

Alex Fusté
Chief Global Economist
Andbank
alex.fuste@andbank.com
[@AlexfusteAlex](https://twitter.com/AlexfusteAlex)

Más que una reforma en USA. Rigor vs Simplismo

Me planteaba un día mi jefe que la documentación que elaborábamos debía ser asequible, abordable, próxima, comprensible, fácil y directa. Hablando en plata, menos letra y más titulares que dejen claro el recado que se pretende transmitir. Para ello me hizo llegar un modelo de publicación económica y de mercados de una importante firma de banca privada. Muy bonita. Había una *slide* para cada mercado, y en cada una un descomunal gráfico central, un breve texto y, eso sí, un gran titular conminatorio. Hasta aquí perfecto, si no fuera por el insignificante detalle de que el concepto de rigor no tiene cabida en este tipo de presentaciones. ¿No me creen? Rigor, en estricto sensu, entraña usarse de los conceptos de exactitud, precisión y profundidad en el análisis de algo. ¿Me pueden decir dónde queda la profundidad en un fragmento de dos frases y un título? Pueden ustedes recriminarme que no es necesaria tanta precisión, ni tanto rigor. Bueno, les diría que estoy de acuerdo hasta cierto punto. Imaginarán ustedes que no pretendo convertirme en uno de los intelectuales económicos más influyentes de la contemporaneidad al escribir mis notas. Lo demuestra el hecho de que esta nota que están leyendo no alcanzará un número contraindicado de páginas, o que en nuestro documento mensual de Opinión Corporativa no vayamos más allá de una página por mercado (aunque, eso sí, no usemos precisamente el modelo de letra Calibri 32). No obstante, sí considero una necesidad ir más allá de un breve texto y un gran titular. ¿Les pongo un ejemplo? Todo el mundo habla hoy de los supuestos efectos beneficiosos de la reforma fiscal pretendida por la administración Trump. Yo puedo abreviar y sintetizar eso en un gran titular del tipo: “La bajada de impuestos de Trump será positiva para los mercados de Equity. COMPRAR”. Esto es, a priori, cierto. Sin embargo es poco riguroso. Peor aún; como suele ocurrir con la información poco rigurosa, provoca la pérdida de grandes oportunidades de inversión.

Veamos. Si uno curioseara en la articulación del marco fiscal en los EUA observará que la reforma fiscal que se nos está planteando es mucho más que una rebaja de impuestos, y es precisamente en ese “mucho más” donde se esconden las grandes oportunidades. Bajo la ley fiscal de los EUA, las empresas que importan productos del exterior pueden deducirse el coste total (favoreciendo al productor extranjero). A ello debemos sumar que la gran mayoría de gobiernos extranjeros proponen devoluciones fiscales para las exportaciones como medio de equilibrar sus déficits externos y resolver el problema de la necesidad neta de financiación (otro aspecto que vuelve a jugar a favor del productor externo). Si además los bienes producidos en los EUA son fiscalizados a una de las tasas más elevadas del planeta, obtenemos lo que se llama un “production-based tax system” (un sistema fiscal en EUA que se basa en fiscalizar la producción doméstica y no el consumo). Esto, y no otra cosa, ayuda a entender por qué las empresas norteamericanas deslocalizan.

Gracias al rigor puedo establecer que lo que estaría proponiendo la administración Trump es desplazar el peso de la carga tributaria desde el centro de producción hacia el centro de destino, con el objeto de que esa carga fiscal recaiga (en parte) sobre el producto manufacturado en el exterior. ¿Cómo se consigue esa transición? Pues pasando de un “*production-based tax system*” a un “*consumption-based tax system*” a la europea. ¿Cuál es el inconveniente de eso? Pues que dependiendo de la elasticidad demanda/precio de esos bienes, la carga fiscal se repartirá entre consumidor doméstico y productor externo.

La gran pregunta es: ¿Cuál es la probabilidad de que esto ocurra, y sobre todo, cuáles serán los posibles efectos en mercados? Y aquí, mi querido lector, es donde entran las bondades del rigor.

La probabilidad de un cambio en el régimen fiscal en los EUA (en la dirección planteada) es muy elevada. Nota importante aquí: Si observan bien, entenderán que aunque se trate de un cambio en la carga fiscal hacia el consumidor, indirectamente equivale a un impuesto a la importación (pues al fin y al cabo estamos hablando de un encarecimiento del producto manufacturado en el exterior). Por lo tanto, si digo que la probabilidad de este cambio de régimen fiscal es elevada, en realidad estoy diciendo que la probabilidad de una guerra comercial entre los EUA y el resto de países es elevada. Ya tenemos la respuesta a una de las preguntas más frecuentes hoy en el mercado: ¿Habrà guerra comercial? Sí.

¿Por qué creo que la probabilidad de una reforma que suponga una guerra comercial es elevada? En una economía como la norteamericana, caracterizada también por un claro proceso de envejecimiento, lo más normal es que la producción decaiga al mismo ritmo que se envejece la población. Si el régimen fiscal actual se basa en situar la carga tributaria sobre la producción, cada vez resulta más difícil financiar el presupuesto, justo en un momento de mayor necesidad de gasto. Es por ello que una reforma fiscal es necesaria (y por lo tanto, probable). Precisamente, una reforma que desplace el peso de la carga desde el centro de producción hacia el centro destino (o consumo), encareciendo las manufacturas que vienen del exterior.

¿Ya pero, donde está la oportunidad en todo esto? Bueno, saber que va a darse algún tipo de guerra comercial ya es bastante relevante. Pero hay más beneficios derivados de conocer todo esto. La reforma fiscal planteada provocará un aumento artificial en los precios, con una tasa de inflación que puede repuntar de forma destacada en los 12 meses posteriores al anuncio de la reforma. En ese entorno, las rentabilidades de los bonos probablemente aumenten y la pendiente de la curva de tipos se positivice. Pero todo eso será temporal. La oportunidad está en que, como suele ocurrir, el mercado no entiende esa temporalidad de la misma manera (incluso tengo mis dudas de si llega a entender la temporalidad en algún modo, sobre todo si se mueve a golpe de titulares en un bonito documento de mercados). Es entonces cuando el inversor riguroso, sabiendo

que hay un efecto base en esa reforma fiscal, entenderá que la inflación (y la TIR) volverá a su ritmo estructural (más cercano al 1% que al 3%) y que una vez eso se ponga de manifiesto, por delante quedará el dulce camino de la revalorización de los bonos. Cuestión de tener la paciencia necesaria.

Ahí tienen un ejemplo de la necesidad de emplear el rigor (antes que el simplismo, por fructífero que éste pueda parecer). Rigor que, indefectiblemente, debe ser estampado por medio de esos signos trazados sobre un soporte y que configuran lo que hoy conocemos con el nombre de “escritura”. Y en la medida de lo posible (como así tratamos de hacer), plasmar todo lo escrito en un título acertado.

Saludos desde un aeropuerto.