



NOTA DE ANÁLISIS

octubre de 2021

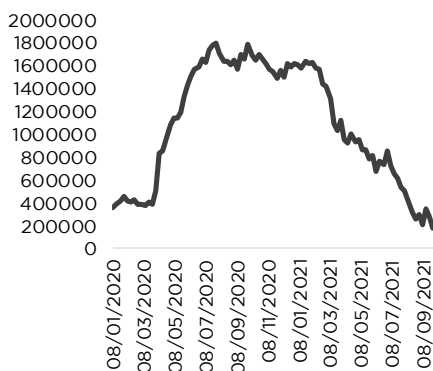
Techo de deuda en EEUU. Riesgo de default

Las negociaciones para incrementar el techo de deuda en EEUU han ido acumulando titulares recientemente ante el riesgo de que las partes implicadas no alcancen un acuerdo, lo que llevaría implícito un default de la economía. En realidad, en el pasado ya hemos visto situaciones similares que finalmente se acabaron reconduciendo, ya que, por más interés que pueda haber por alcanzar algún tipo de objetivo, la alternativa del impago es tan sumamente negativa que, en última instancia, la sangre nunca llega al río.

Pese a todo creemos que se trata de un asunto que conviene analizar, valorando el posicionamiento de cada una de las partes y el impacto que por el momento se está observando en los mercados.

GRÁFICO 1: Cash del gobierno en su cuenta corriente dentro de la Fed

Fuente: Bloomberg

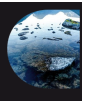


Se logró evitar el cierre del gobierno, pero el problema del techo de deuda continúa vigente

A lo largo del mes de septiembre y lo que llevamos de octubre hemos visto como las negociaciones entre el partido demócrata y el republicano se han intensificado en varios frentes que han centrado parte de los titulares de la prensa especializada:

- 1) El primero de ellos estuvo centrado en la necesidad de continuar financiando el gobierno y, de esta manera, evitar el cierre del mismo a partir del 1 de octubre. En realidad este extremo ya se ha producido en varias ocasiones, llegando a extenderse bastante tiempo en algunos casos, con el consiguiente efecto negativo que ello tiene para la actividad del país. Finalmente, el pasado 30 de septiembre se logró alcanzar un pacto que permitirá el normal funcionamiento de las instituciones hasta el 3 de diciembre, lo que no deja de ser una patada hacia adelante en toda regla.
- 2) El segundo está referenciado a un incremento del techo de deuda que sigue sin cerrarse, lo que hace que la posibilidad de que EEUU realice un impago de sus obligaciones financieras siga estando presente.

En lo que al segundo punto se refiere, la fecha límite tan sólo se puede estimar, ya que está sujeta a un notable número de variables. Sin duda, una de ellas sería el cash que tiene el gobierno para hacer frente a sus pagos, observándose un descenso bastante significativo en la cuenta corriente que tiene en la Fed hasta situarse por debajo de los 200.000 millones de dólares a principios de este mes (ver gráfico 1). Ello reflejaría que el momento de no retorno no está lejos, lo que casaría bastante bien con las últimas proyecciones de Yellen señalando como fecha límite el 18 de octubre.



Techo de deuda en EEUU. Riesgo de default

Por el momento las negociaciones están estancadas

El estancamiento de las negociaciones para el incremento del techo de la deuda habría que analizarlo desde varios puntos de vista. Por un lado, está la falta de entendimiento entre el partido demócrata y el republicano, donde los conservadores amenazan con vetar cualquier incremento sustancial de deuda en el Senado en un intento por obligar a que los progresistas tengan que utilizar el procedimiento de reconciliación presupuestaria que les permitiría sacar adelante la iniciativa con los 50 votos que tienen en el hemicycle más el de calidad de la vicepresidenta. De esta manera conseguirían dos objetivos importantes:

- 1) Una baza de cara a la importantísima votación de las Midterms del año que viene, la cual puede cambiar la distribución de poderes en el Congreso. De esta manera, acusarían a los demócratas de querer inundar el país en un mar de deuda y despilfarro, lo que el partido de Biden quiere evitar empujando al adversario a compartir la culpa amenazando con el default, si bien es cierto que, al menos por el momento, con un éxito limitado.
- 2) Cabe recordar que la figura del procedimiento de reconciliación presupuestario señalada anteriormente sólo puede ser usada una vez por año fiscal. Por lo tanto, dependiendo de cómo se articule la misma, su utilización podría retrasar la aprobación de los planes de gasto social del gobierno (3,5 billones de dólares) e incluso su suspensión en función del resultado de las Midterms.

Por otro lado, está la falta de entendimiento dentro del propio partido demócrata. En este sentido, la parte más agresiva estaría queriendo vincular la aprobación del programa de gasto social de 3,5 billones de dólares al aumento del techo de deuda, lo que genera mucho escepticismo dentro del ala moderada, al considerar un importe excesivo. Por lo tanto, avanzar por esta línea tampoco sería sencillo al ser necesarios todos y cada uno de los votos progresistas para conseguirlo.

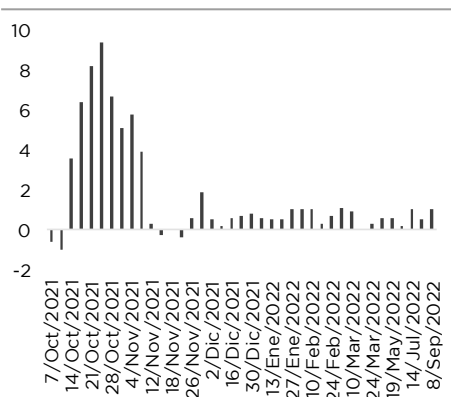
De acuerdo con lo señalado hasta ahora, todo parece indicar que la incertidumbre seguirá reinando. En cualquier caso, no parece lógico pensar que esta lucha de fuerzas acabe precipitando un default de EEUU, ya que el remedio sería mucho peor de la enfermedad. Por lo tanto, sería de esperar algún tipo solución final, aunque probablemente antes sea necesario que la tensión crezca en mayor medida.

El mercado muestra señales de nerviosismo moderado

Por el momento, la principal reacción de los mercados en la parálisis de las negociaciones se deja ver en las letras, especialmente las que tienen un vencimiento entre mediados del mes de octubre y principios de noviembre, donde el tensionamiento de sus rentabilidades ha sido algo mayor (ver gráfico 2). Ello pondría de relieve dos elementos importantes:

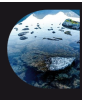
GRÁFICO 2: Variación en TIR de las letras en EEUU desde principios de septiembre

Fuente: Bloomberg



Se aprecia que las letras con vencimientos comprendidos entre mediados de octubre y principios de noviembre son las que se han visto más penalizadas. Ello evidencia que el mercado plantea que estas referencias serían las más comprometidas por un potencial default de EEUU.

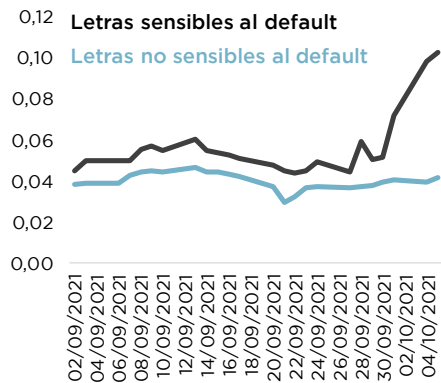
Más allá de lo sumamente improbable que resulta que este riesgo cristalice, que estos activos estén siendo los más sensibles tiene bastante sentido, especialmente si consideramos que Yellen planteó que la fecha de no retorno es el 18 de octubre.



Techo de deuda en EEUU. Riesgo de default

GRÁFICO 3: Evolución de las rentabilidades de las letras que se podría ver comprometidas por un potencial impago de EEUU y las que no

Fuente: Bloomberg



Más allá del repunte en TIR observado en las Letras sensibles a un potencial default de EEUU, lo cierto es que las rentabilidades absolutas siguen siendo sumamente reducidas y en ningún caso compatibles con una percepción de riesgo real por parte del mercado.

Es factible que esta dinámica se pueda mantener en los próximos días hasta que se encuentre una solución a la situación y, posteriormente, observar una corrección, precipitando una convergencia por compra de los activos castigados.

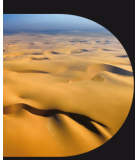
- 1) Se está dividiendo que los problemas de un potencial default de EEUU se centrarán en unas referencias muy concretas, desechando cualquier tipo de impago masivo.
- 2) La probabilidad que se asigna a que ocurra un accidente es sumamente baja, tal y como demuestran las rentabilidades absolutas que reflejan los activos que podrían verse inmersos en esta situación (ver gráfico 3).

En realidad, valorar todo ello no deja de tener sentido en la medida que cualquier impago por parte de EEUU podría ser catalogado como un daño autoinfligido y, por lo tanto, no tendría ningún sentido. Adicionalmente, siempre se podría usar el comodín del proceso de reconciliación por parte del partido demócrata, lo que evitaría males mayores.

Teniendo esto en consideración, volvemos a señalar que el escenario base sigue pasando por alcanzar un acuerdo que aleje al país de un escenario caótico sin ningún tipo de necesidad. En cualquier caso, es factible que la tensión aumente en mayor medida hasta que este final acabe por producirse. Ello puede dar algo más de margen para ver desarrollos de mercado como los vistos anteriormente y, posteriormente, plantear una corrección de todo ello.

Conclusiones

- 1) Las negociaciones para incrementar el techo de deuda en EEUU siguen encalladas, lo que abre la puerta a ver algún tipo de default de la economía.
- 2) El posicionamiento del partido demócrata y el republicano sigue inamovible, aunque siempre quedaría la alternativa de usar el procedimiento de reconciliación presupuestaria por parte de los progresistas. En cualquier caso, dependiendo de cómo se hiciese este paso, la agenda social de Biden se podría ver condicionada al resultado de las Midterms del año que viene.
- 3) El mercado ha reaccionado de forma tibia a este nuevo desencuentro, observando un mayor tensionamiento en las rentabilidades de las letras con vencimientos entre mediados de octubre y principios de noviembre (tiene sentido si consideramos que la fecha de no retorno marcada por Yellen es el 18 de octubre). Es factible que esta inercia continúe en los próximos días en la medida que no es de esperar un pacto rápido. Posteriormente, se podría apreciar una corrección en este movimiento.



Inverseguros S.V.
DUNAS CAPITAL

Análisis  Tel. +34 914 26 38 20/6

Borja Gómez (Director)
fbgomez@inverseguros.es

Silvia Verde (Analista)
sverde@inverseguros.es

Pedro Cid (Analista)
pcid@inverseguros.es

Patricia Rubio (Apoyo)
correo@inverseguros.es

AVISO LEGAL

La presente Nota ha sido elaborada por Inverseguros Sociedad de Valores, SAU (Entidad que pertenece al Grupo Dunas Capital) y se facilita sólo a efectos informativos. Inverseguros Sociedad de Valores, SAU es una entidad inscrita en España, autorizada y regulada por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV).

La presente Nota no puede considerarse asesoramiento financiero personalizado, ni una oferta de compra o venta de acciones. La misma ha sido elaborada con independencia de las circunstancias y objetivos financieros particulares de las personas que lo reciben. El receptor de la misma que tenga acceso debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a los que se hagan referencia pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo ya que éstos no han sido tomados en cuenta para la elaboración de la presente nota, por lo que debe adoptar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias, así como la información pública existente sobre dicho valor, y, en su caso, atendiendo al contenido del folleto registrado en la CNMV y en la entidad emisora. Asimismo, debe tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros.

Asimismo, advertimos que toda inversión en cualquier valor está sujeta a riesgos de pérdida, incluso del principal invertido, así como que las inversiones en mercados cotizados conllevan gastos que no se están teniendo en consideración en este informe. Inverseguros Sociedad de Valores, SV no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida directa o indirecta que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido.

Las opiniones expresadas en este informe reflejan las opiniones personales del equipo de análisis de Inverseguros Sociedad de valores, SAU. Asimismo, el equipo de análisis no recibe ni recibirá ingreso alguno por proporcionar una opinión específica en la presente Nota. No obstante, dichos analistas pueden haber recibido ingresos o recibir ingresos en relación, entre otros factores, a los resultados del Grupo Dunas Capital.

La información que incluye el presente informe se ha obtenido de fuentes consideradas como fiables, pero si bien se ha actuado de buena fe y de manera razonable para que dicha información no sea ni incierta ni equívoca en el momento de su publicación, no se puede garantizar que sea, precisa, exacta y completa y no debe confiarse en ella como si lo fuera.

Es posible que alguna Entidad que forme parte del Grupo Dunas Capital o cualquiera de las IICs, ECR o FP gestionados por sus Entidades Gestoras, así como sus respectivos accionistas, consejeros directores o empleados, pueden tener una posición en el valor al que se refiere la presente Nota. Asimismo, Inverseguros Sociedad de Valores, puede negociar con dichos valores o instrumentos, por cuenta propia o ajena, proporcionar servicios de asesoramiento, colocación, aseguramiento u otros servicios al emisor de dicho valor, a empresas relacionadas con los mismos o a sus accionistas, directivos o empleados.

Inverseguros Sociedad de Valores cuenta con Política de Conflictos de Interés, así como un Reglamento Interno de Conducta (RIC), de obligado cumplimiento para todos sus empleados, directivos y Consejeros.

Cualquier Entidad de las que forman parte del Grupo Dunas Capital, así como sus empleados y directores, pueden emitir comentarios de mercado a sus clientes que difieran a las contenidas en la presente Nota.

La presente Nota no podrá ser reproducida, distribuida ni publicada por ningún receptor de la misma.