

ONE BIG (BEAUTIFUL?) BILL

En dos minutos...

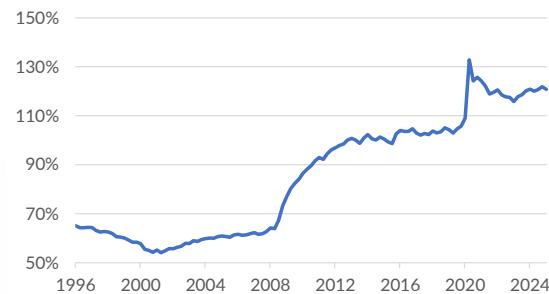
- Estados Unidos presenta una deuda pública elevada y un entorno político poco propicio para contener los déficits fiscales. El FMI ha advertido sobre la situación fiscal del país, y algunas métricas, como el pago de intereses, registran repuntes significativos. En este contexto, el país ha perdido el máximo grado de calificación por parte de las tres principales agencias de calificación crediticia.
- La legislación fiscal propuesta por Trump —conocida como One Big Beautiful Bill— impide la reducción del elevado déficit fiscal en Estados Unidos y su diseño conlleva riesgos de déficits aún mayores que los actualmente estimados. El texto legislativo, en su formato actual, contempla importantes exenciones y deducciones fiscales, así como un aumento del gasto en defensa y control migratorio.
- Los mercados financieros han mostrado señales de preocupación ante el paquete fiscal propuesto, lo que se ha traducido en repuntes en la curva de rentabilidad soberana y en una cierta depreciación del dólar, iniciada ya con la guerra comercial.

1. Situación fiscal en Estados Unidos

Estados Unidos presenta una deuda pública elevada y creciente. Tras la fuerte reducción registrada a finales de los años noventa, el volumen de deuda ha repuntado con intensidad (gráfico 1), especialmente en dos episodios: (i) las políticas de estímulo aplicadas tras la gran crisis financiera provocada por las hipotecas *subprime* y la quiebra de Lehman Brothers; y (ii) la crisis del Covid-19 y las medidas adoptadas para apoyar a los agentes económicos durante la emergencia sanitaria y frente al fuerte repunte de la inflación posterior.

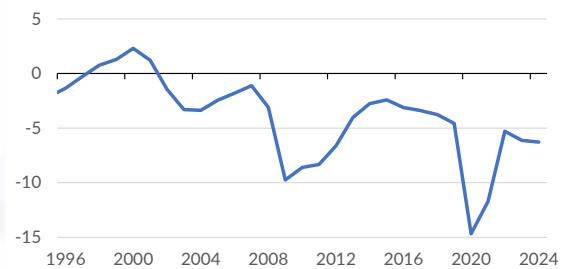
El déficit fiscal —en torno al 6,3% del PIB en 2024, un 6,1% en 2023 y un 5,3% en 2022— también se sitúa en niveles elevados, tanto desde una perspectiva histórica (gráfico 2) como en comparación con otros países desarrollados. Las previsiones de la Oficina de Presupuesto del Congreso (*Congressional Budget Office*, CBO) para los próximos años, basadas en las políticas vigentes a finales de 2024, apuntan a una cierta corrección del déficit primario (es decir, excluyendo intereses),

Gráfico 1. Deuda pública (% del PIB)



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 2. Déficit público (% del PIB)

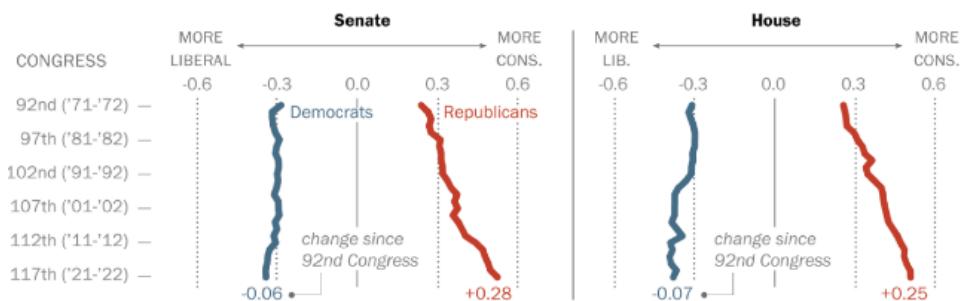


Fuente: FRED, Reserva Federal de St. Louis.

pero también a un incremento de los pagos por intereses.

La creciente polarización y la deriva populista han contribuido al aumento de los déficits públicos y dificultan la adopción de medidas de ajuste. En las últimas décadas, Estados Unidos —al igual que muchos otros países occidentales— ha experimentado un incremento de la polarización política, que ha distanciado a los dos principales partidos (Demócrata y Republicano), como muestra el gráfico 3. Esta polarización no solo dificulta la consecución de acuerdos políticos amplios, sino que también ha supuesto la ruptura de algunos consensos fundamentales que habían sostenido el contrato social en los últimos años, como los programas de salud pública Medicaid (para los más desfavorecidos) y Medicare (para mayores de 65 años).

Gráfico 3. Posicionamiento ideológico en las dos cámaras del Congreso (-1 = liberal; +1 = conservador)



Fuente: PEW Research a través de Carnegie Endowment.

La deuda soberana de Estados Unidos ha perdido la máxima calificación crediticia, un hecho que, aunque no tiene una importancia sustancial en términos técnico-financieros (salvo para algunos inversores con requisitos muy restrictivos), sí representa un evento significativo. El pasado mes de mayo, la agencia Moody's rebajó su calificación de Aaa a Aa1, citando el aumento de la deuda y de los pagos por intereses. Las otras dos grandes agencias ya habían retirado a Estados Unidos la máxima calificación: Fitch en 2023 y Standard & Poor's en 2011.

Los procesos específicos del Congreso condicionan la aprobación de la legislación fiscal. En Estados Unidos, las leyes presupuestarias deben ser aprobadas por ambas cámaras del Congreso y posteriormente ratificadas por el presidente. Una parte relevante es el denominado proceso de reconciliación, un procedimiento largo que involucra a numerosos comités y que revisa tanto los ingresos como los gastos. En el Senado, este proceso puede evitarse con mayoría simple (de 51 votos), siempre que el presupuesto cumpla ciertos supuestos, uno de los cuales es que no aumente el déficit fiscal previsto para los próximos diez años. Si no se cumple este (u otro) requisito, evitar el proceso de reconciliación requiere de una supermayoría de 60 votos, frente a los 53 escaños que posee el Partido Republicano. Por ello, ambas cámaras intentan diseñar un presupuesto que impida un aumento en la trayectoria prevista de los déficits públicos, generalmente mediante la introducción de medidas compensatorias y/o ajustes en los supuestos del escenario macroeconómico y fiscal.

2. One Big Beautiful Bill Act

Trump ha propuesto agrupar en una sola legislación la mayor parte de sus promesas electorales en materia económica y fiscal¹. Estas incluyen, entre otras: (i) la extensión de los recortes impositivos aprobados durante su primera legislatura y que vencen en diciembre de 2025; (ii) la supresión de la imposición sobre ingresos provenientes de propinas y horas extra; (iii) el aumento de la deducción fiscal en los pagos a la Seguridad Social; y (iv) la ampliación de la deducción por

¹ La legislación recibe el nombre que informalmente le había dado Trump: One Big Beautiful Bill Act.

impuestos locales y estatales (SALT, por sus siglas en inglés, *State and Local Taxes*) ya pagados en el cálculo de los impuestos federales.

2.1. Análisis del impacto

A pesar de que el impacto sobre el déficit es sustancial, el impulso económico parece moderado.

Esto se debe, sobre todo, a que el principal componente del paquete económico es la extensión de los recortes impositivos de 2017 y a que algunos recortes en programas sociales —como, por ejemplo, las mayores limitaciones en el acceso a programas como Medicaid— pueden lastrar el consumo de los hogares, reduciendo la renta disponible. Así, en términos de impacto económico, la mayoría de los análisis estiman un efecto modesto, que se situaría entre 0,1 y 0,5 puntos porcentuales de crecimiento adicional hasta mediados o finales de 2026. Estas estimaciones, cabe advertir, están sujetas a una elevada incertidumbre debido a su interacción con la política comercial y con otras provisiones que se puedan añadir, incluyendo medidas relacionadas con la restricción de la inmigración.

El impacto en el déficit y la deuda pública sería sustancial, impidiendo cualquier ajuste. Las estimaciones son complejas, aunque el consenso apunta a un notable aumento de los déficits acumulados hasta 2034, considerando el habitual horizonte de diez años en las previsiones presupuestarias de Estados Unidos. Algunas estimaciones de versiones anteriores del texto legislativo oscilan entre 2,6 y 3,7 billones de dólares, lo que supondría entre 7 y 10 puntos porcentuales del PIB en la deuda pública (tabla 1), a lo que habría que sumar el posible impacto de una mayor senda de tipos de interés sobre esta deuda.

Tabla 1. Estimaciones del impacto de la *Big Beautiful Bill* sobre el déficit público

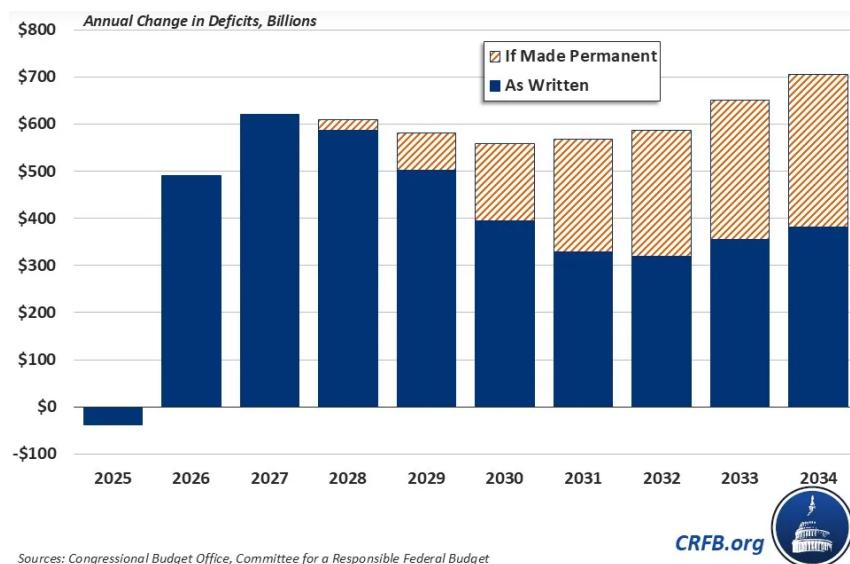
Institución	Tipología	Incremento previsto del déficit (2025-2034)	
		En billones de dólares	En % del PIB de 2024
CBO	Oficial	3,7	10,2%
Committee for a Responsible Federal Budget (CFRB)	Think tank	3,1	8,6%
Wharton Budget Model	Académico	2,8	7,7%
Yale Budget Lab	Académico	3,4	9,4%
ING	Privado	2,6	7,2%

Fuente: Elaboración propia.

La One Big Beautiful Bill concentra los recortes impositivos en los próximos años y deja los aumentos impositivos para los ejercicios posteriores. Esto se debe, en parte, a la necesidad de evitar el proceso de reconciliación descrito anteriormente. Así, diversas provisiones vencen en 2029, justo después de la finalización del actual mandato de Trump (gráfico 4), entre ellas la exención impositiva sobre propinas y horas extra, el aumento de la deducción sobre los ingresos procedentes de la Seguridad Social y la posibilidad de acelerar la depreciación asociada al gasto de capital (*capex*). Es importante destacar que una parte de los ahorros fiscales incluidos se basa en el traslado de determinados gastos del gobierno federal a los estados, como sucede con los programas de ayuda alimentaria para familias menos favorecidas (SNAP).

Un reto adicional para estimar el verdadero coste fiscal es la presión política para convertir en permanentes algunos recortes temporales, ya sea mediante una modificación legislativa o a través de su repetida extensión, como ocurre en este caso con los recortes aprobados en 2017. Este factor es especialmente relevante dado el carácter temporal de las provisiones contempladas, que suponen fuertes aumentos del déficit en los próximos años y reducciones significativas solo a partir de 2029. La extensión de los recortes previstos para los primeros ejercicios implicaría un incremento mucho mayor del déficit y de la deuda pública que el recogido en la tabla 1.

Gráfico 4. Perfil temporal del cambio de los déficits públicos. Estimación del Committee for a Responsible Federal Budget (en miles de millones de dólares)



Fuente: Committee for a Responsible Federal Budget.

CRFB.org

2.2. Tramitación y posibles cambios

Trump, a través de discursos y publicaciones en sus redes sociales, había presionado para que la legislación sea aprobada con rapidez, señalando el 4 de julio como la fecha en la que le gustaría firmarla. Es importante recordar que la mayoría de las acciones de la actual administración se están llevando a cabo mediante órdenes ejecutivas y que la One Big Beautiful Bill contiene, además de numerosas provisiones fiscales, cambios legislativos en ámbitos como la política migratoria, que requieren la aprobación del Congreso.

El texto legislativo fue aprobado por la Cámara de Representantes el 22 de mayo de 2025. La Cámara Baja dio luz verde a la propuesta con 215 votos a favor y 214 en contra, en una votación partisana. Sin embargo, resulta destacable que el Partido Republicano cuente con 220 congresistas, lo que evidencia que el apoyo no fue monolítico. Una muestra de las discrepancias dentro del partido y de la administración es la postura de Elon Musk, quien ya había expresado su desacuerdo con la legislación al entender que deshacía parte del esfuerzo del Departamento de Eficiencia Gubernamental (DOGE, por sus siglas en inglés). Tras su salida del Ejecutivo, Musk ha seguido criticando abiertamente la ley por incluir aumentos del gasto público que considera excesivos e injustificados.

En el Senado, la legislación ha estado sujeta a cambios impulsados por las distintas facciones del Partido Republicano. Las principales tensiones han tenido lugar entre los conservadores fiscales, preocupados por el aumento de deuda pública y otros republicanos más trumpistas/populistas, centrados en el impacto adverso de algunos de los recortes sobre el acceso a programas de salud pública. Finalmente, el texto aprobado en el Senado contempla mayores recortes impositivos, con lo que tendrá un impacto algo mayor sobre la deuda pública. Entre otros, la versión del Senado: (i) convierte en permanentes los recortes impositivos de 2017, frente a una extensión de 5 años en la versión de la Cámara de Representantes; (ii) limita en mayor medida el acceso al programa de salud pública, Medicaid; (iii) limita temporalmente la deducción SALT hasta 2030, aunque mantiene el importe máximo en 40,000 dólares; (iv) aumenta las deducciones permitidas para personas que reciben Seguridad Social; (v) introduce la propuesta de Trump un depósito (con incentivos fiscales) de 1,000 dólares por cada nacimiento, aunque solo hasta 2028.

Dados los cambios introducidos por el Senado en la versión inicialmente aprobada por la Cámara de Representantes, el texto debe ser aprobado de nuevo en dicha cámara, antes de proceder a la firma por parte del presidente Trump. Un reto es que los cambios introducidos en

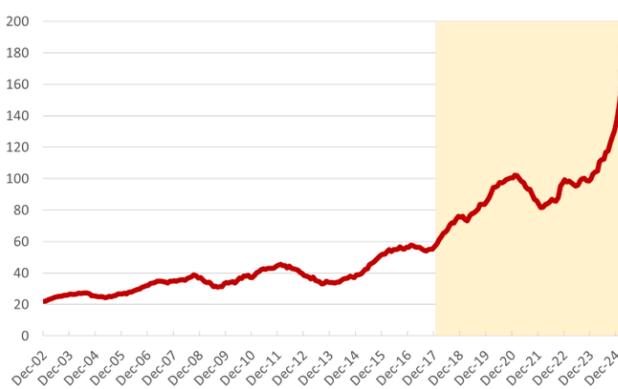
la versión del Senado hacen que el texto legislativo no cumpla los límites del proceso de reconciliación establecidos para la Cámara de Representantes, lo que puede forzar nuevos ajustes que deberían ser ratificados de nuevo por el Senado. En cualquier caso, parece plausible que la Big Beautiful Bill pueda ser firmada por Trump el 4 de julio, según su petición.

3. La One Big Beautiful Bill y el trumpismo

La legislación introduce cambios en la política migratoria que suponen un giro sustancial en la gestión de la inmigración en Estados Unidos, más allá del considerable aumento del gasto en control fronterizo y migratorio. En términos de infraestructura, contempla la construcción de tramos de muro y nuevos centros de gestión migratoria, además de mayores recursos para la detención y expulsión de inmigrantes. En el ámbito económico, se introducen e incrementan tasas vinculadas a los trámites de asilo (incluidos los de menores) y a la solicitud y renovación de permisos de trabajo, cuya frecuencia también aumenta. Resulta significativa la introducción de una tasa del 3,5 % sobre las remesas enviadas por personas no ciudadanas, así como la limitación de la deducción por personas dependientes en aquellos casos en que alguno de los progenitores no disponga de número de la Seguridad Social de Estados Unidos.

En política comercial, esta legislación fiscal parece incompatible con el objetivo de reducir el déficit comercial del país. En el texto aprobado por la Cámara de Representantes se mantienen deducciones introducidas en 2017 sobre beneficios procedentes de rentas de activos no tangibles, que se consideran parcialmente responsables del déficit comercial de Estados Unidos en algunos sectores, como el farmacéutico (gráfico 5), y con determinadas jurisdicciones, como Irlanda. Precisamente, el déficit en este sector y con este país representa más de dos tercios del déficit comercial de Estados Unidos con respecto a la UE.

Gráfico 5. Déficit comercial de Estados Unidos en el sector farmacéutico.
(en miles de millones de dólares; área sombreada: vigencia de las deducciones)



Fuente: Brad Setser.

En versiones iniciales, el texto incluía la conocida como **Section 899**, que parecía abrir las puertas a “aranceles” sobre activos financieros. A pesar de la falta de claridad del texto, la Section 899 habría permitido imponer un impuesto del 5 % sobre los rendimientos obtenidos por residentes de países cuyas prácticas fiscales sean consideradas “injustas” por el Departamento del Tesoro. Un candidato claro es la tasa sobre servicios digitales impuesta por la UE y otras jurisdicciones, objeto de importantes críticas por parte de Trump y de miembros de su administración. El principal riesgo se centraba, por tanto, en si la Section 899 podría aplicarse a los rendimientos de la deuda soberana del país (la expectativa es que no sea el caso), lo que supondría una medida capaz de reducir el valor de dicha deuda estadounidense para los inversores no residentes. Finalmente, la **Section 899 ha sido eliminada del texto de la Big Beautiful Bill** a cambio de la concesión por parte de los países del G-7 de eximir a las

multinacionales estadounidenses del acuerdo sobre imposición empresarial que establecía una tributación mínima del 15% de sus beneficios.

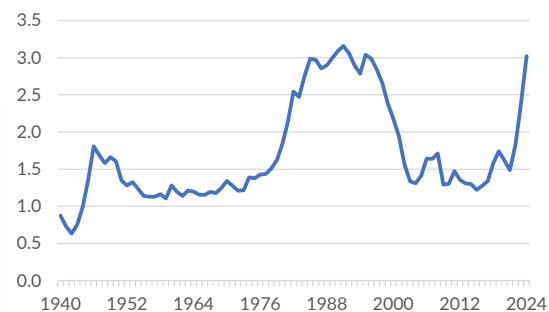
4. La política fiscal, en el foco de los mercados financieros

En un informe reciente, el FMI advertía del creciente reto que representa para las autoridades fiscales un entorno de menor crecimiento, mayor inflación, deuda elevada y aumento de los costes de financiación, dado el previsible impacto de la elevada incertidumbre y de las políticas comerciales. En el caso de Estados Unidos, el FMI alertaba de un déficit fiscal elevado desde una perspectiva histórica. Tal como muestra el gráfico 6, una métrica que merece especial atención es el volumen de pago de intereses sobre la deuda, que en 2024 superó el 3% del PIB, lo que subraya la importancia de mantener unos tipos de interés reducidos ante un volumen de deuda elevado y creciente. De hecho, en 2024, el pago de intereses ya supuso alrededor del 13% de los ingresos del gobierno federal (comparable al gasto en defensa y solo superado por el gasto en salud pública y en seguridad social). Esta cifra podría alcanzar el 18% en 2025 y, según algunas estimaciones, el 22% en 2035. En este contexto, la presión de Trump sobre la Fed está vinculada con el creciente pago de intereses sobre la deuda pública. En los últimos meses, Trump ha pedido en diversas ocasiones que la Fed reduzca su tipo rector hasta niveles del 1% citando el elevado coste de los intereses, aunque también la voluntad de estimular la economía ante la previsible desaceleración consecuencia de los aranceles y la incertidumbre.

El mercado de renta fija refleja su preocupación por las perspectivas fiscales. Con la guerra comercial iniciada en el Liberation Day, el factor que forzó la recalibración de las políticas y el inicio de la desescalada fue el repunte en la rentabilidad de la deuda soberana de Estados Unidos y la depreciación del dólar frente a sus principales cruces. Sin embargo, el creciente foco sobre las implicaciones fiscales de la One Big Beautiful Bill ha impedido que la rentabilidad de la deuda estadounidense retroceda (gráfico 7), al contrario de lo observado en otros países como Alemania, en un contexto de cierta aversión al riesgo, tensionamiento de las condiciones financieras y revisión a la baja de las perspectivas de crecimiento económico.

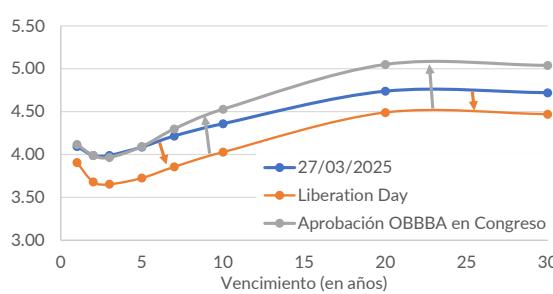
La guerra comercial y la preocupación por los temas fiscales están lastrando al dólar, que no se ha comportado como un activo refugio, a diferencia de lo sucedido en anteriores episodios de tensión en los mercados financieros (gráfico 8). A pesar de la voluntad de la administración Trump de depreciar el dólar —por considerar que su fortaleza supone un lastre para la industria manufacturera y las exportaciones del país—, el actual movimiento ha sido excesivamente rápido y, lo que resulta más preocupante, ha ido acompañado de un repunte en la rentabilidad de la deuda soberana.

Gráfico 6. Pago de intereses sobre la deuda pública (% del PIB)



Fuente: FRED, Reserva Federal de St. Louis.

Gráfico 7. Curva de rentabilidad de la deuda soberana de Estados Unidos (por vencimiento)



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 8. Evolución del dólar y de la rentabilidad de la deuda soberana de Estados Unidos



Fuente: Bloomberg.

INFORMACIÓN LEGAL

CAJA INGENIEROS es una entidad de crédito sujeta a la supervisión del Banco de España, inscrita en su Registro Oficial de Bancos con el número 3025. Está habilitada para prestar servicios de inversión a clientes en España. La Comisión Nacional del Mercado de Valores supervisa estos servicios.

Los informes del Departamento de Research de CAJA INGENIEROS se elaboran con la finalidad de proporcionar herramientas que puedan ayudar en la toma de decisiones de índole diversa, y están sujetos a cambios sin previo aviso. Aunque la información se basa en fuentes consideradas como fiables, CAJA INGENIEROS no garantiza ni se responsabiliza de la seguridad de dichas fuentes.

La información contenida en este documento puede hacer referencia a productos, operaciones o servicios de inversión sobre los cuales existe información adicional disponible en documentación separada. Se invita a los destinatarios a solicitar dicha información adicional, que podrá ser facilitada por CAJA INGENIEROS durante la prestación de los servicios, operaciones o productos. En tal caso, se recomienda que los destinatarios del presente informe consideren dicha información adicional de manera coherente con su contenido.

En cuanto a los precios objetivos que se puedan desprender del análisis efectuado por el Departamento de Research de CAJA INGENIEROS, estos quedan sujetos a criterios de análisis fundamental y técnico, ponderando en cada caso los métodos que, en función de su propia opinión, se adecuan mejor a cada compañía en particular. Salvo indicación expresa en contrario, todos los precios objetivos se fijan con un horizonte temporal de 12 meses desde el momento de la publicación de los informes. Los precios objetivos no implican compromisos de revalorización ni deben entenderse como indicaciones ni recomendaciones de inversión.

La información contenida en los informes hace o puede hacer referencia a resultados futuros de instrumentos financieros, índices financieros, medidas financieras o servicios de inversión basados en previsiones o expectativas, por lo que no puede considerarse como un indicador fiable de posibles resultados futuros ni como garantía de alcanzar tales resultados. El inversor debe, asimismo, tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o los resultados históricos de las inversiones no garantizan la evolución o resultados futuros.

Información sobre conflictos de interés

El sistema retributivo de los analistas que elaboran los informes se basa en diversos criterios, entre los que figuran los resultados obtenidos en el ejercicio económico por el Grupo CAJA INGENIEROS, pero en ningún caso la retribución de los analistas está vinculada directa o indirectamente a la información contenida en los informes ni al sentido de las estimaciones que en ellos se incluyan.

Los miembros del Departamento de Research de CAJA INGENIEROS pueden disponer, a título personal, de acciones de compañías de los sectores de actividad que se mencionan en los informes, o de alguna de sus filiales y/o participadas. Asimismo, CAJA INGENIEROS y/o cualquiera de sus responsables y/o consejeros pueden, en cada momento, mantener una posición o estar directa o indirectamente interesados en valores, opciones, derechos o *warrants* de alguna/s de las compañías de los sectores de actividad mencionados en los informes.

CAJA INGENIEROS, en el desarrollo corriente de sus actividades financieras de crédito, depósito o de cualquier otra naturaleza similar, puede haber mantenido, mantener actualmente o estar interesada en mantener en el futuro relaciones comerciales con compañías de los sectores de actividad a los que se hace referencia en los informes, o con alguna de sus filiales y/o participadas.

Los miembros del Departamento de Research de CAJA INGENIEROS asumen el compromiso explícito y formal de actuar con honestidad, imparcialidad y lealtad, siempre en el mejor interés del socio/a y de la transparencia del mercado. Sin perjuicio del compromiso anteriormente mencionado, CAJA INGENIEROS realiza acciones de control para garantizar que no se perjudique a los socios/as ni al mercado de valores, e impone reglas internas en la operatoria personal de los miembros del Departamento de Research.

Los miembros del Departamento de Research de CAJA INGENIEROS, así como todos los profesionales de la organización implicados directa o indirectamente en la prestación de servicios de inversión, están sujetos al Reglamento Interno de Conducta en el ámbito del mercado de valores de CAJA INGENIEROS.

© Queda prohibida la reproducción, duplicación, redistribución y/o comercialización, total o parcial, de los contenidos de este documento, incluso citando las fuentes, salvo con consentimiento previo por escrito de Caixa de Crèdit dels Enginyers - Caja de Crédito de los Ingenieros, S. Coop. de Crédito. All rights reserved.