

ESTADOS UNIDOS: INSOLVENCIA

Y LIQUIDEZ EN LA CRISIS

Alejandro Nadal

Los asesores de George W. Bush le han explicado muchas veces la crisis, pero dicen que él no entiende. El jueves pasado, a pregunta expresa en conferencia de prensa en la Casa Blanca, el brillante estadista dijo que la culpa la tenían los deudores que firmaron hipotecas sin saber lo que estaban haciendo. La solución está en un programa de alfabetización financiera, concluyó el señor Bush. En momentos en los que cientos de miles (quizás hasta un millón) de personas están perdiendo sus casas, esas palabras son un nuevo estándar de estupidez en el país que nos ha dado American Idol.

También afirmó que sus asesores le habían informado que se había inyectado liquidez suficiente en el sistema financiero para que "los mercados hicieran sus correcciones". Parece que sus asesores tienen una visión bien limitada de la naturaleza y alcance de la crisis.

¿Por qué hay tanta basura financiera bajo la forma de hipotecas de mala calidad (subprime) en el mercado? Esa basura financiera, surgida del sector inmobiliario, nace con la expansión de liquidez en los años 90, parte de la herencia que dejó Greenspan. Lo importante es que muchas de estas operaciones fueron de mala fe por el lado de los acreedores: sabían perfectamente que las nuevas hipotecas serían impagables y que podrían adueñarse más adelante de las garantías para rematarlas. Mientras la Fed eliminaba alegremente regulaciones para el sector bancario y financiero, los tiburones buscaban víctimas en el mercado hipotecario de los créditos subprime entre 1996-2005.

Pero, ¿se trata de una crisis de liquidez o de insolvencia? Si es lo primero, el problema es de mala coordinación entre pagos y cobranzas, y eso se resuelve con cierta facilidad. En cambio, el problema de insolvencia es más complicado porque detrás de él asoma su cabeza el feo monstruo de las bancarrotas. Sus implicaciones macroeconómicas pueden ser devastadoras.

Los contratos hipotecarios pueden venderse en mercados secundarios y por eso han sido objeto de un intenso proceso de bursatilización. Pero al surgir temores de insolvencia, esos títulos sólo pudieron seguir refinanciándose a tasas de descuento muy elevadas. Por fin, este mes las ventas se frenaron. Hoy muchos grandes bancos estadounidenses se encuentran nadando en un mar de títulos

derivados anclados en mala calidad crediticia (irrecuperables). Al no poder refinanciarse, esos títulos deben ser incluidos en sus hojas de balance, lo que implica pérdidas. La ironía es que la Reserva Federal ha mantenido una posición laxa frente a las necesidades de reservas bancarias y hoy se le revierte todo el proceso y se ve obligada a inyectar liquidez. Este estado de cosas no va a cambiar sino hasta que resucite el segmento hipotecario del mercado financiero.

Normalmente los bancos realizan operaciones de refinanciamiento de sus deudas de corto plazo. Eso es estándar. Pero ahora las tasas para realizar esas operaciones se han elevado desorbitadamente, lo que es un indicador de los niveles de alarma que imperan en el mercado. Las ramificaciones son extraordinarias. En Europa, por ejemplo, los bancos han estado comprando títulos estadounidenses respaldados por activos que han perdido valor de manera brutal. Por eso, el día de la conferencia de prensa de Bush, el Banco Central Europeo (BCE) inyectó 130 mil millones de dólares en los mercados financieros, respondiendo a la repentina falta de fondos para refinar operaciones. Para dar una idea de la magnitud del problema, este monto es superior al inyectado al día siguiente de los atentados en el World Trade Center el 9/11.

Estudios en la Universidad de Nueva York han demostrado que en los últimos años los niveles promedio de insolvencia han estado por debajo de los niveles históricos en Estados Unidos y las economías de los países ricos. En esa nación la tasa de insolvencia en 2006 fue de 0.6 por ciento, muy por debajo del nivel histórico de 3 por ciento. Pero eso no es necesariamente un indicador de que las cosas andan bien en el mundo corporativo. Parte de la explicación es que las corporaciones han tenido acceso a liquidez proveniente de prestamistas no convencionales, como los fondos de cobertura y riesgo (los infames hedge funds). Hoy esos recursos no están disponibles y las tasas de insolvencia y bancarrota pueden regresar a sus niveles históricos normales. Eso podría estar acompañado de una larga recesión en Estados Unidos.

¿Qué efectos puede tener la inyección de liquidez hecha por los bancos centrales frente a la crisis? Si el problema fuera sólo de liquidez, esas medidas podrían tener cierta lógica. Pero desgraciadamente el diagnóstico se acerca más a un cuadro de insolvencia. En este contexto, la inyección de liquidez puede provocar un incendio mayor. De todos modos aumenta el riesgo moral, pues es un premio a los especuladores ("aquí hay más plata para que puedan seguir haciendo sus fechorías"). Al final, lo único que se logra es posponer el ajuste. Bajo estas condiciones, el aterrizaje no será suave y las repercusiones serán muy graves.