



El techo de la deuda: y ahora, ¿qué?



Melissa Ochoa Cárdenas

Estratega de Inversión

Insigneo

El techo de la deuda: y ahora, ¿qué?

Últimamente hemos visto una gran discusión alrededor del techo de la deuda estadounidense y las implicaciones de un impago de Estados Unidos para el contexto macroeconómico y de inversión actual. Incluso si hay mucha incertidumbre y especulación alrededor del tema, intentaremos hacer nuestro mejor esfuerzo para destacar la línea de tiempo, los potenciales escenarios que podrían ocurrir si se da un incumplimiento del techo, y evaluar las implicaciones de inversión y de mercado.

Primero, definamos qué es el techo de la deuda. Según la Oficina Congressional del Presupuesto, o CBO por sus siglas en inglés, el techo de la deuda es el “máximo monto de deuda que el Departamento del Tesoro puede emitir al público o a otras agencias federales.” Este límite está determinado por la ley, y durante los últimos años, se ha incrementado o suspendido para permitirle al gobierno financiar sus operaciones, al otorgarle acceso a endeudamiento adicional.

El último aumento del techo de la deuda se realizó el 16 de diciembre de 2022, cuando los congresistas definieron un nuevo límite de USD 31.4tn. Sin embargo, ese aumento de USD 2.5tn que se llevó a cabo en diciembre no fue suficiente para mantener el funcionamiento del gobierno, y el 19 de enero de este año, se alcanzó el límite de deuda. Esto llevó a que el Tesoro anunciara lo que se conoce como un “período de suspensión de la emisión de deuda”, durante el cual se podrían efectuar medidas extraordinarias para endeudarse sin traspasar el techo de la deuda. Según las proyecciones del CBO, *ceteris paribus*, el gobierno se quedaría sin fondos en algún punto entre julio y septiembre de este año. Si el techo no se aumenta o se suspende antes del “día X”, el gobierno no estará en capacidad de cumplir con sus obligaciones y tendrá que decidir entre postergar el pago de algunas de sus actividades, entrar en impago de sus obligaciones, o ambas.

Aquí es relevante destacar que proyectar el “día X” – a saber, el día en el que el gobierno se quedará sin recursos – es complicado por causa de los estímulos relacionados con la pandemia y el recaudo tributario que todavía debe ser determinados. Estos dos factores podrían acercar el “día X” a principios de junio, lo que estaría más alineado con lo que declaró hace poco la secretaria del Tesoro, Janet Yellen, o dejaría la estimación más cerca de la proyección de julio del CBO.

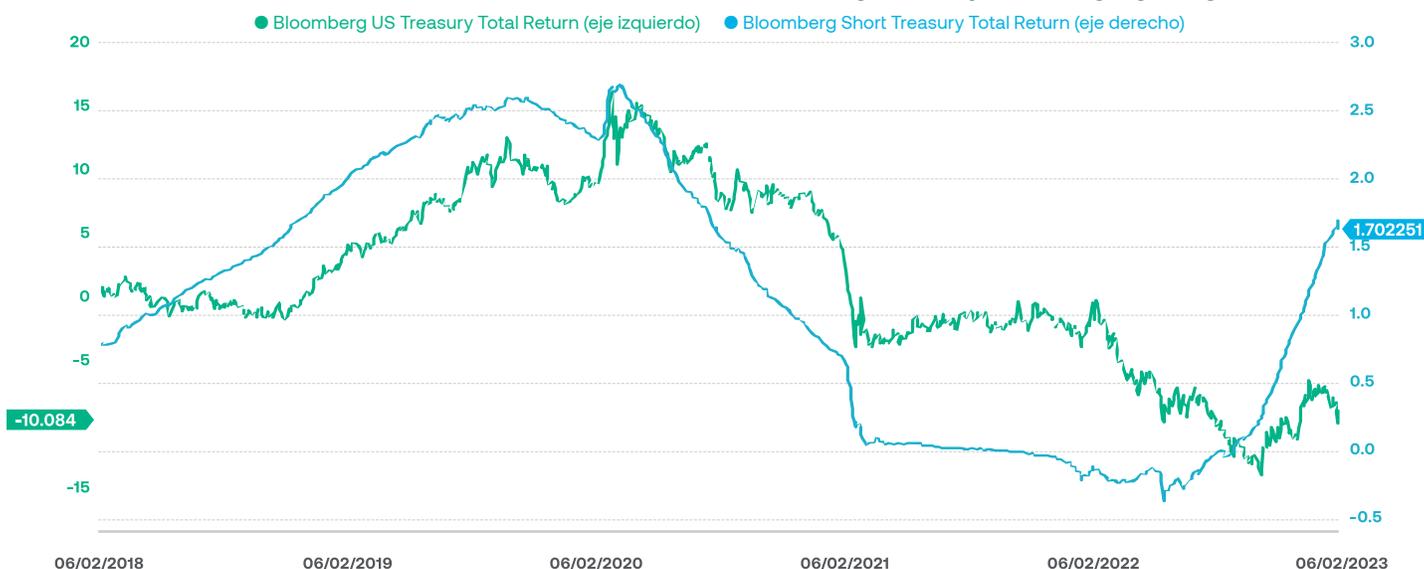
De otro lado, desde que se reiniciaron las discusiones sobre el techo de la deuda, la posición de la Casa Blanca ha sido de no negociar y de decirle al Congreso, o más específicamente al Partido Republicano, que deben votar a favor del aumento del techo sin condiciones adicionales. En contraste, el presidente de la Cámara de Representantes, Kevin McCarthy, ha afirmado que tanto él como su partido intentarían “utilizar el enfrentamiento por el techo de la deuda para promulgar recortes en el gasto y reducir la deuda nacional.” El primero de marzo, los representantes Republicanos presentaron un nuevo proyecto de ley con respecto al techo de la deuda que pretende igualar recortes en el gasto con cualquier aumento potencial

al techo. El proyecto, conocido como la “legislación de reducción dólar por dólar” está siendo liderada por el Representante Randy Feenstra de Iowa, en conjunto con el Senador John Barrasso, jefe de la conferencia Republicana del Senado. Este proyecto de ley está siendo discutido al momento de este escrito, pero pareciera ser el primer acercamiento del partido Republicano a definir lo que quisieran reducir o cómo quisieran llevar a cabo dicha reducción.

Por lo tanto, la pregunta sigue siendo qué escenarios podrían desarrollarse considerando el estancamiento actual y qué oportunidades de inversión podrían surgir de este.

Según algunos especialistas de mercado, los dos escenarios más probables serían que a) el Tesoro decida implementar una estrategia conocida como “priorización” o b) que el Gobierno entre en un “default general”. En nuestra opinión, el impago general, en el que el gobierno de Estados Unidos no realiza ningún pago hasta que se aumente el techo de la deuda, es altamente improbable. Esta opinión está siendo incorporada por los precios de la mayoría de los activos financieros.

Retorno total a 12 meses de los índices de Tesoros de Bloomberg – corto plazo vs agregado general



Fuente: Bloomberg (datos al 3 de marzo)

Por lo tanto, los inversionistas han aumentado su exposición al tramo más corto de la curva de Tesoros. Según el índice US Short Treasury de Bloomberg, esta parte de la curva ha tenido retornos positivos durante los últimos 12 meses, un contraste marcado con el comportamiento negativo de los tramos más largos de la curva, que han tenido un descenso en su retorno desde los primeros días de la pandemia.

De otro lado, el plan de priorización fue presentado por primera vez durante la presidencia de Obama y le permite al Tesoro la priorización de pagos en caso de que el gobierno alcance el techo de su deuda. El Departamento del Tesoro empezó a utilizar medidas extraordinarias en enero para preservar efectivo, conllevando a estimaciones de que sus pagos podrían extenderse por lo menos hasta principios de junio. Una vez estas medidas extraordinarias se agoten, el Tesoro podría continuar pagando algunas de las obligaciones del país, aunque no todas. La idea es que esta priorización de pagos se haga bajo el racional de mitigar las repercusiones financieras y económicas. Este plan enfatiza la realización de pagos de la deuda del gobierno mientras que se retrasan los pagos de otras obligaciones gubernamentales si no se ha llegado a un acuerdo con respecto al techo de la deuda.

— “Una vez estas medidas extraordinarias se agoten, el Tesoro podría continuar pagando algunas de las obligaciones del país, aunque no todas.”

No obstante, esta situación no ha sido vista con buenos ojos por algunas las autoridades financieras: por ejemplo Janet Yellen, la secretaria del Tesoro, afirmó en

enero que “el incumplimiento por parte de Estados Unidos de cualquiera de sus obligaciones – ya sea con tenedores de deuda, miembros del ejército o con los beneficiarios del Seguro Social – es efectivamente un impago,” para luego añadir que el Congreso “no puede negociar sobre si van a honrar sus obligaciones o no.”

Mientras tanto, el presidente Powell – en lo que pareciera un *flashback* de sus discusiones y sesiones informativas durante la discusión del techo de la deuda en 2011 – afirmó durante la última rueda de prensa de la Fed que el único camino hacia adelante es aquel en el que el Congreso aumenta el límite del techo de la deuda, al mismo tiempo que aseguró que desviarse de ese proceder sería altamente riesgoso. Esta afirmación debilita aún más la noción de que el Tesoro o la Fed pueden facilitar el programa de priorización que los Republicanos preferirían, en lugar de una negociación sobre el techo de deuda.

Implicaciones de inversión

Si la historia sirve de referencia, entonces la administración de Biden debería tener en cuenta lo ocurrido durante el pulso por el techo de la deuda en 2011. Incluso si el estancamiento se resolvió justo a tiempo para evitar alcanzar el techo de la deuda, esa política arriesgada tuvo consecuencias para los inversionistas, consumidores y propietarios de negocios.

En aquel entonces, el mercado accionario se desplomó en medio de la volatilidad que suscitaba un potencial traspaso del techo de la deuda: entre mayo y septiembre, el S&P 500 tuvo variaciones mensuales negativas, con su mayor retroceso (una caída de ~17%) ocurriendo entre el 21 de julio y el 8 de agosto, un par de días después de que Standard and Poor’s redujera la calificación de Estados Unidos desde AAA a AA+, luego de que el Tesoro estuviera a punto de no poder pagar ciertos beneficios. Luego de alcanzar su nivel

mínimo del año en octubre, el índice se recuperó, pero no volvió a sus niveles previos a la discusión del techo de la deuda sino hasta marzo de 2012.

En contraste, y considerando que las condiciones macroeconómicas en ese entonces eran muy diferentes de lo que tenemos hoy en día, la curva de tesoros tuvo una reducción en sus rendimientos durante 2011, incluso durante los puntos más complicados de la negociación. Sin embargo, la volatilidad que experimentó el mercado de renta fija se observa de manera más clara en el comportamiento del índice Move. Este índice, creado por Bank of America, es “un índice ponderado de la curva de rendimientos que mide la volatilidad implícita de las opciones a un mes de los Tesoros.” A comienzos de agosto 2011, en medio de la rebaja de calificación de Estados Unidos, el índice Move tuvo un salto de 40%.

Adicionalmente, ambas medidas de confianza del consumidor en Estados Unidos exhibieron un deterioro considerable en 2011, en conjunto con las lecturas del índice NFIB de confianza inversionista. Refiriéndonos específicamente a la confianza del consumidor, esta medida cayó un 22% entre junio y agosto de 2011, y tuvieron que pasar varios meses para que los consumidores recuperaran algo de esa confianza perdida en la economía norteamericana, incluso si el enfrentamiento del techo de la deuda ya se había resuelto. Aunque en menor medida, el optimismo de los negocios también se deterioró durante el mismo periodo (-3%), con la medida recuperando sus niveles de febrero de 2011 casi un año después.

Tal y como se mencionó anteriormente, si la historia sirve de referencia, que el incidente de 2011 le recuerde a la administración de Biden que las discusiones sobre el techo de la deuda tienden a tener consecuencias drásticas para la riqueza de los hogares. Esta medida ha estado en problemas desde mediados de 2022. Según las últimas cifras disponibles de la Fed sobre el valor nominal en dólares del patrimonio neto de los hogares y las organizaciones sin ánimo de lucro, este patrimonio neto de los hogares ha perdido casi USD 6.8tn desde su máximo registrado en el 4T21 hasta el 3T22.

Desde una perspectiva de inversión, nuestras principales conclusiones son las siguientes:

Como se dijo anteriormente, e incluso si las perspectivas de negociación actuales lucen desalentadoras, consideramos que Estados Unidos no entrará en un impago de su deuda. Sin embargo, la incertidumbre que rodea estas negociaciones y un ambiente de mayores tasas por más tiempo han aumentado el apetito de los inversionistas por los Tesoros de más corto plazo. Cabe resaltar que esta tesis de inversión presenta la posibilidad de obtener mayores tasas por un periodo breve, al tiempo que minimiza el riesgo de duración y prácticamente ignora el riesgo de crédito. Por lo tanto, tener una parte del portafolio en bonos del Tesoro a corto plazo pareciera una alternativa razonable para navegar la turbulencia que actualmente rodea a Washington, por lo menos hasta que las discusiones alrededor del techo de la deuda finalicen.

■

Análisis por clases de Activos

	TACTICAL (HASTA 3 MESES)	CYCLICAL (HASTA 12 MESES)
Renta Variable EE.UU.¹	SUBPONDERAR	SUBPONDERAR
Renta Variable Europea	SOBREPONDERAR	SOBREPONDERAR
Renta Variable Japonesa	SOBREPONDERAR	SOBREPONDERAR
Renta Variable Mercados Emergentes	SOBREPONDERAR	SOBREPONDERAR
Renta Variable China	SOBREPONDERAR	SOBREPONDERAR
Bonos del Tesoro EE.UU.²	NEUTRAL	NEUTRAL
Grado de Inversión	NEUTRAL	NEUTRAL
Renta Fija High Yield	NEUTRAL	NEUTRAL
Renta Fija Soberana Emergente	SOBREPONDERAR	SOBREPONDERAR
Dólar americano	NEUTRAL	SUBPONDERAR
Energía³	SOBREPONDERAR	SOBREPONDERAR
Metales Preciosos	NEUTRAL	NEUTRAL
Efectivo	SOBREPONDERAR	NEUTRAL

¹ Relativo a acciones globales en USD

² Relativo a mercados globales de renta fija en USD

³ Relativo al sector de materias primas

Important Legal disclaimer

Insigneo Financial Group, LLC comprises a number of operating businesses engaged in the offering of brokerage and advisory products and services in various jurisdictions, principally in Latin America. Brokerage products and services are offered through Insigneo International Financial Services, LLC, headquartered in Puerto Rico, and through Insigneo Securities, LLC, headquartered in Miami. Both are members of the Financial Industry Regulatory Authority (FINRA) and Securities Investors Protection Corporation (SIPC). Investment advisory products and services are offered through Insigneo Advisory Services, LLC, an investment adviser registered with the Securities and Exchange Commission. In Uruguay, advisory services are offered through Insigneo International Asesores de Inversion Uruguay, SA, Insigneo Asesores de Inversion Latam, SRL, and Insigneo Asesores de Inversion de Uruguay, SRL, in Argentina through Insigneo Argentina, SAU, and in Chile through Insigneo Asesorías Financieras, SPA. Collectively, these eight operating businesses make up the Insigneo Financial Group. To learn more about the Broker Dealers including their conflicts of interest and compensation practices, please go to <https://insigneo.com/disclosures/> or via www.finra.org. To learn about Insigneo Advisory Services, LLC and any conflicts related to its advisory services, please see its Form ADV and brochure which can be found at Investment Advisor Public Disclosure website <https://adviserinfo.sec.gov/>

FOR AFFILIATES LOCATED IN CHILE

Insigneo Asesorías Financieras SPA se encuentra inscrito en Chile, en el Registro de Asesores de Inversión de la Comisión para el Mercado Financiero. Este informe fue efectuado por área de Research & Strategy de Insigneo Securities LLC. o sus proveedores, en base a la información disponible a la fecha de emisión de este. Para evitar cualquier conflicto de interés, Insigneo Securities LLC dispone que ningún integrante del equipo de Research & Strategy tenga su remuneración asociada directa o indirectamente con una recomendación o reporte específico o con el resultado de una cartera.

Aunque los antecedentes sobre los cuales ha sido elaborado este informe fueron obtenidos de fuentes consideradas confiables, no podemos garantizar la completa exactitud e integridad de estos, no asumiendo responsabilidad alguna al respecto Insigneo Securities LLC, Insigneo Asesorías Financieras SPA ni ninguna de sus empresas relacionadas.

Este material está destinado únicamente a facilitar el debate general y no pretende ser fuente de ninguna recomendación específica para una persona concreta. Por favor, consulte con su ejecutivo de cuentas o con su asesor financiero si alguna de las recomendaciones específicas que se hacen en este documento es adecuada para usted. Este documento no constituye una oferta o solicitud de compra o venta de ningún valor en ninguna jurisdicción en la que dicha oferta o solicitud no esté autorizada o a ninguna persona a la que sea ilegal hacer dicha oferta o solicitud. Las inversiones en cuentas de corretaje y de asesoramiento de inversiones están sujetas al riesgo de mercado, incluida la pérdida de capital.

La información base del presente informe puede sufrir cambios, no teniendo Insigneo Securities LLC ni Insigneo Asesorías Financieras SPA la obligación de actualizar el presente informe ni de comunicar a sus destinatarios sobre la ocurrencia de tales cambios. Cualquier opinión, expresión, estimación y/o recomendación contenida en este informe constituyen el juicio o visión de área de Research & Strategy de Insigneo Securities LLC. o sus proveedores, a la fecha de su publicación y pueden ser modificadas sin previo aviso.

FOR AFFILIATES LOCATED IN URUGUAY

En Uruguay, los valores están siendo ofrecidos en forma privada de acuerdo al artículo 2 de la ley 18.627 y sus modificaciones. Los valores no han sido ni serán registrados ante el Banco Central del Uruguay para oferta pública.

FOR AFFILIATES LOCATED IN ARGENTINA

Insigneo Argentina S.A.U. Agente Asesor Global de Inversión se encuentra registrado bajo el N° 1053 de la Comisión Nacional de Valores (CNV) e inscripto ante la Inspección General de Justicia (IGJ) bajo el N° 12.278 del Libro 90, Tomo -, de Sociedades por Acciones. Este informe fue efectuado por área de Research & Strategy de Insigneo Securities LLC. o sus proveedores, en base a la información disponible a la fecha de su emisión. Para evitar cualquier conflicto de interés, Insigneo Securities LLC dispone que ningún integrante del equipo de Research & Strategy tenga su remuneración asociada directa o indirectamente con una recomendación o reporte específico o con el resultado de una cartera. Aunque los antecedentes sobre los cuales ha sido elaborado este informe fueron obtenidos de fuentes consideradas confiables, no podemos garantizar la completa exactitud e integridad de estos, no asumiendo responsabilidad alguna al respecto Insigneo Securities LLC, Insigneo Argentina S.A.U. ni ninguna de sus empresas relacionadas. La información base del presente informe puede sufrir cambios, no teniendo Insigneo Argentina S.A.U. la obligación de actualizar el presente informe ni de comunicar a sus destinatarios sobre la ocurrencia de tales cambios.

Este material está destinado únicamente a facilitar el debate general y no pretende ser fuente de ninguna recomendación específica para una persona concreta. Por favor, consulte con su ejecutivo de cuentas o con su asesor financiero si alguna de las recomendaciones específicas que se hacen en este documento es adecuada para usted. Este documento no constituye una oferta, recomendación o solicitud de compra o venta de ningún valor negociable en ninguna jurisdicción en la que dicha oferta o solicitud no esté autorizada o a ninguna persona a la que sea ilegal hacer dicha oferta o solicitud. Las inversiones en valores negociables están sujetas al riesgo de mercado, incluida la pérdida parcial o total del capital invertido. Cualquier opinión, expresión, estimación y/o recomendación contenida en este informe constituyen el juicio o visión de área de Research & Strategy de Insigneo Securities LLC. o sus proveedores, a la fecha de su publicación y pueden ser modificadas sin previo aviso.