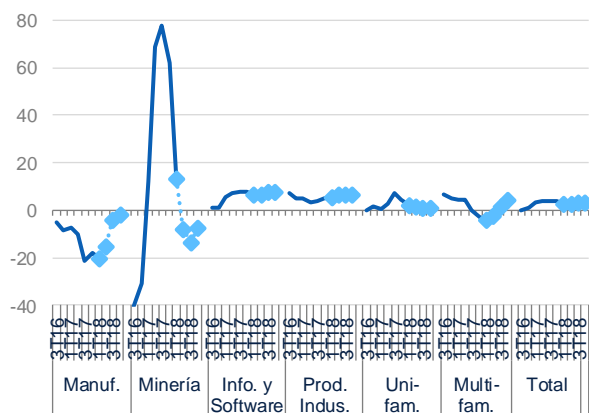
Por lo que respecta a nuestra perspectiva para el cuarto trimestre, esperamos que el crecimiento se acerque más a su potencial de más largo plazo a pesar de un entorno de riesgo equilibrado. Ahora esperamos un crecimiento del 2,2% en el cuarto trimestre, una cifra que está ligeramente por debajo de las estimaciones empíricas preliminares (NY Fed Nowcast: 3,2% t/t SAAR, ATL Fed Nowcast: 3,2% t/t SAAR). Esta desaceleración es coherente con la desaceleración de la inversión en inventarios, unas condiciones de inversión menos propicias debido a las expectativas de futuras rebajas tributarias (2018), un crecimiento de las exportaciones más débil y una recuperación de las importaciones, así como unas condiciones de consumo menos auspiciosas, conforme se desvanezca el impulso a corto plazo derivado de los esfuerzos de reconstrucción tras los huracanes Harvey e Irma.

**Gráfica 1. Consumo personal real, var. % anual**



Fuente: BBVA Research y BEA

**Gráfica 2. Inversión fija privada real, var. % anual**



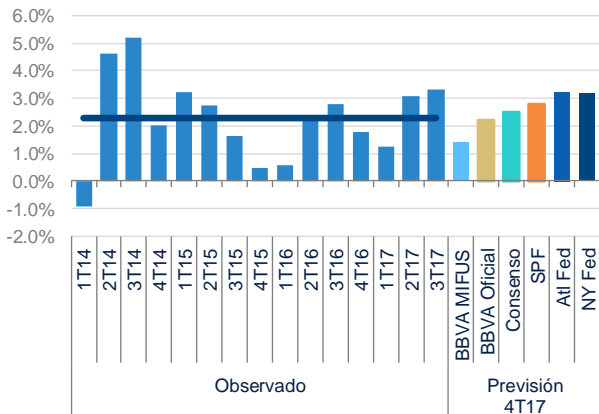
Fuente: BBVA Research y BEA

Sin embargo, después de que las estimaciones para el crecimiento del PIB superaran las expectativas en el segundo y tercer trimestres, estamos revisando nuestra previsión para el año hasta el 2,2% en 2017, desde el 2,1%. La modesta revisión al alza no indica una desviación importante de nuestro escenario de referencia consistente en el reequilibrio gradual entre el consumo e inversión. Por el contrario, esta revisión refleja una mayor resiliencia a nivel del consumidor y una inversión fija comercial más sólida de lo esperado y la acumulación de inventarios.

Aunque las altas expectativas de los consumidores y de las empresas explican parte del crecimiento más sólido de lo esperado, hay explicaciones fundamentales que subyacen a la fortaleza de la economía de los EE. UU. en 2017. Las subidas del precio del petróleo y una depreciación del dólar se tradujeron en una recuperación histórica de la inversión en equipos de minería, y el repunte de la manufactura y la inversión en equipos y software. El crecimiento mundial también se mantuvo optimista, ya que las preocupaciones en torno a la inestabilidad geopolítica, el auge de los movimientos populistas y nacionalistas y el aislacionismo se han moderado, lo que se ha traducido en el refuerzo de los flujos del comercio mundial y una sorpresa al alza del crecimiento mundial. De hecho, las exportaciones netas han contribuido positivamente al crecimiento de EE. UU. durante tres trimestres consecutivos, por primera vez desde 2012-2013.

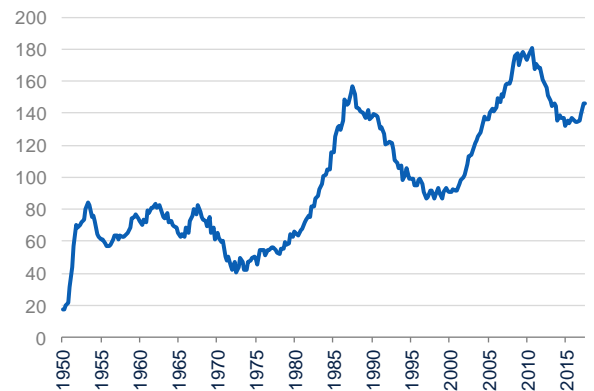
Además, el consumo superó las expectativas a pesar de las dificultades cíclicas relacionadas con el largo ciclo de expansión, la desaceleración de las ganancias laborales y las condiciones crediticias más restrictivas. Asimismo, el gasto público ha contribuido de manera más positiva al crecimiento general después de que el Congreso acordara aumentar los topes del gasto discrecional para el año fiscal en 118.000 millones de dólares o el 0,6% del PIB. Alrededor del 70% del aumento se destinó a gastos de defensa y el 10% a medidas de recuperación de desastres naturales.

**Gráfica 3. PIB real, var. % trimestral, anualizada y desestacionalizada**



Fuente: BBVA Research y NY FED, ATL Fed, Bloomberg, Philadelphia Fed

**Gráfica 4. Inversiones federales reales en defensa, miles de millones, 2009 USD**



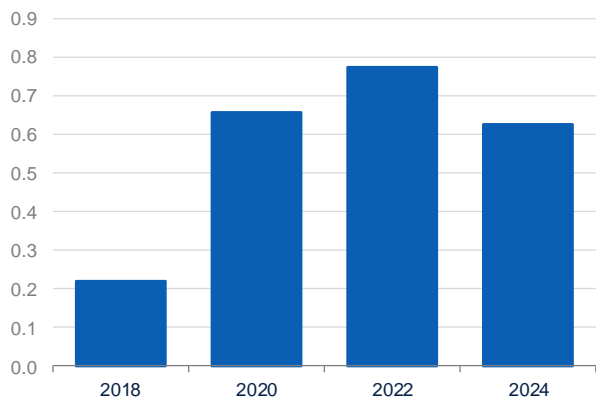
Fuente: BBVA Research, BEA y Haver Analytics

Esperamos que el impulso cíclico y el optimismo continúen respaldando las tasas de crecimiento superiores a la media cuando comencemos 2018. La política monetaria también seguirá siendo acomodaticia incluso a pesar de la mayor tasa de desgaste del balance general (los topes alcanzarán un nivel terminal de 30.000 millones de dólares en bonos del Tesoro y 20.000 millones de MBS por mes en octubre) y de las subidas de tipos adicionales; nuestra perspectiva revisada ahora presupone tres subidas de tipos en 2018 (anteriormente dos) y dos más en 2019. Además, nuestra base de referencia es que el crecimiento mundial continúe con una tendencia superior al 3,0% con fuertes contribuciones de los mercados emergentes y desarrollados.

Sin una reforma fiscal importante, nuestro sesgo en 2018 y 2019 fue que el crecimiento sería de 20-30 p.b. más alto, dado el impulso proporcionado por los factores nacionales e internacionales. Sin embargo, con la aprobación de la reforma fiscal en el Congreso, ahora partimos de la base de que el crecimiento será del 2,6% y del 2,5% en 2018 y 2019, respectivamente. Si bien las rebajas de impuestos individuales darán un ligero impulso al promedio de los ingresos después de impuestos, la mayor fuente de mejoras vendrá de los cambios en el código de impuestos corporativos. La reducción de los tipos impositivos marginales a un nivel más competitivo a nivel mundial, una mayor capacidad para deducir nuevas inversiones, menores tipos marginales en los ingresos transferidos de las pequeñas empresas y el cambio a un sistema territorial con reglas destinadas a prevenir los abusos y un impuesto destinado a evitar la erosión de la base impositiva (BEAT, por sus siglas en inglés).

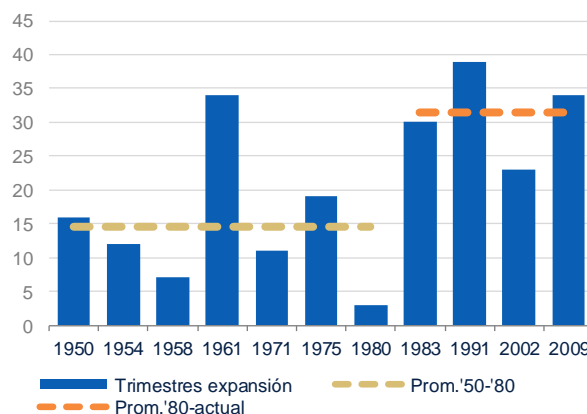
Sin embargo, los recortes impositivos vencidos y los recortes marginales de los tipos de interés orientados a las personas de mayores ingresos tienen el potencial de reducir la propensión marginal al consumo, lo que sugiere que el impacto del lado de la demanda se verá atenuado. Además, el impacto neto a lo largo del tiempo podría ser menor de lo esperado. Una gran parte de las rebajas fiscales podría traducirse en un mayor ahorro en lugar de en inversiones. Los costes de los préstamos también podrían aumentar cuando suban la inflación y los tipos de interés; también podría haber resultados inesperados a nivel de empresa, dado que algunas disposiciones están a punto de caerse y que los líderes del Congreso han admitido tácitamente que la propuesta podría enfrentarse a revisiones en 2018 y más allá. Sobre la base de estos factores, estimamos que el impacto acumulado neto sobre el PIB será de alrededor del 0,2% en 2018 y del 0,6% en 2024.

**Gráfica 5.** Impacto de la Ley de rebajas fiscales y empleo (TCJA), % del PIB, acumulado



Fuente: BBVA Research

**Gráfica 6.** Duración del ciclo comercial de EE. UU., trimestres



Fuente: BBVA Research, NBER y Haver Analytics

Al alza, también existe la posibilidad de nuevos vientos de cola relacionados con las políticas derivadas de la reducción de cargas normativas. De hecho, después del primer año en el cargo, la nueva administración ha revisado o eliminado 31 normas ambientales y 7 financieras a través de una revisión del Congreso u orden ejecutiva. Trump también ha nombrado funcionarios para la Oficina de Protección Financiera del Consumidor (CFPB) y el vicepresidente de regulación de la Reserva Federal, así como para el Departamento de Energía, Comercio y Hacienda, algo que deberían favorecer las reformas orientadas a las empresas. También es probable que la economía se beneficie de mejores condiciones crediticias. Unas condiciones financieras saludables para los hogares, las empresas y los bancos, junto con unas expectativas positivas, podrían generar un mayor apalancamiento, consumo e inversión, lo que a su vez debería ayudar a prorrogar el ciclo de expansión.

Con respecto a los riesgos a la baja, sigue habiendo una probabilidad no trivial de que la incertidumbre en el plano de la política interna siga siendo alta dadas las dificultades presupuestarias en curso y las negociaciones sobre el techo de la deuda que se avecinan en 2018. La política monetaria también podría tomar un rumbo más agresivo si los nuevos nombramientos en la Reserva Federal deciden pasar a un enfoque más conservador basado en normas. Sin embargo, el sesgo implícito del FOMC parece ser positivo con respecto a la reforma tributaria dada su naturaleza basada en la oferta, lo que limita los riesgos de que la Reserva Federal aumente el ritmo de normalización anticipándose a las presiones inflacionarias.

El comercio y la inmigración también seguirán siendo preocupaciones importantes. Tras la decisión de Trump de retirar a los EE. UU. del TPP, el resto de países continúan negociando un acuerdo en el que China llenaría el vacío dejado por los EE. UU. Además, las conversaciones sobre la renegociación del TLCAN, que prometen una gran oportunidad para modernizar el acuerdo, se han deteriorado y están listas para reanudarse en 2018 sin una idea clara de lo que se avecina. Por otra parte, el Congreso tiene que abordar el estado de los inmigrantes indocumentados llegados de niños (*Dreamers*) que se enfrentan a un futuro incierto cuando se espera que se revoque el estatus oficial en 2018.

Dado que esperamos que el ciclo económico de los EE. UU. reciba cierto impulso gracias a la reforma tributaria, existe una alta probabilidad de que la economía estadounidense siga en expansión otros 18 meses, lo que marcará la expansión cíclica más larga en la historia moderna. Sin embargo, existe una pregunta abierta sobre si la reforma fiscal, por sí misma, puede alterar la tasa de crecimiento potencial a largo plazo de un país y elevar los niveles de vida. Si este proyecto de ley no lo hace, podrían producirse costes intergeneracionales, particularmente en términos de deuda pública y tensiones sociales relacionadas con la desigualdad política y social, y la reducción de la inversión social en capital humano y físico que podría redundar en un menor potencial para las futuras generaciones.

## 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.