

**XIX Convención del Mercado de Valores  
“Tiempo de Oportunidades”  
Dr. Guillermo Ortiz. México, D.F., 8 de Diciembre de 2008**

**Lic. Guillermo Prieto Treviño  
Presidente de la Bolsa Mexicana de Valores**

**Lic. Marcos Ramírez Miguel  
Presidente de la Asociación Mexicana de Intermediarios  
Bursátiles**

**Honorables miembros del Presidium  
Distinguidos invitados especiales  
Señoras y Señores,**

Me es muy grato participar en esta Convención del Mercado de Valores. Quisiera aprovechar la ocasión para compartir con ustedes algunas reflexiones en torno a la actual crisis financiera internacional. También me referiré al papel que el Banco de México debe jugar en la coyuntura, tanto para aminorar los efectos de la crisis sobre la economía nacional, como para contribuir al restablecimiento de las condiciones que permitan recobrar la senda del crecimiento.

\* \* \*

El mundo se encuentra inmerso en una crisis financiera de proporciones sin precedente. Algunos la han incluso comparado con la Gran Depresión de principios de los años treinta. Sin duda alguna, la actual crisis nos recuerda la ocurrida en esos años. Sin embargo, existen entre ambas diferencias importantes.

Quizá la diferencia más relevante resida en la respuesta de las autoridades financieras. Mientras que durante la Gran Depresión la Reserva Federal reaccionó de manera tardía e inadecuada, en el episodio actual las acciones de las autoridades estadounidenses, aunque reactivas, han sido acertadas.

Como respuesta a la Gran Depresión, la Reserva Federal endureció de manera innecesaria su política monetaria durante la crisis. Actuó en esa forma para desincentivar el uso especulativo del crédito y defender la paridad del dólar frente al oro. Las autoridades financieras de ese entonces no percibieron con oportunidad, ni en su plena dimensión, los problemas que afectaban a la banca.

Además, las políticas monetarias astringentes en un contexto de tipos de cambio fijos, en razón del patrón oro vigente en aquel momento, contribuyeron a exportar la crisis y a exacerbar la depresión económica en todo el globo. Como consecuencia, los países del resto del mundo se vieron también obligados a restringir sus condiciones monetarias para sostener el régimen cambiario.

En la crisis actual, la respuesta de la Reserva Federal ha sido distinta. La ciencia económica ha avanzado mucho desde entonces y ha resultado una feliz coincidencia que el presidente de esa institución sea un estudioso de la Gran Depresión.

Teniendo presente las lecciones de aquel episodio, las medidas que se han aplicado durante los últimos meses han sido radicalmente distintas a las que se adoptaron hace más de siete décadas.

La dolorosa experiencia de la Gran Depresión, impulsó en un principio a las autoridades estadounidenses a tratar de restablecer el funcionamiento normal de los mercados financieros mediante inyecciones masivas de liquidez. Sin embargo, pronto se hizo evidente que la crisis tenía raíces más profundas y no estaba de manera alguna acotada al mercado hipotecario, como se llegó a pensar en los inicios. A las manifestaciones de iliquidez, pronto siguieron los problemas de solvencia.

Otra diferencia importante entre la crisis actual y la Gran Depresión se ha presentado en los canales de contagio. A principios de los años treinta, uno de los principales canales de propagación fue la erección de barreras proteccionistas, las cuales entorpecieron el flujo de mercancías y capitales entre países. De esa manera, las políticas comerciales contribuyeron a la caída de la actividad económica.

En el presente, ha sido la interrelación que existe entre las economías y los mercados financieros lo que ha coadyuvado a la rápida propagación de la crisis. La actual es sin duda la primera crisis financiera de dimensiones verdaderamente globales.

\* \* \*

No voy a hablar hoy sobre las causas ni sobre el desarrollo de la crisis que estamos padeciendo. Esos aspectos han sido ya tratados ampliamente en otras ocasiones. Quiero concentrar la atención en aportar algunas reflexiones sobre las lecciones que podemos derivar de la experiencia financiera presente.

### **Lecciones de la crisis.**

De la crisis actual, al igual que de todas las precedentes, se pueden extraer lecciones importantes. La finalidad es poder enfrentar de mejor manera situaciones similares.

Para empezar, resulta importante recordar que la presente crisis, a diferencia de las ocurridas durante los ochenta o noventa, no ha tenido su origen en las economías emergentes, sino en los países desarrollados y en Estados Unidos en particular. Estados Unidos ha sido el epicentro de la crisis. En un inicio se habló incluso de un desacoplamiento entre lo que estaba ocurriendo en los Estados Unidos y Europa, y lo que acontecía en el resto de los países.

No obstante, en el transcurso del presente año los efectos de la crisis empezaron también a manifestarse en las economías emergentes. Las expectativas de un menor crecimiento económico en los países desarrollados y su efecto negativo sobre los flujos comerciales empezaron a afectar a las economías en desarrollo.

Sin embargo, los impactos más intensos sobre nuestras economías se han derivado del aumento en la aversión al riesgo a partir de la quiebra de Lehman Brothers. Ese hecho desafortunado cambió radicalmente la dinámica de la crisis financiera internacional, al detonar una liquidación generalizada de activos.

El proceso de liquidación y desapalancamiento ha propagado la crisis con una gran celeridad a través de las inversiones transfronterizas y de la existencia de entidades globales, tanto financieras como no financieras.

Al haber sido la liquidación de activos uno de los principales canales de transmisión, los impactos sobre la mayoría de las economías emergentes se ha manifestado en la depreciación de los tipos de cambio, aumentos en las tasas de interés y, por supuesto, expectativas de un menor crecimiento económico.

Como sería de esperarse, las repercusiones más intensas las han resentido las economías que presentan los mayores desequilibrios en sus cuentas con el exterior y una posición fiscal vulnerable.

De este último hecho podemos extraer nuestra primera lección. La disciplina fiscal y monetaria rinde frutos importantes cuando se presentan choques externos. Esta realidad es particularmente cierta para las economías emergentes en donde las autoridades financieras no siempre gozan de la misma credibilidad que sus contrapartes en los países desarrollados.

La disciplina fiscal y monetaria no sólo se ha reflejado en una menor vulnerabilidad de las economías ante los efectos negativos de la crisis, también en un mayor margen de maniobra para las autoridades financieras. Por ejemplo, las políticas anticíclicas de gasto público difícilmente pueden instrumentarse en países que carecen de un presupuesto equilibrado y una base sólida de ingresos fiscales.

\* \* \*

El régimen de libre flotación ha probado una vez más sus bondades, al facilitar un ajuste rápido de la economía ante la caída en los términos de intercambio. La flotación cambiaria permite que el tipo de cambio actúe como variable de ajuste para absorber de manera más rápida y eficiente los choques que sufre la economía. De esa manera se logra un acomodo más fluido que con regímenes de tipo de cambio fijo o predeterminado. La flotación evita la acumulación de desequilibrios que terminarían por ser insostenibles y solo llevarían a ajustes ulteriores más costosos y desordenados.

\* \* \*

Otra de las lecciones tiene que ver con la regulación y supervisión de las entidades financieras. Entre las causas de la crisis actual se menciona a menudo un prolongado periodo de liquidez abundante y de baja volatilidad. Esta situación llevó a los participantes en los mercados financieros a subestimar los riesgos en que incurrían.

No resulta tampoco infundado suponer que el prolongado periodo de estabilidad previo a la crisis haya también afectado la percepción de riesgo por parte de los reguladores y de los supervisores en los países desarrollados.

Con frecuencia se ha señalado como una de las causas del agravamiento de la crisis la excesiva fragmentación que existe en los Estados Unidos en lo referente a las funciones de regulación y supervisión. Sin embargo, algunos estudiosos también mencionan la competencia que surgió entre esas entidades por desregular mercados y entidades financieras.

\* \* \*

La crisis tuvo un impacto inesperado en nuestro país cuando se reveló que algunas empresas mexicanas habían resentido pérdidas importantes por causa de operaciones con derivados. Este fenómeno no fue privativo de México, ya que también ocurrió en Brasil y Corea.

Pese a que el número de empresas involucradas en operaciones de esa naturaleza fue reducido, la falta de información en cuanto a la magnitud de las pérdidas así como la percepción de que pudiera haber un mayor número de empresas implicadas despertó una intensificación de la aversión al riesgo por parte de inversionistas y acreedores.



Es claro al respecto que no tuvo lugar una diseminación oportuna y adecuada de información por parte de algunas emisoras. El hecho perjudicó en alguna medida a todas las restantes. Esto último, toda vez que el aumento en la aversión al riesgo se reflejó en un encarecimiento muy agudo de los costos del financiamiento y en dificultades para renovar los vencimientos de papel comercial.

Un número cada vez mayor de participantes en los mercados financieros lleva a cabo de manera exitosa operaciones con derivados. No obstante, en el caso del que me ocupó los riesgos asumidos en las operaciones de esa naturaleza por unas cuantas empresas mexicanas -y de otros países emergentes- no guardaron relación con su objeto social, ni con los riesgos inherentes a su negocio. Es más, en algunos casos pusieron en riesgo grave el balance de la empresa e incluso su propia viabilidad.

La realización de operaciones de ese tipo por parte de algunas empresas solo puede explicarse por una subestimación de los riesgos implícitos. Esta subestimación pudo haber sido inducida por la baja volatilidad prevaleciente en los mercados, así como por falta de conocimiento sobre los riesgos asumidos.

En adición a lo anterior, no puede dejar de mencionarse el papel jugado por las entidades financieras que fungieron como contrapartes de las empresas en las operaciones con derivados.

El perfil de las operaciones realizadas así como la magnitud de las pérdidas pusieron de manifiesto un comportamiento agresivo y poco previsor por parte de algunas entidades financieras del exterior para con sus clientes.

En su momento, algunas de esas entidades financieras manifestaron una sorpresa total ante la magnitud de los riesgos que habían asumido sus clientes. Esto último, toda vez que dichas empresas realizaron en ocasiones al mismo tiempo operaciones semejantes con varias contrapartes. No obstante, esta sorpresa refleja un comportamiento imprudente por parte de dichas entidades. Ese ambiente dio lugar a que se concretaran operaciones con empresas de las cuales desconocían, en el mejor de los casos, la magnitud de los riesgos a los que estaban realmente expuestas.

\* \* \*

La situación descrita estuvo influida por una estructura inadecuada de incentivos. Esta estructura impulsa a los tomadores de decisiones a no considerar los riesgos potenciales que se asumen y sobre todo a no informar sobre estos de manera adecuada a sus contrapartes.

El caso es preocupante. La estructura mencionada de incentivos no solo gobierna las relaciones entre algunas entidades financieras y sus clientes, sino también entre esas mismas entidades financieras y sus cuadros ejecutivos.

La falta de fidelidad, o dicho en otras palabras, de un horizonte de largo plazo, en las relaciones entre banco y cliente así como entre banco y ejecutivo lleva a una toma de decisiones guiada exclusivamente por la búsqueda de ganancias de corto plazo. Todo ello, sin la asunción de los riesgos que esas mismas decisiones entrañan para la contraparte (el cliente en el caso del banco, o el banco en el caso del ejecutivo).

Se trata de una situación similar a la que tiene lugar en el modelo de originar y distribuir. La entidad que origina un crédito no interioriza los riesgos potenciales de la operación. Su única finalidad es cobrar una comisión por la originación del crédito, por su empaquetamiento a través de un vehículo y por su venta a un tercero. Este último es quien en realidad asume los riesgos de las decisiones tomadas por el originador.

Los CDO y otros productos tóxicos han provenído de un mismo esquema de incentivos perversos.

Es importante enfatizar que los derivados son innovaciones financieras muy útiles. Permiten a sus usuarios protegerse contra aumentos inesperados de los precios de las materias primas o de movimientos adversos del tipo de cambio. Los derivados forman parte del acervo de instrumentos financieros que facilitan a las entidades financieras y a las empresas realizar una planeación eficiente de su negocio. Es la opacidad, la complejidad excesiva y la piramidación en el caso de estos productos, donde se originó el problema.

\* \* \*

Otra de las lecciones importantes que se derivan de la crisis actual tiene que ver con las deficiencias de un paradigma basado en la disciplina de mercado y dependiente del trabajo de las agencias calificadoras y de los auditores externos.

Este paradigma ha llevado a los reguladores y a los supervisores a delegar parte de sus responsabilidades en entidades privadas, como son las calificadoras de crédito y los auditores externos. A estos últimos actores, la regulación les ha otorgado el derecho de obtener un beneficio importante sin asumir por sus actos responsabilidades de tipo económico.

La crisis actual ha puesto en evidencia las grandes fallas implícitas en este paradigma. Desafortunadamente, no es claro cómo deberán resolverse estas fallas, pero sí que será necesario revisar en su totalidad tres aspectos centrales: la estructura de incentivos, el papel de las calificadoras y de los auditores externos y los procesos de diseminación de información.

### **El papel del Banco Central**

Ahora, quisiera referirme al papel que debe jugar el Banco de México en la crisis en curso.

El objetivo principal que le señala al Banco de México su Ley es el de preservar el poder adquisitivo de la moneda nacional. Esta finalidad no solo es condición indispensable para lograr un crecimiento sostenido de la economía, sino también la mejor contribución que un banco central puede hacer para mejorar el bienestar de la población.

La estabilidad de precios alcanzada en México durante los años recientes ha sido muy benéfica. Después de décadas de inflación elevada, por ocho años hemos logrado mantener inflaciones anuales de un dígito. Estos avances han permitido que las expectativas de inflación se encuentren cada vez mejor ancladas.

Sin embargo, esta es una situación que dista mucho de ser suficiente y permanente. Es relativamente sencillo que las

expectativas de inflación se deterioren y siempre resulta difícil y costoso volver a estabilizarlas.

Por lo anterior, la política monetaria se ha abocado a mantener bien ancladas las expectativas de inflación, en particular en un contexto en el que se están resintiendo presiones alcistas en el mundo no vistas en décadas.

Cabe recordar que los costos que implica un aumento de las expectativas de inflación son mucho mayores en los países emergentes, como el nuestro, que para un país desarrollado.

En los países desarrollados los bancos centrales disponen de un margen de maniobra más amplio para modificar sus tasas de referencia. Esto, toda vez que no padecen experiencias históricas recientes de desbordamiento de la inflación.

El hecho citado ha influido en la reacción seguida por un número importante de bancos centrales en países emergentes, los cuales no han reducido sus tasas de interés. Como ejemplos ilustrativos podemos citar los casos de países latinoamericanos como Brasil, Chile, Colombia y Perú y de otros como Rusia y Sudáfrica.

No obstante lo anterior, resulta también importante reconocer que las expectativas de inflación han estado disminuyendo en la mayoría de los países, sobre todo en los desarrollados, en razón de la caída de la actividad económica y del descenso de los precios de las materias primas.

El deterioro que está sufriendo la actividad económica en el mundo -del cual México no ha estado exento- ha dado lugar a que las proyecciones de crecimiento para nuestro país se hayan revisado a la baja. Así, la desaceleración de la economía que está ocurriendo ha reconfigurado el escenario de riesgos a los que nos enfrentamos en el combate a la inflación.

La desaceleración de la actividad económica permite suponer que las presiones inflacionarias irán también descendiendo gradualmente a lo largo del próximo año, haciendo menos probable un escenario de “estanflación”. Esto es, de recesión económica con inflación.

En consecuencia, el Banco de México se mantendrá atento a la evolución que presente tanto la actividad económica como las presiones inflacionarias. Ello, a fin de actuar con oportunidad para mantener bien ancladas las expectativas de inflación.

El Banco de México también tiene como objetivo en su Ley procurar un desarrollo sano del sistema financiero. Por ello, el Banco de México y la Secretaría de Hacienda y Crédito Público han adoptado un conjunto importante de medidas con el fin de mitigar problemas potenciales de liquidez y restablecer un funcionamiento ordenado de los mercados financieros nacionales.

Entre las medidas de ese orden cabe destacar el mecanismo de subasta de dólares hasta por 400 millones de dólares, a

efectuarse cuando la cotización del dólar exceda en 2 por ciento o más la del día anterior. Este mecanismo no responde a la finalidad de defender un nivel predeterminado del tipo de cambio, sino proveer la liquidez necesaria al mercado cambiario para evitar una volatilidad excesiva causada por situaciones de iliquidez.

Asimismo, el Banco de México y la Reserva Federal de Estados Unidos implantaron recientemente un mecanismo recíproco y temporal para el intercambio de divisas (conocido como “línea swap”), hasta por 30 mil millones dólares. Dicha línea estará vigente hasta el 30 de abril de 2009. El mecanismo responde a la conveniencia de contribuir al mejoramiento de las condiciones de liquidez en los mercados financieros internacionales y mitigar las dificultades para obtener financiamiento en dólares en economías que han estado bien administradas y que cuentan con fundamentos sólidos.

El Banco de México ha instrumentado también como complemento a la facilidad operativa ya existente, un nuevo mecanismo de liquidez para los bancos. Mediante esta nueva ventanilla, la liquidez se otorga a cambio de una lista más amplia de garantías elegibles, la cual incluye títulos de deuda emitidos por entidades públicas y privadas con calificación mínima AA, y el depósito de regulación monetaria. La tasa de interés correspondiente es más accesible: 1.1 veces la tasa de interés



interbancaria objetivo a un día. El plazo es de 5 días para la primera disposición, con renovación automática por un día hábil bancario.

Asimismo se anunció la celebración de una serie de subastas de compra de Bonos de protección al Ahorro hasta por 150 mil millones de pesos para atender la menor liquidez de estos instrumentos de inversión.

Por último, el Banco de México ha puesto en ejecución un sistema de Intercambio (swaps) de tasas de interés hasta por 50 mil millones de pesos. La meta era reducir la sensibilidad de las carteras de instrumentos de renta fija de largo plazo ante fluctuaciones de las tasas de interés.

\* \* \*

Señoras y señores:

Los retos que enfrenta la economía mundial en el actual contexto de crisis son muy grandes. Los procesos de desapalancamiento y el deterioro de los términos de intercambio tendrán efectos profundos y serán sin duda dolorosos.

Ningún país está a salvo de los efectos de la presente crisis: se trata de un fenómeno mundial. Sin embargo, es claro que las economías con menores desequilibrios fiscales y externos saldrán mejor librados.

Por fortuna, en México se han venido realizando desde hace ya varios años esfuerzos importantes para fortalecer las finanzas públicas, la estabilidad, las reservas internacionales, la regulación financiera y los procesos de supervisión. Dichos esfuerzos han permitido reducir la vulnerabilidad de nuestra economía ante choques externos y se han concretado en la existencia de instituciones financieras rentables y bien capitalizadas.

Cabe citar un par de estadísticas relevantes para ilustrar el argumento. Al tercer trimestre de este año, la deuda externa del sector público representaba 2.7 puntos porcentuales del producto interno bruto. Esta cifra se compara muy favorablemente con el 16.9 por ciento que registraba en septiembre de 1994 y con 59.1 por ciento a principios de 1986. Por su parte, el déficit en cuenta corriente representa menos del 1 por ciento del producto, cuando en septiembre de 1994 llegó a ser de 6 por ciento.

Cabe subrayar que las condiciones descritas no nos salvarán de sufrir los efectos de la crisis. Sin embargo, ofrecen una serie de fortalezas que nos ayudarán a enfrentar con mayor éxito los retos planteados por el desorden financiero internacional.