

RECUADRO I.1 POSIBLE IMPACTO DE LAS RECIENTES MEDIDAS FISCALES EN EE.UU.

En diciembre del 2017, el Gobierno de EE.UU. aprobó un proyecto de reforma tributaria que incluye, entre otros, una rebaja del impuesto corporativo de 35 a 21%, una ampliación del régimen de depreciación acelerada e incentivos tributarios para la repatriación de capitales. Respecto del impuesto a las personas, se reducen temporalmente las tasas aplicadas en cada uno de los siete tramos de pago, se aumenta el monto exento y se eliminan algunas deducciones.

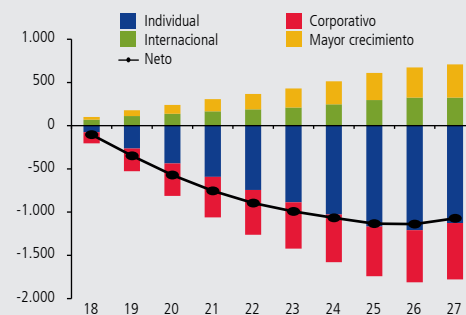
Además de la reforma, dentro del marco de la ley de control presupuestario, que rige desde el 2011, se sumó un aumento en el límite de gasto para los años fiscales 2018 y 2019 por un monto cercano a US\$400 mil millones y la suspensión del límite de deuda hasta marzo del 2019. Es importante señalar que este es el mayor aumento del gasto desde que se implementó esta ley. Por último, la Administración propuso el presupuesto para el año fiscal 2019, por un monto total de US\$4,4 billones, lo que representaría un crecimiento de 4,6% (nominal) respecto del presupuesto 2018. El mayor gasto comprometido sería parcialmente compensado con recortes en programas sociales y medioambientales, lo que podría resultar difícil de tramitar. Este Recuadro discute los efectos de corto y mediano plazo que las recientes medidas fiscales en EE.UU. podrían tener sobre su economía y los riesgos que podrían derivarse sobre otros mercados.

Impacto esperado y canales de transmisión

Según estimaciones del *Joint Committee on Taxation (JCT)* del Congreso de EE.UU., la reforma tributaria aprobada supondría un deterioro en el balance fiscal cercano a US\$1 billón en un horizonte de 10 años (gráfico I.10). Esto, junto con el mayor gasto sancionado, podría elevar el déficit fiscal desde 3,5% del PIB en el ejercicio fiscal 2017 a 5,7% en el 2028, aumentando la deuda pública desde 76 a 101% del PIB en el mismo periodo, de acuerdo al *Committee for a Responsible Federal Budget*.

Si bien los efectos sobre el crecimiento son muy relevantes para la sostenibilidad del programa, no son fáciles de anticipar. La magnitud y temporalidad del impacto de un cambio en el impulso fiscal sobre la actividad depende del tamaño del multiplicador fiscal, así como la naturaleza de dicho impulso y las circunstancias en que se aplica. Las elasticidades estimadas por diversos estudios dan cuenta de un rango amplio, el cual depende, entre otros supuestos, del nivel de sustituibilidad intertemporal del consumo. Si los agentes interpretan que un programa de esta naturaleza requerirá un ajuste fiscal posterior, ahorrarán hoy para dicha eventualidad. Este fenómeno es conocido en la literatura como Equivalencia Ricardiana.

GRÁFICO I.10
Efecto acumulado de la reforma tributaria en el balance fiscal (*)
(miles de millones de dólares)



(*) Pueden existir diferencias entre la sumatoria de los efectos individuales y el neto producto del redondeo.

Fuente: Joint Committee on Taxation (JCT).

Las estimaciones oficiales de la Administración suponen un crecimiento de 3,0% por año durante los próximos diez años, apelando a los efectos positivos que podría tener sobre la productividad. Sostener este ritmo requeriría un aumento relevante del crecimiento potencial, el cual se ubicaría actualmente entre 1,8 y 1,9% según el FMI y el *Congressional Budget Office (CBO)*, respectivamente. Si bien no ajustan significativamente el crecimiento potencial, el FMI y otras contrapartes actualizaron recientemente sus proyecciones de crecimiento, elevándolas en torno a 5 décimas para el 2018 y 2019, lo cual se atribuye en parte a esta reforma. La aceleración cíclica, producto del impulso fiscal, impactaría a la baja a la tasa de desempleo, presionando al alza los salarios y los precios. Esto podría motivar una reacción más activa por parte de la Fed, apresurando el ritmo de normalización en la tasa de referencia; lo cual se sumaría a la presión que sobre los premios por plazo tendría la mayor oferta de instrumentos de renta fija (para financiar el déficit) y la menor participación de la Fed en el mercado de bonos del tesoro (dado el proceso de normalización de su balance).

Mayores expectativas de inflación, tasas nominales y reales más elevadas y una mayor presión de demanda hacia bienes no-transables, producto de la expansión del gasto, deberían contribuir a apreciar el dólar. Esto podría potenciarse si la economía estadounidense además avanzara en la dirección de cerrar su economía al comercio internacional. Esta combinación de movimientos en los precios de los activos fue la observada luego del triunfo de Trump en noviembre del 2016. Si bien tras la reforma tributaria se observa un aumento de las compensaciones inflacionarias y mayores tasas de interés, el dólar se ha movido en la dirección contraria.

Episodios previos y potenciales riesgos

No es la primera vez que la economía de EE.UU. implementa recortes de esta naturaleza (gráfico I.11). En la historia reciente hay al menos dos referencias importantes. La primera es la baja de impuestos llevada adelante por la administración Reagan, que en 1981 disminuyó el impuesto a las personas desde una tasa máxima de 70%, a 50% y luego en 1986 lo redujo nuevamente a 28%. En 1986, también bajó la tasa de impuesto a las empresas de 46 a 34%. El segundo episodio corresponde a G.W. Bush en el 2001 y 2003, que disminuyó la tasa máxima de impuestos a las personas desde cerca de 40 a 35%.

GRÁFICO I.11

Tasa de impuestos
(porcentaje)



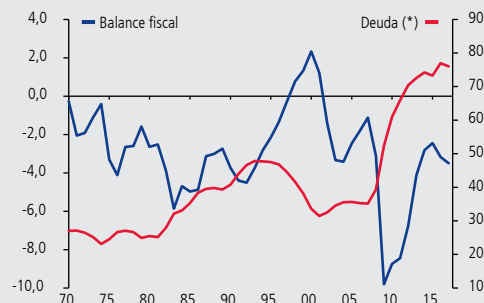
Fuente: Internal Revenue Service (IRS).

En ambos episodios el gasto fiscal aumentó y los ingresos del gobierno disminuyeron, elevando significativamente el déficit fiscal y el endeudamiento (siempre como porcentaje del PIB). Aunque durante el gobierno de Bush se observó un ajuste del sector privado, compensando en parte el impulso fiscal, en ambos episodios se produjo un deterioro de la cuenta corriente. Los efectos inflacionarios en ambos episodios fueron acotados por las holguras de capacidad y los bajos precios de la energía. Si bien el crecimiento del PIB se aceleró en ambos casos, lo hizo desde niveles relativamente débiles, permitiendo que la política monetaria se mantuviera relativamente expansiva. Esto último fue material para mantener acotados los movimientos en las tasas largas.

Es importante señalar que el punto de partida de ambos programas era muy distinto al actual. El déficit fiscal al inicio de la era Bush era inexistente, mientras que los niveles de deuda en ambos episodios eran significativamente inferiores al actual (gráfico I.12). Un punto adicional de contraste es la posición cíclica de la economía. Mientras en ambos episodios previos la economía estaba relativamente débil y el desempleo era elevado, hoy ocurre todo lo contrario.

GRÁFICO I.12

Balance y deuda
(porcentaje del PIB)



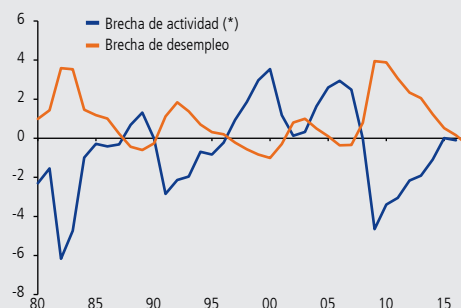
(*) Deuda corresponde a "Held by the public".

Fuente: Congressional Budget Office (CBO).

¿Es este el momento adecuado para introducir estímulos en la economía? Un impulso fiscal, en el contexto de una economía que presenta escasas holguras de capacidad (gráfico I.13) y un elevado nivel de deuda, generará una mayor inflación y desequilibrios macroeconómicos que requerirán ajustes a mediano plazo. La dinámica reciente del dólar, opuesta a sus fundamentos, podría estar reflejando la desconfianza de los inversores en la sostenibilidad fiscal en EE.UU. Esto podría llevarlos a exigir una compensación adicional para mantener activos en dicha moneda, elevando así el premio por financiamiento externo. Por todo ello, es especialmente delicada la interacción entre la política monetaria y la política fiscal en esta fase del ciclo. Un escenario donde la Fed retrase su normalización podría generar burbujas en el precio de los activos, mientras que una Fed que responda enérgicamente neutralizando los estímulos que entregaría el fisco podría inducir un ajuste excesivo en los precios de los activos y un aumento de la volatilidad. Por ello, la falta de coordinación entre la política fiscal y monetaria en EE.UU. es uno de los principales riesgos identificados en este IPOM.

GRÁFICO I.13

Berchas de capacidad
(porcentaje)



(*) Porcentaje del PIB potencial. Marcador corresponde a proyección para el 2017.

Fuentes: Fondo Monetario Internacional y CBO.