

Donant voltes al sostre del deute als EUA

La política fiscal als EUA ocupa un espai substancial als mitjans de comunicació. Primer, per l'àrdua negociació sobre els plans per contrarestar els efectes de la COVID i, amb posterioritat, pels nous estímuls proposats per l'Administració Biden. En aquest context, ha irromput al radar un altre element que promet guanyar pes en les properes setmanes: l'apropament al límit o «sostre» del deute i la necessitat de resoldre aquesta situació perquè el Govern es pugui finançar amb normalitat abans del final d'octubre. Pel que fa als comptes públics, la sensació que es transmet és la d'una Administració nord-americana aproximant-se a la vora d'un precipici.

Què és el sostre del deute?

El límit del deute mesura el volum màxim d'endeutament que el Tresor dels EUA pot tenir en un moment determinat, límit que no pot superar. Això representa, en definitiva, una mesura més de control dels comptes públics del Govern pel Congrés.

El Congrés va votar, al juliol del 2019, suspendre el límit del deute fins al 31 de juliol del 2021. Així, el passat 1 d'agost, es va restablir en un import igual al límit previ, de 22 bilions de dòlars, més el deute acumulat de llavors ençà, que puja a 6,4 bilions, la qual cosa situa aquest límit, per tant, en 28,4 bilions (vegeu el primer gràfic).

Quan s'assoleix el límit del deute, que és el cas actual, el Tresor utilitza mesures extraordinàries amb la finalitat d'obtenir capacitat de finançament temporal per complir les obligacions concretes fins que s'assoleixi un acord per a l'ampliació del sostre al Congrés. Aquestes mesures fan referència, per exemple, a la suspensió de les aportacions i de les reinversions de títols emesos per a diversos fons de jubilació de funcionaris públics, per al fons de beneficis de salut dels jubilats del Servei Postal i la interrupció de les aportacions al fons per a l'estabilització del tipus de canvi.¹

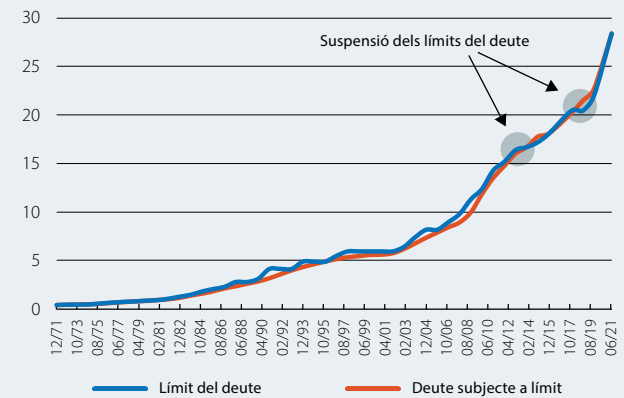
En l'actualitat, aquestes accions poden proporcionar un matalàs de fons al Govern d'uns 340.000 milions de dòlars des de que es va iniciar el procediment el 2 d'agost.² Així mateix, el Tresor dels EUA compta amb un romanent de

1. El deute públic del Govern es compon del deute emès als inversors (el 78% del total) i del deute que es troba en comptes de la mateixa Administració pública. És en aquest últim on es pot actuar. Les aportacions compromeses pel Govern en determinats organismes públics, com els fons de jubilació, no es fan amb diners físics (si no és necessari el seu ús immediat), sinó amb lliurament de títols de deute públic. Per aquest motiu, si arribés una crisi provocada pel sostre del deute, es podria deixar d'aportar i/o de reinvertir títols per l'import necessari per cobrir les despeses immediates, amb el compromís de reintegrar-los quan la crisi finalitzi.

2. Estimacions de l'Oficina de Pressupost del Congrés (CBO). <https://www.cbo.gov/system/files/2021-07/57152-federal-debt-limit.pdf>.

EUA: límit del deute

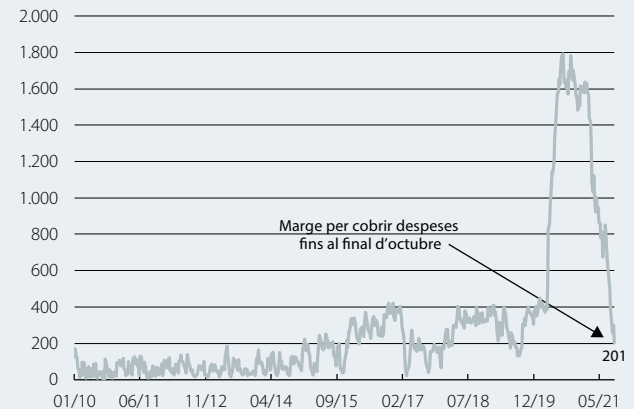
(Bilions de dòlars)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

Saldo dipositat pel Tresor a la Fed

(Milers de milions de dòlars)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de la Reserva Federal.

liquiditat que té dipositat a la Reserva Federal i que, el dia 2 d'agost, pujava a 540.000 milions de dòlars. Fins al començament del mes de setembre, aquest matalàs, que ha caigut fins als 200.000 milions de dòlars, s'ha utilitzat, preferentment, per cobrir les seves necessitats, mentre que, ara com ara, les mesures extraordinàries hi han contribuït menys (vegeu el segon gràfic). Per tant, prenent com a referència les estimacions de dèficit de la CBO fins al setembre i el seu volum a l'octubre de l'any passat, el Tresor dels EUA hauria de ser capaç de finançar totes les seves despeses, si més no fins al final d'octubre.

En qualsevol cas, el Tresor mai no ha arribat a esgotar aquestes mesures extraordinàries abans que es produís un acord legislatiu d'ampliació del límit del deute. De les 78 ocasions que una situació d'aquest tipus ha succeït des del 1960, sempre s'ha aconseguit, finalment, augmentar de forma permanent el límit del deute, ampliar-lo de for-

ma temporal o revisar-ne la definició, tot i que, en algunes ocasions, abans d'arribar a un acord, el Govern s'ha vist obligat a tancar de forma parcial l'Administració durant uns dies (*shutdown*).

Implicacions i possibilitats

En el cas poc probable que el Congrés no arribi a un acord, les implicacions serien molt variades i, sens dubte, força negatives. En primer lloc, es podria qüestionar la pròpia solvència del país, la qual cosa hauria d'afectar els títols de deute públic nord-americà. En concret, el 2011, les dificultats per assolir un acord sobre l'ampliació del límit del deute van dur Standard & Poor's a rebaixar el ràting dels EUA d'AAA a AA+, moviment que no s'ha revertit fins al moment actual. En segon lloc, si es prolonga aquesta situació, generaria un augment de la inestabilitat, molt contraproductiu en un entorn encara incert per les repercussions de la crisi sanitària i pels elevats volums d'endeutament.

I, en l'àmbit dels mercats financers, què podem esperar? Fins ara, els episodis de tensió després d'assolir el sostre del deute no han tingut una repercussió important sobre els mercats financers. Després d'analitzar els tres últims episodis en què les tensions per aquest motiu van ser especialment rellevants (novembre del 1995, maig del 2011 i gener del 2013), no s'observa una reacció apreciable dels mercats financers que es pugui atribuir a aquest factor. Fins i tot el 2011, quan S&P va rebaixar el ràting dels EUA, la rendibilitat del bo dels EUA a 10 anys va caure 54 p. b., mentre que el descens del 5,7% de l'S&P 500 s'ha d'atribuir a l'impacte que van tenir sobre la confiança dels inversors la crisi del deute a la zona de l'euro i la feblesa de les principals economies. La sensació és que sempre ha existit una confiança generalitzada en una resolució del conflicte, encara que sigui de manera temporal, motiu pel qual els inversors no ho han considerat com un risc real per als mercats.

Períodes de més tensió pel límit del deute als EUA

Data inici	Data final	Variacions			
		Tir 10 anys (p. p.)	S&P 500 (%)	Prima de risc IG (p. p.)	Prima de risc HY (p. p.)
14-nov.-95	20-nov.-95	-0,02	1,28		
15-des.-95	8-gen.-96	-0,08	0,34	0,01	0,05
16-maig-11	2-ag.-11	-0,54*	-5,67	0,12	1,01
31-des.-12	4-febr.-13	0,20	4,87	-0,03	-0,29
17-maig-13	17-oct.-13	0,64**	3,94	0,03	0,17
16-març-15	2-nov.-15	0,10	1,10	0,31	0,96
16-març-17	8-set.-17	-0,49	3,36	-0,03	0,01

Notes: * Caiguda de la rendibilitat per la crisi del deute a la zona de l'euro i per la feblesa de les principals economies. ** La pujada de la rendibilitat és deguda al taper tantrum de la Fed.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

Per tant, la nostra opinió és que s'assolirà un acord abans que el Tresor dels EUA esgoti les mesures extraordinàries per finançar-se, pel cost polític que, en cas contrari, tindria. A més a més, en aquesta nova etapa política, s'observa una certa disposició a acordar mesures en l'àmbit fiscal. Per tant, i considerant també l'experiència del passat, no esperem que aquest factor, per si sol, provoqui una reacció negativa als mercats financers, malgrat que les tensions als EUA per aquest assumpte s'intensifiquin en les properes setmanes. No obstant això, tampoc no es pot descartar totalment que no s'arribi a un acord a temps i que els mercats pateixin turbulències mentre no es resolgui la situació.

Juan Antonio Cabrera