

72 CONVENCION BANCARIA

ASOCIACION DE BANCOS DE MEXICO

“México ante la crisis”

Hotel Princess

Versión estenográfica

Acapulco, Gro., 20 de Marzo de 2009.

MESA REDONDA

TEMA: “EL FUTURO DE LA ECONOMÍA INTERNACIONAL Y DE LOS MERCADOS EMERGENTES”



SR. RAGHURAM RAJAN

**Asesor Económico del Primer Ministro de la India y Ex Economista
en Jefe del Fondo Monetario Internacional**

- **MAESTRO DE CEREMONIAS:** Sin mayor preámbulo, vamos directamente con el Moderador de esta Mesa Redonda, Jorge Castañeda.

- **LIC. JORGE CASTAÑEDA GUTMAN:** Primero, le daría la palabra, unos 20 minutos aproximadamente, al doctor Rajan, ex Economista en Jefe del Fondo Monetario Internacional, y asesor del Primer Ministro de la Industria.

Doctor, Rajan, por favor.



- **DR. RAGHURAM RAJAN:** Muchísimas gracias. Yo tengo una presentación de algún tipo, que voy a pedirles que la pongan, por favor. Pero antes que nada, Secretario Carstens, Greenspan; damas y caballeros, es un gran placer para mí estar aquí en estos maravillosos entornos, ojalá que el tema que estuviéramos discutiendo fuera un poco menos obscuro.

Pero lo que sí quisiera decirles es que veo que el tema de mi plática, donde vamos a estar trabajando, es que yo no creo que esta crisis refleje un exceso de consumo de los países industriales, en lo absoluto, sino que habla de las necesidades, de la economía, incluye los efectos del ambiente, etcétera.

Tenemos que orientar el consumo hacia los países más pobres. Esta crisis nos ofrece una gran oportunidad para una reorientación, para la que la demanda empiece a aumentar en algunos de los mercados emergentes, y que se aleje de las estrategias de exportación.

Y si los mercados emergentes, como México o como China, pueden reorientar la estrategia de negocios en estos próximos años, entonces va a haber mucha demanda, desde el punto de vista doméstico y en otros mercados emergentes, para que los países vuelvan a ser fuertes.

Creo que el mensaje que debemos de tomar de esta crisis es que tenemos que empezar en vez de ver al Norte, hay que ver al Sur; hay que empezar a ver las soluciones de la crisis hacia el Sur.

Con este preámbulo lo que quisiera yo mencionar es que hay varios temas: los orígenes de la crisis, rápidamente, qué es lo que está pasando ahora, cuáles son las respuestas que estamos viendo en el mundo, cuáles son los escenarios de la recuperación.

Finalmente, en muchas maneras esta crisis es una consecuencia de crisis pasadas. Nosotros tuvimos la crisis de los mercados emergentes en los 90's; si en los mercados emergentes se creara rectitud, decidieran con más cuidado para construir reservas para las exportaciones, y cuando eso se acompañó por la crisis del mundo, creó muchos ahorros en los mercados emergentes, que después se exportarán, países como: Alemania, Japón, contribuyeron a los ahorros que se tuvieron que observar en el mundo.

Inicialmente se absorbieron por países industriales y después eso llevó a un exceso de inversión, los ahorros se tuvieron que reorientar hacia otros lados, en donde se fueron al sector de la vivienda, como el Reino Unido, Estados Unidos e Irlanda.

Ahora, lo que fue externadamente beneficioso, cuando menos durante un buen rato, fue la manera en como los ahorros se absorbieron, y el sector financiero en Estado Unidos jugó un papel muy importante: en corto plazo prestaron en Arizona, y por cada dólar o por cada 100 dólares de crédito emitieron 80 dólares de bienes respaldados por activos, y los Bancos en Europa con estos valores, respaldados por activos, estuvieron seguros y se mantuvieron estos bonos con respaldos de propiedad.

Entonces, tuvimos ahorros, pero con el tiempo la calidad de las hipotecas que se estaban haciendo se fueron deteriorando con el tiempo y mucho riesgo se mantuvo en la administración de los bancos.

La pregunta que mucha gente nos hace hoy en día es: por qué los Bancos retuvieron tanto riesgo en sus balances; entonces, por qué mantuvieron las salchichas en el propio refrigerador en vez de venderlas, era la pregunta. La respuesta es: porque había un aumento de incentivos en el Sistema Financiero.

Desde muchos puntos de vista, lo que estaba pasando es que está tipificado por AIG. Los sistemas financieros estaban suscribiendo seguros que iba a pagar de una u otra manera.

Desafortunadamente el Sistema Financiero no mantuvo reservas para algunos casos de peligro, y estaba usando toda la prima como utilidad y no estaban reservándolo, y lo pagaban como dividendos. El Sistema Financiero cada vez se estaba descapitalizando, y finalmente en el caso de AIG, fueron los bonos asegurados, y como resultado no tenían dinero para pagar.

Hay una pregunta muy importante que se tiene que hacer: “¿Qué pasó con los administradores del riesgo para empezar, dónde estaban?” Y la respuesta es que sí estaban ahí, que estaban trabajando muy duro para apalancar la toma de riesgo, pero si tienes un Director que te presiona por utilidades y por otro lado, has obtenido grandes utilidades en los últimos trimestres; si tienes un administrador de riesgo, si estás equivocado con el riesgo durante 10 trimestres seguidos, vas a escuchar al corredor de bolsa en vez de escuchar al administrador de riesgo, porque el corredor de voz ya tiene mayores utilidades que te previene tomar más riesgo.

El mercado quería financiar deuda a corto plazo, desde el punto de vista de las condiciones financieras, si van a continuar igual; entonces, la gente se protegía con deuda a corto plazo y el mercado requirió que se mantuviera capital, porque no se tenían tantas pérdidas, y esto se debió deber soportado por las políticas.

Finalmente, esto llegó al final, sabemos cómo la historia acabó. Nosotros tuvimos a Lehman y muchos Bancos que se fueron a la banca rota, y una de las cosas que ven es con la misión de acciones por activos.

Y si preguntamos, ¿el Sistema Bancario en Estados Unidos emitió demasiados préstamos? No, ese no fue el problema, el problema es que las acciones exportadoras por activos para poder tener el mismo crédito, el Sistema Bancario tiene que permitir prestar más de lo que está prestando, y no lo va a hacer.

Los Bancos no desean sustituir los riesgos de crédito, como lo estamos viendo al entrar en esta recesión. Muchos están preocupados por su propia liquidez, muchos están preocupados de que van a tener acceso y no quieren cerrar su liquidez a los préstamos a corto plazo, quieren a largo plazo, y quieren préstamos a corto plazo.

Pero Bancos que están sanos, incluyendo los fondos privados, están esperando a un lado, están esperando para ver si el Sistema se estabiliza, y ahí es en

donde la inestabilidad crece y causa su propio problema, porque finalmente una gran cantidad de fondos, dicen que si hay un Banco muy importante que tiene problemas, va a hacer que haya más problemas.

Y en este momento, cuando podemos obtener..., hasta que no tengamos una estabilidad la gente no va a prestar y no van a comprar muchas de estas acciones respaldadas por activos, y va a haber resistencia para los Bancos que están con estas acciones respaldadas por activos para venderlas.

El Sistema está congelado hasta que sepa que el Sistema se vaya a limpiar. Y podemos ver esto en el libor, que es bastante alto o en los Bancos, que también son bastantes altos.

Entonces, la respuesta a más crédito, rápidamente ha sido porque en años recientes la respuesta ha sido cortar las tasas de interés.

En este momento las tasas de interés están permitiendo no podemos obtener un aumento de préstamo a casa, no podemos obtener préstamo de autos. La gente está extremadamente siendo cauta, y no está comprando hasta que vea que hay una mayor estabilidad. Entonces, los precios de las casas han caído enormemente a 4.5 veces, de 6.5 veces que estaban inflados. Entonces, estos problemas están inhibiendo el consumo, los mercados laborales que la gente está hablando, de 11 ó 12 por ciento de desempleo al final de esta crisis, también está empezando a verse; va a haber falta de crédito, va a haber falta de consumo. Y entonces, aunque lleva 10 empujes por bajos precios de los energéticos, en resumen lo que tenemos es que los ahorros en casas se han caído, porque es difícil saber qué es lo que está pasando porque no entendemos y este proceso de ahorro se fue a cero y sabemos que fue debido a la inestabilidad.

No sabemos si se va a ir a cinco, se va a ir a 8, se va a ir a 9, pero es muy importante para entender, cómo la economía estadounidense se va a recuperar, porque el consumo es centrar el crecimiento en Estados Unidos.

¿De dónde viene el crecimiento? No viene de Europa; Europa está en una de las peores situaciones, y peor que los Estados Unidos. En parte, las economías orientadas como Alemania han caído y en áreas donde tenían gastos enormes por vivienda y también tienen problemas en el sector financiero y pensamos que va a tomar más tiempo, porque la mayor parte de Europa está basada en Bancos y ahí es donde está la mayor parte de los problemas.

Japón también tiene problemas, ha tenido problemas de consumo, inversión y colapso en las importaciones; Japón se está dando cuenta del costo de basarse en excesivamente en la economía mundial, en vez de en sus propias fuentes de consumo.

Lo que podemos ver son algunas de las caídas dramáticas en el crecimiento del PIB, en el último trimestre son para las economías que están expuestas al sector económico, hacia las exportaciones, hacia otros países.

Corea por ejemplo también tuvo una caída del 20 por ciento. Todas estas son caídas dramáticas, y la respuesta puede basarse en los mercados emergentes, sí pero no inmediatamente. Algunos de los mercados emergentes tienen sus propios problemas, los exportadores, como ustedes saben, incluyendo a México tienen problemas y en muchas maneras, no sólo están orientadas hacia la exportación, sino que también están reemplazando.

Si nosotros tomamos China e India juntos, como mencionó el Gobernador Ortiz, este reemplazo va a ocurrir al mediano plazo, pero no al largo plazo. Más problemáticas son países que van a depender en financiamiento externo, países que estén exportando mucho. Podemos aquí el Spreads en los mercados emergentes, ha caído dramáticamente.

Ha habido un paro en todo el mundo; México lo sufrió, India lo sufrió, y desde muchos puntos de vista lo que hace es que hace áreas claves, como la inversión. Va a haber una reducción en el interés por el riesgo y hay fuentes en países donde hay remesas o en países como Europa podemos ver que hay descuadres.

Hay respuestas en el mundo, sí, pero si esta recesión persiste, entonces es importante que los G-20 establezcan, o pongan más dinero para los mercados emergentes; pero lo que no tienen problemas en los mercados emergentes es en préstamos. Ellos están bastante equilibrados, ellos sufren menos, como las Filipinas, Indonesia, India; son países que sufren menos, porque tienen más balance entre la oferta y la demanda de préstamos.

¿De dónde vienen las soluciones? Las soluciones van a resolverse, porque Estados Unidos demanda el financiamiento, más que Europa, por ejemplo, y por eso la tolerancia al desempleo es más limitada. Por eso Estados Unidos, desde el punto de vista de Estados Unidos, y el FED quieren poner un paro y

eso es lo que se requiere para resolver esto, y nos beneficiamos, porque aunque los mercados emergentes han tenido crisis, y Estados Unidos tiene problemas, el dinero entra.

Estados Unidos tiene dinero para fondear y para que se gaste, y para poder resolver los problemas y hacer este rescate. El rescate va a venir de Estados Unidos para tratar de hacer lo que requiera y lo que se requiera para reemplazar el crédito que el sistema está limitando.

De las iniciativas fiscales siento que están un poco atrasados de lo que debieran estar, se están enfocando en problemas a mediano plazo, pero los problemas más serios es salir de la recesión en este momento, en los problemas a mediano plazo no son tan importantes.

El sector financiero tiene que encontrar la solución y el problema es que la administración en Estados Unidos no ha dado un plan creíble y está atado por la controversia política, por los bonos a los seguros y el sector de vivienda tiene que salir adelante.

La política fiscal y la preocupación real es que tenemos grandes prioridades, pero muchas de ellas son a mediano plazo y muchos esfuerzos políticos se van a dedicar cuando se requieren, hay demasiadas proyecciones y hasta cierto Estados Unidos va a tener un problema fiscal pronto.

Nosotros vemos la caída del PIB al final de esta crisis.

Para otros mercados, ¿qué es lo que se tiene que hacer? Ya lo sabemos, tenemos que ejecutar las cosas. La falta de ejecución es parte del problema. El problema variablemente es que hay dinero que se sale de los Bancos, de los fondos de cobertura, y eso es muy controversial.

En este momento no hay apetito para más dinero que se vaya al sistema bancario por parte de los contribuyentes, y como resultado estamos atorados en una controversia política en Estados Unidos. Tiene que ser la prioridad número uno de la Administración, para que haya un rescate financiero.

Si ven los precios de la vivienda ya cayeron como van a seguir cayendo hasta el 2011. Yo siento que el sector de vivienda va a llegar al punto más bajo y para ayudarles van a requerir un solo imitador de crédito, escenarios posibles.

Los mercados parecen estar esperando una recuperación y el ajuste va a llegar al final, los mercados comerciales van a recuperarse, los mercados mundiales están empezando a operar, los incentivos de estímulos están mejorando.

Y, bueno, siento que mi perspectiva es bastante optimista. Yo siento que mientras vamos a detener la desaceleración, pero va a tomar tiempo para el sector de vivienda, para reconstruir su balance.

El Gobierno de Estados Unidos va a tomar mucho tiempo para poner la casa en orden y va a haber pérdidas de doubles dígitos. Yo creo que vamos a tener una recesión en forma de U, que va a durar un par de años por lo menos. Y creo que el desconocido es la vivienda en Estados Unidos, cualquier predicción de resultados en vivienda va a depender de cómo se van a comportar los préstamos a vivienda, y este conocimiento limitado, pero yo creo que va a tomar tiempo el recuperar la confianza, estamos hablando para que el 2010 y finales para empezar a ver alguna señal de recuperación, 2011 también.

Y no podemos subestimar la posibilidad de que debido a la lucha política dentro de Estados Unidos y en otros países debido al proteccionismo vamos a obtener algo que dure más tiempo y sea más profundo o que vamos a tener una rescisión o una depresión más severa. Pero la evidencia del pasado nos sugiere que en promedio las crisis bancarias hacen que el desempleo suba un 7 por ciento.

Si nosotros le añadimos ese 5 por ciento con el que empezamos, Estados Unidos debe de pasar al 12 por ciento que sugiere algo que dura hasta el 2010 o hasta el 2011.

Pero quiero acabar con tres preocupaciones a mediano plazo: uno, que nos alejemos de la globalización. Los países con déficit se están viendo afectados, no hemos resuelto los problemas de la globalización, podemos confiar continuamente en los Estados Unidos presionando a la demanda y qué va a pasar.

Desafortunadamente no es claro que muchos países van a querer tomar la carga de la demanda y por eso exhorto a los mercados emergentes a ver internamente, a ver entonces a otros para ver que finalmente van a ser más estables.

Y también siento que vamos a ver más restricciones en la inversión e inversiones transfronterizas. Qué es lo que está pasando en el resto de Europa. Los bancos en el oeste no están prestando, los bancos en el este de Europa sí están prestando, entonces va a haber una reducción en la exportación entre los países.

Los países van a tener que reunirse para detener estos movimientos proteccionistas. Requerimos más discusiones entre los diferentes países porque si no vamos a tener un problema muy serio de falta de globalización.

El segundo, la inflación. Ciertamente esta inflación, va a haber una deflación en el corto plazo y a mediano plazo, siento que vamos a tener una inflación más alta y no tanto por lo que los Bancos Centrales están haciendo. Siento que esta liquidez se puede detener.

Yo siento que si están invirtiendo en áreas importantes como Energía, nosotros tenemos que requerir más regulación, tenemos que reducir la competencia entre las fronteras y que haya menor expansión de gobiernos con déficit fiscal de la inflación desde el punto de vista del suministro, porque en el costo va a ser muy alto; desde el punto de la credibilidad es importante. Tenemos que eliminar una deuda de los gobiernos para que no se infle la inflación.

Y en tercer lugar, los cambios políticos son importantes, va a haber menos apoyo de los Gobiernos, va a haber más deseo de tener mano de obra organizada. Y es lo que está pasando en Estados Unidos, con las reglas que se tienen en los sindicatos. Esto permite a los sindicatos el establecer apoyo a los sindicatos. Y eso es bueno porque produce gran flexibilidad que existe en la economía estadounidense.

Pero más deseo a mayor competencia. Yo siento que en este tipo de ambiente ser grande es importante, porque eso nos da cierta rentabilidad y margen, y en este tipo de ambiente es difícil de retar a la competencia. La innovación y el crecimiento son importantes, y van a estar un poco limitados de acuerdo con las tendencias.

Quien va a salir victorioso aquellos que tengan países con gobiernos fuertes para poder apoyar a los sistemas de producción hacia donde va la demanda, de tal modo para capturar a los mercados.

Siento que los países en donde la clase media va a estar bien posicionada va a haber menos conflicto, y claro, hay países que empezaron con deuda gubernamental limitada, van a salir victoriosos.

Para concluir, siento que esta crisis nos ofrece un reforzamiento de plata porque permite crecimientos y jugamos bien las cartas, va a ser posible como un resultado de esta crisis.

Nosotros pudiéramos tener una economía o una arquitectura económica más igualitaria y vamos a regresar a lo básico en la economía para poder financiar el crecimiento en la inversión y para poder crear valores respaldados por activos y así vamos a salir adelante.

Y ahí quisiera yo detenerme.

- **MODERADOR:** Tengo una pregunta: ¿Usted cree que va a sobrevivir en su cargo el Secretario de Hacienda de los Estados Unidos, por supuesto? Cree en la supervivencia del Secretario de Hacienda en las próximas semanas o meses, dada la cantidad de ataques al que ha estado sujeto y la importancia del que no lo vayan a despedir. ¿Usted cree que lo van a despedir?

- **SR. RAGHURAM RAJAN:** Yo creo que el Secretario de Finanzas está en una situación muy difícil y parte del problema es porque él viene del régimen anterior, no se puede distanciar del régimen anterior, del Gobierno anterior.

El Secretario de Finanzas en Estados Unidos está en una postura muy difícil, el Congreso ha demostrado su enojo hacia disímbolos de los problemas son difíciles de entender por el público. No se puede distanciar esto de manera eficaz, y él ataca los Bancos, porque tiene que trabajar con ellos.

Entonces, está en una postura muy difícil, exacerbada por el hecho de que no se le está dando suficiente personal o suficientemente rápido a través de este proceso de confirmación; y el proceso de confirmación es muy difícil.

Entonces, yo siento que la administración en Estados Unidos, el tesoro y todo lo que se tiene que hacer, es que tiene gente muy inteligente, pero el problema real es cómo hacemos que el Congreso entienda que necesitamos más dinero

para hacer este trabajo y hacerlo bien, y no es dinero que va a recuperar Estados Unidos y el mundo, una vez que el Sistema se componga. Desafortunadamente el ambiente político en Estados Unidos se está empeorando cada vez, y es el momento de que el Presidente Obama hable y sugiera que debe la prioridad número uno del Congreso es aprobar estos préstamos para que el Sistema vuelva a funcionar.

DR. GUILLERMO ORTIZ MARTÍNEZ
Gobernador del Banco de México

- **MODERADOR:** Entonces, le daría ahora la palabra a Guillermo Ortiz.



- **DR. GUILLERMO ORTIZ MARTÍNEZ:** Quizá tome incluso menos tiempo. Quizá ustedes no lo saben, pero Raghuram Rajan en el año 2005, me acuerdo en Jackson Hold, dio una exposición que provocó una gran controversia; si mal no recuerdo, el tema principal de su exposición es que el modelo de distribución de riesgo, el modelo de manejo de riesgos que estaba siguiendo el Sistema Financiero Internacional, particularmente la aparición de un “Sharo Banking System”, de un Sistema Bancario Paralelo, en lugar de dispersar los riesgos, los estaba concentrando.

Y el tema era un tema de inventivos, los acababa de mencionar Raghuram, que el diseño de la compensación con la que se le pagaba, porque ya las cosas están cambiando, a altos directivos, a los traders, a las gentes que estaban en las mesas, etcétera, era tal que distorsionaba el manejo y la toma de riesgos, que todo estaba enfocado al corto plazo. El incentivo era obviamente colocar

productos, muchos de ellos tóxicos, muchos de ellos difíciles de entender, pero que devengaban comisiones jugosas en un principio.

Esta intervención resultó polémica en aquel momento, pero lamentablemente Raghuram predijo en buena medida correctamente lo que iba a ocurrir con el Sistema Financiero más tarde. Y esto tiene que ver un poco con una pregunta que quisiera yo hacerle a Alan Greenspan, que por cierto me da mucho gusto compartir este Foro con él; hemos coincidido en muchos foros y hemos sido colegas por muchos años.

En las muchas reuniones que tuvimos, por ejemplo en Basilea, se hablaba de un paradigma nuevo en el Sistema Financiero, en el sentido de que un Sistema Financiero desregulado, un Sistema Financiero que había sido capaz de soportar los problemas del 11 de septiembre, la burbuja del “dot-com”, los problemas de “welcome, Enron”, etcétera; era un sistema financiero tan amplio que no solamente podía asignar directamente los recursos, sino también manejar los riesgos,

Este sistema estaba soportado institucionalmente por elementos, como agencias calificadoras, disciplina de mercado, etcétera. Y este Sistema, según este paradigma, era capaz de manejar los desbalances globales, era tan grande, era capaz de manejar los desbalances globales para lograr un aterrizaje más o menos suave de la economía mundial.

Entonces, la pregunta para Alan, yo creo que este paradigma era más o menos compartido por mucha gente y ciertamente muchos lo conocen como un paradigma “greenspiano” Entonces, la pregunta es, ¿qué fue lo que falló? “¿Por qué este paradigma no resultó como muchos pensábamos que podía ocurrir?

Segundo punto, desde luego también controvertido, y es un punto de discusión ahora en los círculos monetarios y financieros, es el tema de las burbujas; o sea, qué hacer cuando hay una burbuja en los mercados de activos. Una de las respuestas famosas que dio Alan a esta pregunta, si había que hacer algo respecto de la aparición de burbujas, ya sea en los mercados: mercado de valores, en el mercado hipotecario, etcétera, era si la política monetaria debería de actuar para poder desinflar esta burbuja antes de que reventara.

Y esta polémica continúa. Yo quisiera, no sé si Alan ha cambiado su punto de vista respecto del tema en los últimos tiempos, o sigue pensando que... Bueno, en primer lugar, es muy difícil identificar una burbuja; y, en segundo lugar, los

instrumentos de política monetaria no son los apropiados para enfrentar el tema de las burbujas; y dado lo que ha pasado, toda esta discusión seguramente va a revivir.

Finalmente, me referiría a un tema que tocó Raghuram, y es el hecho sorprendente de que la Administración actual en los Estados Unidos no haya procedido con más celeridad a arreglar el problema del sector financiero.

Creo que las personas que están encargadas de la parte económica en Estados Unidos tienen amplia experiencia en el manejo de crisis económicas, no propias, pero sí ajenas. Yo creo que el diagnóstico está claro, yo creo que en las gráficas que vimos hace rato, pienso que es absolutamente prioritario para poder lograr un piso en esta crisis económica, arreglar definitivamente el tema del sector financiero en los países industrializados, en Estados Unidos y en Europa.

Lo que sorprende es que en Estados Unidos han procedido con mucha lentitud, y parece que van en dos caminos separados: por una parte, se están haciendo pruebas a los Bancos, a los llamados "TTT", que son pruebas de esfuerzo para juzgar si el capital de los Bancos es o no suficiente; y, por otro lado, aparentemente va el tema de la compra de activos.

Aquí el tema es, y creo que lo sugirió Raghu, probablemente es un tema político, digamos, el costo del rescate aunque no necesariamente signifique una pérdida final para el público, para los que pagan impuestos en Estados Unidos, involucran probablemente cantidades enormes; y mientras más pasa el tiempo para solucionar esto, creo que se vuelve más caro, fue el más difícil. Eso lo hemos aprendido ciertamente de la crisis financiera de Mexicana, pero también de otras crisis financieras.

Entonces, la pregunta que uno se hace, siempre es bueno, qué está pasando, por qué es que todo este proceso se está alargando como estamos viendo y por qué no se toman las medidas que son claramente obvias e indispensables para arreglar de una sola vez el problema. Gracias.

DR. AGUSTÍN CARSTENS CARSTENS
Secretario de Hacienda y Crédito Público

- **MODERADOR:** No sé si quizás dejáramos la intervención del Presidente Greenspan, las respuestas a tus preguntas, Guillermo si estás de acuerdo.

- **ALAN GREENSPAN:** ... que Guillermo me estaba presentando. Realmente hice las preguntas que voy a cubrir en mi presentación, pero el señor Carstens va a hablar y después yo voy a permitir, después de que el señor Agustín Carstens hable, le prometo, señor Ortiz, le voy a contestar. Pero hay muchas que no me sé las respuestas, así que le voy a contestar a las que sí tenga respuesta y que sí me las sepa.



- **DR. AGUSTÍN CARSTENS CARSTENS:** Quiero agradecer a la ABM por haberme invitado a participar en este panel con gentes tan distinguidas, con Alan Greenspan y con Raghuram Rajan, que además fue mi colega en el Fondo Monetario Internacional y que ahora tiene la fortuna de dar clases en la Universidad de Chicago que fue mi alma Mater.

Entonces, eso me gratifica mucho.

Yo voy a tratar de alguna manera a apegarme en mis comentarios al título del panel, que es el Futuro de la Economía Internacional de los Mercados Emergentes. Voy a hacer un cierto número de puntos, relacionados a los mercados emergentes, porque creo que son los más importantes, obviamente para países como México.

El punto de partida indudablemente debe ser la naturaleza de la crisis. Como dije en mi primera intervención en esta Convención, éste es un problema global que requiere una solución global, que además es una crisis que se ha generado en países industrializados y que se ha venido desperdigando al resto del mundo.

Entonces, empecemos por la parte de los países industrializados. Obviamente no voy a dar una presentación con el grado de detalle que la hizo Raghunath Rajan, una gran presentación. Yo me trataría, por decir así, de destilar mucho más la causa, y apuntar simplemente que el núcleo de problema es un gran sobre endeudamiento en las familias de los Estados Unidos, principalmente pero también en otros países industrializados que generó una gran crisis bancaria, que por lo mismo fue resultado de una falla catastrófica de los sistemas de regulación y supervisión financiera, que esa crisis financiera ha llevado a una gran recesión y que todo esto se está llevando en el entorno de grandes desequilibrios macroeconómicos a nivel global.

Hace también, también Guillermo nos remitió a los años de 2005, etcétera, ahí también cuando Raghunath todavía estaba en el Fondo Monetario su principal tarea era explicar esos grandes desequilibrios macroeconómicos y hacer sugerencias de cómo se podían atender, cosa que no sucedió y cosa que esos grandes desequilibrios, sobre todo cuenta corriente en Estados Unidos, grandes operarios de cuenta corriente en países emergentes de medio oriente, creando una gran liquidez internacional, creó el caldo de cultivo, por decirlo así, para que la chispa que se generó a través de la crisis financiera en Estados Unidos, prendiera un gran fuego, por decirlo así, en todo el mundo.

En este sentido, los mercados en emergentes no están en la primera línea, no somos protagonistas inmediatos, pero la realidad es que las sondas de gran temblor o las olas de gran tsunami ya nos están llegando.

Realmente eso nos ha puesto en una situación en la cual nos tenemos que defender de estas presiones, estas fuerzas que nos están llegando del exterior, y además debemos estar muy pendientes de que también si nosotros no

administramos esta situación de manera adecuada, podrían generarse debilidades a nuestra estructura económica y un problema importado se podría volver en un problema ya de mucho más contenido nacional, por decirlo así.

Por eso no sólo es muy importante que en el exterior, los países del exterior respondan oportunamente a la crisis, sino que también los países emergentes incluidos México, estén tomando las medidas adecuadas de manera oportuna.

Ya se ha mencionado, hay tres canales principales de transmisión, de la crisis industrial, de países industrializados a los países emergentes, sería el canal financiero, el canal del sector real y un canal que tiene que ver un poco con los procesos anteriores, pero valdría la pena ponerle su propio apartado, que es el de el colapso en la confianza.

Quizá empezando por esto último, el colapso de Leem & Brothers destruyó la confianza en el proceso de intermediación financiera internacional, y eso ha hecho que además de la contracción de capital que ya venía por la crisis bancaria en Estados Unidos, que hubiera grandes flujos de capitales, un repliegue de capitales en el mundo, buscando refugio sobre todo en títulos del Gobierno de los Estados Unidos, un “fly to quality” muy perverso que incluso ha generado una de las grandes paradojas para mí de este período.

Y es que la moneda del país que ahorita está llevando a cabo una política fiscal muy expansiva, que va a generar grandes déficits fiscales en los próximos años, que lleva a cabo una política monetaria, extremadamente expansiva, que tiene un sistema bancario prácticamente crisis que no está creciendo, que su divisa se esté apreciando. Para mí esa es una gran paradoja y sólo me lo explico por este refugio a los títulos de Estados Unidos, que al fin del día reconoce una fuerza intrínseca en Estados Unidos y que obviamente nos da esperanza a que esta crisis se reponga.

Y apunto esto porque este canal de transmisión se puede revertir rápidamente, sí la confianza sobre el proceso de intermediación se puede reestablecer.

Realmente desde el punto de vista financiero, los canales a los países emergentes es la disminución y las disponibilidades de capital, la manifestación más obvia dada que casi los países emergentes quizá con la excepción de los países del este europeo tenían una situación favorable de deuda externa y de marco macroeconómico, la manifestación ha sido express muy altos y falta de disponibilidad de financiamiento para las corporaciones y para el comercio, y eso a su vez ha tenido un impacto sobre el sector real.

También, repito, lo que ya mencioné en mi intervención al inicio de esta Convención, que fue el hecho de que se está dando un gran efecto de desplazamiento, un “crowd out” mayúsculo de los países industrializados a los países emergentes y en desarrollo.

El simple hecho de que Estados Unidos con Europa tengan que pedir prestado este año 6 trillones de dólares va a reducir muchísimo la disponibilidad de capitales hacia los países emergentes.

Obviamente también está el canal del sector real al caer la demanda al haber una recesión en Estados Unidos y en otros países industriales, eso baja el nivel de demanda por nuestros productos; y hay otras manifestaciones como la caída de las remesas, turismo en México que viene a afectar aún más este canal de transmisión, y que también está afectando de diferentes maneras a diferentes países emergentes y quizá con mucho más severidad a países de América Latina.

¿Qué hacer ante esta circunstancia? Bueno, los países industriales que se han concentrado yo creo que correctamente en tres grandes tipos de política: uno, tratar de reestablecer la confianza en sistema bancario, en gran medida tratando de mejorar los balances de las instituciones a través de compras de activos, a través de capitalización, etcétera.

En este sentido, y lo han dicho lo que han platicado antes que yo, la velocidad es parte de la solución, es parte de la esencia, todos quisiéramos que se vieran mucho más resultados más rápido.

Sin embargo, eso no ha sucedido y va a ser difícil que suceda por una razón que nosotros lo vivimos aquí en México, que la solución de una crisis bancaria a la postre se vuelve en un problema técnico sino un problema político. ¿Por qué? Porque las crisis bancarias generan una gran pérdida que se tiene que absorber por la sociedad y como se reparten esas pérdidas representan un problema político de gran magnitud.

Aceptar un aumento en la deuda pública de 10, 15, 20 por ciento del PIB, por ejemplo, si se hace a través de construir carreteras, construir trenes, etcétera, es entendible, pero asumir 15 a 20 por ciento más a una deuda pública simplemente para respaldar a los ahorradores y al sistema bancario políticamente es muy difícil de hacerlo transitar.

Eventualmente siempre la razón prevalece, pero eso no quita que se vuelva un problema que le añade un grado de dificultad a estos procesos y que precisamente es la dificultad que está viviendo el Secretario Gaitner, y que por ejemplo Guillermo Ortiz pasó por esas y que obviamente sorteó el reto de manera muy exitosa, pero yo creo que nosotros tenemos en carne propia la experiencia de lo que está pasando en Estados Unidos.

Realmente el tema, las otras políticas que están llevando a cabo son políticas fiscales expansionistas. Yo creo que esa parte está bien. Los países están haciéndolo de la mejor manera posible, de la manera coordinada de los países industriales.

Ahí no tienen tanto límite porque tienen acceso al capital. El punto es que eventualmente más temprano que tarde van a tener que también establecer estrategias de salida; es decir, cómo van a volver a meter en orden a la política fiscal, de tal manera que no se vuelva un problema de mediano y largo plazo.

Y, por otro lado, yo creo que los países industriales y, sobre todo, en Estados Unidos han usado de manera muy eficaz, muy ágil, muy creativa el balance de los Bancos Centrales para proveer liquidez y facilitar el problema del sistema bancario.

Es esto suficiente. Yo sí pienso que se tiene que acelerar la solución del problema bancario, se debe de continuar con el impulso fiscal y monetario; y, por otro lado, también se tiene que tener mucha prudencia en lo que se vaya a hacer en los aspectos regulatorios del sistema financiero internacional.

A mí no me cabe duda que en el mediano plazo se van a tener que abordar varios problemas; como por ejemplo, cómo poner más requisitos de liquidez a las instituciones financieras, cómo poner más énfasis en el capital de las instituciones financieras, cómo hacer más transparentes los balances de muchas entidades, cómo ampliar el perímetro regulatorio, sobre todo, en cuanto al manejo del riesgo crediticio que tenemos hoy en día. Es claro de esta crisis que hay muchos intermediarios que manejan riesgo crediticio que están fuera del perímetro regulatorio y eso ha sido fuente de muchos dolores de cabeza.

Creo que es importante que se metan medidas contracíclicas en la misma regulación.

Ahora, también hay que estar conscientes, y eso también lo hemos aprendido, países como México que hemos pasado por estos breves de crisis financieras, que en el corto plazo para ayudar a salir al sistema financiero de la crisis se tiene que tener bastante, por decir así, concesiones regulatorias. Se tiene que dar una tregua regulatoria porque también si de manera inmediata se quiere montar todo un andamiaje muy pesado de regulaciones adicionales, simplemente la recuperación del sistema va a ser mucho más difícil.

Ahora, ¿cómo pueden actuar los países emergentes? Y un poco siguiendo las acciones o tomando como referencia las acciones tomadas por países industrializados. Yo creo que en muchas se pueden tomar los países emergentes, pero también tenemos límites más inmediatos.

En términos de la política fiscal, muchos países emergentes hemos mejorado mucho, el marco fiscal eso nos da un cierto espacio, pero es un espacio mucho más limitado que países emergentes.

Repito la misma disponibilidad de capital y la disponibilidad de recursos para endeudamiento, lo hacen mucho más limitante.

Por otro lado, hay ciertos grados de libertad en materia de política monetaria, y estoy hablando de países emergentes, no del Banco de México, nada más para que quede claro, respeto a la autonomía del Banco Central, pero por otro lado, también hay límites en la política monetaria, porque la recesión del tiempo de cambio eventualmente en un régimen de flotación, puede tener consecuencias inflacionarias.

Por lo mismo, creo que igual que en lo fiscal, se puede usar este instrumento, pero se tiene que usar con prudencia.

Por otro lado se tiene el limitante de capital, ahí el gran llamado que hemos hecho nosotros es que los organismos financieros internacionales, por decirlo así, se pongan las pilas y aumenten la disponibilidad de recursos para países y flexibilicen sus productos.

Eso hemos venido abogando, México en los principales foros internacionales, lo vamos a seguir haciendo en el G-20, y eso puede emparejar en una cierta magnitud el terreno, después de este gran fenómeno de desplazamiento de los países emergentes en los mercados capitales internacionales.

La suma de todo esto es importante, pero si realmente queremos lograr el resultado que decía Raghuram, en cuanto a que los países deben y pueden salir más fortalecidos de esta crisis, yo reitero que lo que es indispensable es que se continúe con las reformas estructurales, y eso se aplica para países como México, con países como Brasil, con países como Colombia, incluso para países como China, y realmente esta es una oportunidad para fortalecer estructuralmente a estos países, y que cuando empiecen a revertirse estas tendencias recesivas, tengan una mayor capacidad de retomar sendas de crecimiento mucho más acelerado y más sostenibles que en el pasado.

Entonces, yo con esto termino mi intervención.

- **MODERADOR:** Antes de darle la palabra al Presidente Greenspan, y para permitir el mayor número de preguntas después de su intervención al Presidente Greenspan, tanto por el público como por parte de los demás panelistas, yo tenía sólo una pregunta, tanto para Guillermo Ortiz como para Agustín Carstens.

Tengo la impresión que por lo menos en esto sí están de acuerdo, la responsabilidad o la carga para salir de la crisis sí recae principalmente en Estados Unidos. Dos, que probablemente sea Estados Unidos quien salga primero de la crisis. Pero tres, y ésta sería mi pregunta: ¿si creen que Estados Unidos saldrá relativamente más fuerte frente al resto del mundo de la crisis o relativamente más débil. Raghuram decía que tenemos que trabajar para un orden financiero internacional más igualitario. Vamos hacia eso, no si deseamos que llegue, pero vamos hacia eso o más bien piensan ustedes, cada uno de ustedes que Estados Unidos puede salir incluso, paradójicamente más fuerte de esta crisis en relación al resto del mundo que donde se encuentra ahora.

No sé si Guillermo primero y después Agustín, pero estoy seguro que se pueden poner de acuerdo. (Risas)

- **DR. GUILLERMO ORTIZ MARTÍNEZ:** Ciertamente el epicentro de la crisis fueron los Estados Unidos. Como mencioné anteriormente y también lo hizo Agustín, creo que fue una falla masiva de todos los participantes en el sector financiero de las Instituciones, de las agencias calificadoras, de los reguladores, el sistema de incentivos, estaba totalmente tergiversado y creo que conforme

transcurrió el tiempo, después de un muy mal diagnóstico, como lo mencioné en mi intervención inicial, creo que las autoridades en Estados Unidos han venido respondiendo, en la parte monetaria, ahora sí que están con tasas muy cercanas a cero, y en fechas recientes hemos hecho todo tipo de operaciones para reavivar la operación de los mercados financieros. La más reciente de ellas fue la compra de títulos gubernamentales, hasta por 300 mil millones de dólares.

Son acciones sin precedentes. El balance del Banco Central, el balance del FED se ha más que duplicado en unos cuantos meses y es probable que si se cumplen todos los programas que están hoy en marcha, se quintuple el balance del FED, respecto de la posición que tenían en el mes de septiembre.

Esta dosis de estímulo monetario, junto con el estímulo fiscal tan fuerte que está en la tubería. A mí me hacen pensar que Estados Unidos probablemente sea de los países industrializados, el que más rápido salga de la crisis. Creo que Europa ha reaccionado de manera más lenta en todos sentidos, y hay una controversia trasatlántica respecto del tema de estímulos fiscales, hay una actitud más conservadora en Europa; creo también que los europeos han sido más lentos en transparentar el estado real de sus sistemas bancarios y en ese sentido yo creo que Estados Unidos va a salir primero.

¿Saldrá más fortalecido? No sé. Ciertamente la posición de los hogares va a ser más sostenible, está aumentando el ahorro en las gráficas que presentó Raghuram, hace rato vimos cómo está aumentando el ahorro de las familias, y eventualmente también tiene que darse un proceso de reconstitución de la riqueza.

Creo que las pérdidas masivas asociadas a la caída en el precio de las casas, pero sobre todo de la Bolsa de Valores, se va a revertir en alguna medida y esto debe de reconstituir aunque sea parcialmente la riqueza de los consumidores, de los hogares americanos, que en mi opinión finamente y creo que también lo mencionó Raghurem, van a constituir el principal mecanismo, el principal elemento de dinamismo de consumo a nivel mundial; sin embargo, yo creo que es fundamental reorientar nuestras políticas, nuestras estrategias, enfocarnos más al tema del mercado interno, realizar las Reformas estructurales, como mencionaba Agustín.

Dado este panorama, la parte positiva es que México probablemente va a salir adelante más rápidamente que otros países en desarrollo.

- **DR. AGUSTÍN CARSTENS CARSTENS:** Bueno, yo suscribo plenamente lo que acaba de decir Guillermo, incluso suscribo plenamente las acciones que el día de hoy tomó acertadamente el Banco de México. (Risas).

Y yo nada más haría énfasis en un punto, que ciertamente comentó Guillermo, y es el tema del ahorro. Yo sí creo que si Estados Unidos logra establecer una buena estrategia de salida del estímulo fiscal, con el proceso de aumento en el ahorro del sector privado sí se podría reducir una vulnerabilidad estructural que tenía Estados Unidos, que era precisamente poco ahorro y mucho gasto.

Yo pienso que esa falla estructural en gran medida está detrás de todo este colapso, y yo pienso que en la medida en que se logre un mejor balance entre ahorro y gasto en Estados Unidos, le dará más fortaleza, y yo sí pienso que puede ser la primera economía grande que resurja de esta crisis.

Gracias.

ALAN GREENSPAN

Ex Presidente e la Reserva Federal de Estados Unidos



- **ALAN GREENSPAN:** Tengo que decir que realmente extraño estar con ustedes y tener este tipo de discusiones. Han sido ya demasiados años en que no hemos tenido este tipo de Foros, y quisiera yo pararme en el pódium para dar mi presentación, si me lo permiten.

Han surgido muchas preguntas en estas diferentes discusiones, y estoy seguro que vamos a resolverlas y vamos a contestarlas, yo lo voy a hacer al regresar al Foro, pero lo que quiero hacer primero es lo que percibo como hablar de este periodo tan extraordinario que hemos estado experimentando y tratar de poner algunos marcos conceptuales, especialmente alrededor de verlo desde el punto de vista de Estados Unidos.

Debido a los mercados tan competitivos en estos últimos cuatro años, el Producto Interno Bruto creció cuatro meses, cientos de millones de personas se elevaron de la pobreza a cada vez más poder disfrutar el bienestar material de lo que antes era un monopolio de aquellos, nosotros y otros que estaban en el mundo desarrollados.

En agosto del 2007 este vehículo de progreso sufrió, y en septiembre del 2008, después de la caída de Lehman Brothers se quedó en un paro absoluto; el motor necesita que se le cambie o necesita aceite; el capitalismo falló o solamente necesita una afinación.

El capitalismo del mercado libre ha vivido en generaciones al emerger de una batalla de ideas, es un paradigma muy eficaz, y la historia ha producido un retorno importante, y que periódicamente ha tenido burbujas y colapsos económicos devastadores que han difundido la miseria.

Podemos tener el beneficio de mercados competitivos abiertos, sin periodos terribles, yo creo que sí se puede, pero la evidencia está contra nosotros; la naturaleza humana aparentemente tiene una prioridad hacia euforia seguida por miedo; y nosotros debiéramos de poder reducir la virulencia de las burbujas que la siguen. Las burbujas requieren periodos prolongados de prosperidad, de deuda, inflación y bajas tasas de interés a largo plazo.

Qué ironía de la política económica que he visto en estos últimos años, es que los banqueros centrales que han tenido éxito al resolver la inflación en periodos de crecimiento, expusieron a sus economías a burbujas especuladoras, y las burbujas no llegan en épocas de inflación o en economía sin éxito; las burbujas nos surgen en la antigua Unión Soviética.

La historia también nos ha demostrado que el riesgo de la vivienda puede persistir durante años. Tuvimos problemas en 1996, pero la burbuja de 0.6 se sigue inflando, entonces 6 años más.

De manera similar explicamos en la reunión del Comité Federal, y dije: “Es difícil escapar la conclusión de que nuestro boom Residencial y deuda hipotecaria no puede continuar de manera indefinida si el futuro, la burbuja residencial continua o sigue inflándose hasta el 2006”

Y ha sido realmente un problema de juzgar cuándo el riesgo tiene un precio demasiado bajo, pero el saber cuándo va a iniciar la crisis no está a nuestro alcance. Las crisis financieras las definimos por discontinuidad acelerada de los precios de los activos, pero eso requiere que la crisis no sea anticipada por los participantes del mercado, porque si no el arbitraje financiero es importante, es como al principio: se esperaba que la siguiente crisis se iba a disparar por el déficit de cuenta corriente de Estados Unidos, evitando un colapso del dólar estadounidense.

El dólar tuvo presiones muy serias, las tasas de intercambio de dólar de 1 a 10, en primavera del 2003, hasta 230 en el 2004, hicieron que el dólar dispare la siguiente crisis, y en mi análisis fue el exceso de bursatilización de las hipotecas del Suprime que establecieron esta crisis de solvencia.

A menudo digo, dado el precio del riesgo y no la buratilización, hubiera sido algún otro tipo de problema en el mercado, que hubiera causado estos precios.

No dudo que los Bancos Centrales pueden eliminar cualquier burbuja, pero a menos de que la política monetaria lastime la actividad económica e impida el crecimiento, el abortar las burbujas va a fallar, parecería ser que caigan las burbujas, es un intercambio, los mercados de ahora son un buen ejemplo. La participación de eventos y entonces nunca podemos hacer este caso en tiempos reales (**FALLAS DE AUDIO**) que hace que haya condiciones de especulación y que se construyan por sí mismas, que buscan áreas de apalancamiento.

Los activos llegaron a obligaciones de deuda colaterrizados y después a acciones respaldadas por activos. Y esto va a crear nuevas avenidas y excesos hasta que cayó el precio de los hogares.

¿Qué causó que colapsara el precio de la vivienda? Pues la realidad, un evento, los choques en los mercados porque contradijo el punto de vista inteligente de cómo el mundo económico y financiero debía de funcionar. La incertidumbre enorme induce a un retiro dramático por parte de los segmentos de la comunidad financiera.

Desde que los mercados consolidados quieren retirarse y quiere decir ventas netas y precios bajos de bienes, servicios y activos, yo siempre he argumentado que nosotros podemos separar y modelar las etapas de euforia del ciclo económico y la etapa del miedo. Los parámetros resultan ser bastante distintos, pero nunca hemos podido modelar la transición de la euforia al miedo, porque por su naturaleza probabilística yo no me pregunto, pero si los rendimientos de los bancos, de la regulación de los bancos es más del 10 por ciento, la relación de activos a capital que ha prevalecido en los Estados Unidos durante las últimas décadas, la probabilidad de burbujas destructivas puede reducirse. Y algunos argumentarían al costo de alguna caída en las tasas de retorno promedio.

Y parecería que es una preocupación razonable, pero en mis años, en la reserva federal y a menudo señalaba estudios del FED que indicaban que una relación de capital banco tendía a estar asociada con una tasa de retorno mayor sobre el capital debido a costos de fondos más bajos. Y estos estudios nos ayudan a saber qué se requieren mayores requerimientos de capital.

Yo sé que algunos PRED de riesgos actuales sugieren que los mercados actuales requieren 13 ó 14 por ciento de capital, de índice de capitalización, más que el 10, antes de que los Bancos puedan una vez más volver a prestar. Y también creo que las relaciones comparables son bastante generales en todo el mundo.

Y antes de ir más allá en qué tipos de nuevas estructuras regulatorias se requieren en los sectores privados y públicos, tenemos que ver la manera para restaurar nuestro sistema que se rompió de intermediación financiera. Tenemos que restaurar el sistema bancario estadounidense, su requerimiento clave para el equilibrio mundial. El tesoro de Estados Unidos compró 250 mil millones de activos preferentes de bancos comerciales en Estados Unidos bajo el TARP, el Programa de Rescate de Activos en Problema 2, y tuvo éxito en reducir los riesgos de la insolvencia en los bancos; pero empezando a mediados de enero del 2009, sin más inversiones del tesoro de Estados Unidos, la mejora se quedó parada en la restauración de otros préstamos van a requerir una infusión de capital mayor de fuentes públicas y privadas, el análisis de los balances generales requieren por parte de las reservas una pérdida potencial de por lo menos trillones de dólares de activos de bancos comerciales a valores en libros originales.

A finales del 2008, aproximadamente 500 mil millones se han castigado dejando otros 500 mil millones por ser reconocidos, pero el fondeo de estos 500 mil millones no se va a ser suficiente para regresar al préstamo normal. Si los bancos requieren, como yo sospecho, 3 ó 4 más puntos porcentuales de colchón en sus relaciones de capital activos, parecería ser que se requiere más apoyo. Algo de esto se reabastece hoy en día al incrementar los flujos de efectivo, el resultado de márgenes de utilidad muy altos, como yo voy a hacerles notar ahora.

Hay precios de capital que pueden generar una parte más importante de estos requerimientos. Seguimos teniendo un agujero enorme por llenar créditos del Tesoro de los Estados Unidos, y debido a los problemas de Lehman Brothers, el sistema financiero en el corazón de la economía global se detuvo. Los bancos tuvieron miedo de su propia solvencia, todos dejaron de prestar y emitieron bonos y papel comercial y otro tipo de productos financieros se detuvieron, el financiamiento y la actividad financiera se quedó en un alto.

Si hubiera habido una pregunta de que ahora vivimos en un ambiente económico y financiero global, esto demostró por la velocidad de que en un par de semanas se paró todo.

La producción y manufactura global cayó y sigue cayendo terriblemente. Durante unos meses, después de agosto de 2007, y de los problemas de agosto de 2007, la crisis fue totalmente financiera en ese momento, pero el sector no financiero, los flujos de efectivo y los balances estaban bien, y yo me acuerdo que no tenían problemas. Pero el contagio de la crisis financiera llegó a la industria y a la producción, y los precios de las acciones se fueron hacia abajo inmediatamente de un año hasta la crisis de Lehman, pérdidas globales y capital de 16 billones de dólares se duplicaron después de la caída de Lehman, y nos llevaron pérdidas globales a casi 35 billones y una reducción muy seria y se duplicó el nivel de apalancamiento corporativo.

Añadido a todo ello, mucho dinero se perdió en capital en casas y pérdidas en acciones corporativas y no corporativas que hicieron que la pérdida de capital cayera a 4 billones de dólares, dos tercios del PIB en el mundo.

Las pérdidas combinadas han sido importantes en el financiamiento global, porque el capital apoya como apoyo a toda la deuda corporativa y de hipotecas y de sus derivados, estos activos son los colaterales que facultan la intermediación global, el proceso que permite, los ahorros y una compañía hacia una inversión físicamente productiva. Y yo sé que es muy útil pensar en el capital, en el contexto de los balances mundiales que se olvida de todas las deudas pública y privada y todo se cancela, permitiendo activos intelectuales a valor del mercado, del lado izquierdo del balance general, y el valor del capital del lado derecho.

Los cambios en valor del capital cambian de los dos lados del balance de manera igual, la deuda, los derivados y entonces se ven mejor, como que reflejan un nivel de intermediación o de apalancamiento y el no tener intermediación correctamente, las fallas de la intermediación han hecho que muchas economías sufran en las últimas décadas, y Japón en los 90's, es la más conspicua.

Pero también hay un efecto en el paro de los precios de las secciones. Nosotros pensamos en los precios de las secciones y fluctuación como en utilidades o pérdidas de papel, y no conectadas al mundo real a veces, pero la

evaporación del valor de este papel, puede tener un impacto deflacionario muy serio en la actividad global.

Y a un lado de no ver el valor de la deuda de mercado que es y que se ha debilitado, nosotros tenemos este impacto del patrimonio, de cambiar el patrimonio del gasto, y el efecto en los problemas residenciales documentado, pero los precios de las acciones han tenido un impacto muy importante, en la versión del capital privado también.

Por ejemplo, desde 1967, en Estados Unidos, con 1.9 de recuadrada, un 10 por ciento de cambio en los precios y las secciones en Estados Unidos. Se ha visto asociado con un 3 por ciento de cambio en los gastos de capital real en Estados Unidos en la misma dirección.

Ese tipo de análisis nos sugiere que la mayor parte de la caída reciente en la actividad global y económica, puede estar asociada directa o indirectamente con la caída de los valores de capital, y claro no es tan fácil resolver lo complejo de lo que está pasando en la actividad económica de los activos y los precios de las acciones sólo reflejarán los cambios en las variables económicas, los movimientos en los precios de las secciones se podrían moderar fácilmente y no se les tendría que poner atención, pero no es tan sencillo.

Una parte muy importante de la dinámica de las acciones y precios de las acciones, tiene que ver con la proporcionalidad de los hombres para hacer cambios entre la euforia y el miedo que se ven influenciados por eventos económicos por un lado, pero por otro lado tienen una vida parcial por sí misma.

Y de acuerdo con mi experiencia, este tipo de episodios son proyecciones de actividades de negocios futuros, pero también son una causa importante de esa actividad.

Los precios de las acciones están gobernados por los ciclos del Gobierno, por las expectativas de utilidad y de las actividades económicas, y aparecen cada vez más independientes de esa actividad.

Y ese es el significado de ser un indicador líder de la conclusión, de mayor parte de los analistas de los ciclos de los negocios, aunque el reemplazo de crédito soberano, por crédito privado ha resuelto algunos de los extremos de las crisis de solvencia actual.

Cuando nosotros vemos este período, yo sospecho que la fuerza que vamos a ver como que subo y fue instrumental; encontrar presión económica, va a ser una reversa parcial de los 35 billones de pérdida que ha devastado terriblemente la intermediación financiera.

Una recuperación de los mercados de capital, reside en el miedo y ese puede ser un punto de cambio de la crisis actual.

El tema clave claro es cuándo, cuándo va a haber este cambio, por cualquier medida histórica, los precios en las acciones están baratos, incluso después de que han subido un poco ahora, pero la historia también nos dice que podrían abarataarse más, antes de que se empiecen a mejorar sus precios.

Lo que sí no podemos negar es que los precios de las acciones están suprimidos por un nivel de miedo, que no se ha experimentado desde el siglo XX.

Desde 1907 y 1932 es lo que me viene a la mente, pero la historia nos cuenta que hay un límite de cuán profundo y por cuánto tiempo el miedo puede paralizar a los participantes del mercado.

El paso del deterioro económico no pueden persistir de manera indefinida, es la tasa de la caída, del producto, la mano de obra, de los productos financieros que generan incertidumbre que a su vez hace que se alimente el miedo.

A una persona desempleada es el miedo de dejar de trabajar más que el nivel de desempleo lo que hizo que tenga una inseguridad en el trabajo y todas las respuestas que van con ello.

El paso del deterioro actual va a desacelerarse y con ello vamos a reducir el nivel del miedo. El miedo se alimenta por la incertidumbre y es una medida del nivel de incertidumbre y de los valores de los bonos del tesoro. Y han exhibido límites hacia arriba y hacia abajo, que están indicados por datos que llegan hasta 2870.

Hoy en día claro estamos en el otro extremo del riesgo crediticio. Incluso si recuperamos un tercio y la mitad de las pérdidas, la cantidad de nueva capital y deuda adicional que podamos soportar, es una fuente importante del capital.

Como todo mundo está empezando a reconocer una falla para reconocer una intermediación financiera, no va a permitir reducir ningún impacto de los estímulos fiscales.

Y ahora, quiero regresar al tema crítico de la regulación del mercado financiero. La disciplina de riesgo financiero que desarrolló por el señor Marco en los años 50's en Chicago, dio información que hizo que se ganaran varias personas premios nobeles, y fue aceptado por los académicos, pero también por una gran mayoría de profesionistas de las finanzas y reguladores.

Pero en agosto de 2007, la estructura de administración de riesgo se cayó. Todas las matemáticas sofisticadas y los cálculos de cómputo se basaron en una premisa, es el interés de los dueños y de los gerentes de las instituciones financieras, y van a llevarlos a mantener un búfer suficiente contra la falta de solvencia, al activamente administrar y manejar la posición de riesgo. Y por muchas décadas esa premisa no tuvo un paro, pero en verano del 2007 falló.

Es claro que los niveles de complejidad, los que practican el mercado en la parte más alta de su euforia, manejaron las técnicas de administración del riesgo, los diseños de administración, era demasiado hasta para los jugadores más sofisticados en el mercado, y para manejarla de manera prudente y adecuada; incluso con el desglose de la autorregulación los Sistemas Financieros, juntos, tenían problemas y tenían, aunque hubiera funcionado bien nuestro Sistema Regulatoria, pero bajo la presión de la crisis también falló la regulación.

Un año antes nuestras compañías de seguros habían notado que más del 99 por ciento de todas las Instituciones de Seguros habían excedido los requerimientos de los estándares de capital más altas, y cierro la cita.

Los Bancos estadounidenses están extensamente regulados, y durante años 10 ó 15 Instituciones financieras han asignado a auditores para ver las operaciones diarias, y muchos de estos Bancos seguían tomando activos tóxicos que los llevaron a caer, y los servicios o las autoridades financieras del Reino Unido tampoco pudieron anticipar y prevenir los problemas que sufrieron.

Ahora, el Comité de Basilea y la Supervisión Bancaria, representando las autoridades regulatorias de los Sistemas Financieros en todo el mundo, promulgaron un grupo de reglas de capital que no previeron la necesidad que surgió en agosto del 2007, de grandes búferes de capital.

Y la lección aquí parece ser que los reguladores bancarios no pueden proyectar de manera precisa si, por ejemplo, las hipotecas Suprime se van a volver tóxicas o una obligación de deuda va a entrar a morosidad, o incluso si el Sistema financiero se va a detener.

Una fracción importante de estas proyecciones invariablemente va a estar equivocada.

Entonces, de acuerdo con mi experiencia, la supervisión, la examinación y la auditoria es establecer requerimientos de capital y otras reglas que la prevengan, y que no requieran el anticipar un futuro incierto.

La supervisión puede auditar y reforzar los requerimientos de capital, puede ya haber puesto límites y prohibiciones a ciertos tipos de préstamos bancarios, por ejemplo, en bienes raíces, pero es importante entre aquellos que promulga la nueva regulación, es que mejore la capacidad de instituciones financieras para dirigir los ahorros hacia una inversión de capital productiva.

Eso quiere decir: aquellos para mejorar los estatus de vida de las personas. La regulación falló las pruebas, y fue contra productivo.

Un nuevo grupo de retos regulatorios surge en estos mercados financieros, y probó que ciertas instituciones financieras son demasiado grandes para fallar una descripción que les da una ventaja competitiva en los precios de deuda y de capital.

Y de todas maneras tenemos que ver que los mercados privados están imponiendo restricciones muy serias en este momento, más que cualquier grupo de propuestas regulatorias.

Muchas gracias por su atención.

- **MODERADOR:** Gracias, Presidente Greenspan. Quisiera preguntarle al doctor Rajan si no quisiera hacer algún comentario sobre lo que ha escuchado o alguna pregunta, tanto al Presidente Greenspan como a Guillermo Ortiz y a Agustín Carstens, pero sobre todo si no quiere hacer algún comentario sobre lo que ha escuchado hasta ahora.

- **DR. RAGHURAM RAJAN:** No, realmente no. Yo pienso que fue (fallas de audio) Greenspan es sobre los requerimientos de capital, que dado que los mercados requieren requerimientos de capital muy altos, como en la situación actual, queríamos hablar de mercados de capital más bajos, y por eso muchas entidades han podido manejar o muchos Bancos han podido tener Entidades fuera de balances con niveles de capital distintos.

Mi pregunta es, ¿si el confiar en los requerimientos de capital o basarnos en ello, va a ser muy efectivo? Nosotros tenemos un incentivo de los Bancos para cobrar estos requerimientos.

Por un lado, si tiene requerimientos de capital muy altos, tienen más de lo que les piden los reguladores; entonces, si nos podemos basar en ellos, si es que ya tienen requerimientos de capital muy altos, y con todo y todo tuvieron problemas.

Yo creo que no tenemos otra opción, y la razón por la que lo digo que no tenemos opción es que finalmente los problemas, las instrucciones y las fuentes de equilibrio son debido al alto apalancamiento de los requerimientos de capital, porque obviamente eso es lo que está pasando.

Y nosotros tenemos que encontrar la manera para poder mantener una base de capital adecuada.

Yo noto que, por ejemplo, Donaban, la Directora de J&P Morgan, habló el otro día y nos dijo que en cuanto a la pregunta de estos requerimientos de capital ajustados cíclicamente, dijo que lo que se puede hacer es que se tiene que tener un nivel de capital o requerimiento de capital único y no afinarlo, porque nunca sabemos cuándo estamos arriba y cuándo estamos abajo.

Y dónde está el arbitraje, bueno, en cuanto a los requerimientos de capital fue muy serio cuando tratamos de sacar o de ver vehículos que estaban fuera del balance, pero sí un Banco toma activos fuera y los fondea en el mercado, y recibe la pérdida por sí sólo.

Pero en lo que sí no estoy de acuerdo es: una vez que empiecen a tener problemas deciden que su propia reputación está en juego y los vuelven a meter al balance; entonces, claro que por eso se crearon tantos problemas.

Entonces, no sabían, antes de establecer todas estas partidas que sacaron de Balance, que iba a haber un problema, si estos iban a fallar. Claro que sí. Entonces, tendrían que responder a lo que hicieron.

Entonces, el propósito básico es que tenían un problema reputacional, pero como usted mencionó, estaban utilizando ese dispositivo para saltarse los requerimientos de capital.

- **ALAN GREENSPAN:** Y yo tendré que decir que lo que se requiere centralmente es que si vamos a sacar algo del balance, no podemos volver a ponerlo en el balance; eso podría haber resuelto muchos problemas en muchas instituciones que todos conocemos.

Entonces, si el 10 por ciento de capital no es suficiente, intenten 15; si 15 no funciona, traten 25, pero yo les garantizo que va a haber un nivel de requerimientos de colateralización y requerimientos de capital, que esencialmente van a proteger al Sistema contra cambios significativos.

Y como noté, siempre me fascinaron esos estudios dentro del FED que indicaban que el impacto en el costo de los fondos era muy importante y se veía afectado por los requerimientos de capital.

Obviamente no podemos argumentar de que la tasa de retorno va a surgir, pero estos han indicado, por lo menos en Estados Unidos que ha habido un efecto dentro de un rango razonable, y por ello yo no puedo pensar en ningún grupo de problemas que surgen en los mercados hoy en día que no se resuelven por problemas de más que vital y un esfuerzo mayor para esencialmente castigar el fraude.

Hay problemas técnicos que se han resuelto, como por ejemplo tenemos problemas en los SUAP de crédito, que es un problema de contraparte, pero creo que es un problema que se va a resolver, pero que se va a aminorar y no se puede hacer totalmente porque no todos estos contratos están sujetos a un estándar que les permite que se compren y vendan de manera genérica en un ambiente de cámara de compensación. Pero tenemos que pensar diferente entre estos SUAP y otros derivados de manera distinta, porque la gente los agrupa que todos juntos, y yo, por ejemplo, estoy muy preocupada por el hecho de que los derivados cada vez se han vuelto más un problema.

La gran proporción de los derivados, básicamente los derivados de las tasas de interés y del tipo de cambio, y no ha habido problemas hasta hoy en día en esos mercados y de hecho hemos tenido derivados en los mercados agrícolas durante generaciones.

Y creo que el tomar toda esta noción de los derivados como concepto generalizado debido a que teníamos SUAP que son diferentes de los otros en el sentido de que van a tener una característica esencialmente están en función del capital.

Entonces, la mayor parte de los derivados esencialmente no afectan al capital y es una de las razones por las que usamos el mismo término que se usa para ver los CDS; y por ejemplo las tasas de interés. Pero estos dos son productos totalmente distintos, y me preocupa enormemente que nosotros centralmente estemos no poniendo atención a algunas de estas metodologías es dispersión de riesgo tan importantes, porque hay un problema particular, que es la razón por la que en este nuevo producto creo que tenemos un valor considerable y esos valores requieren que se reestructure la manera como el mercado se está estableciendo.

- **PREGUNTA:** De acuerdo con su opinión, ¿piensa usted que la administración debe de salvar a la industria automotriz de Estados Unidos?

Y otra, de la persona muy ingeniosa, Paul Krugman, se refirió usted hace mucho tiempo como alguien que deja la puerta del establo abierta, deja que se salgan los caballos y después da una presentación de cómo debemos de dejar a los caballos dentro del establo. ¿Qué opina de este comentario que le dio Paul Krugman?

- **ALAN GREENSPAN:** Bueno, yo no respondo a Paul Krugman en general, porque es más como un comentarista político, pero él es un buen economista, me da mucha tristeza, pero realmente no le respondo a sus comentarios. Me encantaría discutir economía con él, pero generalmente lo vuelve político.

Y sobre la industria automotriz, es la primera pregunta. Bueno, yo diría que generalmente hablando una de las cosas es intervenir en el área de las instituciones financieras en donde podríamos demostrar que se tienen riesgos sistémicos muy grandes, pero si llevamos este principio hacia áreas que no

cumplen estos criterios, entonces vamos a acabar teniendo problemas muy serios.

Ordinariamente yo diría, como lo dije, con respecto a una versión anterior de salvar a Chrysler. Yo estoy en contra, porque es cuestionable en esta etapa debido a la fragilidad de los mercados en general. Entonces, por ello creo que si la falla, yo no sé si la industria automotriz va a tener consecuencias sistémica. No tengo la respuesta, pero yo sí sé que los criterios a los que mantendría es que no me es muy claro si sí o si no.

Por ejemplo, General Motors, que es una institución enorme en los Estados Unidos, va a caer, pero eso va a tener consecuencias difundidas más allá de la industria automotriz.

- **PREGUNTA:** Si usted hubiera rescatado a Leem & Brothers, ¿si hubiera estado en el FED?

Y dos, ¿qué opina en general sobre la administración de Obama y sus políticas en cuanto a la crisis de estos últimos días?

- **ALAN GREENSPAN:** Bueno, yo me acuerdo vividamente el día antes que Leem & Brothers se fuera a la banca rota, me preguntó en televisión nacional esa pregunta y yo respondería lo que respondí en ese momento: para poder saber tenemos que saber, uno, cuál es el detalle del balance de Leem & Brothers para poder responder; y segundo, más importante, qué tan interconectado está con el sistema.

Y yo diría que ya no tenía capacidad de hacerlo y por eso no podría juzgar, y se lo digo hoy también. Pero una de las cosas que pienso que fue muy desafortunada, fue que de manera eficaz la administración en ese momento tomó 48 horas para decidir qué hacer, y si hubieran tomado tres semanas para ver, les requeriría tres semanas para ver el balance bien, si requerían o no ser rescatados.

Entonces, los auditores de Leem & Brothers estaban ahí 3 ó 4 semanas antes viendo qué estaba pasando; ahí se pudo haber resuelto algo, si la gente en ese momento iba a sugerir si ellos hubieran dicho algo, la gente que ya salió a luz si los conocía, si la gente tiene que tomar una decisión sobre Leem & Brothers y

no me pregunta que fue una decisión crítica, y de hecho la banca rota fue un evento muy significativo en la historia mundial y de los Estados Unidos. Pero creo que el tipo de opción y de elección que se hizo, que es casi, que era como echarse un volado, porque no teníamos la evidencia, ni el material requerido para hacer un juicio inteligente.

Y en lo que se refiere al desempeño general de la administración de Obama, ha dado que es muy difícil ver a un grupo de servidores públicos dedicados que son muy capaces y muy inteligentes, como el señor Gainer y como Peter.

No podemos hacer mejor trabajo, porque sé que después de todos estos años, como funciona esto. Entonces, están haciendo un excelente trabajo y tan buen trabajo como puedan hacer, dada las circunstancias que están enfrentándose y lo dije y lo repito, esto es un evento que pasó por primera vez en siglos. Pasa raramente y pasa una vez en un siglo o a menudo menos, pero yo escribí, leí un libro el otro día que no había leído durante 50 años sobre la crisis financiera de 1907 y el pánico como lo llamaron en ese momento y yo podría haber cambiado los nombres de las personas de hoy en día y poner los nombres de los administradores ahora y lo mismo estaba pasando.

Una corrida monetaria fue lo que pasó allá y hubo un congelamiento del sistema financiero. Entonces, hubo un paro del sistema financiero en 1907 y lo mismo estoy viendo qué está pasando ahora con la falta de crédito y la naturaleza humana no ha cambiado y las burbujas van a volver a aparecerse cada segunda, tercera o cuarta generación y las características van a ser distintas.

A lo mejor vamos a ver resultados de algunos de los problemas anteriores, no vamos a tener un vehículo de inversión, nadie va a querer tener ese tipo de instrumentos, pero vamos a tener otros y lo mismo va a pasar también.

- **EL MODERADOR:** Doctor Agustín Carstens, muchísimas gracias; gobernador Ortiz, muchas gracias, señor Greenspan, gracias y gracias a todos ustedes.

- - -o0o- - -