

Working Paper 96

Poniendo las ideas en orden:

*Agenda legislativa de la administración Trump y
observaciones sobre los potenciales efectos en los
mercados financieros*

Alex Fusté

Chief Global Economist

alex.fuste@andbank.com

@AlexfusteAlex

Noviembre 2016

ÍNDICE

- ❖ **Agenda legislativa & Prioridades..... 3**
- ❖ **Observaciones sobre los potenciales efectos en los mercados financieros 12**

❖ **Agenda legislativa & Prioridades**

Agenda legislativa & Prioridades: **Ámbito Económico - Fiscal**

1. Impuestos: Middle class tax relief & Simplification Act

- Bajada de impuestos a las personas físicas (35% de rebaja fiscal para las clases medias con hijos), junto con una simplificación de la estructura impositiva (reducción de tramos de 7 a 3).
- Rebaja de impuestos a las corporaciones, desde el 35% al 15%.
- Repatriación de los dólares mantenidos fuera del país a una tasa reducida de solo el 10%

2. Offshoring:

- Establecimiento de tarifas para desincentivar la deslocalización de la producción de empresas Norte-americanas,

Agenda legislativa & Prioridades: **Ámbito Económico - Comercial**

1. Comercio

- Renegociación del tratado NAFTA o retirada del mismo bajo el artículo 2205)
- Retirada del TTP (Trans-Pacific Partnership)
- Encargará al Secretario de Comercio identificar todos los abusos en comercio exterior que impactan injustamente a los trabajadores Norte Americanos, encargando el uso de todos los medios dentro de las leyes americanas y las leyes internacionales para acabar con esos abusos.
- Recomendar al secretario del Tesoro de considerar a China como “manipulador de la divisa”.

Agenda legislativa & Prioridades: **Ámbito Económico - Inversión**

1. Inversiones

- Fomento de PPP (Public-Private Partnerships) para el aumento de la inversión en infraestructuras por US\$1trn en 10 años.
- Incentivos fiscales para la inversión privada.
- Estas dos medidas se valoran como revenue-neutral.

Agenda legislativa & Prioridades: **Ámbito Energético**

1. Energía

- Levantamiento de las restricciones en la producción y uso de reservas energéticas norte-americanas (valoradas en unos \$50trn), incluido Shale, crudo, gas natural y *clean coal*. *Se trata de una reversión de las restricciones que favorecían el uso de las energías renovables.*
- Revertir todos los impedimentos de la era Obama-Clinton para permitir infraestructuras y proyectos vitales en energía (como el Keystone Pipeline – fases posteriores-).
- Cancelar el pago a programas para el clima de las U.N, y usar los fondos para financiar programas de infraestructuras del agua y medioambiente.

Agenda legislativa & Prioridades: **Ámbito Político**

1. **Corrupción y conflicto de intereses:**

- Fuerte bajada de Reforma constitucional para imponer límites temporales a los miembros del congreso
- Congelación en la contratación pública para reducir la fuerza laboral pública vía atrición.
- Requerimiento de que por cada nueva regulación federal, deben eliminarse dos regulaciones anteriores.
- Prohibición de que cualquier congresista u oficial de la casa blanca se convierta en lobista por 5 años tras su salida.
- Prohibición de por vida de que cualquier oficial de la casa blanca pueda convertirse en lobista en nombre de cualquier gobierno extranjero.
- Prohibición total de que cualquier lobista extranjero pueda levantar capital para hacer aportaciones en elecciones de los EUA.

Agenda legislativa & Prioridades: **Ámbito Social - Salud**

1. Atención Médica:

- Derogación del Obamacare y sustitución por un sistema de cuentas de ahorro sanitarias (Health Savings Accounts) exentas de impuestos acumulables.
- Liberalizar la venta de seguros médicos (siempre que estos cumplan las normas impuestas por el estado).
- Recorte de la burocracia en la FDA (existen 4000 medicamentos a la espera de aprobación), con especial voluntad de acelerar la aprobación de los llamados *live-saving medications*.

2. Coste de la salud:

- Deducción por *childcare* y *eldercare* en sus impuestos.
- Incentivo a los empresarios a proporcionar servicio on-site de *childcare*

Agenda legislativa & Prioridades: **Ámbito Social - Inmigración**

3. Inmigración.

- Empezar a deportar a los mas de 2 millones de inmigrantes criminales ilegales y cancelar visados a los países que no acepten de vuelta a estos inmigrantes.
- Construcción de un muro en la frontera con Mexico en el entendimiento de que Mexico reembolsará a los EUA el coste de dicho muro.
- Establecimiento de 2 años mínimo de prisión para aquellos inmigrantes expulsados que vuelvan a entrar en el país. (5 años en casos de 2-3 deportaciones previas, o si pesa sobre ellos condenas anteriores).
- Suspender la inmigración de países en regiones propensas al terrorismo, y en los que se dificulta la investigación de la persona interesada en entrar en los EUA.

Agenda legislativa & Prioridades: Seguridad y Legislación

1. Seguridad

- Financiación de programas de entrenamiento y asistencia para la policía local.
- Financiación para las Agencias Federales de Aplicación de la ley y fiscales federales con el fin de dismantelar organizaciones criminales.
- Inversión y remodelación del ejército (fin del defense sequester)
- Opción para los veteranos de usar el médico privado de su elección, recibiendo el “public VA treatment”
- Protección de la estructura vital informática.
- Nuevos procedimientos de “screening” para inmigración, garantizando que los admitidos apoyan a nuestros ciudadanos y nuestros valores.

2. Legislación

- Cancelar cada acción inconstitucional en curso y ordenes emitidas por el expresidente Obama.
- Cancelar toda financiación federal de ciudades santuario

❖ **Observaciones sobre los potenciales efectos en los mercados financieros**

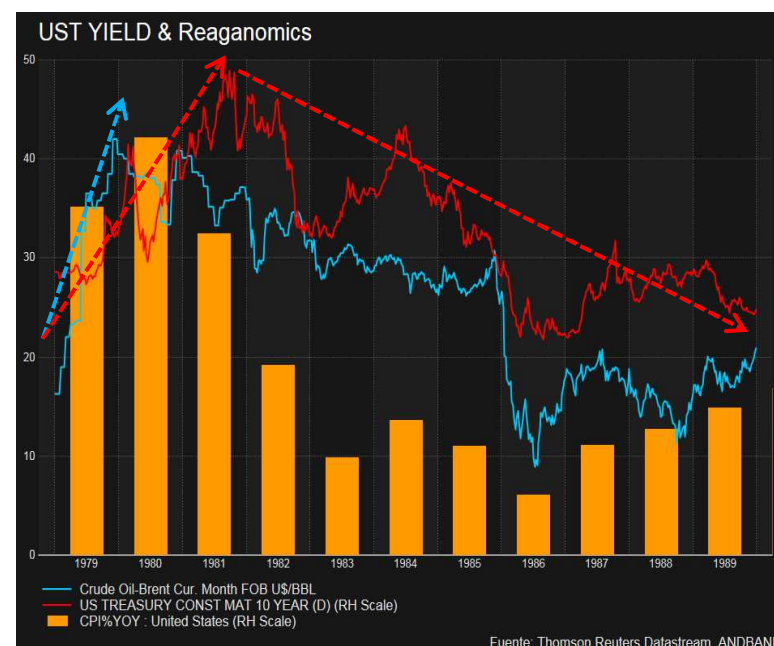
Fin del rally secular de deuda?

1. **Desregulación bancaria:** Ni rastro de Desregulación bancaria en la lista de acciones prioritarias para los primeros 100 días de gestión de Trump. A la espera de algunas respuestas por parte de agentes muy cercanos al sector bancario USA, de momento, lo que me avanza es que no esperan una gran flexibilización / desregulación del sector, pues la percepción general de la población en relación a los bancos es, a día de hoy, aún muy mala.

¿Game over para los mercados de deuda? En respuesta a aquellos que ven en la posible desregulación bancaria, un argumento para un nuevo ciclo de crédito, que dispare la inflación y hunda a los mercados de deuda, se podría argumentar que en la época Reagan (81-89), que representó el continuismo de los 70 en cuanto a la desregulación bancaria, observamos una **tendencia en inflación y en rentabilidades de los bonos estructuralmente a la baja** (con excepción de algún año -84 y 87- en donde vimos repuntes de 300 pb en la TIR del UST10. Ver gráfico).

La conclusión podría ser:

1. Los entornos bancarios desregulados de la década de los 80 no implicaron una tendencia estructural bajista del mercado de deuda.
2. A diferencia de la década de los 80, la economía USA se encuentra ahora en su 7º año de ciclo económico, con unos datos previos a la elección de Trump que señalizaban ya una ralentización (en vez de una aceleración): JOLTs estable pero mas errático, ROIC a la baja, o el último dato de PIB (al alza) condicionado por exportaciones agrícolas, muy beneficiadas por la gran sequía en Latam. En la actual fase del ciclo económico, los riesgos de *reflación* de la economía y caídas significativas del mercado de deuda parecen mucho menores.



Fin del rally secular de deuda? La inflación puede no ser el riesgo que dicen.

- 2. El mayor gasto en infraestructura NO debe ser necesariamente inflacionista:** De hecho, la inversión siempre es desinflacionista en la medida que se invierte para mejorar la capacidad de oferta (reducir cuellos de botella, etc...). Si bien es cierto que también supone un aumento inmediato de la demanda nacional, no debemos perder de vista que en una economía de libre mercado con base monetaria estable, la demanda de consumo presente cae al ritmo que crece la inversión, pues la inversión en proyectos públicos redirige recursos lejos del consumo presente. El sector público competiría con el sector privado por los recursos para financiar eso.
- 3. Reforma fiscal expansiva NO es una amenaza para el mercado de deuda. Mas bien lo contrario:** En la época Reagan (tras la gran reforma fiscal y especialmente a partir de julio de 1984 con derogación del Withholding tax en los US State Securities), el mercado de deuda tuvo un comportamiento espectacular, pues la derogación del impuesto a extranjeros sobre activos USA supuso, de facto, un aumento en la rentabilidad de dichos activos, lo que provocó una fortísima demanda (y revalorización) de los activos de deuda USA (con el 10y UST bajando en TIR del 13,8 al 8,9% entre 1984 y 1985, ¡con un petróleo estable!), acompañada con una notable apreciación del USD (+20%) –y eso que ya venía apreciándose un 60% entre 1980-1984-. Trump y Paul Ryan han anunciado su voluntad de hacer lo mismo con el Withholding tax y eso podría tener un gran impacto (positivo) en activos de deuda Norte Americana, pues los inversores extranjeros no deberán preocuparse de que sus hijos tengan que pagar un 40% en caso de que ellos mueran. Cabe recalcar que los inversores extranjeros están sujetos a un withholding tax del 30% de los US State securities (fuente IRS).

Fin del rally secular de deuda? La inflación puede no ser el riesgo que dicen.

- 4. One off:** El reciente repunte en inflación en USA se ha debido a efectos temporales (alza del crudo desde los 25\$ hasta los \$50, y aumento de los Obamacare premiums). Estos dos factores pueden aún ejercer presión alcista en los precios durante 2-3 meses, pero después desaparecerán
- 5. La verdadera naturaleza del repunte reciente en inflación hace que la visión para los activos de deuda sean tranquilizadora a medio plazo y no pensemos en una reversión del ciclo secular a la baja en las TIRs:** Si bien es cierto que la inflación subyacente está subiendo con mas fuerza (2,5%), cabe recordar que se debe a 8 años de extremo activismo monetario, y probablemente resulte del daño provocado que ello ha ejercido sobre la eficiencia en la asignación del capital (hacia activos financieros y no reales, con la consecuente formación de cuellos de botella). En resumen. La inflación que hoy vemos puede que (1) sea temporal, y (2) fruto de un deterioro de los canales de la economía real. Y no tanto por un ciclo genuinamente alcista que garantice una demanda solida y estructural.

Implicaciones para el USD

- 1. Repatriation Tax Holiday – Favorable al USD:** El hecho de que todo el capital mantenido en el exterior por parte de las compañías americanas pueda ser repatriado a una tasa reducida del 10% tendrá un impacto en el USD más positivo de lo que el consenso estima. El consenso opina que como estos fondos ya están denominados en USD no supondrán una transacción real y por lo tanto el efecto será neutro. Sabemos que estos capitales están denominados en USD en el 75%, por lo tanto sí pudiera haber un cierto impacto inmediato en el USD tras la transacción de ese 25% restante. Pero lo realmente importante es que tras la repatriación, se puede dar un “*funding gap*” de dólares en los mercados externos (Eurodollar). Esa relativa escasez de dólares podría hacer repuntar el precio del billete verde, al menos hasta que la Fed mitigue esto a través de líneas swap con el resto de bancos centrales.
- 2. El Corporate Tax Cut es también favorable al USD:** El recorte en impuestos supone un aumento inmediato del ROE de las empresas en el largo plazo, lo que despertará el interés del inversor extranjero, y la demanda por dólares. Trump ha insinuado también que podría rebajar los impuestos en las LLCs.
- 3. El proteccionismo también sería favorable para el USD:** Este será el primer presidente proteccionista desde Herbert Hoover (1930). Las fuentes consultadas no prevén la implementación de aranceles del 45% a los productos Chinos ni restricciones a los productos Mexicanos, pero la idea de que no ocurrirá nada es demasiado “naive” (pues el proteccionismo está entre sus más explícitos compromisos). Un cierto proteccionismo impactará favorable en la cuenta exterior, lo que significa menos disponibilidad de dolares en el mundo.

Legal Disclaimer

All the sections in this publication have been prepared by the financial institution's team of analysts.

The views expressed in this document are based on the assessment of public and private information. These reports contain evaluations of a technical and subjective nature on economic data and relevant social and political factors, from which the financial institution's analysts have extracted, evaluated and summarized the information they believe to be the most objective, subsequently agreeing upon and drawing up reasonable opinions on the issues analyzed herein.

The opinions and estimates in this document are based on market events and conditions that took place before the publication of this document, and therefore cannot be determining factors in the evaluation of future events that take place after its publication.

The financial institution may hold views on financial instruments that differ completely or partially from the general market consensus. The market indices chosen have been selected using the exclusive criteria that the financial institution regards as most appropriate.

The financial institution cannot in any way guarantee that the predictions or events given in this document will take place, and expressly reminds readers that any past performances mentioned do not in any circumstances imply future returns; that the investments analyzed may not be suitable for all investors; that investments can fluctuate over time in terms of their share price and value; and that any changes that might occur in interest rates or currency exchange rates are other factors that may also make it unadvisable to follow the opinions expressed herein.

This document cannot be regarded, under any circumstances, as an offer or proposal to buy the financial products or instruments that may have been mentioned, and all the information herein is for guidance purposes and should not be regarded as the only relevant factor when it comes to making a decision to proceed with a specific investment.

This document does not, therefore, analyze any other determining factors for properly appraising the decision to make a specific investment, such as the risk profile of the investor, his/her knowledge, experience and financial situation, the duration or the liquidity of the investment in question. Consequently, investors are responsible for seeking and obtaining appropriate financial advice in order to assess the risks, costs and other characteristics of any investments they wish to make.

The financial institution cannot accept any responsibility for the accuracy or suitability of the evaluations or estimates of the models used in the valuations in this document, or any possible errors or omissions that may have been made when preparing this document.

The financial institution reserves the right to change the information in this document at any time, whether partially or in full.