



## Comentario Económico

### Investigaciones Económicas

#### Resumen

- *Como ha ocurrido muchas veces en el pasado, las negociaciones sobre el techo de la deuda en EEUU son motivo de preocupación y centro de atención para los mercados financieros por estos días. La probabilidad de un incumplimiento de obligaciones del Tesoro es mínima, pues es un evento que nunca se ha materializado a lo largo de la historia. No obstante, existe un consenso general sobre los efectos negativos y permanentes que tendría sobre el crecimiento y el empleo.*
- *El origen en común de estos potenciales efectos macroeconómicos se fundamenta en choques de corto plazo sobre los mercados financieros que sí se pueden medir. De hecho, los rendimientos de las notas del Tesoro a 1 mes se han disparado a máximos históricos en jornadas recientes y la prima de riesgo de EEUU aumentó hasta máximos no vistos desde 2008-2009.*
- *Según nuestras estimaciones, controlando por la tasa de referencia de la Fed, el ruido creado por las negociaciones en el techo de la deuda tiende a presionar al alza los rendimientos de los Tesoros en 11 pbs. La evidencia sugiere desvalorizaciones de hasta un 26% en el S&P 500 asociadas a estos episodios. Los resultados para el caso del dólar no fueron concluyentes en este caso.*
- *Estimando el efecto de un potencial impago, encontramos que la mayor elasticidad la exhiben los Tesoros, con aumentos en los rendimientos de hasta 144 pbs. La evidencia empírica también sugiere fuertes desvalorizaciones en los índices de renta variable y el dólar, entre un 33% y 52%.*
- *Los críticos del techo de la deuda argumentan que, por sus problemas de construcción y definición, se generan episodios de inestabilidad financiera que se podrían ahorrar. Estimando estos efectos en los episodios cuando el techo de la deuda fue suspendido temporalmente, encontramos también diferencias significativas para todos los activos de estudio frente a situaciones de normalidad en los mercados.*

Fabio D. Nieto  
Economista Jefe  
[fabio.nieto@bancoagrario.gov.co](mailto:fabio.nieto@bancoagrario.gov.co)

Gabriel F. Granados  
P.S. – Mercados Financieros  
[gabriel.granados@bancoagrario.gov.co](mailto:gabriel.granados@bancoagrario.gov.co)

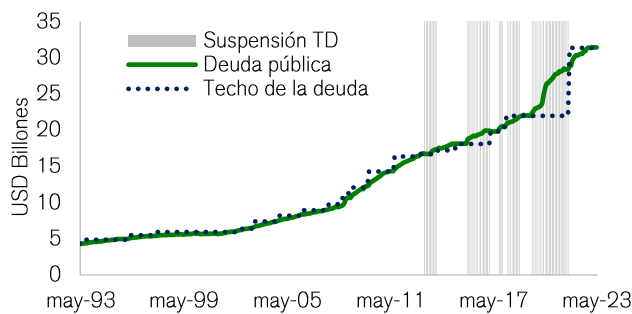


## Nubarrones sobre el techo

Una vez más, como ha ocurrido muchas veces en el pasado, el Techo de la Deuda (TD) en EEUU es motivo de preocupación y centro de atención por estos días. Son muchos los nubarrones que se ciernen en el horizonte para la economía más grande del mundo, pues además de los temores de recesión asociados al endurecimiento monetario de la Fed, el de un eventual impago de deuda se suma ahora a la ecuación.

Creado en 1917, el TD define el acervo máximo de deuda pública que el Gobierno federal de EEUU puede tener. Al momento de alcanzar ese tope, el Congreso debe aprobar su modificación, bien sea aumentando el límite de la deuda o suspendiéndolo temporalmente.

Gráfico 1. Evolución saldo y techo de la deuda en EEUU



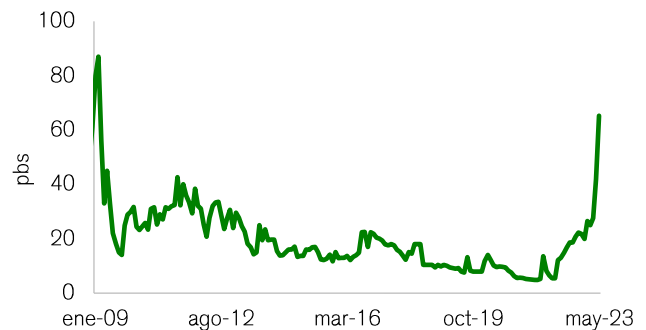
Fuente: US Treasury Department. Congressional Research Service. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Esta situación no es nueva y se viene repitiendo desde mediados del siglo pasado. En efecto, el Congreso de EEUU ha incrementado 78 veces el TD desde 1960, siendo el más reciente el de 2021 bajo la administración de Donald Trump. La suspensión del TD, la otra opción del Congreso, también se ha repetido con una frecuencia relativamente alta, especialmente durante la última década, pues desde 2013 dicha suspensión se ha hecho efectiva en 7 ocasiones (Gráfico 1).

¿Por qué resulta tan importante ampliar o suspender el TD en EEUU? Como sucede en cualquier otra economía de mercado con un déficit fiscal, la parte del gasto público y del servicio de deuda (pago de intereses del endeudamiento pasado) que no se cubre en su totalidad con ingreso primario (impuestos), suele ser financiado con nueva emisión de deuda.

Cuando el TD se alcanza, el Departamento del Tesoro de EEUU (de aquí en adelante Tesoro) no puede seguir emitiendo deuda para cubrir sus obligaciones. Mientras el Congreso logra los acuerdos necesarios para ampliar o suspender el límite de endeudamiento, el Tesoro debe recurrir a “medidas extraordinarias” para honrar sus obligaciones inmediatas, como el pago de intereses y amortizaciones a sus acreedores.

Gráfico 2. Prima de riesgo de EEUU (CDS 5 años)



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Estas medidas temporales del Tesoro típicamente incluyen: i) interrupción de beneficios gubernamentales (programas de ahorro de empleados públicos, por ejemplo); ii) suspensión de inversiones en los fondos de gobierno; iii) aplazamiento en el cronograma regular de subastas en mercado primario; y iv) utilización de recursos de caja (efectivo disponible).

El TD actual en EEUU es de USD 31.4 billones, y fue alcanzado el pasado mes de enero. Desde entonces, el Tesoro ha adoptado medidas extraordinarias, como las descritas anteriormente, para cubrir sus obligaciones. Pero según el propio Tesoro, existe el riesgo de que a partir de junio deba cesar sus pagos por falta de recursos.

Las preocupaciones que se suscitan alrededor de esta negociación del TD no son menores. A diferencia de un cierre temporal de Gobierno (*Shutdown*), que se genera típicamente por demoras en el Congreso para la aprobación del presupuesto, un eventual impago de deuda por parte del Tesoro (algo sin precedentes en EEUU) podría tener efectos macroeconómicos ampliamente más negativos, incluso al punto de inducir la economía a una recesión.

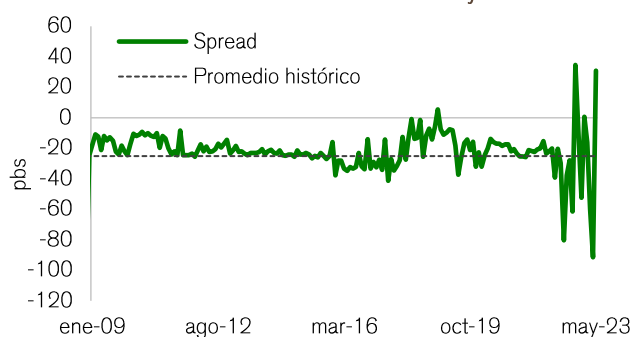


Es cierto que no hay punto de referencia para medir los efectos de un incumplimiento soberano en EEUU (no se tienen distribuciones de probabilidad para estimar el riesgo), pero existe un consenso general entre los economistas sobre sus potenciales consecuencias.

Un estudio reciente revela que un eventual impago desembocaría una recesión técnica (dos caídas consecutivas del PIB) en un plazo inferior a 1 año, la cual vendría acompañada de un aumento entre 1.2 y 1.7 p.p. en la tasa de desempleo, y una pérdida permanente de hasta 2.8 millones de empleos<sup>1</sup>.

El origen en común de estos efectos teóricos se fundamenta en algunos choques de corto plazo que sí se pueden medir. Según el mismo estudio, los más importantes serían: i) una pérdida de confianza de los agentes que afectaría el gasto privado; ii) aumentos en las tasas de interés de los mercados (presionados por una mayor prima de riesgo); iii) desvalorizaciones en los precios de los activos; y iv) una contracción del crédito.

Gráfico 3. Diferencial entre T-Bills 1M y tasa Fed



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Al examinar la evolución reciente de esos determinantes se encuentra que varios de ellos ya están evidenciando sobresaltos importantes. La prima de riesgo de EEUU, por ejemplo, se disparó recientemente a máximos de 15 años (Gráfico 2), y los diferenciales de la renta fija de alto rendimiento en EEUU contra los Tesoros, otra medida de

percepción de riesgo de los inversionistas, se sitúan por encima de sus promedios históricos.

Asimismo, las tasas de interés de las notas del Tesoro a 1 mes (T-Bills 1M), considerados los bonos más seguros del planeta, también se incrementaron hasta máximos históricos de 5.5%. Aunque parte de este incremento obedece al actual ciclo restrictivo de la Fed, el *spread* contra la tasa de interés de referencia, que también sirve como medida de riesgo, se encuentra en valores del orden de 30 pbs. Esto contrasta notablemente con el promedio histórico de este diferencial, que de hecho es negativo y del orden de -25 pbs (Gráfico 3).

### Estimando los efectos de muy corto plazo

Una pregunta que se desprende de todo lo anterior es cuál es el efecto, de muy corto plazo, que tienen estos episodios sobre los activos de EEUU. Pero no sólo para los bonos del Tesoro, que son los más expuestos naturalmente a este riesgo fiscal, sino también sobre otros activos como las acciones, el USD y hasta las materias primas, que afectan directamente los precios de activos de mercados emergentes.

Para ello estimamos varios modelos que siguen la forma:

$$y_{it} = \alpha + \beta_1 fed_t + \beta_2 x_{jt} + u_{it}$$

donde el subíndice  $i$  denota el conjunto de variables dependientes<sup>2</sup>,  $fed$  es la tasa de referencia de la Fed (variable control), y el subíndice  $j$  representa el conjunto de otras variables independientes usadas para los cálculos<sup>3</sup>.

En un **primer grupo de modelos** se estiman los efectos del periodo entre la negociación del TD hasta su posterior incremento por parte del Congreso. En estos modelos se utilizó una variable dicotómica (VD1) para medir las diferencias entre episodios de normalidad y estos ligados al límite de la deuda.

<sup>1</sup> Edelberg, W. & Sheiner, L. (2023). *How worried should we be if the debt ceiling isn't lifted?* Brookings Institution – April 24.

<sup>2</sup> En  $i$  se encuentran los rendimientos de los Tesoros a 2, 5 y 10 años, el índice S&P 500, el índice DXY del dólar americano y un índice de precios de materias primas de Bloomberg (BCOM).

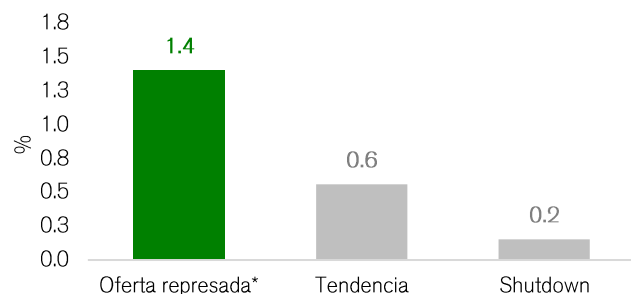
<sup>3</sup> En  $j$  se tomaron el índice de condiciones financieras de EEUU de Bloomberg (USFC), la prima de riesgo medida con los CDS de 5 años, y dos regresores VD1 y VD2 que son variables dicotómicas. VD1 = 1 cuando el Tesoro alcanzó el techo de la deuda hasta el momento en que el Congreso lo aumenta. VD2 = 1 cuando el Congreso ha suspendido temporalmente el techo de la deuda.



Para el caso de los Tesoros se encontró que, en promedio, sus rendimientos tienden a elevarse 11 pbs en comparación a condiciones normales, donde los títulos de más largo plazo exhiben las mayores diferencias con cerca de 23 pbs (Tabla 1). Aunque estos resultados no son estadísticamente significativos, los signos de los estimadores fueron los esperados.

Además, desde una óptica fundamental, lo anterior es consistente con el efecto inter-temporal que produce el desbalance de oferta que crea el represamiento de emisión de deuda. En efecto, el saldo de la deuda tiende a registrar incrementos mensuales comparativamente superiores a su tendencia histórica cuando se crea esta oferta represada de Tesoros (Gráfico 4). Los datos también demuestran lo que mencionamos previamente, y es que un *Shutdown* genera efectos muy moderados sobre las dinámicas de la deuda pública.

Gráfico 4. Incremento mensual de la deuda en episodios TD



Fuente: Investigaciones Económicas - Banco Agrario de Colombia.  
\*Se toma 1 mes de rezago tras el aumento en el Techo de la Deuda (TD).

Para el caso del índice S&P 500 y el de materias primas agregadas (BCOM), la evidencia empírica sugiere desvalorizaciones promedio de 33% y 12%, respectivamente. En ambos casos, los estimadores de estos efectos son estadísticamente significativos (Tabla 2).

En el caso del índice del dólar (DXY), los resultados muestran una significancia económica relativamente baja (apreciación de 0.2%). Tampoco existe suficiente evidencia estadística para concluir que hay un efecto significativo asociado a VD1 (Tabla 2).

En un segundo grupo de modelos se utilizaron como otros regresores las condiciones financieras de EEUU

(USFC) y la prima de riesgo (CDS) por separado, controlando por la tasa de interés de la Fed. El objetivo era medir la respuesta de los activos ante un estrés de los mercados financieros en EEUU, pero en particular medir esa reacción cuando existe un estrés fiscal (riesgo de impago) que tiende a presionar al alza la prima de riesgo-país.

Los resultados de las estimaciones fueron consistentes con el signo teórico-esperado para casi todos los activos de estudio. Además, en todos los casos se encontró que los estimadores fueron estadísticamente significativos.

Para el caso de los Tesoros, la evidencia sugiere que en episodios de estrés financiero (aumentos de 1 p.p. en el índice USFC) sus rendimientos se incrementan, en promedio, 10 pbs (Tabla 1). Este resultado es muy parecido al del primer grupo de modelos para el que se utilizó la variable binaria VD1.

En el S&P 500 y el BCOM, cuando existe un estrés financiero, la evidencia empírica sugiere desvalorizaciones promedio de 19% y 0.2%, respectivamente. Para el DXY, las estimaciones arrojan una mínima apreciación promedio de 0.06% (Tabla 2).

Utilizando como otro regresor los CDS a 5 años se encuentra que, cuando la prima de riesgo aumenta en 1 p.p., los rendimientos de los Tesoros son, en promedio, 144 pbs más altos (Tabla 1). Este resultado es coherente con la mayor sensibilidad natural que tienen los Tesoros ante cambios en la prima de riesgo de EEUU, pues en otro tipo de estrés financiero (aversión al riesgo o choques de volatilidad), los CDS no se incrementan y la demanda por estos activos aumenta por efecto “búsqueda de refugio”, sesgando de esta manera la estimación.

Para el S&P 500, el resultado de la estimación sugiere desvalorizaciones promedio de 52% ante un incremento de 1 p.p. en los CDS. Los efectos estimados sobre el DXY son negativos en estos casos de mayor riesgo de impago, pues la sensibilidad del USD sugiere depreciaciones promedio de 33%. Esto es consistente con la teoría, pues un deterioro en la prima de riesgo-país debe venir acompañado de una depreciación de la moneda.



En el caso del índice BCOM, el signo del estimador asociado a los CDS guardó coherencia con la relación negativa que tienen los precios de los *commodities* con el USD y también se encontró significancia estadística (Tabla 2).

### ¿Es el impago un riesgo real en EEUU?

En 1979 se produjo un incumplimiento involuntario y temporal de la deuda de EEUU, y es el único evento que podría considerarse como referente de impago a la fecha. Por un error administrativo acusado a fallas técnicas, el Tesoro no pudo pagar USD 40,000 millones (a precios de 2022) en vencimientos de T-Bills, lo cual lideró un fuerte incremento de 60 pbs en los rendimientos de estas notas soberanas de corto plazo<sup>4</sup>.

No obstante, como lo mencionamos al principio de este reporte, EEUU nunca ha incurrido en un incumplimiento de sus obligaciones de manera intencional y a gran escala, por lo que la probabilidad de ocurrencia de un impago, desde esta óptica, es mínima. A lo largo de la historia, lo único que ha sido incierto es el tiempo que toma el Congreso en aumentar o suspender el TD, pues depende de factores que van más allá de lo netamente económico.

La administración Biden se ha mostrado optimista en alcanzar los acuerdos requeridos con distintos líderes del Congreso para evitar un cese de pagos a partir de junio. Desde un punto de vista netamente de probabilidades, el Gobierno de EEUU no tendría por qué estar preocupado.

El problema con estos episodios del TD es que generan residuales innecesarios de volatilidad en los precios de los activos financieros, especialmente en el costo del endeudamiento público (y también el privado). Lo anterior es particularmente grave en un contexto donde las tasas de política monetaria se han tenido que ajustar agresivamente al alza para combatir la mayor inflación en varias décadas, pues este ruido termina aumentando los riesgos de una recesión.

De hecho, varias veces a lo largo del tiempo se han alzado para aseverar que es tiempo de abandonar esta restricción. El TD es un mecanismo anticuado que genera

inestabilidad, aumentando el riesgo de impago de EEUU cada pocos años. Además, estimula estrategias políticas de los partidos de oposición para crear presión al Gobierno de turno con cuestiones no relacionadas con el TD en sí mismo<sup>5</sup>.

¿Existe evidencia que refuerza la idea de eliminar el TD? Ciertamente, como lo sugieren los resultados de nuestras estimaciones, el TD crea inestabilidad-volatilidad en los mercados. No obstante, los modelos hasta ahora analizados no fueron pensados para testear los efectos inversos del TD, es decir, qué sucedería si no existiera el TD.

Para demostrar empíricamente lo anterior con un poco más de objetividad, construimos un tercer grupo de modelos que incorporan una nueva variable binaria VD2. Este regresor está definido para los periodos exclusivos donde el Congreso de EEUU suspendió temporalmente el límite de deuda, lo que permite estimar la respuesta de los activos financieros a esos momentos donde no hubo TD.

Tras estimar los modelos, encontramos que la suspensión del TD genera una reducción promedio de 72 pbs en las tasas de interés de mercado de los Tesoros, especialmente para los títulos con vencimientos de mayor plazo, donde la diferencia promedio es de 94 pbs (Tabla 1). Para los rendimientos a 2, 5 y 10 años, los estimadores que capturan este efecto fueron estadísticamente significativos.

Para el caso del S&P 500, la evidencia empírica sugiere, con una significancia estadística del 1%, que la suspensión del techo de la deuda produce, en promedio, una valorización del 46% en la renta variable (Tabla 2).

Para el caso del USD, en promedio, el índice DXY aumenta 0.3%. El estimador para el efecto sobre el índice BCOM mostró un signo negativo (-11.7%), en línea con la relación histórica frente al USD. En ambos casos, los estimadores de este efecto fueron estadísticamente significativos.

<sup>4</sup> Marcus, R. & Zivney, T. (1989). *The day the US defaulted on Treasury Bills*. The Financial Review, Volume 24, Issue 3. Pages 475-489.

<sup>5</sup> Berman, N. (2023). *What happens when the US hits its debt ceiling?* Council on Foreign Relations (CRF) – May 2.



Tabla 1. Cambio en rendimientos de los Tesoros ante episodios ligados al techo de la deuda

	Límite de deuda			Suspensión techo			Estrés financiero			Riesgo impago		
	2Y	5Y	10Y	2Y	5Y	10Y	2Y	5Y	10Y	2Y	5Y	10Y
Cons.	0.636*** (0.056)	1.458*** (0.073)	2.218*** (0.082)	0.754*** (0.061)	1.622*** (0.077)	2.421*** (0.086)	-5.249*** (1.326)	-8.085*** (1.706)	-12.064*** (1.870)	0.252*** (0.069)	0.946*** (0.094)	1.541*** (0.106)
Fed	0.931*** (0.009)	0.856*** (0.012)	0.783*** (0.013)	0.920*** (0.009)	0.842*** (0.012)	0.767*** (0.013)	0.893*** (0.012)	0.795*** (0.016)	0.693*** (0.017)	0.925*** (0.031)	0.588*** (0.043)	0.308*** (0.048)
VD1	0.041 (0.219)	0.068 (0.284)	0.225 (0.319)									
VD2				-0.457*** (0.104)	-0.759*** (0.138)	-0.940*** (0.154)						
USFC							0.059*** (0.013)	0.096*** (0.017)	0.144*** (0.019)			
CDS										0.297 (0.265)	1.272*** (0.362)	2.743*** (0.407)
R <sup>2</sup>	0.95	0.90	0.86	0.95	0.91	0.87	0.95	0.91	0.87	0.84	0.53	0.31
Obs.	563	563	563	563	563	563	563	563	563	175	175	175

Fuente: Investigaciones Económicas - Banco Agrario de Colombia. Serie de CDS 5Y fue transformada a puntos porcentuales.

\*Significancia estadística al 10%. \*\*Significancia estadística al 5%. \*\*\*Significancia estadística al 1%.

Tabla 2. Elasticidad en precios de otros activos ante episodios ligados al techo de la deuda

	Límite de deuda			Suspensión techo			Estrés financiero			Riesgo impago		
	S&P 500	DXY	BCOM	S&P 500	DXY	BCOM	S&P 500	DXY	BCOM	S&P 500	DXY	BCOM
Cons.	7.569*** (0.045)	4.487*** (0.009)	4.695*** (0.017)	7.466*** (0.047)	4.481*** (0.009)	4.745*** (0.017)	26.686*** (0.712)	3.936*** (0.205)	6.850*** (0.397)	7.987*** (0.045)	4.516*** (0.012)	4.497*** (0.033)
Fed	-0.220*** (0.007)	0.015*** (0.001)	-0.012*** (0.003)	-0.214*** (0.007)	0.015*** (0.001)	-0.017*** (0.003)	-0.105*** (0.007)	0.011*** (0.002)	0.001 (0.004)	0.184*** (0.020)	0.052*** (0.005)	-0.055*** (0.015)
VD1	-0.329* (0.174)	0.022 (0.033)	-0.117* (0.066)									
VD2				0.457*** (0.085)	0.031* (0.017)	-0.248*** (0.031)						
USFC							-0.193*** (0.007)	0.006** (0.002)	-0.022*** (0.004)			
CDS										-0.527*** (0.172)	-0.329*** (0.045)	1.064** (0.128)
R <sup>2</sup>	0.63	0.16	0.04	0.64	0.17	0.13	0.84	0.17	0.08	0.66	0.49	0.35
Obs.	563	563	563	563	563	563	563	563	563	175	175	175

Fuente: Investigaciones Económicas - Banco Agrario de Colombia. Series de variables dependientes fueron transformadas a logaritmo natural.

\*Significancia estadística al 10%. \*\*Significancia estadística al 5%. \*\*\*Significancia estadística al 1%.



AVISO LEGAL: Toda la información contenida en este documento está basada en fuentes que se consideran confiables, y ha sido elaborada por los integrantes del área de Investigaciones Económicas del Banco Agrario de Colombia. Sin embargo, no constituyen una propuesta o recomendación alguna por parte del Banco para la negociación de sus productos y/o servicios, por lo cual la entidad no se hace responsable de malas interpretaciones o distorsiones que del presente informe hagan terceras personas. El uso de la información de este documento es responsabilidad exclusiva de cada usuario.

---

DISCLAIMER: All information contained in this document is based on reliable sources and has been prepared by the Economic Research staff of Banco Agrario de Colombia. However, our opinions are not a recommendation by the Bank for trading their products. The Bank is not responsible for misinterpretations or distortions about the information of this report. Use of the information in this document is responsibility of each user.

---