

## ECONOMÍA INTERNACIONAL

Nº 474, 2 de Abril de 2009

AL INSTANTE

### Estados Unidos: Las implicancias del nuevo plan de rescate del Presidente Obama

El pasado lunes 23 de Marzo, el gobierno norteamericano anunció un nuevo plan de rescate del sistema financiero. Esta noticia surgió precisamente en el momento en que la nueva administración del Presidente Obama, comenzaba a enfrentar las primeras críticas sobre su manejo económico, principalmente en relación a las anteriores medidas anunciadas para enfrentar la crisis financiera. Tras este nuevo anuncio, que se sustenta en un plan que combina la inversión privada con garantías y recursos públicos, los mercados han reaccionado favorablemente. Esto a pesar de que persisten importantes dudas sobre la real efectividad que pueda tener la nueva propuesta del gobierno.

Por otro lado, y a pesar de que se han visto algunas cifras positivas, persiste en Estados Unidos una gran incertidumbre respecto al actual grado de desarrollo de la crisis

económica. Lo cierto es que aunque los mercados accionarios han mejorado su desempeño, y las ventas de casas han mostrado un repunte en los últimos meses, el deterioro en la actividad industrial y el aumento del desempleo permiten prever que el país aún está muy lejos de poder entrar en una fase de recuperación.

#### LAS MEDIDAS DE LA ADMINISTRACIÓN OBAMA PARA ENFRENTAR LA CRISIS FINANCIERA

Cuando Barack Obama asumió la Presidencia de Estados Unidos en enero recién pasado, las expectativas sobre su gobierno eran altas. Se esperaba que fuese capaz de detener los efectos crecientes de la crisis financiera internacional en los mercados y restituir la confianza en la economía. Sin embargo, el panorama económico del país del norte no sólo enfrentaba problemas

en el sector financiero, sino también importantes desequilibrios fiscales, un desempleo creciente y una fuerte caída en las tasas de inversión. A finales del 2008, el congreso norteamericano había ya aprobado un plan de estímulo fiscal por más de US\$700 mil millones, centrado en un crecimiento de la inversión pública para paliar así los principales problemas sociales que ya estaba generando la crisis financiera. A pesar de esto, Obama había anunciado que apenas asumiera su cargo, lanzaría un nuevo plan fiscal para intentar revertir el complejo escenario económico del país. Esto se concretó a mediados de febrero, con el anuncio de un plan de inversiones a dos años plazo, focalizado en aspectos como la inversión en infraestructura, energías renovables, rebajas de impuestos a la clase media y ayudas sociales a los grupos de la sociedad más afectados por la crisis.

La reacción del mercado a este anuncio fue muy leve, debido principalmente a la poca claridad con que el gobierno hizo público su plan: No estaban claros los plazos de implementación, ni los reales montos involucrados, ni la posibilidad que tendrían esas medidas de mitigar al corto y mediano plazo los problemas del sector financiero. Tal como el anterior plan de Bush, las medidas parecían enfocarse en un mayor gasto público en inversiones e infraestructura, lo que difícilmente podría tener algún efecto en una

crisis que tiene su origen en la restricción del mercado de créditos producto de una desconfianza generalizada. El hecho de que este primer anuncio económico del nuevo gobierno no haya considerado propuestas para mejorar los flujos de crédito en la economía, sembró las dudas sobre la real capacidad que tendría la nueva administración para hacer frente a la crisis financiera internacional.

De esta forma, comenzaron a surgir las primeras críticas a Obama, centradas en su falta de decisión para llevar adelante medidas más audaces que pudiesen impactar realmente en una mejora en la confianza de los mercados. Mientras, los indicadores económicos seguían mostrando los efectos de la crisis. Por ejemplo, los Credit Default Swaps, instrumentos que funcionan como seguros sobre los pagos de intereses de los bonos del gobierno norteamericano, marcaban hasta diciembre pasado cifras entre 0% y 1%.

Sin embargo, en la actualidad estos instrumentos marcan índices entre 6% y 7%, muy por sobre su nivel promedio en los últimos años. Estos Swaps representan una medida de probabilidad de que el gobierno entre en una situación de default a cinco años plazo y son, por lo tanto, una muestra de cómo el riesgo financiero de Estados Unidos ha venido creciendo rápidamente, con el consiguiente problema de que

los flujos de préstamos desde el exterior hacia Norteamérica se podrían reducir fuertemente. Las consecuencias de esto podrían ser gravísimas para un país que en estos momentos depende en gran medida de los flujos de capitales externos que le puedan inyectar liquidez al sistema financiero.

Otro problema asociado a las medidas del gobierno es el abultado déficit fiscal de Estados Unidos. Hace algunos días, el Departamento del Tesoro informó que durante los primeros meses del año fiscal (octubre a diciembre), el déficit en el presupuesto creció en US\$765 mil millones. Esta información contrasta con el los US\$450 mil millones en que aumentó este indicador durante todo el año fiscal anterior. Sólo en febrero recién pasado, el déficit aumentó un 10% más que en el mismo mes del año anterior.

Este problema podría verse agravado aún más por dos factores principales. En primer lugar, la crisis financiera y su impacto en la producción y el consumo, harán que la recaudación tributaria del estado disminuya en forma considerable. Además, la implementación de los planes de estímulo fiscal, tanto del anterior gobierno como del actual, significarán imprimir una mayor presión al gasto público.

En relación a este problema, es importante señalar que la política tributaria que tiene en mente la

administración de Obama es, al menos, contradictoria. Por una parte, ha anunciado que pretende aumentar o sostener sus ingresos a través de mayores impuestos para quienes ganes más de US\$250 mil al año y realizando también subastas de permisos de emisión de carbono.

Sin embargo, Obama ha propuesto reducir los impuestos de forma permanente para el 95% de los trabajadores que se ubican en los quintiles medios e inferiores, además de los ya mencionados incrementos en el gasto público. Una política de este tipo, que combina rebajas tributarias con una política fiscal expansiva, no es sostenible en el tiempo, y el gobierno de Obama deberá ceder en alguno de estos aspectos para evitar un aumento descontrolado de los ya importantes desequilibrios fiscales.

### **EL NUEVO PLAN DE COMPRA DE ACTIVOS TÓXICOS**

A pesar del complejo escenario que enfrenta Estados Unidos, el anuncio de un segundo plan de medidas hecho por el Secretario del Tesoro Timothy Geithner el 23 de Marzo, ha hecho que las perspectivas de estabilización de la economía mejoren considerablemente.

El nuevo plan, centrado principalmente en la reactivación del mercado crediticio, busca liberar a los bancos de los activos tóxicos que

son el resultado de la burbuja inmobiliaria que desató la actual crisis financiera. La buena noticia, es que este nuevo plan no incluye un aumento adicional del gasto fiscal, con lo que se pone freno a las presiones que buscaban esa estrategia como medio para paliar los costos sociales que está teniendo la crisis económica.

De todos modos, el plan considera el uso de unos US\$100 mil millones correspondientes al primer plan de estímulos del gobierno. La idea central, es que los activos sucios de los bancos sean comprados por el gobierno en conjunto con inversionistas privados, quienes serán incentivados a través de subsidios y al asumir el gobierno parte importante del riesgo de estas operaciones. Al combinar fondos públicos con privados, el gasto público podrá servir como un catalizador de la inversión privada, con lo que el uso de estos recursos será más eficiente que en el caso de las medidas tradicionales de política fiscal.

Con este anuncio, el gobierno de Obama ha revivido la idea original del Programa de Ayuda para Activos Tóxicos que se creó en octubre de 2008. En la práctica, dicho fondo, de más de US\$700 mil millones, derivó en un instrumento para la recapitalización de los bancos. Esto, por sí solo, difícilmente podría estabilizar los problemas financieros del mercado, ya que los bancos

mantenían aún muchos activos sucios que hasta ahora han seguido dificultando el flujo de crédito. Esta vez, los inversionistas privados determinarán el precio de compra de los instrumentos financieros, con lo que su valor estará determinado por el mercado y no por el gobierno. Este último habría sido más proclive a pagar precios por sobre los valores reales, con lo que la ayuda fiscal se habría vuelto más ineficiente.

De todos modos, los inversionistas que decidan participar de este programa de compras, tendrán un importante apoyo estatal. El tesoro norteamericano servirá como co-inversionista, la Reserva Federal proveerá de créditos con tasas de interés muy bajas. Además, la Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) otorgará garantías al endeudamiento de los privados.

Es interesante ver, que en momentos en que las empresas están buscando cortar sus niveles de endeudamiento, el gobierno apuesta por este financiamiento externo como la mejor manera de descongelar el mercado de hipotecas. En definitiva, combinando el uso de capital privado y público, el gobierno espera generar un poder de compra superior a US\$ 1 trillón, utilizando para esto entre US\$75 y US\$100 billones del Programa de Ayuda para Activos Tóxicos.

Parece ser que los retornos esperados de la participación en el plan del gobierno serán de cierto atractivo para los inversionistas privados, a pesar de que deberán compartir sus ganancias con el Estado. Por ahora, mientras algunos fondos de inversión se han mostrado interesados en participar en el programa de compras que impulsa el gobierno, otros como los Hedge Funds, se han mantenido cautelosos, sobre todo tras observar la histeria que provocó el caso de los bonos a ejecutivos del American International Group (AIG).

El discurso de la administración Obama se ha orientado en buscar que el mercado confíe en estas nuevas medidas, como forma también de atraer suficientes inversionistas para que el programa de compras cumpla el objetivo que se ha fijado. Sin embargo, es necesario enfatizar que los riesgos políticos del programa son altos, más aun considerando la reticencia que se ha generado en el mundo político norteamericano al otorgamiento de ayudas financieras a empresas privadas.

Los fondos de inversión están al tanto de que su participación en el programa, puede hacer que se vuelvan los próximos blancos de algunos políticos, especialmente si las medidas tienen éxito y se traducen en importantes ganancias para los inversionistas. Además de esto, el mercado espera contar con

más detalles sobre el plan para tomar decisiones de inversión. Por ejemplo, aun no está claro a qué tasa de interés serán puestos en el mercado los préstamos para valores hipotecarios.

Otro elemento a considerar para evaluar este último paquete de medidas, es si efectivamente los bancos estarán dispuestos a vender los activos tóxicos que tienen a su haber. A pesar de que con la ayuda del gobierno, los inversionistas serán capaces de ofrecer precios mayores por los instrumentos que quieran comprar, es posible que los bancos, de todos modos, sean reticentes a vender. Muchos bancos mantienen aun valores a precios muy por sobre su valor real. Por esto, es de esperar que no estén dispuestos a vender estos activos, por los que obtendrían pagos muy por debajo del valor que actualmente tienen. Una posibilidad, es que dentro de las condiciones que impone el gobierno para acudir en ayuda de los bancos, se considere que estos deban vender sus instrumentos financieros sucios, para así obligarlos a sanear su situación financiera. El costo de una medida de este tipo, es que podría aumentar las pérdidas de los bancos, con lo que su recuperación tardaría aún más tiempo en llegar.

Con todo, el nuevo plan no será suficiente para enfrentar el problema de los activos tóxicos. A pesar de que se espere alcanzar cifras cercanas a US\$1 trillón para el

programa de compras, analistas estiman que los bancos arriesgan pérdidas por más del doble de ese valor. Esto, mientras los precios de las viviendas continúen cayendo, las deudas impagas de créditos de consumo continúen acumulándose, y más empresas quiebren como consecuencia de la crisis.

Hay que considerar también, que las posibilidades de que el gobierno norteamericano pueda hacer que el congreso apruebe nuevos fondos disminuyen cada vez más.

Por ahora, se estima que unos US\$608 billones del fondo original de US\$700 billones han sido utilizados en los planes de recapitalización y compra de activos sucios. El problema, es que los fondos restantes difícilmente serán suficientes para continuar con el plan, sobre todo si se consideran las últimas medidas anunciadas por el tesoro. Estados Unidos está, de esta manera, pagando los costos de haber permitido fuertes desequilibrios fiscales en los últimos años.

La falta de control del déficit fiscal durante la anterior administración, reduce fuertemente la capacidad de maniobra del nuevo gobierno para enfrentar el actual escenario económico. Todo esto hace que la presión sobre el secretario del tesoro Timothy Geithner sea muy fuerte. El éxito del

plan es clave para él y para el gobierno, no solo porque de esto depende que reviva la confianza en el mercado financiero, sino también porque un fracaso podría costarle el cargo.

En las últimas semanas las críticas al secretario empezaron a crecer, principalmente en los círculos políticos en Washington. De todos modos, en las próximas semanas se podrá apreciar el acierto que pueda haber tenido Geithner al decidirse por un plan que, a diferencia de países como Inglaterra, está basado en la acción conjunta entre los recursos del estado y los incentivos de fijación de precios del mercado.

## **PROYECCIONES Y CONCLUSIONES**

A pesar de que el panorama económico y financiero en Estados Unidos es todavía muy complejo, en las últimas semanas han aparecido algunas cifras que han sido interpretadas por algunos analistas como los primeros indicadores de que lo peor de la crisis ya ha quedado atrás.

En primer lugar, se ha registrado un aumento en las órdenes de bienes durables, bienes que por su naturaleza requieren que las familias o empresas adquieran financiamiento externo. En una crisis económica, estos son los primeros productos cuya producción se reciente, debido a su mayor precio y

al mencionado financiamiento que necesitan. Por otro lado, en Febrero los permisos para nuevas edificaciones aumentaron por segundo mes consecutivo. Teniendo en consideración que la crisis fue desatada por una burbuja inmobiliaria, es de especial relevancia que se aprecien luces sobre una reactivación en este sector de la economía. Por último, es destacable la mejoría que ha mostrado el mercado accionario en Estados Unidos, particularmente a partir del anuncio del segundo plan de rescate del gobierno. A pesar de estos factores, hay que mantener la cautela al momento de analizar si efectivamente lo peor de la crisis ya ha quedado atrás.

Es sabido que ha aumentado en los últimos meses la venta de casas nuevas en Estados Unidos. Sin embargo, esto no representa a priori un signo de fortalecimiento de la economía, ya que es natural que la gran oferta de viviendas embargadas, a precios muy bajos, incentive a algunos compradores a

adquirir estos inmuebles. Por otro lado, los análisis coinciden en que las cifras que muestra la actividad industrial y las proyecciones de desempleo para el 2009 seguirán siendo negativas para la economía norteamericana, lo que hace pensar que lo peor aun no ha quedado necesariamente atrás.

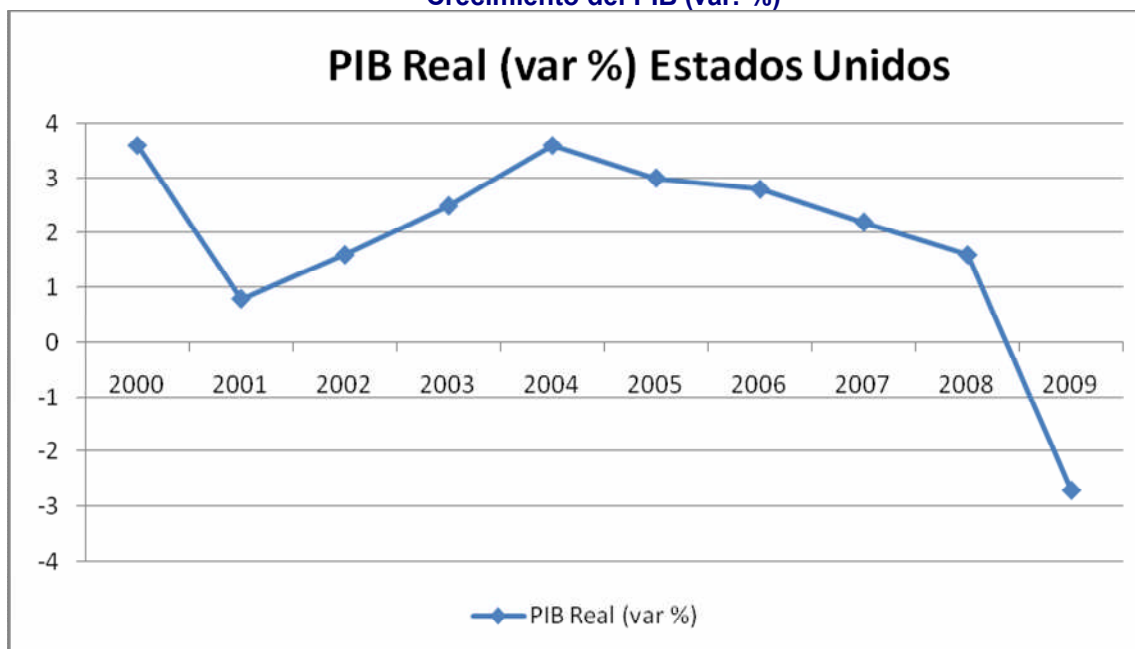
Por último, el plan público-privado del gobierno podría también fracasar. Existe incertidumbre respecto a si los bancos estarán dispuestos a aceptar los precios que se determinen para los activos sucios, y podrían también no presentarse suficientes inversionistas interesados en participar en este nuevo programa. Todos estos factores, hacen que sea aun muy difícil determinar en que etapa de desarrollo de la crisis financiera se encuentra Estados Unidos en la actualidad y por otro lado, se percibe que aún existen sustantivos riesgos financieros y en el área de la economía real, no sólo a nivel de Estados Unidos sino también a nivel global.

**Cuadro N°1**  
**Índices económicos de Estados Unidos**

	2004	2005	2006	2007	2008p	2009p
PIB Real (var %)	3,6	3	2,8	2,2	1,6	-2,7
Demanda Interna (var %)	4,1	3,1	2,8	1,4	-0,2	-2,4
Consumo Privado (var %)	3,6	3,2	3,1	2,8	0,2	-0,8
Inversión (var %)	7,3	6,9	2,4	-3,1	-4,9	-14,9
Balanza comercial (USD Bill)	-669,6	-787,1	-838,3	-819,4	-789,4	-501,5
Exportaciones (USD Bill)	807,5	894,6	1023,1	1148,5	1331,5	1240,2
Importaciones (USD Bill)	1477,1	1681,8	1861,4	1967,9	2120,9	1741,7
Cuenta Corriente (% del PIB)	-5,3	-5,9	-6,0	-5,3	-4,6	-3,3
Inflación (var %)	2,4	2,2	1,9	3,1	3,8	-0,7
Balance Fiscal (% del PIB)	-4,4	-3,3	-2,2	-2,7	-4,1	-4,6

Fuentes: JP Morgan, OECD, FMI.

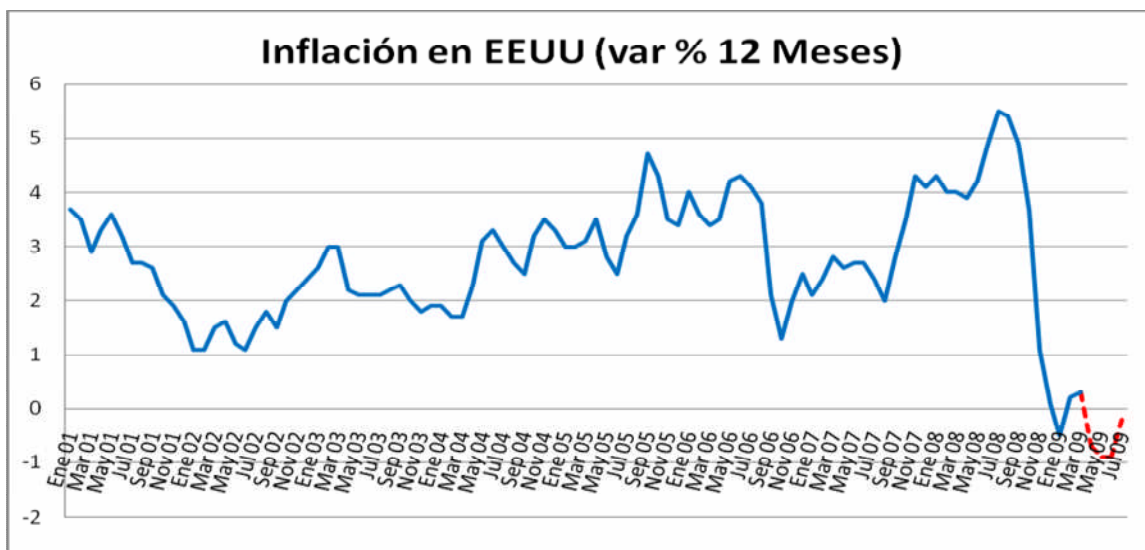
**Gráfico N°1**  
**Crecimiento del PIB (var. %)**



Fuente: FMI, JP Morgan, OECD.



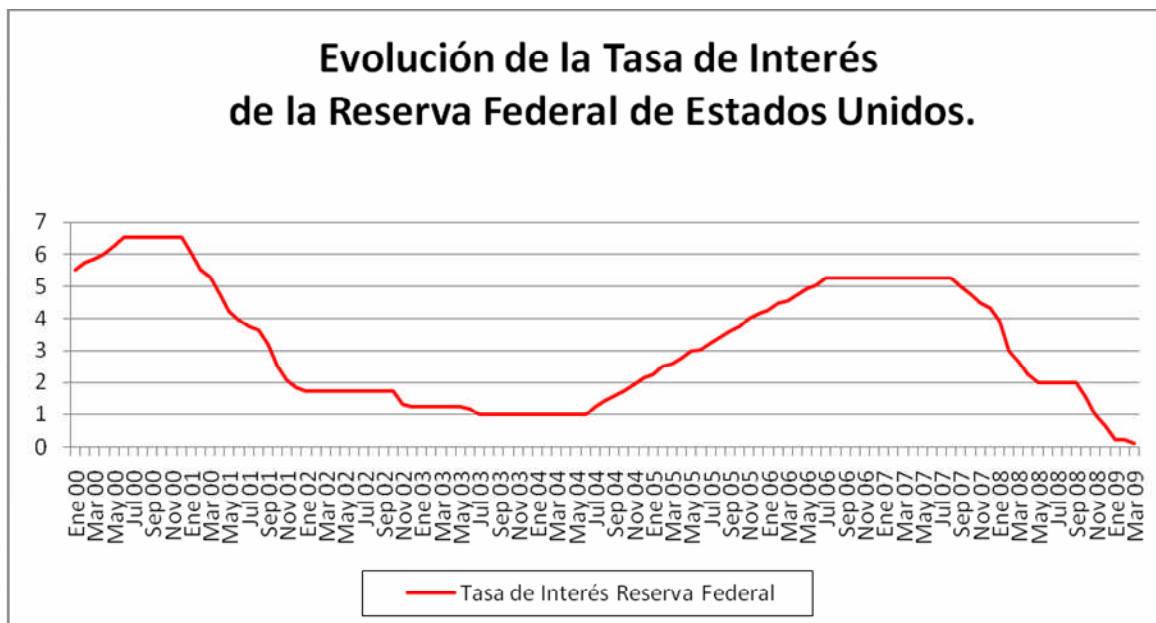
**Gráfico N° 2**  
**Inflación (variación % en 12 meses)**



Fuente: Reserva Federal de Estados Unidos y JP Morgan.

Inflación Histórica —  
Inflación Proyectada - - -

**Gráfico N°**  
**Evolución tasa de Política Monetaria**



Fuente: Reserva Federal de Estados Unidos.

**Cuadro N°2**  
**Proyecciones Tasa de Referencia de Estados Unidos**

	Mar. 09	Jun 09	Dic. 09	Jun 10
Proyección Tasa de Referencia	0-0,25	0-0,25	0-0,25	0-0,25

Fuente: JP Morgan

**Cuadro N°3**  
**Balance del FED**  
**(US\$ Bills.)**

Assets	August 1	August 6	Dec 31	Mar 26	Liabilities	August 1	August 6	Dec 31	Mar 26
	2007	2008	2008	2009		2007	2008	2008	2009
Securities held outright	791	479	496	761	Currency	777	796	853	863
Lent to dealers	6	133	179	93					
Retained	785	346	317	668					
Repurchase agreements	25	111	80	0	Reverse repos	32	43	88	66
Discount window loans	0,2	17	87	63	Deposits and other items				
Primary dealer credit	0 <sup>1</sup>	0	38	20	Banks	17	11	860	822
Term auction credit	0 <sup>1</sup>	150	450	469	US Treasury	5	5	106	56
Gold and SDRs	13	13	13	13	Other liabilities(inc. SFP)	9	6	317	217
Other items (inc. ABCP, fx swaps)	45	131	1.102	747	Capital accounts	34	40	43	49
Total	874	901	2.266	2.073	Total	874	901	2.266	2.073

1. Did not exist at that time.

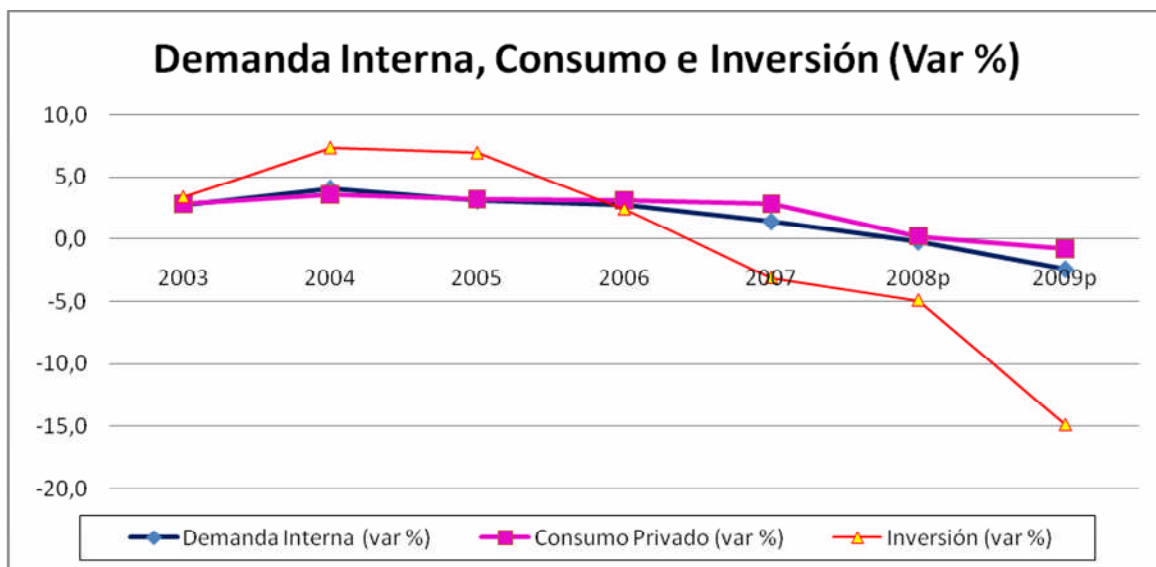
Fuente: Federal Reserve

**Cuadro N°4**  
**Clasificaciones de riesgo**

País	Moody's	S&P
Estados Unidos	Aaa	AAA

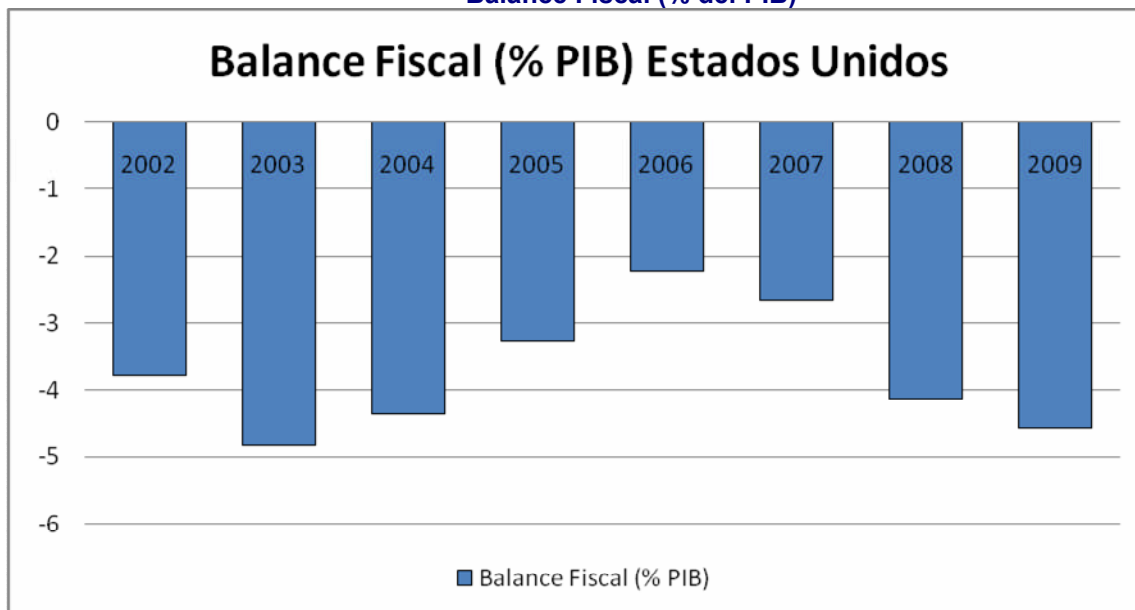
Fuente: JP Morgan

**Gráfico N° 4**  
**Crecimiento de la demanda interna, consumo e inversión (var. %)**



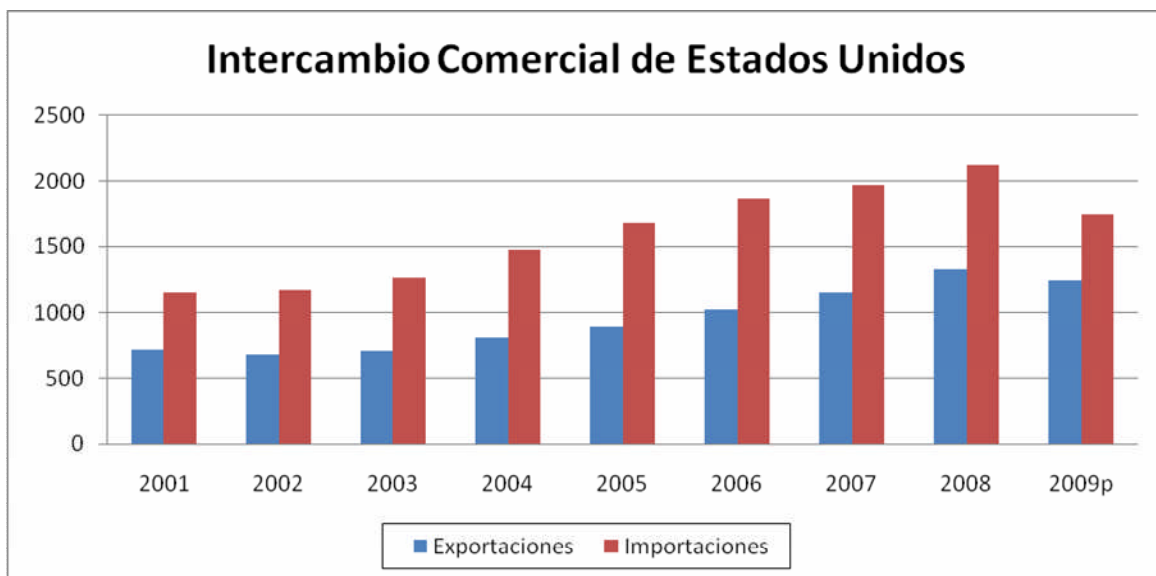
Fuente: JP Morgan, FMI, OECD.

**Gráfico N°5**  
**Balance Fiscal (% del PIB)**



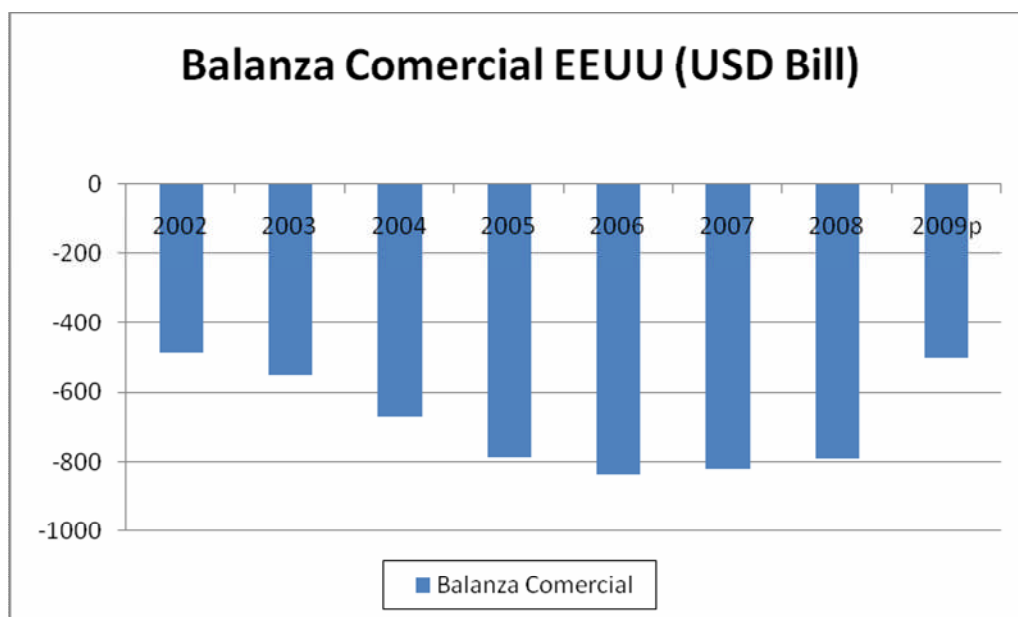
Fuente: FMI, JP Morgan.

**Gráfico N° 6**  
**Intercambio Comercial de Estados Unidos**



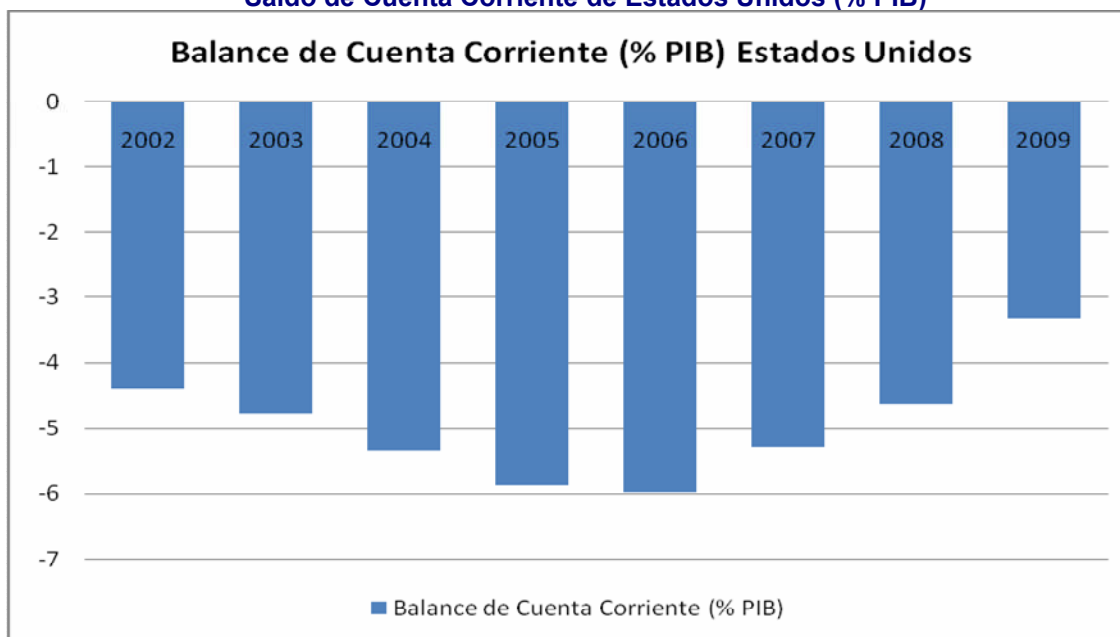
Fuente: JP Morgan

**Gráfico N° 7**  
**Balanza Comercial de Estados Unidos**



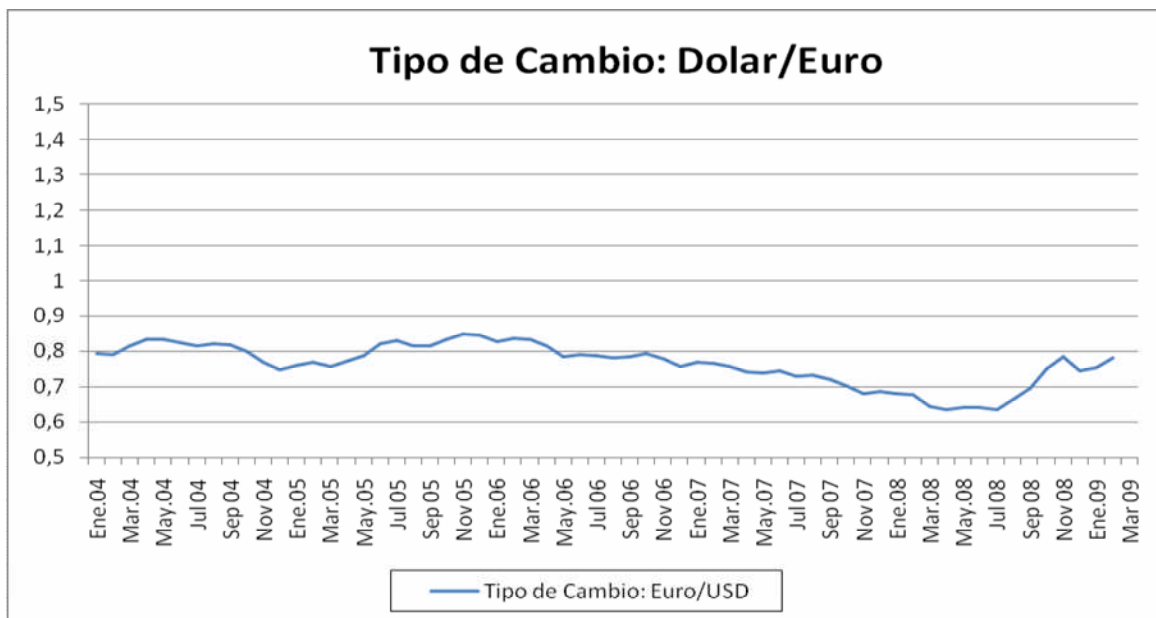
Fuente: JP Morgan

**Gráfico N° 8**  
**Saldo de Cuenta Corriente de Estados Unidos (% PIB)**



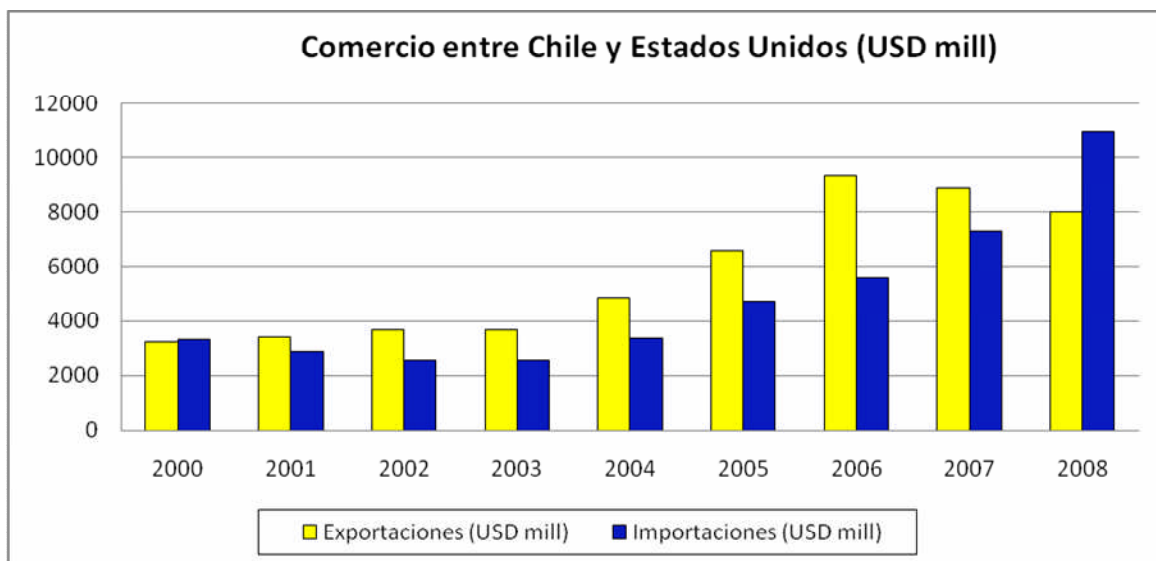
Fuente: IMF, OECD, JP Morgan.

**Gráfico N° 9**  
**Tipo de cambio**  
**Paridad Dólar/Euro (Promedios Mensuales)**



Fuente: Reserva Federal de Estados Unidos.

**Gráfico N°10**  
**Comercio entre Chile y Estados Unidos (millones de USD)**



Fuente: Banco Central de Chile.