

WALL STREET: COSTOSO RESCATE



La sede de la Corporación Federal de Hipoteca Nacional, conocida como Fannie Mae, en la capital estadounidense. El gobierno de Washington gastó 200 mil millones de dólares en el rescate de ésta y de la Corporación Federal de Préstamos Hipotecarios de Viviendas, llamada Freddie Mac ■ Foto Ap

Las cifras lo dicen todo: 29 mil millones de dólares (mdd) para contrarrestar la confusión generada por Bear Stearns; 700 mil mdd para adquirir activos "tóxicos"; 200 mil mdd para comprar acciones de Fannie Mae y Freddie Mac; un préstamo de 85 mil mdd para la compañía de seguros AIG; otros 37 mil 800 millones para AIG, y 250 mil mdd en acciones bancarias. Cientos de miles de millones para proteger fondos de mercados monetarios y garantizar depósitos bancarios. Y quién sabe qué otros gastos por venir.

Todo este rescate financiero recuerda una frase atribuida al difunto senador Everett Dirksen: "Mil millones por aquí, mil millones por allá, y de pronto nos damos cuenta de que hablamos de dinero real". Pero hoy son cientos de miles de millones.

¿Cómo financiará Estados Unidos (EU) el rescate del sector financiero? Respuesta: tomando dinero prestado, lo cual aumentará la preocupación por la forma en que los crecientes déficit presupuestarios anuales y una deuda al alza afectarán la economía y los mercados financieros. Ciertos indicadores, como tasas de interés, cociente de la deuda y déficit en relación con el producto interno bruto (PIB), sugieren que la nueva deuda se digerirá fácilmente. Pero algunos expertos piensan que son engañosos y advierten

que las obligaciones se acumulan como abrojos que tapizan un bosque en el otoño.

"Si la contabilidad que hace el gobierno la hubiera hecho alguien en el sector privado, ahora estaría en la cárcel", dice Kent Smetters, profesor de seguros y gestión de riesgos en Wharton.

Al igual que muchos expertos, Smetters no está tan preocupado por el déficit y la deuda actuales como por las obligaciones de largo plazo, como son sumas monumentales en Seguridad Social, Medicare y Medicaid para la envejecida población de *baby boomers*. "Los problemas que enfrentamos ahora son triviales; son apenas el aperitivo del gran *show* que está por llegar", predice Smetters.

¿Cuánto costarán los rescates financieros? El cálculo no se puede hacer sumando simplemente el valor de cada uno. Muchas cifras, como los 700 mil mdd del Programa de Rescate para Activos con Problemas (TARP, por sus siglas en inglés), destinado a adquirir títulos respaldados por hipotecas ilíquidas de las instituciones financieras, tienen límites máximos fijados por legisladores u órganos reguladores con la esperanza de que se gaste menos. Algunas cifras se superponen. Los 250 mil mdd destinados a los bancos de inversión, por ejemplo, deben salir del fondo TARP.

Gran parte de la inversión se ha destinado a la compraventa de activos que se podrán vender más adelante, lo cual compensará costos al menos en parte, o quizás hasta generará ingresos. Entre ellos figuran títulos y derivados respaldados por hipotecas del TARP, así como participaciones accionarias en bancos, y en Fannie Mae y Freddie Mac. Algunos fondos, como el dinero destinado a AIG, son préstamos que el gobierno espera que se paguen con intereses, a menos que el acreditado incumpla. Otros son garantías para usarse sólo en caso de emergencia: los 29 mil mdd de Bear Stearns y cientos de millones cuyo propósito es fortalecer la confianza en la estabilidad de los mercados monetarios y cuentas de ahorro.

Se abre la caja de Pandora

Richard Marston, profesor de finanzas de Wharton, hace notar que habrá otras medidas de emergencia financiadas con dinero público. General Motors y Chrysler, que negocian una posible fusión, están quedándose sin efectivo y podrían ser candidatas a uno de los primeros préstamos que conceda el fondo federal. Como los pesos pesados de la industria financiera que ya han sido rescatados, ¿son los tres grandes fabricantes de coches demasiado grandes para hundirse?

El presupuesto de California está en números rojos, otros estados podrían encontrarse en la misma situación. "Creo que todavía van a suceder muchas cosas", prevé Marston. "El año que viene tendrá un alto costo... Es obvio que el gobierno saldrá en auxilio de General Motors y de Ford... Hemos abierto la caja de Pandora."

Aunque sea imposible medir el tamaño de esa ayuda, algunos expertos dicen que el déficit anual —el crédito obtenido para contrarrestar la diferencia entre gastos e ingresos— se diluirá. En una entrevista concedida a la televisión a principios de abril, Peter Orszag, director de la Oficina de Presupuesto del Congreso, dijo que los gastos del rescate financiero y la caída de los ingresos fiscales derivados de una posible recesión podrían ocasionar un déficit de 750 mil mdd durante el actual año fiscal, superior a los 455 mil mdd del año que terminó. El déficit fue de casi 163 mil mdd en 2007. Concord Coalition, organización no partidista que aboga por eliminar el déficit, dice que las cifras del año próximo podrían rebasar un billón de dólares. Tras aprobar los paquetes de rescate, el Congreso amplió el techo de la deuda de 9 mil 800 a 11 mil 300 mdd. En la actualidad, la deuda está apenas por encima de 10 mil mdd.

La deuda es el resultado de la acumulación de déficit anuales cíclicos, dice Marston. Durante los periodos de recesión, el ingreso fiscal cae junto con la actividad económica, lo cual hace que los déficit aumenten. El déficit se mide, por tradición, como porcentaje del producto interno bruto. Los economistas comienzan a preocuparse cuando ese porcentaje excede 3%. En 2007 el déficit fue de 1.2%; en 2008 subió hasta 3.2%. Un billón de dólares correspondería a 7%, o más, si la economía se contrajera. Esa cifra sería la más alta desde el 6% de los años 80. Antes de 2008, los déficit cayeron durante varios años seguidos porque la economía, relativamente fuerte, elevó los ingresos fiscales. En años recientes el déficit se mantuvo bajo en relación con los porcentajes históricos. En promedio, apenas por encima de 4% del PIB desde la Segunda Guerra Mundial. De 1998 a 2001 los presupuestos tuvieron superávit.

"Incluso sin el rescate, el déficit se habría deteriorado de manera drástica —señala Marston—. Es lo de siempre al principio de una recesión. Ahora tenemos el rescate... Lo más relevante en términos de deterioro son los movimientos cíclicos. Los ingresos fiscales están a la baja."

Pese a que la deuda federal esté cerca de 10 billones de dólares, casi la mitad de esa cantidad son deudas que una parte del gobierno debe a otra. Los economistas se concentran en la deuda "pública", que es lo que el gobierno debe a los tenedores de ese débito, como son los dueños de bonos del Tesoro. Esa deuda es de cerca de 5 mil 400 mdd, alrededor de 38% del PIB. El porcentaje ha sido mayor durante gran parte de los pasados 70 años, con excepción de la década de 1970. Al final de la Segunda Guerra Mundial, el valor de la deuda era de más de 100% del PIB, y durante la posguerra el promedio fue de cerca de 43%. El registro menor, 24%, se dio en 1974. Muchos países desarrollados tienen deudas enormes en relación con el PIB.

En el contexto del PIB, los déficit y la deuda no han sido motivo de alarma en los años recientes; e incluso el esperado aumento del déficit no impidió que la administración de la deuda fuera razonable. Esto no significa, sin embargo, que esas obligaciones no sean importantes. "Si la proporción aumenta, tendremos un problema -observa Marshall E. Blume, profesor de Finanzas de Wharton-. Si cae, no será gran problema."

**PARA LOS ECONOMISTAS,
LO MÁS PREOCUPANTE ES
QUE EL ENORME COSTO DE
LOS RESCATES
FINANCIEROS ES APENAS
UNA GOTA EN EL OCÉANO**

La deuda tiene que pagarse con intereses. Cuanto mayor sea el servicio de la deuda, más difícil será para el gobierno enfrentar otros gastos sin aumentar impuestos. Durante el año fiscal 2008, los intereses de la deuda costaron al gobierno cerca de 234 mil mdd, 8% de los gastos totales. "Tengo la impresión de que esto va a



Cuartel general de la compañía de seguros AIG, en la ciudad de Nueva York ■ Foto Reuters

reducir el margen de maniobra del futuro presidente -pronostica Blume-. Tal vez podamos manejarlo, pero habrá costos en otras áreas."

Además, aunque las ventas del Tesoro absorban los dólares de los inversionistas, ese dinero no está disponible para otras inversiones que podrían impulsar el crecimiento económico, como bonos u obligaciones negociables. El alto endeudamiento del gobierno reduce el crecimiento económico. "Eso se denomina 'estrangular el crédito' -dice Blume-. El gobierno ocasiona elevados intereses al sector privado."

Déficit de confianza

Smetters cree que los problemas relacionados con la deuda son peores de lo que muestran las cifras gubernamentales. Si el gobierno siguiera los procedimientos contables que se exigen a las empresas, clasificaría como pasivo el valor presente de los

gastos futuros de Seguridad Social, Medicare y Medicaid. Con eso, el déficit de 2006 sería de 2 mil 400 mdd en vez de 248 mil mdd. La deuda actual sería de aproximadamente 68 mil mdd, y no 10 mil mdd. "La conclusión es que el gobierno carece de parámetros prospectivos."

Marston y Blume señalan que esos costos futuros constituyen un enorme problema. Para lidiar con esa dificultad será preciso combinar el aumento de impuestos con una reducción de beneficios, o "monetizar" el problema. Esto significa, en lo esencial, imprimir dinero y aumentar la tasa de inflación, lo que debe elevar el valor de los ingresos fiscales (aunque una inflación más elevada incrementa también los gastos en seguridad social y Medicare y anula el beneficio obtenido). "Con la liquidez que se inyecta en el sistema, y la disponibilidad de crédito que el Tesoro y la Fed intentan crear, en el futuro tendremos que

preocuparnos por la inflación", dice Marston.

De acuerdo con Marston, casi todos los economistas coinciden en señalar que los beneficios sociales son una posible amenaza en el horizonte. "No importa la tendencia política. Estamos mucho más preocupados por el problema de las prerrogativas sociales que con el déficit cíclico y las tasas de interés."

Pero si el problema es tan serio, ¿por qué los mercados financieros no han encendido las alarmas y aumentado las tasas de interés? En la visión tradicional, una elevación del déficit y de la deuda contribuye a elevar las tasas de interés, porque el gobierno tiene que ofrecer ingresos más altos para atraer acreedores: inversionistas que compran bonos del Tesoro. Pero los rendimientos de los títulos del Tesoro no han aumentado de manera sustancial. "No hemos tenido un castigo por el aumento de gastos del gobierno", observa Marston, y sostiene que otros factores han neutralizado la influencia de la deuda sobre el aumento de los intereses.

Marston y Blume señalan también los enormes ahorros mundiales, una montaña de dinero en busca de inversiones y que acaba en los títulos del Tesoro estadounidense, considerados uno de los activos más seguros del mundo. La elevada demanda compensa la creciente oferta de títulos del Tesoro, como letras, notas y bonos, lo que permite que el gobierno los venda a tasas de bajos rendimientos. Los bonos del Tesoro a 30 años rinden sólo 4.2%.

La "búsqueda de seguridad" en todo el mundo es subrayada por el aumento reciente del dólar respecto del euro, que ha sido un fuerte rival de la moneda estadounidense en años recientes, dice Marston. La recuperación del dólar es consecuencia de la de-

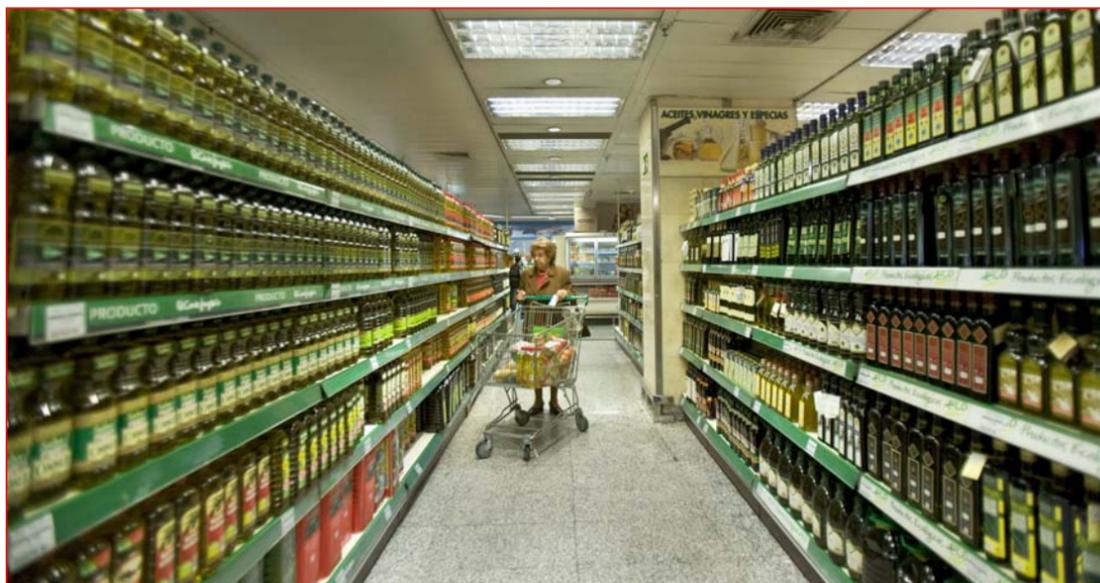
manda de títulos del Tesoro. "El Tesoro, en la crisis actual, está considerado el puerto más seguro del mundo. Eso debería abrir los ojos. No imaginaba una situación así, sobre todo contra el euro."

De acuerdo con Smetters, las tasas de interés no deben considerarse un sistema infalible de alarma. "La idea tan común de que los mercados de capitales son invulnerables es precisamente lo que los lleva a fracasar", escribió Smetters en un artículo de 2007 en el *Financial Analysts Journal*: "¿Están preocupados los mercados por el déficit de 400 mil mdd de EU?" Smetters y Jagadeesh Gokhale, coautor del artículo e investigador del Instituto Cato, afirmaban: "EU jamás experimentó una situación parecida a la que se enfrenta hoy con un balance patrimonial tan desequilibrado, ni siquiera durante la Segunda Guerra Mundial". Los autores concluían que los inversionistas de renta fija "revelan una enorme miopía en cuanto a las implicaciones de los problemas financieros que encara el gobierno federal".

El instinto gregario hace que esos inversionistas refuercen entre sí su punto de vista de que no hay nada erróneo y que prueba de eso serían las bajas tasas de interés, sostienen Smetters y Gokhale. El artículo citado es anterior al desastre financiero causado, en gran medida, por la incapacidad del mercado para identificar el riesgo de aumentar las tasas de interés. La confianza de muchos expertos en el valor predictivo de las tasas de interés se ha visto sacudida en los dos años pasados. El déficit y la deuda son importantes, si no hoy, algún día, advierte Smetters.

Para los economistas, el hecho más preocupante es que el enorme costo de los rescates financieros es apenas una gota en el océano.

FUENTE: EIU



Una mujer de compras en un supermercado, a mediados de mes en Madrid. El euro, aunque ha sido un fuerte rival de la moneda estadounidense en años recientes, la zona donde se usa ha sido oficialmente declarada en recesión ■ Foto Ap