

La economía política de Trump

Michael Roberts
Alejandro Nadal

¿Un boom Trump?

Michael Roberts

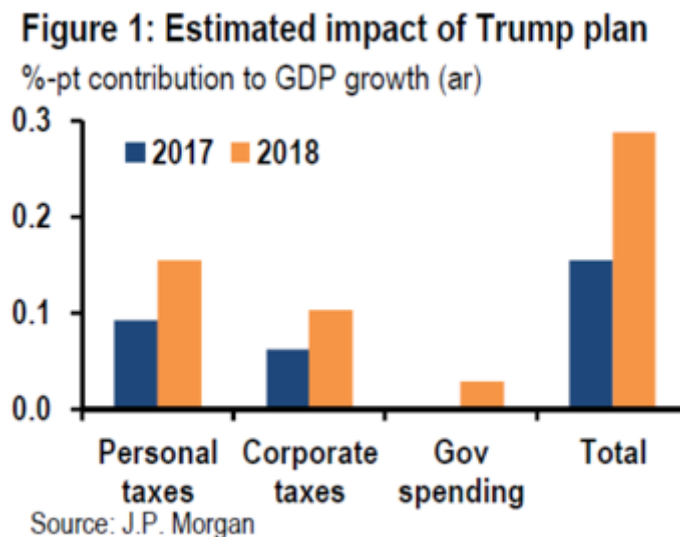
El mercado de valores de Estados Unidos continúa subiendo y ha alcanzado un nivel récord.



El capital financiero está acogiendo muy positivamente las Trumpeconomics, con sus planes de reducción de impuestos (tanto corporativos como personales), de reducción de la regulación de los bancos y la implementación de diversos proyectos de infraestructura para crear empleos e impulsar la inversión. Pero aun suponiendo que todo esto ocurra bajo la presidencia de Trump, ¿será realmente capaz de sacar a la economía de Estados Unidos de su deprimente estancamiento? En mi última nota lo dudaba. Ahora los economistas de JP Morgan han adoptado una postura escéptica similar a la mía.

Crean que el programa de Trump probablemente tendrá poco impacto sobre el empleo y la inflación de Estados Unidos en los próximos dos años, mientras que los recortes de impuestos impulsarán el crecimiento sólo unos modesto 0,4 puntos porcentuales a finales de 2018 (es decir, después de dos años).

JP Morgan cree que Trump introducirá recortes de impuestos por valor de unos \$ 200 mil millones anuales, divididos en partes iguales entre impuestos personales y corporativos. Curiosamente, están de acuerdo conmigo en que el llamado "multiplicador" keynesiano (la cantidad de aumento en el crecimiento del PIB real de los recortes de impuestos) es bajo: sólo el 0,6 en los impuestos personales y el 0,4 para el impuesto de sociedades - es decir, por cada \$ 1 de exenciones fiscales a los individuos y las empresas, probablemente impulsará la demanda agregada entre unos 60 y 40 centavos de dólar, respectivamente, cada año fiscal.



Como resultado, JP Morgan estima que el crecimiento de la economía difícilmente superará su actual 2% anual y en ninguna caso se acercará al 4% anual que Trump afirma que puede conseguir. Yo diría que un crecimiento más rápido no dependerá de un mayor gasto en las tiendas o más adquisiciones de viviendas, sino de una mayor inversión empresarial y eso no aparece en la ecuación.

Parte del plan de Trump (de nuevo me apresuro a añadir si lo aplica) es reducir la tasa fiscal para las empresas que tienen enormes reservas de efectivo en el extranjero si repatrian estos fondos para invertir en EE UU. A diferencia de otros países desarrollados, EE.UU. grava a las empresas a nivel mundial, pero permite que las empresas diferan el pago de impuestos sobre las ganancias en el exterior hasta que repatrian esos ingresos. Como resultado, las empresas estadounidenses han evadido impuestos en Estados Unidos escondiendo aproximadamente unos \$ 2.6 billones fuera del país, una cifra calculada por el Comité Conjunto del Congreso sobre Impuestos. Las cinco corporaciones más importantes en relación con su tenencia de efectivo en el extranjero al 30 de septiembre de 2016, son Apple (\$ 216 mil millones), Microsoft (\$ 111 mil millones), Cisco (60 mil millones de dólares), Oracle Corp. (51 mil millones) y Alphabet Inc. (48 mil millones de dólares).

U.S. Technology Throws Cash at Investors

Companies suffering slowing growth turn to shareholder payouts



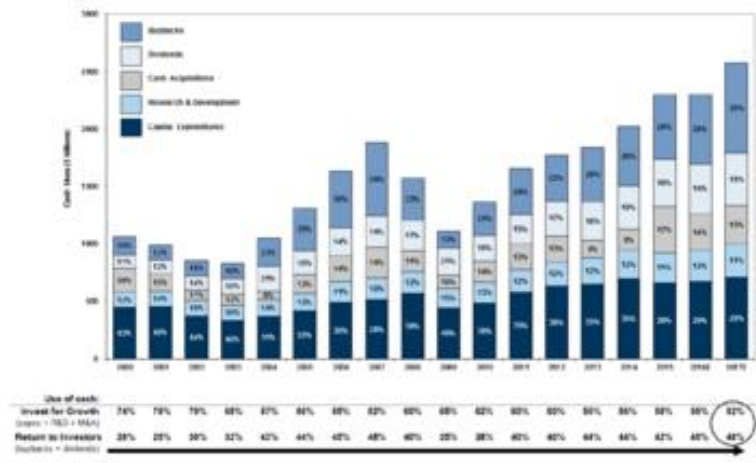
Source: Bloomberg data
Totals for technology companies with market value greater than \$5 billion.



Ya se intentó algo así en 2004 con George Bush. Pero el resultado no fue un incremento de la inversión productiva, sino una nueva ola de especulación financiera. Las empresas consiguieron una "amnistía fiscal", pero utilizaron el dinero que repatriaron en la compra de sus propias acciones o el pago de dividendos a los accionistas, lo que elevó el precio de las acciones y pidieron crédito, con tasas muy bajas, utilizando como colateral el mejorado 'valor de mercado' de las compañías. En 2004, cuando las empresas estadounidenses repatriaron \$ 300 mil millones en efectivo, las recompras de acciones en S & P 500 aumentaron un 84%.

Los economistas de Goldman Sachs (GS) consideran que volverá a suceder con el plan de Trump. De hecho GS estima que el próximo año la recompra de acciones será el destino final de la mayor parte de las ganancias de las compañías, en una proporción que será la más alta de los últimos 20 años. Estiman que 150 mil millones de dólares (o el 20% de la recompra del total) serán dinero en efectivo en el extranjero repatriado. GS predice que la recompra de acciones será un 30% mayor que la del año pasado, en comparación con sólo un 5% más sin el impacto de la repatriación de capitales, mientras que su aportación a la inversión productiva cambiará poco.

Exhibit 1: S&P 500 use of cash, 2000-2017E
as of November 17, 2016



Source: Compustat, Goldman Sachs Global Investment Research

Cuando se le preguntó qué haría con el dinero repatriado en caso de aplicarse el plan Trump de exenciones fiscales sobre los beneficios en el extranjero, el CEO de Cisco Systems Inc., Chuck Robbins afirmó: *"Tenemos varios escenarios en relación con lo que nos gustaría hacer, pero puede suponer que nos centraremos en los obvios: recompras de acciones, dividendos y actividades de M & A"*.

Hay quién sostiene ahora que la acumulación de dinero en efectivo en el extranjero demuestra que el problema que tiene el capital estadounidense es que su rentabilidad es muy baja. Por el contrario, está lleno de beneficios (y beneficios no contabilizados en las estadísticas oficiales). Pero he aquí una observación interesante de los economistas de Morgan Stanley. De los 2.6 billones de dólares en efectivo en el extranjero de las empresas estadounidenses, sólo el 40%, o aproximadamente 1 billón de dólares, está disponible en efectivo real y valores negociables. Los otros 1.5 billones han sido reinvertidos para apoyar operaciones en el extranjero y existen en forma de otros activos operativos, tales como inventarios, bienes, equipos, intangibles y fondo de comercio. Por lo tanto, han sido invertidos y no guardados en efectivo, después de todo. Y no hay tanto dinero líquido.

Asimismo, es muy poco probable que las empresas con fábricas en el extranjero deslocalicen de vuelta su producción de manera significativa a los EE.UU.. Después de todo, el trabajo sigue siendo significativamente más barato en naciones como China. Los costes de compensación por hora eran \$ 36,49 por empleado en los EE.UU. en 2013, según *The Conference Board*. El coste comparable en China era sólo de \$ 4.12 ese mismo año (la cifra más reciente), incluso después de haber aumentado más de seis veces durante los diez últimos años.

Además, muchas empresas que aún fabrican en los EE.UU. están automatizando su producción. Por ejemplo, el fabricante de chips Intel Corp. que tiene plantas de fabricación gigantescas en Oregón, Arizona y Nuevo México, que emplean sólo a un puñado de personas para mantener las máquinas en funcionamiento. Nada que haga la administración Trump podrá detener la robotización de grandes sectores fabriles en el largo plazo.

Otra parte de las Trumpeconomics es poner en marcha un programa de infraestructura para la construcción de carreteras y comunicaciones. Su plan es financiarlo con dinero privado a cambio de la propiedad y los ingresos de los proyectos. Esto ha dejado apoplético al gurú económico keynesiano, Paul Krugman, y con razón.

Como explica Krugman, *"imagine un consorcio privado que construye una carretera de peaje de 1.000 millones de dólares. En el marco del plan de Trump, el consorcio podría pedir prestado \$ 800.000 millones, con la contraprestación de 200 millones en acciones. Como obtendría una exención fiscal del 82 por ciento de esa suma, su desembolso reales sólo serían 36 millones. Y cualquier ingreso futuro de los peajes iría a las personas que ponen esos 36 millones de dólares. Realmente, no es un plan para pedir un préstamo de 1 billón de dólares y gastarlo en proyectos muy necesarios, que sería lo que habría que hacer directamente"*. Por el contrario, *"si el gobierno lo construye, termina pagando intereses, pero obtiene los ingresos futuros de los peajes. Pero si cede el proyecto a inversores privados, evita el coste de los intereses, pero también pierde los futuros ingresos por peaje. El flujo de caja futuro del gobierno no es mejor que si se hubiera endeudado"*

directamente, y peor aun si solo consigue un mal acuerdo, por ejemplo porque los inversores tienen conexiones políticas".

En segundo lugar, Krugman continúa, "¿cómo se supone que este tipo de esquema financie una inversión que no produzca un flujo de ingresos? Las autopistas de peaje no son lo más importante que necesitamos en este momento; ¿qué pasa con los sistemas de alcantarillado, la puesta al día del mantenimiento diferido, y así sucesivamente? En tercer lugar, ¿qué cantidad de la inversión financiada así sería en realidad inversión que no se habría producido de todas formas? Es decir, ¿qué cantidad de "agregado" aporta? "

Supongamos que hay un túnel planificado, que va a ser construido sin duda; pero ahora se le cambia el nombre por Túnel Trump, la construcción y la financiación son a cargo de las empresas privadas, y los futuros peajes y/o alquiler son pagados por el gobierno a esos intereses privados. En ese caso, no hemos promovido la inversión en absoluto, en realidad se ha privatizado un bien público, y regalado a los compradores el 82 por ciento del precio de compra en forma de exenciones fiscales".

Por lo tanto, los planes de Trump serán ineficaces a la hora de conseguir que las tasas de crecimiento económico de EE.UU. crezcan, se creen más puestos de trabajo, aumenten los ingresos reales y haya un mejor transporte; pero va a impulsar los mercados financieros y un boom especulativo.

Las consecuencias económicas del señor Trump

Alejandro Nadal

Durante la campaña electoral el candidato republicano mostró su capacidad para mantenerse en el terreno de la ambigüedad, sobre todo en el plano de la política macroeconómica. Pero el 20 de enero Donald Trump tomará posesión y el análisis de las medidas que adoptará en materia fiscal, monetaria y comercial es necesario.

De entrada se puede anunciar con claridad que el saldo de su administración será negativo. Para comenzar, a lo largo del próximo mandato presidencial la economía estadounidense sufrirá una recaída y entrará en una nueva recesión con crecimiento negativo del PIB para 2019 y 2020. Además, la deuda pública y el déficit fiscal se incrementarán notablemente y el saldo de la balanza comercial continuará siendo negativo.

Los ejes más importantes de la política económica de DT incluyen la postura monetaria de la Reserva Federal, la política fiscal (ingresos y gastos) y la política comercial (en especial su postura frente a China y México). Otro aspecto clave es el impacto de su política migratoria sobre el mercado laboral de Estados Unidos. Las próximas semanas examinamos estos aspectos de la política económica de Trump.

Donald Trump (DT) ha manifestado en múltiples ocasiones su preferencia por mantener bajas las tasas de interés. Sin embargo, a lo largo de su campaña criticó severamente la

política de la Reserva Federal por sus efectos negativos sobre los millones de ahorradores y pensionados que vieron desplomarse los ingresos que obtenían vía intereses sobre sus ahorros.

En realidad la inyección de liquidez vinculada a la flexibilización monetaria no ha podido reactivar la economía y sólo benefició al sector financiero y a las grandes corporaciones. En efecto, los bancos y especuladores tomaron ese dinero que la Reserva Federal les presta gratis para usarlo en otros espacios económicos (mercados emergentes) y así obtener mayores ganancias. Las corporaciones lo usaron para re-comprar sus propias acciones y hacerlas aumentar de valor. El resultado es una burbuja inflacionaria en activos financieros y una bolsa de valores cuyo índice ha aumentado desorbitadamente. Según Trump la Fed creó las condiciones de otra gran crisis.

Pero DT no ha podido ser más específico en el terreno de la política monetaria. Un aumento en la tasa de interés haría crecer el costo del servicio de la deuda del gobierno federal y afectaría los planes para incrementar el gasto público en infraestructura. Así que lo más probable es que la Fed mantenga la tasa cercana al límite cero durante los primeros meses de la administración para facilitar la aprobación del programa de gasto público expansivo.

Ahora bien, para lograr que la flexibilidad monetaria llegue efectivamente a los canales de la economía real se necesita re-regular el sistema bancario y financiero. Obama no quiso hacerlo por sus nexos con los Clinton, Rubin y sus amigos en Wall Street. DT ha criticado también a los grandes bancos pero no es para nada evidente que el Congreso quiera embarcarse ahora en un proyecto regulatorio para los bancos.

El panorama se torna más interesante cuando se consideran las posturas de Trump respecto del nivel de la deuda del gobierno federal y la forma de enfrentarla. Paradójicamente, en este terreno DT está más cerca de economistas heterodoxos que apoyan la llamada nueva teoría monetaria. Estos economistas fueron los primeros en predecir correctamente que la flexibilidad monetaria no provocaría una inflación elevada y que el déficit del gobierno tampoco sería la causa de un incremento en las tasas de interés. La idea de que Estados Unidos sufra una crisis al estilo europeo no tiene cabida en estos economistas, y tampoco en la cabeza de Trump, porque se parte de la premisa de que el gobierno federal siempre puede imprimir todo el dinero que le permita solventar cualquier nivel de deuda. Eso lleva a los temas de la (supuesta) independencia de la Reserva Federal y de la inflación.

La Fed es una creación híbrida del gobierno federal y de los bancos privados. Su independencia frente al gobierno federal es relativa: Trump podrá nombrar a cinco de los miembros de su consejo en los primeros 18 meses de su administración. Y, por otro lado, la Fed no ha sido independiente frente a los grandes jugadores del sector financiero.

En cuanto a la inflación, hay que observar que se cumplen ya 90 meses de tasas de interés cero y tres fases de flexibilidad monetaria pero la inflación no aparece por ningún lado. Es cierto que los tenedores de bonos están vendiendo sus títulos de renta fija porque anticipan un repunte de la inflación, pero por el momento lo que domina el panorama macroeconómico es la deflación.

Al final del periodo presidencial el electorado se dará cuenta que sus condiciones no han mejorado bajo Trump. Para re-elegirse el presidente podría inclinarse con sus asesores a provocar una nueva guerra (que siempre es útil cuando se acercan las elecciones). Eso recuerda la letra de una vieja canción de Dire Straits, “*luego vinieron los tiempos difíciles y luego siguió la guerra*”.

- **Michael Roberts**, es un reconocido economista marxista británico, que ha trabajado 30 años en la City londinense como analista económico y publica el blog The Next Recession.
- **Alejandro Nadal**, Economista. Es miembro del Consejo Editorial de Sin Permiso.