

## Las cuentas públicas de EE. UU.: situación y perspectivas

El déficit público (Gobierno federal) de EE. UU. para el año fiscal que finalizó el 30 de septiembre de 2023 aumentó de 1,4 a 1,7 billones de dólares o, lo que es lo mismo, del 5,3% al 6,3% del PIB.<sup>1</sup> Estos niveles de déficit son de los más elevados entre las economías avanzadas y, en EE. UU., desde los años 1960 solamente han sido superados durante la Gran Recesión (2009-2012) y la pandemia (2020-2021). Las cifras son llamativas, y en este artículo trataremos de arrojar luz sobre los motivos de este aumento en 2023, el impacto que puede tener para la economía estadounidense y las perspectivas de sostenibilidad de la deuda pública (federal) estadounidense a medio plazo.

Como se puede ver en la tabla, el aumento del déficit con respecto a los años previos a la pandemia se explica por una menor recaudación fiscal, pero, sobre todo, por un marcado aumento del gasto público. Este aumento es especialmente visible en los epígrafes de Salud y Medicare (+0,6 p. p.) y Pago de intereses (+0,9 p. p.). El incremento de este último epígrafe es normal que se produzca en el actual contexto de elevados tipos de interés, que ha llevado al tipo de interés del *treasury* a 10 años a promediar un 3,9% en 2023, mientras que entre 2015 y 2019 el promedio fue del 2,25%. Por otro lado, el ligero aumento de Otros gastos del 2,6% al 2,9% esconde un efecto contable de la condonación de los préstamos para estudiantes que aumenta la parte que se imputa al ejercicio fiscal de 2022 (de ahí el rebote al 5,1%) y disminuye la que se atribuye a 2023. Si deshiciéramos este efecto contable, veríamos cómo el déficit fiscal con respecto al PIB en 2022 sería 1,5 p. p. inferior (-4,5%) y en 2023 1,2 p. p. superior (-7,5%). Por el lado de los ingresos, la caída entre 2022 y 2023 se explicaría, sobre todo, por una normalización de los ingresos por recaudación de impuestos sobre el capital, que en 2022 fueron inusualmente elevados por la elevada rentabilidad que tuvo la bolsa en el año anterior.

### El impacto en el PIB ha sido positivo en 2023 pero en adelante podría dejar de serlo

Este incremento del déficit ha contribuido positivamente al crecimiento del PIB en lo que llevamos de 2023. De hecho, el consumo público en los últimos cuatro trimestres ha crecido a un ritmo promedio del 1,1% intertrimestral, con una contribución de casi un tercio del total del

1. Los años fiscales en EE. UU. van de octubre a septiembre (por ejemplo, el año fiscal 2023 va desde octubre de 2022 a septiembre de 2023). A lo largo del artículo nos referiremos al déficit y la deuda federal, sin incluir las cuentas estatales y locales.

2. Por ejemplo, si una economía con un déficit fiscal del 1% del PIB aumentase el déficit en 2 p. p. hasta el 3%, aquel año (t+1), asumiendo un multiplicador fiscal de 1, el crecimiento del PIB sería 2 p. p. superior. El año siguiente (t+2), manteniendo el déficit en el 3%, el nivel de PIB sería el mismo, pero el crecimiento 2 p. p. inferior al del año anterior.

### EE. UU.: déficit y deuda pública



*Nota:* \* Excluye deuda intergubernamental.

*Fuente:* CaixaBank Research, a partir de datos de la Reserva Federal de St. Louis y el Congressional Budget Office.

### EE. UU.: ingresos y gasto fiscal por origen

	Promedio 2015-2019	2022	2023
Impuestos sobre las rentas	8,3	10,5	8,1
Impuestos sobre las empresas	1,4	1,7	1,6
Seguridad Social	5,9	5,9	6,0
Otros ingresos	1,5	1,4	0,8
<b>Total ingresos fiscales</b>	<b>17,1</b>	<b>19,6</b>	<b>16,5</b>
Defensa nacional	3,2	3,1	3,0
Salud y Medicare	5,8	6,7	6,4
Seguridad Social	7,5	8,3	7,9
Pago de intereses (neto)	1,5	1,9	2,4
Otros gastos	2,6	5,1	2,9
<b>Total gastos fiscales</b>	<b>20,6</b>	<b>25,1</b>	<b>22,7</b>
<b>Déficit fiscal</b>	<b>-3,5</b>	<b>-5,5</b>	<b>-6,3</b>

*Fuente:* CaixaBank Research, a partir del US Department of the Treasury, Final Monthly Treasury Statement.

crecimiento del PIB pese a pesar, solamente, un 17%. En adelante, no obstante, se espera que el consumo público deje de ser un viento de cola para el crecimiento del PIB y que, en el mejor de los casos, tenga un impacto neutro. Las últimas proyecciones del Congressional Budget Office (CBO) estiman que el déficit público como porcentaje del PIB se mantendrá por encima del 5,5% en todo el horizonte de proyecciones, disminuyendo solamente 0,1 p. p. en 2024 para volver a aumentar 0,4 p. p. en 2025. Sin embargo, la contribución del déficit al crecimiento del PIB no depende tanto de su nivel como de su variación,<sup>2</sup> por lo que en realidad las proyecciones del CBO implican una contribución al crecimiento del PIB más bien neutra en los próximos años.

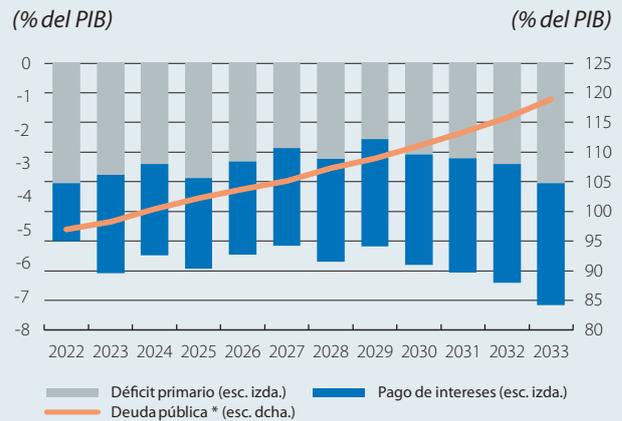
Tal y como se puede ver en el último gráfico, según estas proyecciones del CBO, que se elaboran bajo un escenario que no supone cambios en la política fiscal, la deuda pública de EE. UU. como porcentaje del PIB seguiría una tendencia ascendente, pasando del 98% actual a casi el 120% en 2033. Este aumento reflejaría unos déficits primarios relativamente estables pero elevados (en torno al 3%), mientras que las proyecciones contemplan un crecimiento del PIB nominal (4,2% en promedio entre 2023 y 2033) superior al coste de la deuda (3,1%), lo que ayuda a la sostenibilidad de la deuda pública. En concreto, de los 20 p. p. de aumento de la deuda que proyecta el CBO, la acumulación de déficits explicaría 33 p. p., en tanto que el diferencial entre tipos y crecimiento del PIB ( $i - g$ ) tendería a reducirla en unos 13 p. p. Sin embargo, en un contexto de elevados tipos de interés y de gradual retirada de la Reserva Federal como tenedor de *treasuries* (por el *quantitative tightening*), la carga financiera de esta deuda se va a hacer más pesada: por ejemplo, mientras que el CBO proyecta que el diferencial ( $i - g$ ) tiende a reducir la deuda en un promedio anual de 1,7 p. p. en 2023-2027, este factor de apoyo bajaría hasta los 0,6 p. p. en 2033.

Más allá del impacto que puedan tener los elevados tipos de interés, el incremento de la deuda pública sobre el PIB en las previsiones del CBO se explicaría por un aumento sostenido del gasto público que no se ve compensado por un aumento de los ingresos fiscales, que de hecho se mantienen estables en todo el horizonte. Según el propio CBO, este aumento del gasto se debe, sobre todo, al incremento de las partidas relacionadas con la salud y la Seguridad Social, una dinámica que, por el esperado envejecimiento de la población, se espera que continúe más allá de 2033.

A estos vientos de cara, debemos sumarle la compleja situación política que atraviesa EE. UU., con una polarización política que hace más frecuentes los temores a cierres del Gobierno federal, por las dificultades en alcanzar acuerdos para la financiación del Gobierno,<sup>3</sup> y que se choque con el límite de deuda, que en su extremo podría llevar al Departamento del Tesoro a no poder pagar sus obligaciones. En este sentido, y tras las dificultades en las últimas negociaciones en junio para alcanzar un acuerdo bipartidista que suspendiera el techo de deuda, Moody's mantuvo el *rating* de la deuda soberana estadounidense en el rango más alto (Aaa), pero con una rebaja de las perspectivas de «estable» a «negativo». Además de la situación política, la agencia de *rating* también mencionó el entorno de elevados tipos de interés y la ausencia de

3. El acuerdo más reciente, alcanzado a última hora el pasado 14 de noviembre, extendía el financiamiento del Gobierno hasta el 19 de enero de 2024 para algunas medidas y hasta el 2 de febrero para otras. Entonces se deberán alcanzar nuevos acuerdos para evitar el cierre del Gobierno (*government shutdown*).

**EE. UU.: proyección de déficit y deuda pública del CBO**



**Nota:** \* Excluye deuda intergubernamental.  
**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos del Congressional Budget Office.

medidas fiscales para reducir el déficit público como factores que explicaban la rebaja de la perspectiva.

Por todo ello, pensamos que las cuentas públicas en EE. UU. van a seguir estando en boca de los analistas durante los próximos años y seguirán generando ruido en los mercados financieros cada vez que se acerquen las fechas clave para financiar los presupuestos del Gobierno o evitar superar el techo de deuda. Además, no faltarán las voces que adviertan, con razón, de los peligros de mantener unos déficits primarios elevados que lleven a la deuda pública sobre el PIB a aumentar constantemente.

Ricard Murillo Gili