



Malolientes



Ese adorable zorrino, Pepé Le Pew, es uno de los personajes de dibujitos animados preferidos de Sue, mi esposa. Hay algo afable, hasta romántico en él cuando busca cortejar a sus compañeras femeninas con un acento francés y promesas de una casa para zorrinos y habitaciones llenas de pequeños Pepés en los años futuros. Es fácil querer a un zorrino, pero sólo en la pantalla, y en la vida real, a una distancia considerable. Yo pienso en el Congreso de esa manera. Cada dos o seis años, se visten y maquillan de manera completa, pretendiendo ser el cambio, jurando corregir lo que no ha sido corregido, prometiendo disciplina en lugar de derroche de gastos e impuestos demasiado bajos y mostrando esfuerzo por equilibrar el presupuesto cuando todos los demás han fallado. ¡Oooh Pepé – Mon Chéri! ¡Pero no les crean, en su lugar tápense la nariz! Oh, me burlo del Congreso. Quizá no tengan rayas negras y blancas ni colas peludas. Quizá sólo sea una bomba de mal olor que el oficial de orden tira cada vez que se reúnen y el martillo cae para señalar el comienzo de los “asuntos del pueblo”. Quizá. Pero de

todas maneras, ciudadanos de Norteamérica, tápense las narices. Todavía no han olido nada.

Hablo por supuesto, del déficit del presupuesto y de la incapacidad

de Washington de reconocer lo ineludible: 75% del presupuesto es no-discrecional y basado en gastos de derechos sociales. Sin atacar los derechos sociales como los Seguros de Salud, Seguro Médico y Seguridad Social, olemos un déficit de \$1 billón hasta donde nos alcanza el olfato. El gasto Federal que era dominado por el gasto de defensa, tiene ahora en estas tres categorías el 44% del total y continúan creciendo en forma constante. Como lo señala el Gráfico 1, luego de excluir los gastos de defensa y del pago de

Falta de Discreción

Gasto Federal por Categoría	División de Gastos Totales	
	2011	Promedio 40 años
Gastos en Derechos Sociales	44%	42%
Defensa	24%	24%
Discrecional No de Defensa	25%	23%
Neto por Pago de Intereses	7%	11%
Total de Gastos Federales	100%	100%

Normal

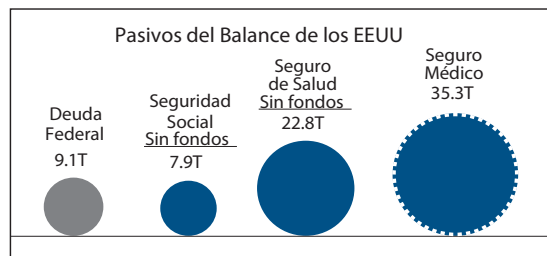
Fuente: Oficina de Administración y Presupuesto de la Casa Blanca, USA Inc.

Gráfico 1

intereses sobre la deuda nacional, los gastos discrecionales en educación, infraestructura, agricultura y vivienda constituyen a lo sumo 25% del presupuesto del gasto federal del año fiscal 2011 de \$4 billones. ¡Pueden eliminarlo todo y todavía tendrían un déficit de casi \$700 mil millones! Así que vamos malolientes; basta del romance y las promesas de Pepé Le Pew. El dinero está en el gasto de derechos sociales y necesitan reformarlo.

Aún así, la situación casi no tiene solución. Observen los datos propios de Tesoro y de los Servicios Humanos y de Salud del valor actual neto de los pasivos por derechos sociales en el Gráfico 2.

Te impregno



Fuente: Breve resumen de los Estados Financieros de los EEUU, USA Inc., Mary Meeker

Gráfico 2

Los 4 círculos, arriba, de pasivos multi-billonarios en dólares son impresionantes respecto a sus implicancias. Recuerden primero que nada que los casi \$65 billones de los pasivos por derechos sociales que se muestran arriba no son un cálculo aproximado del gasto futuro. Son el valor presente neto

del gasto actual si se mantiene la tasa demográfica proyectada (lo que es más importante: es mucho más alto que el IPC anual + 1% utilizado como factor de descuento porque la demanda de servicios de salud se incrementa mucho más rápido que la inflación.) Y mientras algunos Honorables Miembros del Congreso Le Pews rebatirían que el Seguro Médico es asignado en forma anual y por lo tanto no requiere una reserva descontada, esas palabras seguramente contarán como “dulces naderías”, creíbles sólo por aquellos a quienes cortejan cada cierta cantidad de años para las elecciones. La increíble realidad es que la deuda federal de \$9.1 billones que constituye el círculo que le sigue al más pequeño en nuestro gráfico es nada comparado con los círculos de Seguros Médico y de Salud sin financiamiento previo. Es como comparar a Plutón con Saturno y Júpiter. El primero (la deuda actual del Tesoro de \$9.1 billones) no amerita siquiera la categoría de planeta en nuestro sistema solar de pasivos futuros descontados. Es en realidad sólo un gran asteroide.

Considérenlo de otra manera y nuestra nefasta situación se torna igualmente reveladora. Supongamos que los \$65 billones de los pasivos de derechos sociales estuvieran completamente financiados en una “caja de seguridad”, en forma similar a la manera en que se

imagina falsamente que está la Seguridad Social. Tan sólo supónganlo. Y digamos que el costo de ese financiamiento (deuda del Tesoro) fuera el mismo IPC + 1% que fue utilizado en primer lugar para producir el valor presente descontado y que se muestra aquí arriba. De hecho, esa no es una mala estimación de las tasas promedio de toda la deuda del Tesoro. De ser así, entonces el gasto por intereses sobre los \$75 billones del total de la deuda sería igual a \$2.6 billones, bastante cerca del nivel actual del gasto en derechos sociales de Seguridad Social, Seguro de Salud y Seguro Médico. ¿Cuánto pagamos hoy de intereses? Alrededor de \$250 mil millones. ¡Nuestra cuenta anual por la “caja de seguridad” se incrementaría en \$2.35 billones y nuestro déficit estaría cerca del 15% del PIB! La conclusión simple es esta: A menos que quieran reducir drásticamente el gasto en derechos sociales o, Dios no permita, subir los impuestos, entonces Pepé, tienes un problema bien difícil y maloliente.

Congresos anteriores (y Gobiernos) se han basado en la presunción de que podemos salir de esta onerosa carga de deuda vía crecimiento. Quizá podríamos, si fuera sólo de \$9.1 billones, como lo muestra el Gráfico 2. Eso sería 65% del PIB y bien dentro del rango razonable para una carga de deuda soberana. Sin embargo, esa no es la realidad. Como

lo han mostrado mucho mejor y por mucho más tiempo que yo otros, como Pete Peterson del Blackstone Group y Mary Meeker, la verdadera pero no registrada deuda del Tesoro de los EEUU, no es de \$9.1 billones, ni siquiera de \$11-12 billones cuando se incorporan los pasivos de las Agencias y de los Préstamos a Estudiantes, ¡sino de \$65 billones más! ¡Este país parece tener una carga de deuda no registrada y fuera del balance cercana al 500% del PIB! Estamos superando a los Griegos en su propio juego, querido lector.

Si así fuera, y si los EEUU fuesen una corporación, entonces probablemente tendría un valor de activos neto negativo de \$35-40 billones una vez que nuestros “activos” fueran sumados adecuadamente, como lo señaló Mary Meeker y refrendaron luminarias como Paul Volcker y Michael Bloomberg en un artículo reciente titulado “USA Inc.” Por más aproximado y subjetivo que fuera ese número, nadie le prestaría a dicha corporación. Porque si esa compañía tuviera una imprenta como la de los EEUU con un sello de aprobación oficial de “moneda de reserva” estampado en cada billete de dólar, ese prestador/ahorrista tendría que saber que **la única salida del dilema, sin un recorte muy grande de los derechos sociales, es el default en una (o una combinación) de cuatro maneras: 1) directamente vía un incumplimiento contractual – casi**

impensable, 2) subrepticamente vía una inflación acelerada e inesperadamente alta – probable pero con un impacto no significativo, 3) engañosamente vía un dólar en declive – que tiene lugar actualmente justo debajo de nuestras narices, y 4) furtivamente vía tasas de fondeo y tasas de bonos del Tesoro mucho más bajas que los niveles históricos – pagándoles a los ahorristas menos por su dinero y esperando que no se quejen.

Si estuviera sentado frente al Congreso, a una distancia olfativa segura, y dando testimonio de nuestra crisis de endeudamiento, diría concisamente algo como esto:

“Estoy aquí sentado frente a ustedes como representante de un administrador de activos de \$1.2 billones, históricamente orientado a los bonos, que ha estado vendiendo bonos del Tesoro porque tienen poco valor dentro del contexto de un endeudamiento total de \$75 billones.

A menos que el gasto en derechos sociales sea reformado substancialmente, creo altamente probable que este país hará default de su deuda; no de manera convencional sino robando de los bolsillos de los ahorristas vía una combinación de políticas menos observables pero históricamente verificables,

inflación, devaluación de la moneda y tasas de interés reales bajas o negativas. Nuestros clientes, que son sindicatos, ciudades, fondos de pensión de los EEUU y globales, así como ciudadanos de Main Street, no quieren que les den mal el vuelto ni que les roben de los bolsillos. Corresponde, por lo tanto, para preservar la integridad del mercado de bonos del Tesoro de los EEUU junto con sus tasas de interés globales favorables y para promover una economía Norteamericana estable, que se reduzca el gasto en derechos sociales y que se discutan los pasivos futuros en términos de la contención del gasto de Seguro de Salud y de Seguridad Social. Deben atacar los derechos sociales y hacer de ‘deuda’ una palabra de cinco letras.”

Gracias, y así como Pepé Le Pew, por qué no intentan cambiar sus rayas o por lo menos pretender ser un gato que habla francés. El olor en estas cámaras es demasiado familiar y un zorrino necesita toda la ayuda posible.

William H. Gross
Director Ejecutivo

IO Podcast...

Para descargar el **IO Podcast** de Bill Gross, consulte pimco.com o [iTunes.com](https://itunes.apple.com).

Facebook...

Manténgase actualizado sobre PIMCO a través de **Facebook**. Busque “PIMCO”.

twitter...

Manténgase en contacto con PIMCO. Busque “PIMCO”.

Kindle...

Este IO ya está disponible. Busque ‘PIMCO’.

El rendimiento pasado no es garantía ni es un indicador confiable de resultados futuros. Este material contiene la opinión actual del autor pero no necesariamente la del Grupo PIMCO y dichas opiniones están sujetas a cambios sin previo aviso. Este artículo fue distribuido con fines exclusivamente informativos. Los pronósticos, los cálculos y cierta información contenida en dicho artículo se basan en investigaciones propias y protegidas y no deben considerarse como un consejo o recomendación de inversión en ningún título valor, estrategia o producto en particular. La información aquí contenida fue obtenida de fuentes confiables pero que no pueden de ninguna manera ser garantizadas. Está prohibida la reproducción de este artículo, en parte o en su totalidad, de ninguna forma y tampoco puede hacerse referencia al mismo en ninguna otra publicación, sin la autorización escrita expresa de Pacific Investment Management Company LLC. ©2011, PIMCO.

PIMCO

840 Newport Center Drive
Newport Beach, CA 92660
949.720.6000

pimco.com