

ONE BIG (BEAUTIFUL?) BILL

En dos minuts...

- Els Estats Units presenten un deute públic elevat i un entorn polític poc propici per contenir els dèficits fiscals. L'FMI ha advertit sobre la situació fiscal del país, i algunes mètriques, com ara el pagament d'interessos, registren repunts significatius. En aquest context, el país ha perdut la màxima qualificació per part de les tres principals agències de qualificació creditícia.
- La legislació fiscal proposada per Trump—coneguda com a **One Big Beautiful Bill**—impedeix la reducció de l'elevat dèficit fiscal als Estats Units i el seu disseny comporta riscos de dèficits encara més grans que els estimats actualment. El text legislatiu, en el seu format actual, preveu importants exempcions i deduccions fiscals, així com un augment de la despesa en defensa i control migratori.
- Els mercats financers han mostrat senyals de preocupació davant el paquet fiscal proposat, cosa que s'ha traduït en repunts a la corba de rendibilitat sobirana i en una certa depreciació del dòlar, iniciada ja amb la guerra comercial.

1. Situació fiscal als Estats Units

Els Estats Units presenten un deute públic elevat i creixent. Després de la forta reducció registrada a finals dels anys noranta, el volum de deute ha repuntat amb intensitat (gràfic 1), especialment en dos episodis: (i) les polítiques d'estímul aplicades arran de la gran crisi financera provocada per les hipoteques *subprime* i la fallida de Lehman Brothers, i (ii) la crisi de la COVID-19 i les mesures adoptades per donar suport als agents econòmics durant l'emergència sanitària i davant el fort repunt de la inflació posterior.

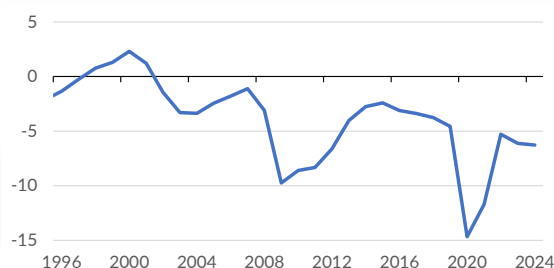
El dèficit fiscal —entorn del 6,3% del PIB el 2024, del 6,1% el 2023 i del 5,3% el 2022— també se situa en nivells elevats, tant des d'una perspectiva històrica (gràfic 2) com en comparació amb altres països desenvolupats. Les previsions de l'Oficina de Pressupost del Congrés (Congressional Budget Office, CBO) per als pròxims anys, basades en les polítiques vigents a finals del 2024, apunten a una certa correcció del dèficit primari (és a dir, excloent-

Gràfic 1. Deute públic (% del PIB)



Font: Bloomberg.

Gràfic 2. Dèficit públic (% del PIB)

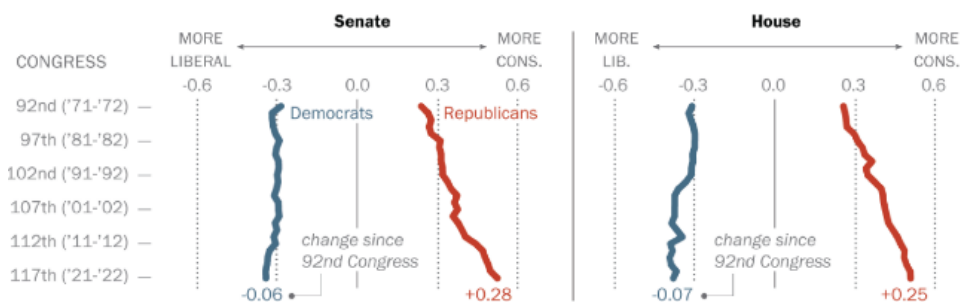


Font: FRED, Reserva Federal de St. Louis.

ne interessos), però també a un increment dels pagaments per interessos.

La polarització creixent i la deriva populista han contribuït a l'augment dels dèficits públics i dificulten l'adopció de mesures d'ajust. En les darreres dècades, els Estats Units –igual que molts altres països occidentals– han experimentat un increment de la polarització política, que ha distanciat els dos principals partits (Demòcrata i Republicà), com mostra el gràfic 3. Aquesta polarització no només dificulta la consecució d'acords polítics amplis, sinó que també ha suposat la ruptura d'alguns consensos fonamentals que havien sostingut el contracte social en els darrers anys, com els programes de salut pública Medicaid (per als més desafavorits) i Medicare (per a majors de 65 anys).

Gràfic 3. Posicionament ideològic a les dues cambres del Congrés (-1 = liberal; +1 = conservador)



Font: PEW Research a través de Carnegie Endowment.

El deute sobirà dels Estats Units ha perdut la màxima qualificació creditícia, un fet que, tot i que no té una importància substancial en termes tecnicofinanciers (excepte per a alguns inversors amb requisits molt restrictius), sí que representa un esdeveniment significatiu. El mes de maig passat, l'agència Moody's va rebaixar la qualificació d'Aaa a Aa1, citant l'augment del deute i dels pagaments per interessos. Les altres dues grans agències ja havien retirat als Estats Units la màxima qualificació: Fitch l'any 2023 i Standard & Poor's l'any 2011.

Els processos específics del Congrés condicionen l'aprovació de la legislació fiscal. Als Estats Units, les lleis pressupostàries han de ser aprovades per les dues cambres del Congrés i posteriorment ratificades pel president. Una part rellevant és l'anomenat procés de reconciliació, un procediment llarg que involucra nombrosos comitès i que revisa tant els ingressos com les despeses. Al Senat, aquest procés es pot evitar amb una majoria simple (de 51 vots), sempre que el pressupost compleixi certs supòsits, un dels quals és que no augmenti el dèficit fiscal previst per als deu anys vinents. Si no es compleix aquest (o un altre) requisit, evitar el procés de reconciliació requereix una supermajoria de 60 vots, davant dels 53 escons que té el Partit Republicà. Per això, totes dues càmeres intenten dissenyar un pressupost que impedeixi un augment en la trajectòria prevista dels dèficits públics, generalment mitjançant la introducció de mesures compensatòries i/o ajustos en els supòsits de l'escenari macroeconòmic i fiscal.

2. One Big Beautiful Bill Act

Trump ha proposat agrupar en una sola legislació gran part de les seves promeses electorals en matèria econòmica i fiscal¹. Aquestes inclouen, entre d'altres: (i) l'extensió de les retallades impositives aprovades durant el seu primer mandat i que vencen el desembre del 2025; (ii) la supressió de la imposició sobre ingressos provinents de propines i hores extra; (iii) l'augment de la deducció fiscal en els pagaments a la Seguretat Social; i (iv) l'ampliació de la deducció per

¹ La legislació rep el nom que Trump li havia donat informalment: One Big Beautiful Bill Act.

impostos locals i estatals (SALT, per les sigles en anglès, State and Local Taxes) ja pagats en el càlcul dels impostos federals.

2.1. Anàlisi de l'impacte

Tot i que l'impacte sobre el dèficit és substancial, l'impuls econòmic sembla moderat. Això es deu, sobretot, al fet que el principal component del paquet econòmic és l'extensió de les retallades impositives del 2017 i al fet que algunes retallades en programes socials —com ara les limitacions més grans en l'accés a programes com Medicaid— poden lluitar el consum de les llars, reduint-ne la renda disponible. Així, en termes d'impacte econòmic, la majoria de les anàlisis estimen un efecte modest, que se situaria entre 0,1 i 0,5 punts percentuals de creixement addicional fins a mitjan o finals del 2026. Cal advertir, però, que aquestes estimacions estan subjectes a una elevada incertesa a causa de la seva interacció amb la política comercial i amb altres provisions que s'hi puguin afegir, incloses mesures relacionades amb la restricció de la immigració.

L'impacte en el dèficit i el deute públic seria substancial, impedit-hi qualsevol ajust. Les estimacions són complexes, tot i que el consens apunta a un augment notable dels dèficits acumulats fins al 2034, considerant l'horitzó habitual de deu anys en les previsions pressupostàries dels Estats Units. Algunes estimacions de versions anteriors del text legislatiu oscil·len entre els 2,6 i els 3,7 bilions de dòlars, cosa que suposaria entre 7 i 10 punts percentuals del PIB en el deute públic (taula 1), a la qual cosa caldria sumar el possible impacte d'una trajectòria més elevada dels tipus d'interès sobre aquest deute.

Taula 1. Estimacions de l'impacte de la Big Beautiful Bill sobre el dèficit públic

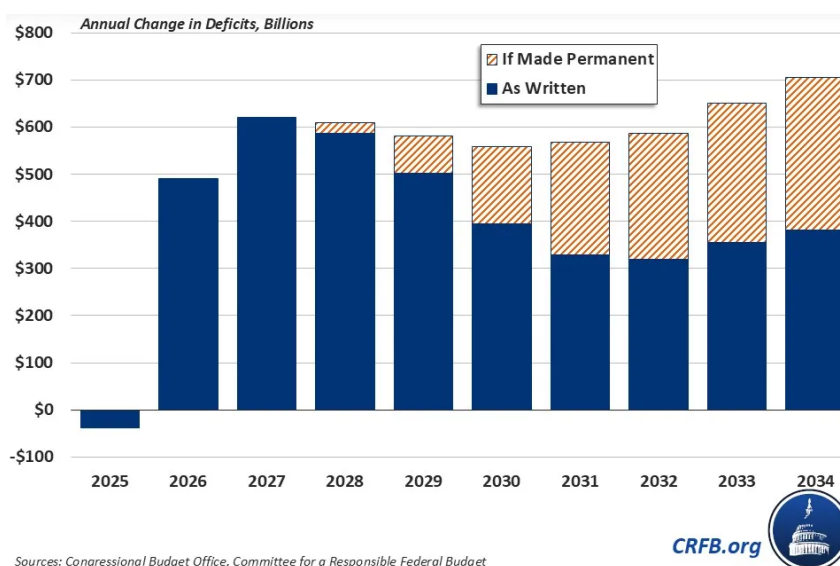
Institució	Tipologia	Increment previst del dèficit (2025-2034)	
		En bilions de dòlars	En % del PIB del 2024
CBO	Oficial	3,7	10,2%
Committee for Responsible Federal Budget (CFRB)	Think tank	3,1	8,6%
Wharton Budget Model	Acadèmic	2,8	7,7%
Yale Budget Lab	Acadèmic	3,4	9,4%
ING	Privat	2,6	7,2%

Font: Elaboració pròpia.

La One Big Beautiful Bill concentra les retallades impositives els pròxims anys i deixa els augments impositius per als exercicis posteriors. Això es deu, en part, a la necessitat d'evitar el procés de reconciliació descrit anteriorment. Així, diverses provisions vencen el 2029, just després de la finalització de l'actual mandat de Trump (gràfic 4), entre les quals hi ha l'exempció impositiva sobre propines i hores extra, l'augment de la deducció sobre els ingressos procedents de la Seguretat Social i la possibilitat d'accelerar la depreciació associada a la despesa de capital (capex). Cal destacar que una part dels estalvis fiscals inclosos es basa en el trasllat de determinades despeses del govern federal als estats, com passa amb els programes d'ajuda alimentària per a famílies menys afavorides (SNAP).

Un repte addicional per estimar el veritable cost fiscal és la pressió política per convertir en permanents algunes retallades temporals, sigui mitjançant una modificació legislativa o a través de la seva reiterada extensió, com passa en aquest cas amb les retallades aprovades el 2017. Aquest factor és especialment rellevant atès el caràcter temporal de les provisions previstes, que suposen forts augments del dèficit en els pròxims anys i reduccions significatives només a partir del 2029. L'extensió de les retallades previstes per als primers exercicis implicaria un increment molt superior del dèficit i del deute públic que el recollit a la taula 1.

Gràfic 4. Perfil temporal del canvi dels dèficits públics. Estimació del Committee for Responsible Federal Budget (en milers de milions de dòlars)



2.2. Tramitació i possibles canvis

Trump, a través de discursos i publicacions en les seves xarxes socials, havia pressionat perquè la legislació s'aprovi amb rapidesa, assenyalant el 4 de juliol com la data en què li agradaria signar-la. Cal recordar que la majoria de les accions de l'administració actual s'estan duent a terme mitjançant ordres executives i que la One Big Beautiful Bill conté, a més de nombroses provisions fiscals, canvis legislatius en àmbits com la política migratòria, els quals requereixen l'aprovació del Congrés.

El text legislatiu va ser aprovat per la Cambra de Representants el 22 de maig de 2025. La cambra baixa va donar llum verd a la proposta amb 215 vots a favor i 214 en contra, en una votació partidiana. No obstant això, cal destacar que el Partit Republicà compta amb 220 congressistes, fet que posa de manifest que el suport no va ser monolític. Una mostra de les discrepàncies dins del partit i de l'administració és la postura d'Elon Musk, que ja havia expressat el seu desacord amb la legislació en entendre que desfeia part de l'esforç del Departament d'Eficiència Governamental (DOGE, per les sigles en anglès). Després de sortir de l'Executiu, Musk ha seguit criticant obertament la llei per incloure augments de la despesa pública que considera excessius i injustificats.

Al Senat, la legislació ha estat subjecta a canvis impulsats per les diferents faccions del Partit Republicà. Les tensions principals s'han produït entre els conservadors fiscals, amoïnats per l'augment del deute públic i altres republicans més trumpistes/populistes, centrats en l'impacte advers d'algunes de les retallades en l'accés a programes de salut pública. Finalment, el text aprovat al Senat contempla retallades impositives més elevades, amb el que tindrà un impacte una mica més gran sobre el deute públic. Entre altres, la versió del Senat: (i) converteix en permanents els retalls impositius de 2017, comparat amb una extensió de 5 anys a la versió de la Cambra de Representants; (ii) limita més l'accés al programa de salut pública, Medicaid; (iii) limita temporalment la deducció SALT fins el 2030, tot i que en manté l'import màxim en 40,000 dòlars; (iv) augmenta les deduccions permeses per persones que reben Seguretat Social; (v) introdueix la proposta de Trump d'un dipòsit (amb incentius fiscals) de 1,000 dòlars per cada naixement, tot i que només fins el 2028.

Amb els canvis introduïts pel Senat a la versió inicialment aprovada per la Cambra de Representants, el text ha de ser aprovat de nou per la Cambra, abans que pugui ser signat pel president Trump. Un repte és que els canvis introduïts a la versió del Senat fan que el text

legislatiu no compleixi els límits del procés de reconciliació establerts per a la Cambra de Representants, el que pot forçar nous ajustos que haurien de ser novament ratificats pels Senat. En tot cas, sembla plausible que la Big Beautiful Bill pugui ser firma per Trump el 4 de juliol, tal com va demanar.

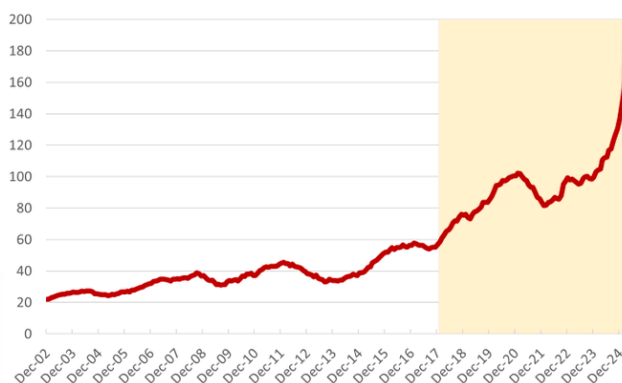
3. La One Big Beautiful Bill i el trumpisme

La legislació introdueix canvis en la política migratòria que suposen un gir substancial en la gestió de la immigració als Estats Units, més enllà de l'augment considerable de la despesa en control fronterer i migratori. En termes d'infraestructura, preveu la construcció de trams de mur i nous centres de gestió migratòria, a més de més recursos per a la detenció i l'expulsió d'immigrants. En l'àmbit econòmic, s'hi introdueixen i incrementen taxes vinculades als tràmits d'asil (inclosos els de menors) i a la sol·licitud i la renovació de permisos de treball, la freqüència dels quals també augmenta. És significativa la introducció d'una taxa del 3,5% sobre les remeses enviades per persones no ciutadanes, així com la limitació de la deducció per persones dependents en aquells casos en què algun dels progenitors no disposi de número de la Seguretat Social dels Estats Units.

En política comercial, aquesta legislació fiscal sembla incompatible amb l'objectiu de reduir el dèficit comercial del país. En el text aprovat per la Cambra de Representants es mantenen deduccions introduïdes el 2017 sobre beneficis procedents de rendes d'actius no tangibles, que es consideren parcialment responsables del dèficit comercial dels Estats Units en alguns sectors, com el farmacèutic (gràfic 5), i amb determinades jurisdiccions, com ara Irlanda. Precisament, el dèficit en aquest sector i amb aquest país representa més de dos terços del dèficit comercial dels Estats Units respecte a la UE.

Gràfic 5. Dèficit comercial dels Estats Units en el sector farmacèutic.

(en milers de milions de dòlars; àrea ombrejada: vigència de les deduccions)



Font: Brad Setser.

En versions inicials, el text incloïa la coneguda com a Section 899 semblava obrir la porta a “aranzels” sobre actius financers. Tot i la manca de claredat del text, la Section 899 hauria permès imposar un impost del 5% sobre els rendiments obtinguts per residents de països les pràctiques fiscals dels quals siguin considerades “injustes” pel Departament del Tresor. Un candidat clar és la taxa sobre serveis digitals imposada per la UE i altres jurisdiccions, objecte de crítiques importants per part de Trump i de membres de la seva administració. El principal risc era, per tant, en si la Section 899 podria aplicar-se als rendiments del deute sobirà del país (s'espera que no sigui el cas), fet que suposaria una mesura capaç de reduir el valor del deute nord-americà per als inversors no residents. Finalment, **la Section 899 ha estat eliminada del text de la Big Beautiful Bull** a canvi de la concessió per part dels països del G-7 d'eximir a les multinacionals nord-americanes de l'acord sobre imposició empresarial que establia una tributació mínima del 15% dels beneficis.

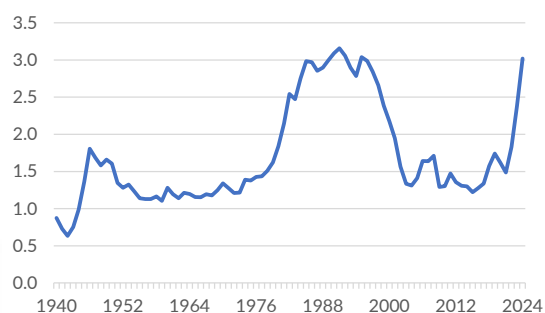
4. La política fiscal, en el focus dels mercats financers

En un informe recent, l'FMI advertia del repte creixent que representa per a les autoritats fiscals un entorn de menys creixement, més inflació, deute elevat i augment dels costos de finançament, atès l'impacte previsible de la incertesa elevada i de les polítiques comercials. En el cas dels Estats Units, l'FMI alertava d'un dèficit fiscal elevat des d'una perspectiva històrica. Tal com mostra el gràfic 6, una mètrica que mereix una atenció especial és el volum de pagament d'interessos sobre el deute, que el 2024 va superar el 3% del PIB, cosa que subratlla la importància de mantenir uns tipus d'interès reduïts davant d'un volum de deute elevat i creixent. De fet, el 2024, el pagament d'interessos ja va suposar entorn del 13% dels ingressos del govern federal (comparable a la despesa en defensa i només superat per la despesa en salut pública i seguretat social). Aquesta xifra podria assolir el 18% el 2025 i, segons algunes estimacions, el 22% el 2035. **En aquest context, la pressió de Trump sobre la Fed està vinculada amb el creixent pagament d'interessos sobre el deute públic.** En els darrers mesos, Trump ha demanat en diverses ocasions que la Fed redueixi el tipus rector fins a nivells de l'1% mencionant l'elevat cost dels interessos, encara que també la voluntat d'estimular l'economia davant la previsible desacceleració provocada pels aranzels i la incertesa.

El mercat de renda fixa reflecteix la seva preocupació per les perspectives fiscals. Amb la guerra comercial iniciada en el Liberation Day, el factor que va forçar el recalibratge de les polítiques i l'inici de la desescalada va ser el repunt en la rendibilitat del deute sobirà dels Estats Units i la depreciació del dòlar enfront dels seus principals encreuaments. No obstant això, el focus creixent sobre les implicacions fiscals de la One Big Beautiful Bill ha impedit que la rendibilitat del deute nord-americà retrocedeixi (gràfic 7), al contrari del que s'ha observat en altres països com Alemanya, en un context d'aversion al risc, tensió de les condicions financeres i revisió a la baixa de les perspectives de creixement econòmic.

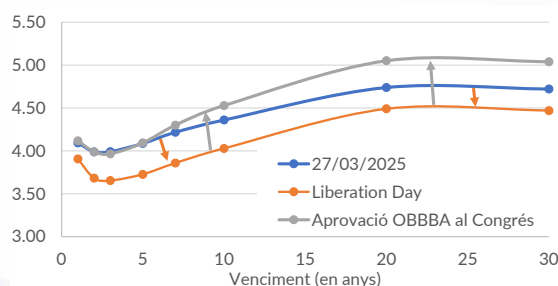
La guerra comercial i la preocupació pels temes fiscals estan llastant el dòlar, que no s'ha comportat com un actiu refugi, a diferència del que ha passat en anteriors episodis de tensió en els mercats financers (gràfic 8). Malgrat la voluntat de l'administració Trump de devaluar el dòlar —per considerar que la seva fortalesa suposa un llast per a la indústria manufacturera i les exportacions del país—, el moviment actual ha estat excessivament ràpid i, el que és més preocupant, ha anat acompanyat d'un repunt en la rendibilitat del deute sobirà.

Gràfic 6. Pagament d'interessos sobre el deute públic (% del PIB)

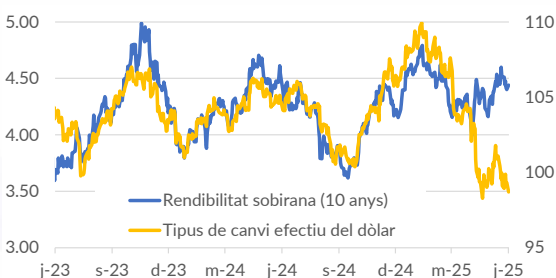


Font: FRED, Reserva Federal de St. Louis.

Gràfic 7. Corba de rendibilitat del deute sobirà dels Estats Units (per venciment)



Gràfic 8. Evolució del dòlar i de la rendibilitat del deute sobirà dels Estats Units



Font: Bloomberg.

INFORMACIÓ LEGAL

CAIXA ENGINYERS és una entitat de crèdit subjecta a la supervisió del Banc d'Espanya, inscrita en el seu Registre Oficial de Bancs amb el número 3025. Està habilitada per prestar serveis d'inversió a clients a Espanya. La Comissió Nacional del Mercat de Valors supervisa aquests serveis.

Els informes del Departament de Research de CAIXA ENGINYERS s'elaboren amb l'objectiu de proporcionar eines que puguin ajudar en la presa de decisions de diversa índole i estan subjectes a canvis sense previ avís. Tot i que la informació es basa en fonts considerades fiables, CAIXA ENGINYERS no garanteix ni es responsabilitza de la seguretat d'aquestes fonts.

La informació continguda en aquest document pot fer referència a productes, operacions o serveis d'inversió sobre els quals hi ha informació addicional disponible en documentació separada. Es convida els destinataris a sol·licitar aquesta informació addicional, que podrà ser facilitada per CAIXA ENGINYERS durant la prestació dels serveis, operacions o productes. En aquest cas, es recomana que els destinataris d'aquest informe considerin aquesta informació addicional de manera coherent amb el seu contingut.

Pel que fa als preus objectius que es puguin desprendre de l'anàlisi efectuada pel Departament de Research de CAIXA ENGINYERS, aquests queden subjectes a criteris d'anàlisi fonamental i tècnica, ponderant en cada cas els mètodes que, en funció de la seva pròpia opinió, s'adaptin millor a cada companyia en particular. Llevat d'indicació expressa en contra, tots els preus objectius es fixen amb un horitzó temporal de 12 mesos des del moment de la publicació dels informes. Els preus objectius no impliquen compromisos de revaloració ni han de ser entesos com a indicacions ni recomanacions d'inversió.

La informació continguda en els informes fa o pot fer referència a resultats futurs d'instruments financers, índexs financers, mesures financeres o serveis d'inversió basats en previsions o expectatives, per la qual cosa no es pot considerar com un indicador fiable de possibles resultats futurs ni com una garantia d'assolir aquests resultats. Així mateix, l'inversor ha de tenir en compte que l'evolució passada dels valors o instruments o els resultats històrics de les inversions no garanteixen l'evolució o els resultats futurs.

Informació sobre conflictes d'interès

El sistema retributiu dels analistes que elaboren els informes es basa en diversos criteris, entre els quals figuren els resultats obtinguts durant l'exercici econòmic pel Grup CAIXA ENGINYERS, però en cap cas la retribució dels analistes està vinculada directament o indirectament a la informació continguda en els informes ni al sentit de les estimacions que s'hi incloguin.

Els membres del Departament de Research de CAIXA ENGINYERS poden disposar, a títol personal, d'accions de companyies dels sectors d'activitat que s'esmenten en els informes, o d'alguna de les seves filials i/o participades. Així mateix, CAIXA ENGINYERS i/o qualsevol dels seus responsables i/o consellers poden, en cada moment, mantenir una posició o estar directament o indirectament interessats en valors, opcions, drets o *warrants* d'alguna de les companyies dels sectors d'activitat esmentats en els informes.

CAIXA ENGINYERS, en el desenvolupament corrent de les seves activitats financeres de crèdit, dipòsit o de naturalesa similar, pot haver mantingut, mantenir actualment o estar interessada a mantenir, en el futur, relacions comercials amb companyies dels sectors d'activitat als quals es fa referència en els informes, o amb alguna de les seves filials i/o participades.

Els membres del Departament de Research de CAIXA ENGINYERS assumeixen el compromís explícit i formal d'actuar amb honestedat, imparcialitat i lleialtat, sempre en el millor interès del soci/sòcia i de la transparència del mercat. Sense perjudici del compromís anteriorment esmentat, CAIXA ENGINYERS realitza accions de control per garantir que no es perjudiqui els socis/sòcies ni el mercat de valors, i imposa regles internes en l'operatòria personal dels membres del Departament de Research.

Els membres del Departament de Research de CAIXA ENGINYERS, així com tots els professionals de l'organització implicats directament o indirectament en la prestació de serveis d'inversió, estan subjectes al Reglament Intern de Conducta en l'àmbit del mercat de valors de CAIXA ENGINYERS.

Queda prohibida la reproducció, duplicació, redistribució i/o comercialització, total o parcial, dels continguts d'aquest document, fins i tot citant-ne les fonts, excepte amb el consentiment previ per escrit de Caixa de Crèdit dels Enginyers - Caja de Crédito de los Ingenieros, S. Coop. de Crédito. Tots els drets reservats.