ARI 30/2023
14 de abril de 2023

El techo de la deuda en EEUU y sus implicaciones internacionales

Judith Arnal | Investigadora sénior asociada, Real Instituto Elcano | @judith_arnal

Federico Steinberg | Investigador principal del Real Instituto Elcano y profesor de la Universidad Autónoma de Madrid | @Steinbergf

Tema

Este artículo explica qué es el techo de deuda de EEUU, de dónde viene y por qué debería preocuparnos. En particular, analiza la dinámica política que podría generar un impago por parte de EEUU, las alternativas con las que cuenta la Administración y el impacto que dicho default tendría para la economía global, el papel del dólar y el sistema monetario y financiero internacional.

Resumen

En los próximos meses, el Congreso de EEUU tiene que votar la elevación del techo de la deuda, que hasta ahora siempre se ha aprobado. Pero, en esta ocasión, la polarización política puede hacer el proceso mucho más complejo, y las implicaciones económicas globales de un fracaso podrían ser catastróficas.

Análisis

Introducción

La mayoría de las miradas están centradas en estos momentos en los problemas financieros y bancarios globales derivados de la combinación de rápidas subidas de los tipos de interés y lagunas regulatorias y supervisoras en algunas jurisdicciones. Sin embargo, hay otro elemento que podría desestabilizar todavía más el sistema monetario internacional: la posibilidad de que EEUU no sea capaz de pagar su deuda pública a partir del verano. No se trata de un problema económico. Con una economía sólida, pleno empleo y un extraordinario dinamismo innovador, el país tiene sobrada capacidad económica y financiera para hacer frente a sus deudas. Sin embargo, una obtusa norma (el llamado "techo de deuda") junto con un nivel de polarización política sin precedentes (que permitiría a la mayoría Republicana que controla el Congreso alargar la negociación y en última instancia, impedir el alza de dicho techo) constituyen un tóxico cóctel que podría desestabilizar seriamente los mercados financieros internacionales, generar una recesión global y cuestionar el papel hegemónico del dólar.

El 19 de enero de 2023, EEUU alcanzó el techo de su deuda pública, establecido en 31,4 billones de dólares. La Administración Demócrata del presidente Biden lleva desde entonces reorganizando sus partidas de gasto y acelerando su recaudación fiscal para poder seguir haciendo frente a sus pagos y mantener abierto el gobierno federal. Asimismo, ha intentado en varias ocasiones negociar con la mayoría Republicana en el

Congreso un aumento del techo de deuda. Pero el ala más radical del Partido Republicano por el momento no está dispuesta a pactar. Exige sustanciales recortes de gasto público inasumibles para el Partido Demócrata.

Aunque todavía es probable que conforme se acerque el precipicio, en torno al verano, se produzca un acuerdo, existen motivos para la preocupación. Tanto la Administración como los Republicanos tienen incentivos para no ceder y provocar un choque de trenes que tendría profundas consecuencias.

En las próximas páginas procedemos a deconstruir los distintos aspectos de este riesgo. Comenzamos explicando qué es el techo de deuda y de dónde viene. A continuación, utilizando la lógica del llamado "juego del gallina", analizamos por qué es tan difícil llegar a un acuerdo, así como qué alternativas tiene la Administración Biden para evitar el impago en caso de que los Republicanos no cedan. Por último, se esbozan las implicaciones de un *default* estadounidense sobre el sistema monetario y financiero internacional.

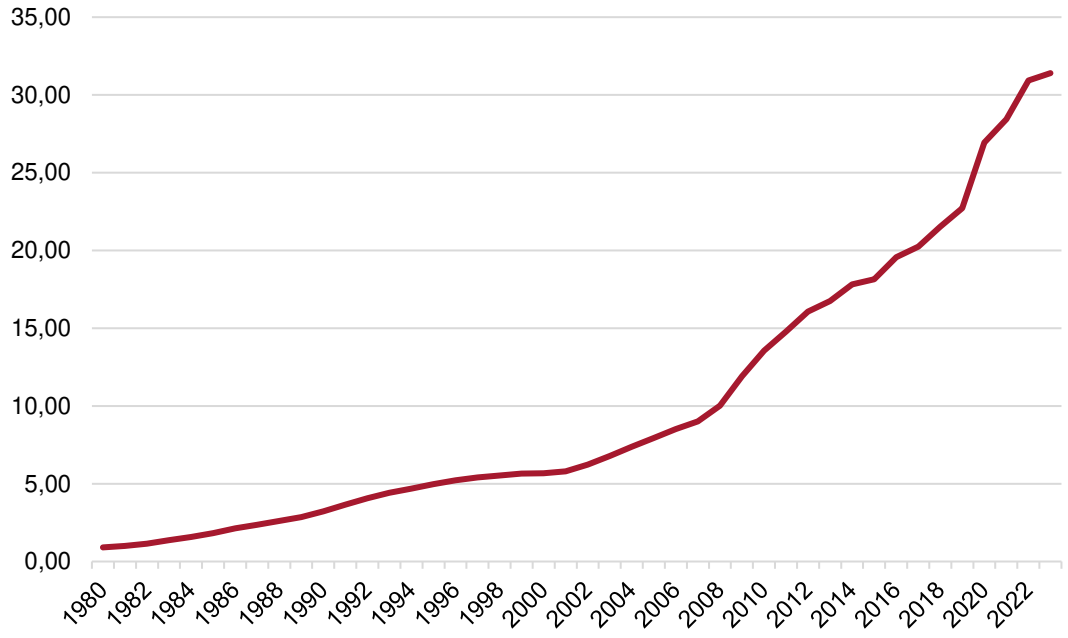
¿Qué es el techo de deuda y por qué debería importarnos?

El techo de la deuda es la cantidad máxima que el Congreso de EEUU permite al Tesoro estadounidense tomar prestado mediante la emisión de deuda pública. No supone la autorización de nuevos gastos, simplemente permite al gobierno federal endeudarse para sufragar los programas de gasto aprobados por el Congreso. Es decir, la elevación del techo de la deuda no equivale a incurrir en nuevo gasto público. Simplemente permite al gobierno federal sufragar aquello a lo que ya se ha comprometido. Se introdujo en 1917, durante la Primera Guerra Mundial, permitiendo que el Tesoro emitiera bonos (los denominados *Liberty Bonds*) de manera recurrente, siempre y cuando no se excediera un determinado límite, es decir, el techo de la deuda.

El objetivo inicial del techo de la deuda era agilizar el endeudamiento del Tesoro, pero garantizando cierta disciplina fiscal. Sin embargo, con el paso del tiempo, el aumento del papel del Estado en la economía y la expansión del gasto público en EEUU, el volumen de deuda pública en circulación se ha ido incrementando (véase la Figura 1). El aumento del techo de deuda ha sido, en general, un mero trámite administrativo. Así, desde 1960, se ha aprobado 78 veces: 49 bajo presidentes Republicanos y 29 bajo presidentes Demócratas.

Sin embargo, en los últimos tiempos, de la mano de la polarización política, lo que constituía una cuestión procedimental se ha transformado en una batalla política. Por ejemplo, en 2011, cuando la Administración Obama tuvo que convivir con un Congreso de mayoría Republicana a partir de las elecciones de medio término de 2010, se vivió un episodio similar al actual. Los congresistas Republicanos se negaron durante meses a pactar un acuerdo político en torno al techo de la deuda. Finalmente, hubo un acuerdo *in extremis*, pero la incertidumbre llevó a la rebaja del *rating* AAA por parte de Standard and Poor's, que desde entonces no ha devuelto la máxima calificación crediticia al país. Algo similar sucedió en el año 2013, abocando en este caso a un cierre del gobierno entre el 1 y el 17 de octubre.

Figura 1. Evolución de la deuda pública de EEUU, 1980-2023 (US$ bn)



Fuente: los autores y Tesoro de EEUU.

Cuando se alcanza el techo de la deuda, el Congreso puede acordar elevarlo o suspenderlo. Durante la presidencia de Trump (2017-2021), el Congreso aumentó el techo de deuda tres veces y, en agosto de 2019, se llegó a un acuerdo para suspenderlo durante dos años. Cuando el período de suspensión del techo de la deuda llega a su fin, éste se restablece incrementado por el importe del endeudamiento que ha tenido lugar durante este período de tiempo.[1] En diciembre de 2021 el límite de la deuda volvió a aumentarse hasta los 31,4 billones de dólares. Y así llegamos a la situación actual: el 19 de enero de 2023 se alcanzó el límite de los 31,4 billones de dólares, sin mediar acuerdo en el Congreso para su elevación o suspensión. En este momento, por tanto, el Tesoro de EEUU no está ya habilitado para tomar prestados fondos adicionales.

Parches a corto plazo

Como no se puede emitir deuda pública adicional y los ingresos fiscales no son suficientes para abordar los gastos, el Tesoro estadounidense ha ido adoptando algunas "medidas extraordinarias", que pueden funcionar como parches, pero que no resolverán el problema. Se trata de actuaciones de cuatro tipos.

Primero, la suspensión temporal de emisión de deuda para el *Civil Service Retirement and Disability Fund* (CSRDF) y el *Postal Service Retiree Health Benefits Fund* (PSRHBF).[2] Por cada mes que permanezca la suspensión se genera un margen

[1] Así, en agosto de 2019 el techo de la deuda estaba en 22 billones de dólares. Entre agosto de 2019 y agosto de 2021 el Tesoro estadounidense se endeudó por 6,4 billones de dólares adicionales, por lo que cuando el techo de la deuda se restableció en agosto de 2021, se situó en 28,4 billones de dólares.

[2] El CSRDF proporciona prestaciones a los empleados federales jubilados e incapacitados y el PSRHBP (cont.)

presupuestario de 8.000 millones de dólares en el caso del CSRDF y de 300 millones de dólares en el del PSRHBF. Además, el Tesoro podría llegar a reembolsar inversiones en estos dos fondos que venzan durante el período de la suspensión, lo que podría proporcionar un margen adicional de 145.500 millones de dólares.

Segundo, se ha suspendido la reinversión diaria de los bonos del Tesoro bajo la tenencia del *Government Securities Investment Fund* (G Fund). A 31 de diciembre de 2022 el G Fund contaba con activos por valor de 294.000 millones de dólares.

Tercero, se ha anunciado la suspensión de la reinversión del saldo en dólares del *Exchange Stabilization Fund*, lo que proporcionaría un margen adicional de 17.000 millones de dólares. Por último, se ha optado por no emitir nueva deuda en favor de entidades gubernamentales estatales y locales.

En todo caso, a partir del mes de junio (y en función de cómo evolucione la recaudación), si no se ha alcanzado un acuerdo para elevar el techo de deuda en el Congreso, la Administración tendría que plantearse la adopción de otro tipo de medidas.

¿Qué se podría hacer si no hay acuerdo político?

Aunque nadie quiere plantear el complicado escenario por el cual la Administración se viera obligada a explorar vías heterodoxas para abordar la situación, lo cierto es que cada vez circulan más alternativas. Algunas de las posibles opciones son realistas, aunque potencialmente muy costosas desde el punto de vista político. Otras, las más atrevidas y originales, plantean problemas jurídicos. Además, ninguna de ellas ha sido utilizada antes, lo que obliga a subrayar la elevada incertidumbre asociada a su posible ejecución. La secretaria del Tesoro, Janet Yellen, ha dejado claro que no contempla ninguna de estas opciones y que, de hecho, cualquiera de las mismas equivaldría a un *default*, aunque llevara otro nombre.

(1) Priorización de pagos. En 2011, cuando se produjo el anterior bloqueo, la Administración elaboró un plan de contingencia, que no hubo necesidad de activar, según el cual el Tesoro no dejaría de pagar la deuda pública, haciendo frente tanto al pago de intereses como al principal que fuera venciendo y emitiendo nueva deuda por el importe de la vencida (la clave, recuerden, es no sobrepasar el límite). En cuanto al resto de pagos (Seguridad Social, Medicare, pagos a los veteranos de guerra, etc.), la Administración debería escoger cuáles satisfacer, algo que plantea importantes problemas técnicos y además generaría fuertes tensiones políticas. Resulta difícil imaginar al gobierno estadounidense pagando antes a los bonistas extranjeros que a los pensionistas.

(2) Recurrir a la 14ª enmienda. La sección cuarta de la 14ª enmienda a la Constitución de EEUU afirma que: "*the validity of the public debt of the United States… shall not be questioned*". El presidente Biden podría esgrimir esta enmienda, declarando la

prestaciones sanitarias a los empleados de servicios postales. Ambos se invierten en bonos del Tesoro, que cuentan para el límite de deuda.

inaplicabilidad del techo de la deuda. Al tratarse de una interpretación de la norma, las implicaciones económicas y jurídicas de dicho anuncio serían inciertas.

(3) La emisión de una moneda de platino de 1 billón de dólares que aumentara la capacidad de gasto del Tesoro. Se trata de la opción más debatida en los círculos macroeconómicos, tanto por su creatividad como por las dudas técnicas, económicas y jurídicas que plantea. La propuesta es que, el Tesoro, que tiene la potestad de emitir monedas físicas, emitiera una moneda de platino a la que se diese un valor de 1 billón de dólares. La moneda se depositaría en la Reserva Federal y se emplearía para ir haciendo frente a los gastos del gobierno. Esta propuesta, que nunca se ha llevado a la práctica pero que también circuló en 2011, plantea muchas dudas. La ley autoriza la emisión de monedas de platino, pero lo hace para fines conmemorativos y no como forma de soslayar los poderes atribuidos al Congreso, por lo que podría caer fuera de la legalidad. Además, equivaldría a financiación monetaria (y por lo tanto la Reserva Federal podría oponerse). Por último, su impacto macroeconómico internacional es extremadamente incierto. En cualquier caso, y más allá de que el mundo académico y jurídico haya dedicado tiempo a analizar los pros y contras de esta idea, todos coinciden en que sería "jugar con fuego".

(4) Emisión de bonos con prima. Esta opción, de naturaleza eminentemente contable y financiera, pasaría por que, conforme fueran venciendo los bonos emitidos, el Tesoro emitiera bonos con prima en lugar de bonos a la par. Básicamente, en la deuda nueva que sustituyera a la anterior, el Tesoro ofrecería unos tipos de interés fijos mucho más elevados que la deuda viva, por lo que los inversores pagarían una prima o sobreprecio. El Tesoro emplearía la prima recibida para amortizar una proporción mayor de deuda en circulación, permaneciendo así dentro del techo de la deuda. Sin embargo, esta idea plantea de dos importantes problemas: por un lado, la carga de los intereses de la deuda que el Tesoro tendría que pagar sería muy elevada (y cada vez mayor); por otro, se pondría en riesgo el buen funcionamiento del mercado de bonos públicos de EEUU, que siempre ha sido estable y predecible.

(5) Ceder ante las propuestas del Partido Republicano. Esta opción consiste sencillamente en aceptar fuertes recortes de partidas presupuestarias como piden algunos republicanos para asegurar un acuerdo en el Congreso. Dado que los Republicanos se han comprometido a dejar intactas las partidas destinadas a la Seguridad Social y a Medicare, los recortes se aplicarían probablemente sobre Medicaid y los gastos discrecionales no vinculados a la defensa. La Administración Biden tiene pocos incentivos para aceptar unos recortes que chocarían frontalmente con las políticas públicas que está implementando desde que llegó a la Casa Blanca.

Incentivos perversos que nos acercan al precipicio: "El juego del gallina"

Hay pocas dudas de que un impago de la deuda tendría nefastas consecuencias económicas. Generaría un fuerte incremento de las rentabilidades de la deuda pública emitida por el Tesoro, que daría lugar a una revaluación del resto de los activos financieros, ya que los bonos del Tesoro de EEUU son el activo libre de riesgo por excelencia y se utilizan para la valoración y fijación del precio del resto de los activos. Por lo tanto, ante un impago, se producirían subidas en las rentabilidades del resto de activos de renta fija al tiempo que caerían las bolsas y, posiblemente se depreciaría el

dólar. Además, el caos financiero y la incertidumbre llevarían a una contracción del consumo y la inversión y una caída del crédito, lo que probablemente llevaría a EEUU a una recesión.

Por lo tanto, lo razonable sería que el Congreso llegara a un acuerdo por el que se pactara un nuevo techo de deuda y se evitara que EEUU se pegara un tiro en el pie y arrastrara a la economía mundial hacia el abismo. Sin embargo, el actual nivel de polarización política estadounidense, tan bien documentado por Ezra Klein, hace más complejo que en el pasado alcanzar un acuerdo.

De hecho, el análisis de los incentivos a los que se enfrentan la Administración Biden por un lado y los congresistas más radicales del partido republicano por otro, muestra que ambos podrían percibir que es mejor no ceder, pensando que el otro lo hará. Esto otorga a la actual situación una estructura del llamado "juego del gallina", popularizado por la película de James Dean "Rebelde sin causa" en la que dos coches se acercan a gran velocidad y la clave es quién se desviará primero; es decir, quién será "un gallina". El riesgo, evidentemente, es que ambos calculen mal y terminen chocando.

El Partido Republicano se ha radicalizado mucho en los últimos años. El movimiento del *Tea Party* primero, y la victoria de Donald Trump después, lo ha ido alejando de sus postulados tradicionales cercanos al *establishment*, el internacionalismo y la estabilidad, llevándolo cada vez más a ser un partido con un fuerte componente anti-sistema, especialmente cuando no está en el gobierno. Naturalmente, no todos los Republicanos comparten esa visión, pero el dominio de las ideas trumpistas más radicales dentro del partido es clara, e incluso los candidatos más moderados temen salirse de la línea oficial, que denuncia a la Administración Biden como intervencionista, cercana al socialismo, irresponsable y demasiado preocupada por los temas internacionales como la invasión rusa de Ucrania. La elección del *Speaker* de la Cámara de Representantes McCarthy el 7 de enero de 2023, que necesitó de 15 votaciones, es buen ejemplo del pensamiento libertario, obstruccionista y antisistema de algunos de los republicanos más radicales. Son estos quienes han afirmado que no tienen intención de llegar a un acuerdo, ni sobre el techo de deuda ni sobre otros temas. Por último, el desconocimiento de los temas económicos de los republicanos más radicales hace difícil que sean capaces de valorar las auténticas implicaciones de un hipotético impago de la deuda, sobre todo en el plano internacional.

En el otro extremo están el presidente Biden y el Partido Demócrata, que desde las últimas elecciones de medio término de noviembre 2022 se han visto reforzados y a los que les interesa destacar la falta de seriedad y sentido de Estado de la oposición Republicana. En la medida en la que los Demócratas aspiran a mantener la presidencia en 2024, lo que depende en parte de que se puedan seguir desarrollando los programas de gasto social impulsados en los últimos años, podría interesarles no pactar recorte alguno con los Republicanos para dejar claro que, si se produce un problema de impago de salarios públicos o servicios sociales, la culpa es de los Republicanos. De hecho, como nadie conoce cuál sería el impacto preciso del *default* y en qué medida sería reversible, algunos podrían especular sobre la conveniencia de permitir el impago durante unos días y aprovechar el caos económico para dejar claro que el Partido Republicano no es de fiar y no se preocupa por el bienestar económico de las clases

medias. Por lo tanto, no parece que el gobierno tenga incentivos ni para hacer grandes concesiones ni para implementar soluciones jurídicamente cuestionables que podrían volverse en su contra.

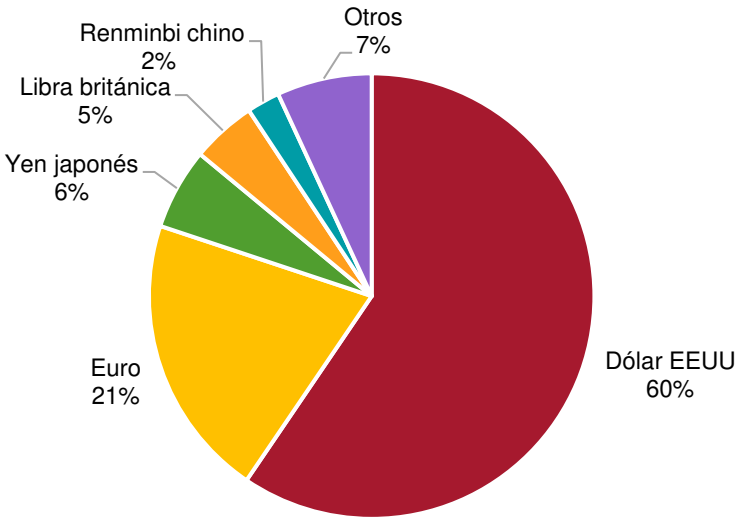
En todo caso, y a pesar de que alcanzar un acuerdo se antoja más difícil que en el pasado, el pacto es posible. Los Republicanos cuentan con 222 congresistas y los Demócratas con 213. Por lo tanto, bastarían con que unos pocos Republicanos moderados votaran a favor de aumentar el techo de deuda para evitar la gran crisis. Este resultado no es descabellado.

La dimensión externa: implicaciones para el sistema monetario internacional

Dado que la economía de EEUU todavía representa cerca del 25% del PIB global, el impacto de un *default* por parte de EEUU sería devastador. Como se ha explicado arriba, supondría un duro golpe para la economía estadounidense. Pero, además, el hipotético impago podría generar fuertes externalidades negativas para el conjunto de la economía global, dado el papel central del dólar en el sistema monetario internacional.

Como muestra la Figura 2, el 60% de las reservas internacionales están denominadas en dólares (casi 12 puntos menos que hace 20 años, pero todavía casi el triple que su principal competidor, el euro). Gran parte se mantienen en Letras y Bonos del Tesoro de EEUU, lo que hace que, en 2021, el 36% de la deuda viva estadounidense estuviera en manos de inversores extranjeros, con Japón, China y el Reino Unido a la cabeza. Por tanto, un hipotético impago de la deuda afectaría con total seguridad a inversores extranjeros, que verían su posición financiera deteriorada.

Figura 2. Porcentaje de reservas internacionales en función del tipo de moneda, 2021



Fuente: los autores y la Reserva Federal.

El dólar estadounidense también es clave como medio de pago, siendo de lejos la denominación preferida para el comercio internacional y las transacciones financieras

internacionales.[3] Asimismo, durante los últimos episodios de crisis (2008-2009, del COVID-19 y recientemente del Sillicon Valley Bank), con el fin de preservar la estabilidad financiera global y garantizar un acceso estable a la financiación en dólares para las entidades financieras, la Reserva Federal facilitó el acceso a otros bancos centrales a líneas de swap. De hecho, el banco central estadounidense es el prestamista de última instancia del mundo.

En definitiva, la hegemonía del dólar sigue siendo tan elevada, que un impago de la deuda, aunque se revirtiera en unos pocos días, podría generar enormes tensiones para la estabilidad financiera global, así como potenciales disrupciones comerciales.

Asimismo, desde el punto de vista geopolítico, se erosionaría notablemente el poder monetario de EEUU y de Occidente en un contexto en el que China está intentando acelerar la internacionalización del yuan, algunos países se están planteando seriamente vender el petróleo y el gas en otras monedas y las sanciones occidentales a las reservas del banco central ruso (denominadas en dólares) han abierto un debate en muchos países del sur global sobre la fiabilidad de Occidente, que podría derivar en una dañina fragmentación del sistema monetario internacional.

Conclusiones

A pesar de la intención original de infundir cierta disciplina fiscal, el techo de la deuda en EEUU ha acabado por convertirse en un constructo administrativo utilizado para guerras partidistas y con fuerte potencial de generar inestabilidad financiera. El techo de deuda es una particularidad de la legislación estadounidense y, de hecho, en la mayoría de los países avanzados no existe nada similar. Por lo tanto, lo razonable sería eliminarlo. Tiene poco sentido que periódicamente una espada de Damocles se cierna sobre la estabilidad financiera global debido a una regulación anacrónica que poco tiene que ver con la capacidad de pago de EEUU. Pero por el momento existe y es probable que, desafortunadamente, dado el alto grado de crispación política reinante en el país, durante el verano volvamos a testar si prevalece la ideología o el pragmatismo.

[3] En el período 1999-2019 el dólar presentó el 96% de la facturación de exportaciones en el continente americano, el 74% en la región Asia-Pacífico y el 79% en el resto del mundo. Destaca como excepción Europa, donde ha predominado el uso del euro.