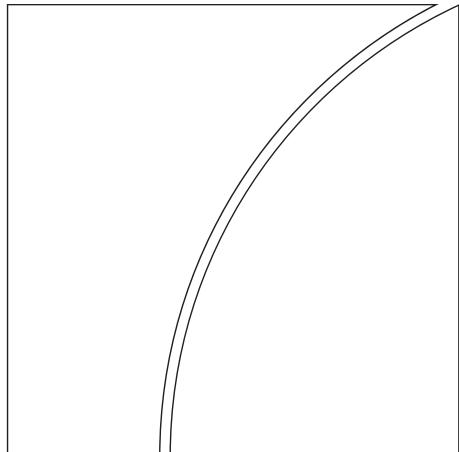




BANCO DE PAGOS INTERNACIONALES



75º Informe Anual

1 de abril de 2004–31 de marzo de 2005

Basilea, 27 de junio de 2005

Las publicaciones pueden obtenerse en:

Bank for International Settlements
Press & Communications
CH-4002 Basilea, Suiza

E-mail: publications@bis.org
Fax: +41 61 280 9100 y +41 61 280 8100

© Banco de Pagos Internacionales, 2005. Reservados todos los derechos.
Se permite la reproducción o traducción de breves extractos, siempre que
se indique su procedencia.

ISSN 1560-3024 (versión impresa)
ISSN 1682-7740 (en línea)
ISBN 92-9131-519-2 (versión impresa)
ISBN 92-9197-519-2 (en línea)

Publicado también en alemán, francés, inglés e italiano.
Este Informe puede consultarse en la página del BPI en Internet (www.bis.org).

Índice

Carta de presentación	1
I. Introducción: de momento, todo va bien	3
Tendencias económicas y financieras de las últimas décadas	4
¿Cómo hemos llegado hasta aquí y hacia dónde vamos?	7
II. La economía mundial	13
Aspectos más destacados	13
El crecimiento económico	14
<i>Intenso crecimiento mundial</i>	14
<i>Ampliación de los diferenciales de crecimiento</i>	16
<i>Perspectivas y riesgos</i>	17
La inflación	19
<i>Inflación reducida y estable</i>	19
<i>Factores explicativos de una inflación reducida y estable</i>	21
<i>Perspectivas</i>	23
Evolución de la balanza por cuenta corriente	24
<i>Aumento de los desequilibrios externos</i>	24
<i>Mecanismos de ajuste en la economía real</i>	26
El ahorro y la inversión del sector privado	28
<i>Tendencias</i>	28
<i>Balances e inversión empresariales</i>	30
<i>Balances y gasto de los hogares</i>	32
La política fiscal	34
<i>Evolución fiscal reciente</i>	34
<i>Alternativas para el saneamiento presupuestario</i>	36
III. Análisis de las economías de mercado emergentes	39
Aspectos más destacados	39
Evolución reciente	40
Elevados precios de los productos básicos: causas y efectos	45
Factores que favorecen la capacidad de reacción frente a perturbaciones externas	50
<i>¿Se ha reducido la vulnerabilidad fiscal?</i>	53
<i>¿Inflación más estable?</i>	55
<i>¿Menor vulnerabilidad externa?</i>	57
¿Son más sólidos los sistemas bancarios?	58
<i>Factores que influyen en los riesgos del sector bancario</i>	61
<i>El marco regulador</i>	65

IV. La política monetaria en los países industrializados avanzados	66
Aspectos más destacados	66
Repaso de los acontecimientos	67
<i>Estados Unidos</i>	67
<i>Zona del euro</i>	69
<i>Japón</i>	72
<i>Países con objetivos de inflación explícitos</i>	74
¿Déjà vu?	78
<i>En caso de que se repita la historia</i>	79
<i>Enseñanzas del pasado</i>	84
<i>Décadas más tarde: en caso de que no se repita la historia</i>	85
<i>¿Nuevos riesgos?</i>	87
V. Los mercados de divisas	90
Aspectos más destacados	90
Evolución de los tipos de cambio: los hechos	91
Evolución de los tipos de cambio: factores determinantes	95
<i>El déficit por cuenta corriente estadounidense y la percepción de un posible exceso de dólares</i>	95
<i>Diferenciales de tipos de interés</i>	97
<i>Políticas cambiarias en Asia</i>	99
El efecto de los desequilibrios en las balanzas por cuenta corriente y en la composición de las carteras mundiales	103
¿Existe un problema de desequilibrio por cuenta corriente?	105
<i>Sí, existe</i>	105
<i>No existe</i>	107
¿Existe un problema de desequilibrio en la composición de la cartera?	109
<i>Sí, existe</i>	109
<i>No existe</i>	111
VI. Los mercados financieros	113
Aspectos más destacados	113
Las curvas de rendimientos y la paradoja de los reducidos tipos de interés	114
<i>Perspectivas de crecimiento</i>	115
<i>Expectativas de inflación contenida</i>	117
<i>Primas por plazo y volatilidades reducidas</i>	118
<i>Reformas de las pensiones y demanda de duración</i>	119
<i>Acumulación de reservas y la "demanda asiática"</i>	120
Los mercados bursátiles y los precios del petróleo	124
<i>Sólido aumento de los beneficios a pesar de los decepcionantes resultados del sector de tecnología informática (TI)</i>	125
<i>Mercados bajo la influencia del encarecimiento del petróleo</i>	126
<i>Respaldo de la volatilidad decreciente y de la marcada preferencia por el riesgo</i>	127
Pérdida de impulso en los mercados de deuda	128
<i>¿Alcanzó la calidad crediticia su punto máximo?</i>	129
<i>Cambios en la aversión al riesgo</i>	132
<i>Diferenciales de crédito, riesgo relacionado con acontecimientos imprevisibles y tipos de interés oficiales</i>	135
Cambios estructurales en los mercados de deuda	136
<i>Beneficios económicos de las innovaciones en los mercados de deuda</i>	137
<i>Principales áreas de incertidumbre</i>	139

VII. El sector financiero	141
Aspectos más destacados	141
La evolución del sector financiero	142
<i>La banca comercial</i>	142
<i>Menor apoyo del sector público</i>	145
<i>El sector asegurador</i>	146
<i>Banca de inversión</i>	148
<i>Fondos de cobertura</i>	149
Posibles fuentes de vulnerabilidad	151
<i>Presión sobre los beneficios de los bancos</i>	151
<i>Mercados inmobiliarios</i>	152
<i>El fenómeno de la “búsqueda de rentabilidad”</i>	155
<i>Desplazamiento del riesgo hacia el sector de los hogares</i>	156
Hacia un marco macroprudencial más operativo	158
<i>Arquitectura institucional</i>	159
<i>Identificación de las vulnerabilidades</i>	160
<i>Calibrado de las herramientas prudenciales</i>	161
<i>Los retos de cara al futuro</i>	162
VIII. Conclusión: posibles soluciones a los desequilibrios ...	164
¿Justifican los riesgos actuales una respuesta de política económica?	167
Marcos a largo plazo para la estabilidad macrofinanciera	173
<i>¿Hacia un marco de estabilización macrofinanciera interna?</i>	173
<i>¿Hacia un marco de estabilización macrofinanciera internacional?</i>	177
 Organización, buen gobierno y actividades	183
Consejo de Administración y Alta Dirección del Banco	216
Bancos centrales miembros del BPI	219
Estados financieros	221
Informe de los auditores	251
Resumen gráfico de los últimos cinco años	252

Los capítulos del Informe original (en inglés) se enviaron a la imprenta entre el 2 y el 10 de junio de 2005.

Gráficos

II.1	Contribución al crecimiento mundial	14
II.2	Comercio mundial, producción industrial y precio del petróleo	15
II.3	Tipo de interés en términos reales, posición fiscal estructural y brecha del producto	15
II.4	Inflación general y subyacente	20
II.5	Episodios de encarecimiento de los productos básicos e inflación	20
II.6	Indicadores de globalización	22
II.7	Periodos de déficit por cuenta corriente en EEUU	26
II.8	Precios de los activos y balanza por cuenta corriente en EEUU	27
II.9	Activos y deuda del sector privado	30
II.10	Participación de los beneficios en el PIB y tasa de inversión	31
II.11	Préstamos garantizados por el valor neto de la vivienda (PGNV)	33
III.1	Crecimiento real y tendencia	41
III.2	Tipos de interés reales a corto plazo	42
III.3	Situación del mercado financiero	43
III.4	Precios del petróleo Brent	46
III.5	Precios de productos básicos no petrolíferos y relación real de intercambio	47
III.6	Inflación y crecimiento en Asia después de perturbaciones petroleras	50
III.7	Contribución al crecimiento del PIB	51
III.8	Crédito a los hogares e inversión en vivienda	52
III.9	Inflación	56
III.10	Expectativas de inflación y evolución real	57
III.11	Indicadores bancarios	59
III.12	Indicadores de desequilibrios de divisas y crédito al Gobierno	62
III.13	Indicadores de rendimiento	63
IV.1	Indicadores económicos de Estados Unidos	67
IV.2	Endurecimiento efectivo de la política monetaria de EEUU	68
IV.3	Indicadores económicos de la zona del euro	70
IV.4	Tipos de interés oficiales y evolución de los mercados en la zona del euro	71
IV.5	Indicadores económicos de Japón	72
IV.6	Relajación cuantitativa de la política monetaria en Japón y su efecto duración	73
IV.7	Inflación y tipos de interés oficiales en países con objetivos de inflación explícitos	75
IV.8	Dispersión de las expectativas de inflación	77
IV.9	Perspectiva histórica de los precios de consumo	78
IV.10	Tipo de interés oficial real y crecimiento de los agregados monetarios amplios en el G-10	79
IV.11	Brecha del producto e inflación en los países del G-10	80
IV.12	Brecha del producto y desempleo, 1965-76	81
IV.13	Productividad laboral y evolución de los precios en el G-10	82
IV.14	Posición fiscal de los Gobiernos generales en el G-10	83
IV.15	Deuda, crédito y precios de los activos en los países del G-10	88
V.1	Tipos de cambio efectivos reales del dólar, el euro y el yen	91
V.2	Tipos de cambio, volatilidades implícitas y risk reversals del dólar, el euro y el yen	92
V.3	Tipos de cambio de otros países industrializados	92
V.4	Tipos de cambio en economías de mercado emergentes	93
V.5	Tipos de cambio efectivos reales actuales desde una perspectiva a largo plazo	95
V.6	Déficit por cuenta corriente de EEUU y su financiación	96
V.7	Tipos de cambio y diferenciales de tipos de interés	98

V.8	Tipo de cambio, diferenciales de tipos de interés y volumen de transacciones de Australia	99
V.9	Tipos de cambio a plazo a doce meses	101
V.10	Covariación de las divisas	102
V.11	Medidas del tipo de cambio efectivo real de EEUU	107
V.12	Composición de las reservas mundiales y tamaño de los bloques monetarios	112
VI.1	Tipos de interés a corto y largo plazo	114
VI.2	Noticias macroeconómicas	115
VI.3	Curvas a plazo	116
VI.4	Medidas de la compensación por inflación y liquidez	117
VI.5	Volatilidades implícitas de las swaptions y primas por plazo	119
VI.6	Bonos del Tesoro de EEUU en manos de no residentes	121
VI.7	Impacto de la inversión extranjera oficial en los rendimientos de los bonos del Tesoro de EEUU	122
VI.8	Precios de las acciones	124
VI.9	Beneficios y valoraciones	125
VI.10	Precio del petróleo e índices bursátiles	126
VI.11	Volatilidad y preferencia por el riesgo en mercados bursátiles	128
VI.12	Diferenciales de rendimiento	129
VI.13	Calidad del crédito empresarial	130
VI.14	Financiación empresarial	131
VI.15	Mercado de swaps de incumplimiento crediticio (CDS)	133
VI.16	Aversión al riesgo en los mercados de deuda	134
VI.17	Contratos CDO y correlación de incumplimientos	137
VII.1	Medidas del riesgo de incumplimiento basadas en el mercado	142
VII.2	Precio relativo de las acciones de entidades bancarias	143
VII.3	El sector bancario en Japón	144
VII.4	Compañías de seguros: cartera de acciones y rendimiento	148
VII.5	Indicadores de actividad de la banca de inversión	149
VII.6	Fondos de cobertura: tamaño, rendimiento y apalancamiento	150
VII.7	Mercados de títulos inmobiliarios negociables	152
VII.8	Relación entre los precios de la vivienda y los alquileres	154
VII.9	Valoración del riesgo en préstamos sindicados y en bonos	155
VII.10	Toma de riesgos en los principales bancos de inversión	156
VII.11	Composición del crédito bancario por sectores	157

Cuadros

II.1	Crecimiento e inflación	18
II.2	Transmisión de la inflación	21
II.3	Brecha del producto e inflación	24
II.4	Balanzas por cuenta corriente	25
II.5	Tendencias del ahorro y la inversión mundiales	29
II.6	Precios de la vivienda y deuda hipotecaria	32
II.7	Comparación histórica de las posiciones fiscales	34
II.8	Evolución fiscal reciente	35
II.9	Proyecciones fiscales a medio plazo	36
III.1	Crecimiento del producto e inflación	39
III.2	Evolución de la balanza de pagos	41
III.3	Importancia del petróleo	49
III.4	Resultados fiscales y deuda pública y externa	54
IV.1	Correlación entre la inflación y el crecimiento de los salarios: pasado y presente	86

V.1	Volumen declarado de transacciones en el mercado de divisas, por entidad de contrapartida	94
V.2	Noticias y tipo de cambio dólar/euro	97
V.3	Variaciones anuales de las reservas oficiales de divisas	100
V.4	Volatilidad de los tipos de cambio y variaciones de las reservas	101
VII.1	Rentabilidad de los principales bancos	143
VII.2	Precios de inmuebles de uso comercial y tasas de desocupación de oficinas	153

Convenciones utilizadas en este Informe

dólar	dólar de Estados Unidos, a menos que se especifique lo contrario
izda., dcha.	escala de la izquierda, escala de la derecha
Mill	millones
...	no disponible
.	no aplicable

Los totales pueden no ser iguales a la suma de sus componentes debido a los redondeos

75º Informe Anual

*presentado a la Asamblea General Anual
del Banco de Pagos Internacionales
reunida en Basilea el 27 de junio de 2005*

Señoras y señores:

Me complace presentarles el 75º Informe Anual del Banco de Pagos Internacionales, correspondiente al ejercicio financiero que se cerró el 31 de marzo de 2005.

El beneficio neto del ejercicio ascendió a 370,9 millones de DEG, frente a los de 536,1 millones de DEG correspondientes al ejercicio anterior. Los resultados pormenorizados del ejercicio 2004/05 pueden verse en la sección titulada "Beneficio neto y su distribución", que figura en las páginas 211 a 214 del presente Informe.

El Consejo de Administración propone, de conformidad con lo dispuesto en el Artículo 51 de los Estatutos del Banco, que la Asamblea General destine la suma de 114,4 millones de DEG al pago de un dividendo de 235 DEG por acción (frente a los 225 DEG por acción del pasado año), pagadero en cualquiera de las monedas que componen el DEG o en francos suizos.

El Consejo recomienda asimismo que se transfieran 25,7 millones de DEG al fondo de reserva general, 6,0 millones de DEG al fondo especial de reserva para dividendos, y el remanente, que asciende a 224,8 millones de DEG, al fondo de reserva libre.

De aprobarse estas propuestas, el dividendo del Banco para el ejercicio financiero 2004/05 será pagadero a los accionistas el 1 de julio de 2005.

Basilea, 10 de junio de 2005

MALCOLM D KNIGHT
Director General

I. Introducción: de momento, todo va bien

Con ocasión del septuagésimo quinto aniversario del BPI, parece oportuno analizar en este Informe Anual un periodo histórico más dilatado de lo habitual. Por supuesto, centrar la atención de manera prioritaria en el último ejercicio financiero del Banco tiene sus ventajas, ya que incluso los lectores de prensa ocasionales estarán familiarizados con las cuestiones tratadas. Sin embargo, este énfasis en el pasado reciente también presenta inconvenientes, siendo el primero de ellos una posible desatención a las repercusiones de los cambios estructurales subyacentes en la economía. Así, el análisis de horizontes temporales breves puede pasar por alto con facilidad acontecimientos trascendentales pero de gestación dilatada. Un segundo problema, relacionado con el anterior, consiste en que los sucesos tienden a verse de forma aislada, en lugar de observarse como consecuencias dinámicas de acontecimientos ocurridos mucho antes. Una tercera desventaja radica en la miopía de las recomendaciones de política económica, que podría convertir las soluciones de hoy en los problemas de mañana. Todas estas consideraciones hacen aconsejable analizar no sólo el estado actual de la economía mundial, sino también las fuerzas que lo han conformado y que continuarán dándole forma.

Durante las últimas dos décadas han ido afianzándose en la economía mundial distintas tendencias, unas más positivas que otras. Los acontecimientos más recientes, por su parte, también han estado en general en consonancia con dichas tendencias, lo que ha llevado con frecuencia tanto a optimistas como a pesimistas a afirmar que “de momento, todo va bien”. Los primeros no advierten razones de peso por las que no debieran continuar los aspectos favorables de esta prolongada evolución. Los pesimistas, en cambio, se centran en aspectos subyacentes tales como los desequilibrios internos y externos, anticipando posibles problemas en el futuro.

La presente Introducción arranca con una descripción de estas tendencias destacadas, para a continuación ofrecer hipótesis alternativas que las expliquen. Los restantes capítulos del Informe Anual analizan y facilitan el discernimiento entre esas alternativas y aportan argumentos que avalan la Conclusión. Los aspectos de política económica abordados giran en torno a dos cuestiones; a saber, ¿qué políticas contribuirían mejor a preservar los muchos elementos satisfactorios que configuran la coyuntura económica y financiera actual? Y, en un horizonte de largo plazo, ¿se precisa un nuevo marco de estabilización macrofinanciera que evite la acentuación futura de desequilibrios de ámbito tanto nacional como internacional?

Debe señalarse desde un principio que ambas cuestiones plantean asuntos difíciles. Las opiniones pueden diferir razonablemente tanto sobre la

elección de los paradigmas como sobre las disyuntivas que entrañan los paradigmas elegidos, por lo que no será sencillo alcanzar un consenso internacional sobre las respuestas. Aun así, una mirada retrospectiva al dilatado historial del BPI en el fomento de la cooperación entre bancos centrales —y cada vez más entre otras partes interesadas— invita al optimismo, pues en el pasado se alcanzaron de hecho numerosos acuerdos en circunstancias tan controvertidas como las actuales.

Tendencias económicas y financieras de las últimas décadas

Al examinar el periodo comprendido aproximadamente por las dos últimas décadas sobresalen cuatro características. La primera ha sido una propicia reducción del nivel de inflación en todo el mundo y un descenso concomitante en su volatilidad. La segunda ha consistido en un crecimiento generalmente robusto de la economía mundial, acompañado también por una menor volatilidad a corto plazo, siendo una importante excepción a esta regla el lento crecimiento de Japón y Alemania más recientemente. La tercera característica ha sido el agravamiento de los desequilibrios externos. En cuarto y último lugar, debe reseñarse la importancia creciente de los auges del crédito, de los precios de los activos y de la inversión, a menudo seguidos de dificultades financieras de diversa naturaleza.

En líneas generales, estas firmes tendencias fueron también evidentes en el ejercicio financiero del BPI cerrado a 31 de marzo de 2005. Sin embargo, a medida que el año avanzaba comenzó a percibirse una mayor probabilidad de que se produjesen puntos de inflexión. Las presiones inflacionistas parecieron incrementarse, aun cuando en los países industrializados el crecimiento del producto dio muestras de desaceleración. Además, los precios de muchos activos financieros comenzaron a normalizarse, tras haber recorrido una senda que parecía obviar tanto las variables fundamentales como la creciente incertidumbre acerca de las perspectivas económicas.

Pasando a las tendencias que han venido caracterizando al largo plazo, la inflación ha experimentado en todos los países industrializados un acusado descenso desde sus máximos de la década de los 70. Una pauta similar se ha observado en la mayoría de las economías de mercado emergentes. Aun en países que ya han padecido episodios de hiperinflación, notablemente de América Latina, la inflación se sitúa por lo general en niveles de un solo dígito en la actualidad. Resulta significativo que en Argentina y Brasil la transmisión de las últimas grandes depreciaciones no reavivase las expectativas de inflación, como había sido norma en el pasado. De hecho, las presiones inflacionistas mundiales han remitido en tal grado que China, Hong Kong RAE y Japón registraron deflación durante algún tiempo, mientras que su aparición se contempló brevemente como una seria posibilidad en Estados Unidos, Alemania y Suecia.

Durante este último ejercicio financiero, el encarecimiento de los productos básicos, especialmente del petróleo, ha empezado a incorporarse finalmente a los procesos de producción en casi todo el mundo. Además, en Estados Unidos han aumentado los temores a que el índice de precios de

consumo subyacente pudiera estar acelerándose y a que una depreciación adicional del dólar pudiese exacerbar estas presiones. Con todo, aún es prematuro afirmar que la tendencia previa ha tocado a su fin. De hecho, una amplia evidencia empírica indica que los repuntes de la inflación han pasado a ser recientemente mucho menos persistentes, que los efectos de transmisión desde los tipos de cambio a los precios internos han disminuido considerablemente y que las expectativas de inflación se encuentran en la actualidad mucho mejor ancladas a niveles reducidos que en el pasado. A esto deben sumarse los recientes y enormes incrementos de capacidad productiva en China y la India, que comienzan a manifestarse en los mercados. En suma, aún no hay veredicto sobre la senda futura de la inflación.

La segunda tendencia básica observada ha sido un mayor crecimiento económico mundial, acompañado frecuentemente de una menor volatilidad de la producción a corto plazo. Con respecto a las tasas de crecimiento, ha aumentado la duración de las fases expansivas en los países industrializados, al tiempo que en muchas economías de mercado emergentes el ritmo de expansión se ha intensificado notablemente. China, por ejemplo, ha registrado una tasa media de crecimiento en torno al 10% anual durante los últimos 20 años, y parece que la India también se encuentra en una senda de crecimiento significativamente superior a la de hace dos décadas. La participación conjunta de estos dos países en el crecimiento mundial es en la actualidad mucho mayor que en el pasado reciente. En cuanto a la volatilidad de la producción, las desaceleraciones económicas son ahora por lo general menos habituales y severas. En Estados Unidos, el crecimiento sólo se ha visto interrumpido en los últimos 20 años en dos ocasiones: por la ligera recesión económica de 1990–91 y por la aún más suave de 2001–02. En cambio, conforme se describe más adelante, todos los países que atravesaron por crisis financieras en las últimas décadas registraron de hecho una contracción muy acusada durante la peor fase de las crisis. Además, en el caso de Japón, un ritmo de crecimiento muy enérgico durante la década de los 80 dio paso a otro mucho más cansino tras el estallido de la burbuja.

Las tasas de crecimiento registradas en el periodo analizado concuerdan en general con estas tendencias de largo plazo. Muchos países industrializados crecieron con vigor, manteniéndose el consumo y la construcción como importantes fuentes del crecimiento, al tiempo que la inversión en capital fijo dio finalmente muestras de responder a los fuertes aumentos de beneficios. Japón, Alemania e Italia permanecieron en general rezagados, aunque a principios de 2005 se percibieron algunas señales prometedoras. El crecimiento de las economías de mercado emergentes fue particularmente impresionante, a pesar de imponerse cierta moderación en el transcurso del periodo. China tan sólo se desaceleró levemente en términos agregados, pese a aplicar medidas administrativas y de mercado dirigidas a frenar el crecimiento. Además, aunque en un principio pareció que algunos sectores especialmente pujantes se desaceleraban de forma más intensa, posteriormente exhibieron una rápida recuperación.

Aun cuando las características de la economía mundial antes descritas han sido satisfactorias en líneas generales, existen otras dos tendencias

seculares menos favorables que merecen ser destacadas. La primera de ellas guarda relación con los desequilibrios de las balanzas por cuenta corriente en la esfera internacional. Durante al menos los últimos 15 años, el déficit exterior de Estados Unidos ha tendido a aumentar, acompañado de un creciente nivel de deuda externa, si bien aún es relativamente bajo. De manera recíproca, un grupo de países —del que formaban parte economías de crecimiento más modesto como Alemania y Japón— han registrado sustanciales superávit. En este sentido, el periodo analizado no ha sido una excepción. El déficit estadounidense alcanzó un nuevo récord expresado en porcentaje del PIB (casi el 6%), y ello pese a una reducción del valor efectivo real del dólar superior al 20% desde su máximo de comienzos de 2002. Un déficit por cuenta corriente de tal magnitud carece de precedentes en el caso de un país emisor de moneda de reserva.

La preocupación por las repercusiones futuras de estos desequilibrios externos se ha agudizado debido a otra tendencia de largo plazo; a saber, la aparente mayor propensión del sistema financiero internacional a padecer turbulencias financieras de diversa índole. Las crisis mexicana, asiática y rusa de la última década mostraron la fuerza con la que pueden transmitirse las perturbaciones entre mercados financieros liberalizados y entre países. En ocasiones, la volatilidad a corto plazo de los precios en los mercados financieros, frecuentemente asociada al repentino drenaje de una abundante liquidez previa (como en el episodio del fondo Long-Term Capital Management, LTCM), ha resultado ser otra fuente de turbulencias. También se ha producido una serie de quiebras menores, pero muy sonadas, de sociedades financieras (por ejemplo, Drexel Burnham Lambert y Barings), lo que ha acentuado la sensibilidad a las posibles repercusiones de un escenario de instituciones financieras de mayor tamaño y complejidad en dificultades. Por último, las pérdidas financieras por riesgos operativos parecen haber tendido a aumentar. Esta tendencia no sólo ha reflejado la complejidad creciente de los sistemas financieros modernos y su dependencia de la tecnología informática (TI), sino también aspectos relacionados con el buen gobierno de las empresas (Enron, Parmalat y AIG, por ejemplo) y la nueva realidad de los desórdenes generados por el terrorismo (el 11 de septiembre de 2001).

Con todo, la característica más destacada dentro del ámbito financiero ha sido la recurrencia de fases expansivas y contractivas en el crédito, los precios de los activos y la inversión. Un primer ciclo comenzó en los países industrializados en la década de los 70, afectando tanto a la renta variable como a los activos inmobiliarios. Un segundo ciclo se inició a mediados de la década de los 80, finalizando en un hundimiento de los precios de los inmuebles unos años más tarde. Aunque los países nórdicos, Alemania y Japón fueron los más afectados como consecuencia de su vulnerabilidad a otros problemas internos, muchos otros países también se vieron atrapados por la “exuberancia”. Asimismo, parece cada vez más evidente que en la actualidad nos hallamos en plena fase expansiva de un tercer ciclo similar a los anteriores, que se remonta al auge económico de mediados de la década de los 90. Los primeros en verse afectados fueron los precios de las acciones,

pero tras su pronunciada caída a comienzos de 2001, el impulso alcista de la demanda se transfirió al mercado de la vivienda. En realidad, no es exagerado afirmar que, en el lapso aproximado del último año, el alza del precio de la vivienda se ha convertido en un fenómeno universal. Así, el mercado de la vivienda presenta síntomas de recalentamiento en la mayoría de los países industrializados, al igual que en muchas economías de mercado emergentes, China y Corea incluidas.

En prácticamente todos estos casos, la fase contractiva de los ciclos del crédito, del precio de los activos y de la inversión ha estado acompañada de algún tipo de obstáculo que ha retrasado la posterior recuperación económica. En general, los efectos más perniciosos han obedecido a crisis generalizadas del sistema bancario, como ocurrió en los países nórdicos a finales de los años 80, en México en 1994 y en varios países asiáticos en 1997–98. En el marco de este tipo de problemas, los costes económicos tendieron a ser mayores cuando un abultado endeudamiento externo en moneda extranjera contribuyó al posterior concurso de crisis bancarias y de tipos de cambio. Por fortuna, la robustez general de los sistemas financieros de la mayoría de los países industrializados parece haber mejorado significativamente en los últimos años. Una conclusión similar parece desprenderse de los casos de Europa oriental y América Latina, donde la presencia de bancos extranjeros se ha incrementado notablemente en los últimos 10 años. Sin embargo, en ciertas áreas de Asia la solidez del sistema financiero permanece en tela de juicio. En concreto, el rápido y continuo crecimiento del crédito en China bien podría dar lugar a un repunte de los préstamos fallidos en el futuro.

En cualquier caso, incluso en ausencia de crisis financieras, en las últimas décadas han abundado ejemplos de instituciones financieras que han sufrido pérdidas y han tenido que restringir sus préstamos, con efectos negativos para la actividad económica real. Además, parece que en ocasiones los contratiempos también han surgido del deterioro de la situación patrimonial de empresas y familias, así como de la rémora de una inversión en capital no rentable. El descenso de la inversión empresarial en Alemania y Japón durante todo un decenio, la continua debilidad de la inversión después de las crisis en la mayoría de los países de Asia (excepto China) y el reciente estancamiento del consumo en Corea y los Países Bajos podrían ilustrar todos ellos este fenómeno. Desde esta perspectiva histórica, conviene no perder de vista la continuidad durante el pasado año de la tendencia secular a un mayor endeudamiento de las familias en muchos países industrializados. Lo mismo cabría afirmar de los balances de situación del sector productivo en China, suponiendo que los datos básicos gocen de fiabilidad suficiente para permitir dicho examen.

¿Cómo hemos llegado hasta aquí y hacia dónde vamos?

Explicar de forma sintética estas tendencias macroeconómicas básicas supone un gran desafío analítico. Lo que resulta evidente es que esas tendencias se han desarrollado dentro de un marco caracterizado por al menos tres cambios estructurales que han beneficiado a la economía

mundial. En primer lugar, la liberalización de las economías de muchos mercados emergentes ha desencadenado unas fuerzas competitivas que han conducido a importantes cambios también en el mundo industrializado. De hecho, la integración de China y de otros países anteriormente socialistas en la economía de mercado mundial es un acontecimiento sin precedentes. En segundo lugar, se ha observado un patrón de liberalización similar en los mercados financieros, lo que ha incrementado su eficiencia y les ha conferido dimensión mundial. En tercer lugar, las autoridades monetarias de casi todo el mundo se han centrado cada vez más en reducir la inflación a niveles bajos, para posteriormente mantener los precios estables. Lo que no resulta tan evidente es si la interacción de estas fuerzas estructurales también ha causado, o podría aún causar, algunos efectos colaterales indeseables. Estos grandes cambios deberían suscitar cuanto menos interrogantes acerca de la dinámica de las economías modernas, así como incertidumbres sobre la adecuada gestión de las políticas económicas en el futuro. Estos aspectos de política se retomarán en la Conclusión del presente Informe Anual.

Posiblemente la tarea más sencilla sea la de encontrar explicación a esta inflación reducida y estable. Una vez reconocido el perjuicio causado por la elevada y volátil inflación de la década de los 70, surgió entre el público un consenso para que los bancos centrales redujesen ambas dimensiones del problema. En la práctica, resulta admirable el éxito que han cosechado. Además, su posterior compromiso con la estabilidad de precios también ha contribuido sustancialmente a mantener reducida la inflación durante casi la totalidad de las últimas dos décadas. En concreto, las expectativas sobre la senda de inflación futura parecen encontrarse ancladas con mucha mayor firmeza que en el pasado y, en consecuencia, el proceso de fijación de salarios resulta más estable. El recurso creciente a regímenes de objetivos de inflación en las economías de mercado emergentes atestigua la eficacia de las políticas antiinflacionistas.

Con todo, es innegable la ayuda que los bancos centrales también encontraron en potentes factores no monetarios que han favorecido el proceso de desinflación, en especial durante los últimos 15 años aproximadamente. Así, en los países industrializados ha tenido lugar una liberalización continua (si bien desigual) de los mercados de bienes y servicios, así como de factores de producción. Los avances tecnológicos han impulsado el crecimiento de la productividad en algunos países, concretamente en Estados Unidos, y las transferencias de tecnología han beneficiado a muchos otros. La globalización y los efectos de la gran expansión de la oferta de bienes manufacturados, procedentes sobre todo de China y de otras economías en transición, han provocado una caída de los precios de los bienes comerciables durante casi una década. La creciente movilidad transfronteriza del trabajo, las menores restricciones a la competencia entre mercados de trabajo y la amenaza de deslocalización de fábricas hacia jurisdicciones con menores costes han generado efectos desinflacionarios adicionales sobre los salarios y las prácticas laborales. En todas partes se ha puesto el énfasis en la reducción de costes. Los supermercados, los fabricantes de automóviles y otros agentes

que sirven de forma directa a los consumidores han venido introduciendo una implacable presión sobre los proveedores internacionales para que suministren más por menos.

En este entorno, también resulta más sencillo explicar los motivos de un crecimiento más rápido y menos volátil. La tendencia de crecimiento es ahora más elevada, sin las ineficiencias asociadas a la inflación, al tiempo que las fluctuaciones cíclicas también se han amortiguado. Esta situación refleja, en parte, el hecho de que la política monetaria ya no tiene que hacer frente con energía al estallido periódico de expectativas de inflación creciente. Dado que dichas expectativas se hallan actualmente ancladas con mayor firmeza en el marco de la política monetaria, los riesgos de generar una recesión de forma inadvertida son mucho menores. Esta disminución de la incertidumbre también contribuye a explicar la muy modesta respuesta de los tipos de interés de la deuda a largo plazo, incluso frente a las subidas de los tipos de interés oficiales el pasado año en Estados Unidos.

Otro efecto favorable del entorno de inflación reducida radica en que la política monetaria ha sido capaz de reaccionar con vigor cuando los riesgos bajistas se han cernido sobre el crecimiento y el empleo. Considérese, por ejemplo, la agresividad con que se redujeron los tipos de interés en todo el mundo tras la crisis bursátil internacional de 1987. Considérese igualmente la reacción de la política monetaria ante el colapso del mercado inmobiliario a finales de la década de los 80 y ante los problemas asociados en muchos sistemas bancarios. Tras la acusada contracción monetaria de 1994 y la más moderada de periodos posteriores, fue posible dejar en suspenso una restricción monetaria adicional tras la crisis asiática. En 1998, con la economía aún más adentrada en la fase de recuperación económica, los tipos de interés objetivo se redujeron en respuesta a la moratoria de la deuda rusa y a la crisis del LTCM. Y de nuevo, tras la caída en picado de los mercados bursátiles en 2001 y la considerable desaceleración de la economía mundial, los tipos de interés oficiales sufrieron drásticos recortes, y sólo recientemente han comenzado a revertirse al alza.

Sin embargo, también conviene examinar cuál ha sido el efecto acumulado de estas respuestas de la política monetaria. En los países que forman el G-3, la brecha del tipo de interés objetivo real (definida como la diferencia entre el tipo de interés real y el crecimiento potencial estimado) ha mantenido una tendencia descendente desde comienzos de los años 90, acentuada desde 1999 aproximadamente. La tasa agregada de crecimiento del crédito, así como las de los agregados monetarios más amplios, también han tendido a situarse bastante por encima de la tasa de crecimiento de la renta nominal desde principios de los 90 en los países industrializados. Hoy en día, los tipos de interés objetivo reales permanecen en torno a cero, pese a la tasa récord de crecimiento mundial registrada el pasado año y a la aparición de señales de estar alcanzándose los límites de la capacidad productiva instalada. En Japón, donde el tipo de interés oficial nominal se ha situado en cero durante algún tiempo, la política de “relajación cuantitativa” ha provocado que el tamaño del balance del Banco de Japón ascendiese hasta una cifra sin precedentes del 28% del PIB. Esta política monetaria expansiva también se

ha puesto de manifiesto en muchas economías de mercado emergentes, por motivos asimismo relacionados con los crecientes desequilibrios externos en todo el mundo.

Más complicado resulta explicar la prolongada tendencia alcista del déficit de la balanza por cuenta corriente de Estados Unidos. Algunos observadores consideran que este déficit es en buena medida el subproducto de un dólar más fuerte, impulsado por entradas de capital privado ante las previsiones de continuidad del reciente y relativamente rápido crecimiento en Estados Unidos. Además, a medida que los distintos países han ido relajando progresivamente sus restricciones al mantenimiento de moneda extranjera, se ha generado un aumento paulatino de la demanda de valores denominados en dólares, especialmente en países con altas tasas de ahorro interno. Sin embargo, otros resaltan el descenso de la tasa de ahorro de las economías familiares en Estados Unidos durante una década, y el reciente y marcado giro hacia el déficit del Gobierno federal de ese país. En contraposición con la primera escuela de pensamiento, estos observadores subrayan que son los gobiernos extranjeros, y no el sector privado, los que han venido financiando de manera creciente el déficit por cuenta corriente estadounidense. Dado que sus propias monedas han tendido a apreciarse frente al dólar estadounidense, las autoridades monetarias de numerosos países han intervenido masivamente a fin de contrarrestar esta tendencia, para luego reciclar en gran medida las reservas de divisas resultantes mediante la compra de valores denominados en dólares.

Estas políticas han impedido la reducción de los desequilibrios externos al menos por dos vías, ambas difíciles de cuantificar. Por una parte, el valor efectivo del dólar es seguramente más elevado de lo que habría sido en caso contrario. Además, los tipos de interés a largo plazo en Estados Unidos probablemente se sitúan a un nivel inferior al que habrían alcanzado de no haberse puesto en práctica tales políticas, lo que implica un mayor gasto interno. Esos intentos por contener la apreciación de sus monedas también han resultado solidamente en condiciones monetarias y crediticias más expansivas en los países que han intervenido en los mercados de cambio. Estos efectos fueron contemplados inicialmente como favorables en algunos de esos países, como Japón y China, donde la deflación se consideró un problema durante algún tiempo. Pese a ello, la contribución de esas políticas a las presiones inflacionistas tanto internas como mundiales, así como a los desequilibrios financieros, está recibiendo en la actualidad una creciente atención.

Los recurrentes episodios de inestabilidad financiera, incluso tras la acusada reducción de la inflación, también permiten explicaciones alternativas y quizás respuestas de política económica alternativas. Una posibilidad es que los problemas encontrados hasta ahora acaben siendo tan sólo transitorios. Aprender a vivir con una inflación baja, un sector financiero liberalizado y recientes avances en la tecnología financiera simplemente lleva su tiempo. Durante el proceso de aprendizaje se cometieron errores que han generado perturbaciones, pero sus costes e incidencia irán aminorándose. Prestan aval a esta postura la notable reducción de las primas de riesgo en los mercados financieros durante el pasado año y el igualmente notorio descenso de la

volatilidad. Además, algunos observadores han avanzado el argumento complementario de que unas condiciones financieras más volátiles podrían incluso ser deseables en algunos aspectos, ya que podrían ser el mecanismo para que las perturbaciones, que de otro modo podrían tener efectos perniciosos sobre la economía real, se dispersen sin causar perjuicios por medio de los sistemas financieros modernos hacia los agentes más capacitados para absorberlas.

Otra alternativa es que dicha inestabilidad pudiera ser más duradera. Los sistemas financieros liberalizados, aunque más eficientes que los sistemas reprimidos, podrían mostrar una tendencia inherente a la inestabilidad si las presiones competitivas condujesen ocasionalmente a una toma excesiva de riesgos. Un segundo argumento afirma que dichos sistemas liberalizados parecen ser asimismo procíclicos por naturaleza. Esto es, las percepciones de valor y riesgo oscilan en función de las fluctuaciones de la economía, igual que sucede con la propensión a asumir un riesgo. Los diferenciales crediticios, los precios de los activos, las calificaciones externas e internas y los saneamientos por préstamos incobrables han demostrado todos ellos esta característica, al menos durante las últimas décadas. Esto podría desencadenar potentes fuerzas financieras que impulsasen el crecimiento durante un auge económico, pero también un revés igualmente contundente en caso de que el optimismo inicial terminara a la larga considerándose excesivo.

Tampoco es difícil imaginar que estas tendencias propias de un patrón de auge-depresión pudieran agravarse como consecuencia de condiciones monetarias expansivas. Cuando los tipos de interés libres de riesgo son muy bajos, la “búsqueda del rendimiento” adquiere protagonismo. La capacidad de endeudamiento a unos tipos de interés muy bajos proporciona incentivos para seguir conductas que se han constatado cada vez más en los mercados financieros durante los últimos años, a saber, la creación de crédito, la estrategia de *carry trade* (endeudamiento barato a corto plazo en una divisa y préstamo más caro a largo plazo en otra), y el apalancamiento. Desde esta óptica, el hecho de que los precios de todos los activos no monetarios e “ilíquidos” (deuda a largo plazo, instrumentos crediticios, vivienda, etc.) hayan crecido con rapidez en los últimos años y de que las medidas de volatilidad implícita hayan disminuido de forma acusada no necesariamente obedece de manera primordial a la hipótesis antes avanzada de una reducción del riesgo en el entorno económico. Más bien, podría estar reflejando un esfuerzo generalizado por “comprar iliquidez” y “vender liquidez”, dada la abundancia de esta última. Aunque esta explicación podría parecer menos convincente dada la fase de restricción monetaria observada desde hace casi un año en Estados Unidos, también es cierto que los tipos de interés oficiales continúan en niveles muy reducidos tanto en ese país como en otras economías.

Esta diferencia de perspectivas sobre los cambios estructurales en el sistema financiero se pone particularmente de manifiesto en las valoraciones actuales acerca de las circunstancias que afectan a los hogares. Algunos observadores consideran muy deseable la mayor capacidad de

endeudamiento de las familias, incluso con la garantía de su mayor riqueza inmobiliaria. En un entorno de desaceleración del crecimiento salarial en los países industrializados y de debilidad de la inversión empresarial fuera de China, este endeudamiento ha permitido cierta suavización de la evolución intertemporal del gasto, que ha contribuido a sostener la demanda agregada en todo el mundo. Por el contrario, otros analistas subrayan la reducción durante una década de las tasas de ahorro familiar en muchos países, la creciente participación del consumo en el PIB y una exposición potencialmente peligrosa a los requisitos del servicio de la deuda cuando los tipos de interés suban a niveles más normales. En cualquier caso, si lo que acabamos de presenciar es una fase de elevado endeudamiento dentro de un proceso de suavización intertemporal del gasto de los hogares (y de algunos Gobiernos), por definición dicho endeudamiento implica tarde o temprano alguna contrapartida.

En resumen, parece que contamos con un conjunto de explicaciones razonables sobre cómo ha llegado la economía mundial a su situación actual. Pocas dudas pueden existir de que las condiciones de abundante liquidez mundial, posibilitada por una inflación reducida y bien anclada y por la liberalización financiera, han contribuido a sostener los niveles de gasto agregado. De cara al futuro, sin embargo, parecen aún plausibles sendas de evolución alternativas. La continuidad de un crecimiento estable y no inflacionario podría considerarse el resultado más probable, teniendo en cuenta los aspectos positivos de los cambios estructurales fundamentales antes descritos. Con todo, dicha continuidad no está garantizada en modo alguno. Por una parte, el sustancial estímulo monetario observado hasta ahora podría desembocar en una inflación manifiesta. Por otra, continúan siendo una gran incógnita las consecuencias de unos crecientes niveles de deuda nacionales e internacionales. Tanto los deudores como los acreedores podrían recortar sus gastos conforme aumentaran los niveles de deuda. Las reducciones en los precios de los activos y en las estimaciones de la riqueza del sector privado podrían reforzar dicha conducta. Por el contrario, el aumento de los niveles de endeudamiento podría ser tan sólo un elemento normal del proceso de desarrollo financiero, conforme los mercados maduran y ganan completitud.

Estas posibilidades menos favorables no pueden descartarse, dada la exigua experiencia acumulada sobre las interacciones entre los numerosos cambios estructurales antes identificados. Así pues, una importante tarea para las autoridades económicas en este novedoso entorno consiste en discernir qué políticas podrían contribuir en mayor medida a limitar los costes en caso de que algo falle. Otra labor, no menos compleja, radica en consolidar, al mismo tiempo, los sustanciales beneficios ya reportados por estos cambios estructurales.

II. La economía mundial

Aspectos más destacados

La economía mundial creció con fuerza en 2004, estimulada por políticas monetarias expansivas y condiciones financieras extraordinariamente acomodaticias. La acusada subida de los precios de los productos básicos no logró desencadenar una inflación generalizada, si bien contribuyó a moderar la expansión mundial en la última parte del año. Tras seguir una sincronizada trayectoria ascendente en el primer semestre de 2004, los diferenciales de crecimiento volvieron a ampliarse conforme se desaceleraban las economías importadoras de productos básicos —con la notable excepción de Estados Unidos y China—, mientras la actividad en los países exportadores de estos productos continuaba por lo general creciendo con rapidez.

La vitalidad de la economía mundial resultó sorprendente en diversos aspectos. Una de las sorpresas fue la fortaleza del crecimiento de las economías emergentes, como reflejo del cambio estructural en curso en la composición geográfica del crecimiento mundial, orientado en particular hacia los países emergentes de Asia. Otra sorpresa fue la solidez de la expansión en Estados Unidos en un entorno de encarecimiento del petróleo. Al mismo tiempo, la renovada debilidad económica en el resto del mundo planteó interrogantes sobre la capacidad de otras economías avanzadas para ajustarse al cambiante entorno mundial. La considerable alteración de los precios relativos entre productos básicos y bienes manufacturados, asociada a la aparición de un nuevo grupo de economías de mercado emergentes de crecimiento dinámico, es un ejemplo de tales cambios a escala internacional. Otro ejemplo sería la pronunciada apreciación del euro y el yen frente al dólar estadounidense en 2004.

La previsión de consenso para 2005 es de afianzamiento del crecimiento mundial, presiones inflacionistas básicamente contenidas y acentuación de los desequilibrios internacionales. Sin embargo, la combinación de unas situaciones cíclicas divergentes en las principales economías, unos tipos de interés extraordinariamente bajos y unos cambios estructurales relacionados con la integración en curso de los principales países emergentes en la economía mundial complica la realización de previsiones. En concreto, el fuerte incremento de los precios de los productos básicos observado desde la primavera de 2004, vinculado al rápido crecimiento de la demanda de China y la India, ha suscitado inquietudes sobre la utilización de los recursos mundiales, las perspectivas de inflación y la solución a los desequilibrios internacionales. Otra cuestión relacionada es determinar si son sostenibles, tanto en el plano internacional como en el ámbito sectorial, los actuales

patrones de ahorro e inversión. A este respecto, la necesidad de un saneamiento presupuestario resulta crucial.

El crecimiento económico

Intenso crecimiento mundial

El producto mundial creció casi un 5% durante el pasado año, la tasa más alta en casi tres décadas. El crecimiento en Estados Unidos y las economías emergentes de Asia representó más de la mitad del aumento del producto mundial (véase el Gráfico II.1). La composición regional del crecimiento en 2004 concordaría con la aparición de un novedoso patrón de expansión económica mundial; a saber, Estados Unidos como motor del crecimiento de las economías avanzadas, las principales economías emergentes de Asia y de otras regiones como segundo polo de dinamismo mundial y el resto de las mayores economías avanzadas con un crecimiento mucho más lento.

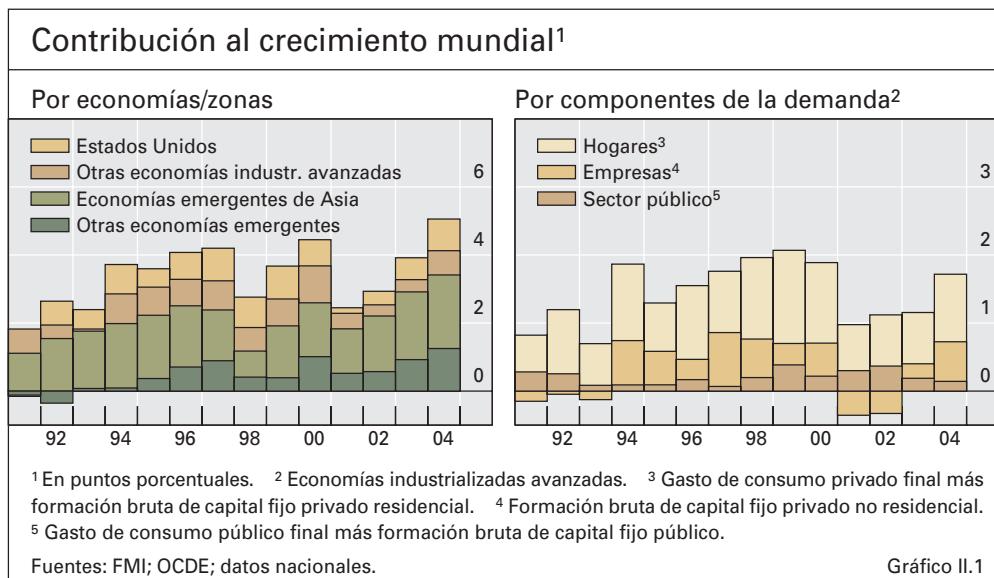
La fuerte demanda en Estados Unidos y el rápido y continuado aumento de la capacidad productiva en China indujeron una aceleración adicional del comercio mundial (véase el Gráfico II.2). El estímulo transmitido por este comercio cimentó una expansión sincronizada de la producción en las principales áreas económicas durante el primer semestre del pasado año. Los principales beneficiarios fueron las economías asiáticas, que registraron su mayor ritmo de crecimiento desde la crisis de 1997–98, además de los países europeos orientados a la exportación —como Alemania— y el grupo NAFTA.

Aunque las políticas fiscales fueron menos expansivas que en años anteriores, las políticas monetarias acomodaticias continuaron estimulando la expansión mundial (véase el Capítulo IV). En Estados Unidos, los tipos de interés a corto plazo ajustados de inflación permanecieron en territorio negativo —pese al gradual endurecimiento de la política monetaria en el segundo semestre de 2004—, mientras que en la zona del euro y Japón continuaron en torno a cero (véase el Gráfico II.3). Las condiciones de los

El intenso crecimiento en EEUU y los países emergentes de Asia ...

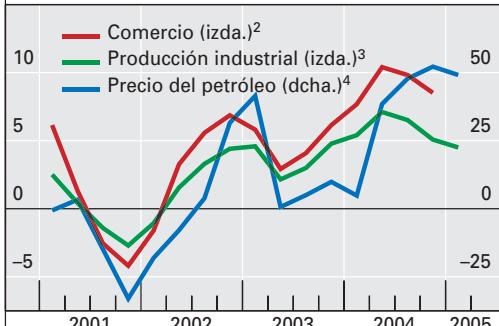
... se expandió mediante la aceleración del comercio

Continúan las condiciones monetarias y financieras estimuladoras

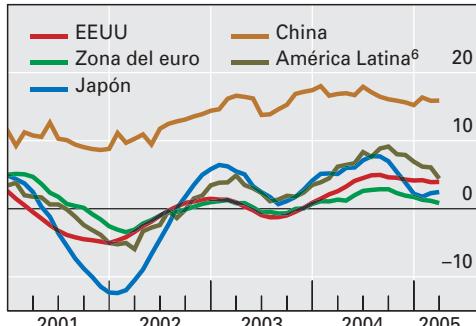


Comercio mundial, producción industrial y precio del petróleo¹

Comercio, producción y precio del petróleo



Producción industrial, por zonas⁵



¹ Variación porcentual anual. ² Exportaciones e importaciones de bienes y servicios, en términos reales.

³ Media ponderada de las economías y zonas enumeradas en el panel derecho más Canadá, Corea, India, Reino Unido, Rusia, Tailandia y Taiwán (China), basada en el PIB y en los tipos de cambio PPA del año 2000.

⁴ Brent británico. ⁵ Media móvil descentralizada de cuatro meses. ⁶ Argentina, Brasil, Chile y México.

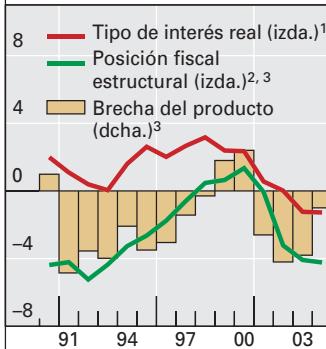
Fuentes: OCDE; Eurostat; datos nacionales.

Gráfico II.2

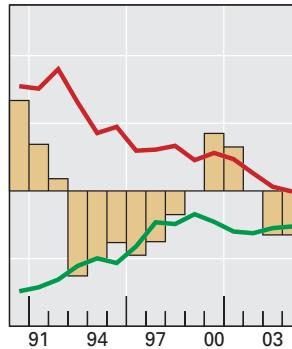
mercados financieros se mantuvieron favorables durante el periodo analizado, con unos tipos de interés situados en niveles extraordinariamente reducidos con respecto a patrones históricos y cíclicos. Los diferenciales crediticios de emisores empresariales y soberanos cayeron hasta mínimos históricos y los precios de las acciones subieron con fuerza. Esta combinación mantuvo reducidos los costes del endeudamiento y elevó el valor de los activos de manera generalizada. Los hogares supieron aprovechar las favorables condiciones de financiación, lo que indujo un rápido crecimiento del crédito en muchas regiones. Según se examina con mayor detalle en el Capítulo VI, tanto los tipos de interés a largo plazo, como los diferenciales crediticios y la volatilidad, disminuyeron pese a la orientación contractiva de la política monetaria aplicada por la Reserva Federal.

Tipo de interés en términos reales, posición fiscal estructural y brecha del producto

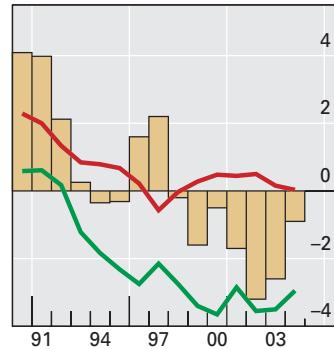
Estados Unidos



Zona del euro



Japón



¹ Tipo de interés a corto plazo deflactado por la inflación anual de los precios de consumo. ² Situación financiera del sector público ajustada por el ciclo. ³ En porcentaje del PIB potencial.

Fuentes: BCE; OCDE; Eurostat; datos nacionales.

Gráfico II.3

El intenso crecimiento económico, especialmente en los países emergentes asiáticos, provocó una amplia y sostenida subida de los precios de los productos básicos en 2004. En otoño, el precio medio del petróleo había aumentado en unos dos tercios, hasta alcanzar lo que entonces constituía un nuevo máximo nominal de 50 dólares por barril. Los productos básicos no petrolíferos, y especialmente los que abastecen a la industria, también se encarecieron. El precio de los metales, por ejemplo, aumentó un 25%. Estas subidas, junto con el rápido aumento de los costes de transporte y la mayor congestión portuaria, indicaban que el ritmo de expansión mundial se aproximaba a su límite. De hecho, en el segundo semestre de 2004 el crecimiento mundial se desaceleró hasta tasas que parecen más acordes con las tendencias de largo plazo.

Pronunciado encarecimiento de los precios de los productos básicos ...

En comparación con anteriores episodios de pronunciado ascenso de los precios de los productos básicos, en esta ocasión los efectos sobre la actividad mundial y la inflación fueron relativamente moderados. Un factor coadyuvante ha sido la mayor eficiencia en el uso de la energía lograda en las economías industrializadas avanzadas. En la actualidad, la intensidad del consumo de petróleo en los países de la OCDE es aproximadamente la mitad de la que existía en la década de los 70. Asimismo, los precios del petróleo en términos reales se han mantenido en el periodo analizado muy por debajo de los niveles alcanzados durante los episodios de perturbación causados por esos precios en las tres últimas décadas. Los efectos secundarios del alza del petróleo apenas se dejaron sentir, debido a la limitada capacidad de las empresas para influir en la formación de los precios, la debilidad de los mercados de trabajo y unas expectativas de inflación firmemente ancladas. Un efecto negativo para la demanda mundial fue la redistribución de rentas desde los países consumidores de petróleo hacia los países exportadores del crudo. Si bien estos últimos no pudieron gastar de forma inmediata los beneficios repentinos de sus crecientes rentas petroleras, su propensión al gasto fue marcadamente superior a la del pasado.

... con efectos relativamente moderados sobre el producto y la inflación

Ampliación de los diferenciales de crecimiento

Al tiempo que el crecimiento mundial se moderaba en el segundo semestre de 2004, los diferenciales de crecimiento se ampliaron. Mientras el crecimiento se tornaba cada vez más autosostenido en Estados Unidos, merced a un repunte de la inversión empresarial y a una creación de empleo más intensa, la zona del euro y Japón hubieron de afrontar una debilidad renovada. La persistencia de los diferenciales de crecimiento entre las principales áreas económicas condujo a un sustancial incremento de los desequilibrios externos.

Expansión cada vez más autosostenida en EEUU ...

La desaceleración en la zona del euro también estuvo acompañada de una ampliación de los diferenciales de crecimiento dentro del área. Francia y España lograron mantener su dinamismo económico, cimentado sobre una intensa demanda interna, pero en Alemania e Italia el PIB se contrajo en el último trimestre del año. En Alemania, ni la inversión ni el consumo consiguieron recuperarse, pues el elevado desempleo y las incertidumbres

... pero debilidad renovada en la zona del euro ...

sobre los efectos de las reformas estructurales hicieron nuevamente mella en la confianza.

... y Japón

Japón entró en recesión técnica. El auge del consumo a comienzos del año y la mejora de la situación en el sector empresarial habían alimentado la esperanza de que pudiera hallarse en curso una recuperación autosostenida. Sin embargo, al igual que en la zona del euro, la demanda interna no alcanzó la suficiente velocidad antes de que se moderara el crecimiento de las exportaciones. La desaceleración se vio agravada por un importante ajuste de la producción en los sectores relacionados con la tecnología informática, como reflejo de las medidas adoptadas para reducir unas existencias y un exceso de capacidad relativamente elevados.

Sólido crecimiento en otras economías avanzadas ...

Otras economías avanzadas se vieron afectadas con menor severidad. El crecimiento interno en el Reino Unido mantuvo una sustancial pujanza. El fortalecimiento de la demanda interna también garantizó la continuidad de un sólido crecimiento en Suecia, mientras que Australia, Canadá y Nueva Zelanda disfrutaron de una amplia mejora de su relación real de intercambio y de una intensa demanda interna final.

... y en las principales economías de mercado emergentes

Las regiones con economías de mercado emergentes fueron asimismo capaces de mantener una considerable vitalidad (véase el Capítulo III). La expansión de China continuó a un fuerte ritmo, pese a las medidas administrativas adoptadas para enfriar la economía. El encarecimiento de los productos básicos y una mayor confianza en las políticas macroeconómicas beneficiaron a América Latina. La actividad económica en Europa central y oriental también creció a un ritmo superior al inicialmente previsto. La adhesión, el 1 de mayo de 2004, de ocho países de la región a la Unión Europea atrajo flujos de entrada de capital, mientras que el rápido crecimiento del crédito y el descenso de los tipos de interés reales estimularon la demanda interna. Por su parte, la mejora de la relación real de intercambio aumentó el crecimiento en África.

Perspectivas y riesgos

Expectativas de continuidad de un sólido crecimiento en 2005 ...

La previsión de consenso para este año es que la economía mundial crecerá en torno al 4% (véase el Cuadro II.1). Con unos saneados beneficios en todo el mundo, también se espera que el gasto empresarial se mantenga firme en Estados Unidos y se acelere en otras regiones en el transcurso de 2005. La mejora de la situación del mercado de trabajo, unida a la continuidad de una inflación reducida, debería estimular a su vez la renta y el consumo de los hogares. La expiración del sistema de cuotas a la exportación de productos textiles a comienzos del presente año ha proporcionado un impulso adicional a las exportaciones de las principales economías asiáticas, en especial a China. El sólido crecimiento de Estados Unidos en el primer trimestre de 2005, así como la aceleración de la actividad en Japón y, en menor medida, en la zona del euro con respecto al débil cuarto trimestre del pasado año, avalan la opinión de consenso.

... pero los precios del petróleo en aumento ...

Con todo, los acontecimientos recientes indican la existencia de ciertos riesgos para el crecimiento mundial. En primer lugar, los precios del petróleo, que subieron de nuevo en la primavera de 2005, podrían

Crecimiento e inflación								
	PIB real				Precios de consumo ¹			
	Media 1991–2002	2003	2004	2005 ²	Media 1991–2002	2003	2004	2005 ²
Total ³	3,5	3,6	4,8	3,9	12,9	2,9	3,2	3,1
Economías industrializadas avanzadas ³	2,3	1,9	3,1	2,3	2,2	1,8	2,0	2,0
Estados Unidos	2,9	3,0	4,4	3,4	2,7	2,3	2,7	2,8
Zona del euro	1,9	0,5	1,8	1,5	2,4	2,1	2,1	1,8
Japón	1,2	1,4	2,6	1,0	0,6	-0,3	-0,0	-0,1
Reino Unido	2,4	2,2	3,1	2,5	2,4	1,4	1,3	1,8
Otras economías ^{3, 4}	2,7	1,9	2,9	2,5	2,2	2,4	1,6	1,9
Economías emergentes ³	5,1	6,1	7,1	6,3	28,5	4,5	4,9	4,8
Asia ^{3, 5}	7,1	7,5	7,8	7,2	6,5	2,3	3,9	3,8
América Latina ^{3, 6}	2,7	2,0	5,9	4,3	64,0	7,0	6,7	6,3
Europa central y oriental ^{3, 7}	0,1	5,9	6,8	5,3	88,1	12,2	8,3	8,0
Otras economías ^{3, 8}	2,1	4,5	4,3	4,5	5,6	3,8	1,0	2,3

¹ Para la zona del euro y el Reino Unido, índice armonizado; para América Latina, datos a fin de año. ² Previsiones de Consensus publicadas en mayo. ³ Media ponderada, basada en el PIB y en los tipos de cambio PPA del año 2000. ⁴ Australia, Canadá, Dinamarca, Noruega, Nueva Zelanda, Suecia y Suiza. ⁵ China, Corea, Filipinas, Hong Kong RAE, India, Indonesia, Malasia, Singapur, Tailandia y Taiwan (China). ⁶ Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela. ⁷ Hungría, Polonia, República Checa, Rusia y Turquía. ⁸ Arabia Saudita y Sudáfrica.

Fuentes: Eurostat; © Consensus Economics; datos nacionales.

Cuadro II.1

perfectamente mantenerse en niveles elevados durante un periodo de tiempo prolongado. El aumento de los precios de los futuros sobre el petróleo a largo plazo concuerda con la opinión de que se ha producido una importante subida en el precio de equilibrio del crudo. En caso de materializarse incrementos adicionales de precios, podrían tener repercusiones más graves de las actualmente previstas. Los recientes indicios de presiones inflacionistas en Estados Unidos resaltan la presencia de estos riesgos.

En segundo lugar, si los tipos de interés a largo plazo, que en la actualidad se encuentran extraordinariamente bajos, retornaran a niveles más normales, podría producirse una reducción del gasto de los hogares y un parón en la construcción de viviendas. En una serie de países, los precios de la vivienda parecen expuestos a correcciones a la baja de magnitud incierta.

En este entorno, la reducción de los desequilibrios macroeconómicos continúa siendo el tercer desafío fundamental. Una vertiente del problema es el creciente déficit por cuenta corriente de Estados Unidos y el aumento de los superávit en otras áreas, especialmente en Asia. Con ello guarda relación el continuo incremento de la deuda de los hogares y su baja tasa de ahorro en numerosos países industrializados avanzados. Por último, los déficit presupuestarios han permanecido elevados.

... y la posibilidad de tipos de interés más altos ...

... subrayan la necesidad de abordar los desequilibrios macroeconómicos

La inflación

Inflación reducida y estable

Presiones inflacionistas contenidas

Durante el periodo analizado, la inflación mundial permaneció contenida pese a la intensa subida de los precios de los productos básicos petrolíferos y no petrolíferos, a unas políticas monetarias y fiscales acomodaticias y a la menor atonía de muchas economías. En las economías industrializadas avanzadas, la inflación de los precios de consumo se elevó del 1,5% a comienzos de 2004 hasta rondar el 2,5% hacia finales de año. La aceleración de la inflación observada desde el inicio de 2005, especialmente en Estados Unidos, no ha modificado de forma sustancial este panorama. El impacto inflacionario de la subida de los precios del petróleo fue más acusado en las economías de mercado emergentes, cuya dependencia del petróleo suele ser mayor que en las economías industrializadas avanzadas (véase el Capítulo III). De hecho, la combinación del citado impacto con los efectos del aumento de los precios de los alimentos produjo una aceleración del índice general de precios en Asia, que pasó de cerca del 3% a comienzos de 2004 a casi el 5% en el tercer trimestre, en el que tocó techo. El panorama de inflación empeoró también en Europa central y oriental a lo largo del pasado ejercicio tras varios años de desinflación.

Inflación subyacente básicamente estable

Con todo, las presiones inflacionistas subyacentes permanecieron contenidas en todo el mundo. La inflación medida por el IPC subyacente (que excluye los componentes de alimentación y energía) se mantuvo básicamente estable en muchas economías avanzadas y emergentes. En Estados Unidos, la inflación subyacente fue aproximadamente 1 punto porcentual inferior a la inflación general, que rondó el 2,5% en 2004. La deflación moderada continuó en Japón, donde la inflación subyacente fue del -0,5% en 2004, frente a una inflación general nula, como reflejo de una rebaja de los precios de los servicios públicos. En la zona del euro, la inflación subyacente se resistió a ceder, debido básicamente al impacto de la subida del tabaco y de los precios administrados en 2004. En las principales economías de mercado emergentes, la inflación subyacente no ha superado el 3% desde mediados de 2003. En consecuencia, la brecha entre las tasas de inflación general y subyacente se amplió en 2004 (véase el Gráfico II.4).

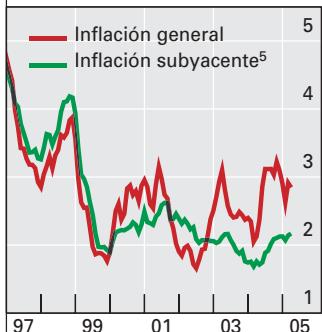
Escasa variabilidad de las tasas de inflación ...

Desde una perspectiva histórica más dilatada, las tasas de inflación se han mantenido bajas y estables. En los países industrializados avanzados, la variabilidad mensual de la inflación ha disminuido, desde alrededor de 1 punto porcentual a principios de los años 80 hasta los 0,2 puntos porcentuales de 2004. Lo mismo ha sucedido con la dispersión de las tasas de inflación entre países. En 2004, las tasas de inflación medidas por el IPC subyacente oscilaron entre el 0% y el 3% en las economías industrializadas avanzadas, lo que contrasta en gran medida con las registradas a comienzos de la década de los 80, cuando las tasas de inflación subyacente en los países industrializados fluctuaban entre el 4% (Japón) y más del 12% (Noruega y el Reino Unido).

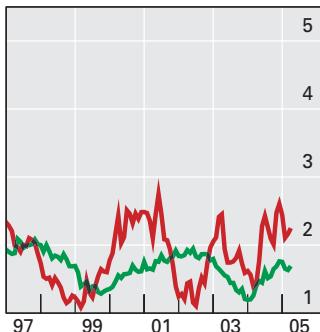
La relativa estabilidad de las tasas de inflación en 2004 resulta particularmente llamativa si éstas se comparan con las observadas en

Inflación general y subyacente¹

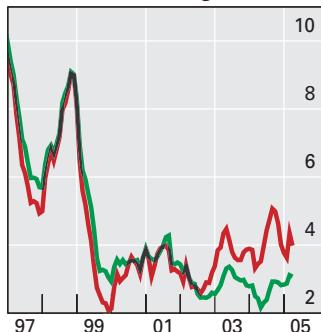
Economía mundial²



Economías industrializadas³



Economías emergentes⁴



¹ Media móvil descentrada de 12 meses de las variaciones mensuales anualizadas de los precios de consumo, en porcentaje; media ponderada basada en el PIB y en los tipos de cambio PPA del año 2000.

² Economías industrializadas y emergentes enumeradas. ³ Canadá, Dinamarca, Estados Unidos, zona del euro, Japón, Noruega, Reino Unido y Suecia. ⁴ Brasil, Chile, China, Corea, Hungría, India, Indonesia, México, Polonia, Sudáfrica y Tailandia. ⁵ IPC excluidos los componentes de alimentación y energía.

Fuentes: CEIC; OCDE; datos nacionales; cálculos del BPI.

Gráfico II.4

anteriores períodos de subidas de los precios del petróleo (véase el Gráfico II.5). Aunque el aumento de los precios del crudo fue pequeño comparado con los registrados en los dos episodios precedentes, el incremento ha sido de un tenor bastante más parecido para el conjunto de los productos básicos. A pesar de la intensa depreciación del dólar, que debería haber presionado al alza, la inflación de los precios de los bienes importados ha permanecido sorprendentemente contenida en Estados Unidos, y su efecto sobre los precios de consumo resulta casi insignificante.

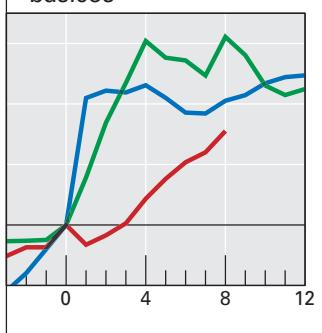
Así pues, el efecto de las variaciones de los precios de los productos básicos sobre los precios de consumo se ha debilitado, no sólo en Estados Unidos, sino también en otros países. Desde la década de los 90, los precios de los bienes importados en las principales economías industrializadas avanzadas han reducido significativamente su sensibilidad a las fluctuaciones

... en comparación con perturbaciones anteriores de los precios de los productos básicos

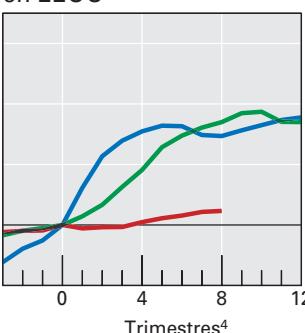
Efectos limitados en las principales economías avanzadas ...

Episodios de encarecimiento de los productos básicos e inflación

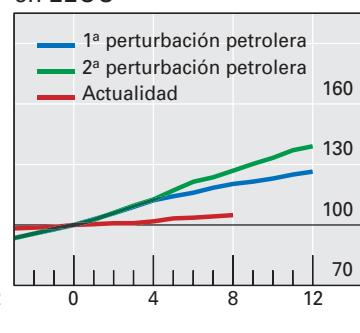
Precios de los productos básicos¹



Precios de importación en EEUU²



Precios de consumo en EEUU³



¹ Mercado mundial; materias primas; en términos de dólares de EEUU. ² Bienes y servicios. ³ Conjunto de consumidores urbanos. ⁴ Los trimestres cero corresponden al cuarto trimestre de 1973 (primera perturbación), cuarto trimestre de 1978 (segunda perturbación) y primer trimestre de 2003 (episodio actual).

Fuentes: Hamburg Institute of International Economics (HWWI); datos nacionales.

Gráfico II.5

Transmisión de la inflación						
	Desde precios de productos básicos a precios de importación ¹		Desde tipos de cambio a precios de importación ¹		Desde precios de importación a IPC subyacente ²	
	1971–89	1990–2004	1971–89	1990–2004	1971–89	1990–2004
Estados Unidos	0,29 **	0,21 **	0,48 **	0,18 **	0,25 **	0,10
Japón	0,35 **	0,26 **	0,74 **	0,36 **	0,23 **	0,05
Alemania	0,22 **	0,16 **	0,37 **	0,28 **	0,17 **	-0,03
Francia	0,20 **	0,12 **	0,76 **	-0,06	0,27 **	-0,14
Reino Unido	0,19 **	0,11 **	0,68 **	0,45 **	0,29 *	0,01
Italia	0,33 **	0,25 **	0,56 **	0,41 **	0,32 **	0,46

Nota: ** y * indican que las cifras son significativamente distintas de cero a unos niveles de confianza del 99% y del 95%, respectivamente.

¹ Variación porcentual de los precios de importación en respuesta a un aumento de los precios de los productos básicos (medidos en moneda nacional) en 1 punto porcentual, o en respuesta a una depreciación del tipo de cambio efectivo nominal en 1 punto porcentual. ² Variación porcentual del índice subyacente de los precios de consumo en respuesta a un aumento de los precios de importación en 1 punto porcentual.

Fuentes: OCDE; HWI; datos nacionales; cálculos del BPI. Cuadro II.2

de los precios de los productos básicos en comparación con lo observado en las dos décadas precedentes, que incluyeron los dos grandes episodios de perturbaciones petroleras (véase el Cuadro II.2).

La reducida inflación de los precios de consumo ante el pronunciado aumento de los precios de los productos básicos implica un cambio considerable de los precios relativos: entre 1995 y 2004, el precio de los bienes de consumo en Estados Unidos cayó un 30% en relación con el de las materias primas. Similares ajustes de precios relativos han tenido lugar en la zona del euro y Japón.

Factores explicativos de una inflación reducida y estable

Un factor que explica la menor repercusión de la subida de los precios de los productos básicos sobre el nivel y la variabilidad de la inflación interna, especialmente en los países industrializados avanzados, es la composición cambiante de las importaciones. El petróleo representa una menor proporción de las importaciones comparado con dos décadas atrás, ya que el consumo de energía por unidad de PIB ha disminuido. Además, la participación de la energía y de las materias primas en las importaciones de los países industrializados también ha disminuido al desplazarse la producción de los bienes manufacturados hacia las economías de mercado emergentes.

Un segundo factor es el cambio en la estrategia de fijación de precios por los productores de bienes manufacturados. La desregulación y el progreso tecnológico han aumentado la competencia en los mercados de bienes y han limitado la capacidad de elevar los precios incluso ante perturbaciones de costes. De manera similar, la posibilidad de recurrir a fuentes de abastecimiento más baratas en el mercado mundial ha presionado a la baja los márgenes de los proveedores habituales. La penetración cada vez mayor de las importaciones procedentes de las economías de mercado emergentes,

... asociados con un importante cambio de los precios relativos

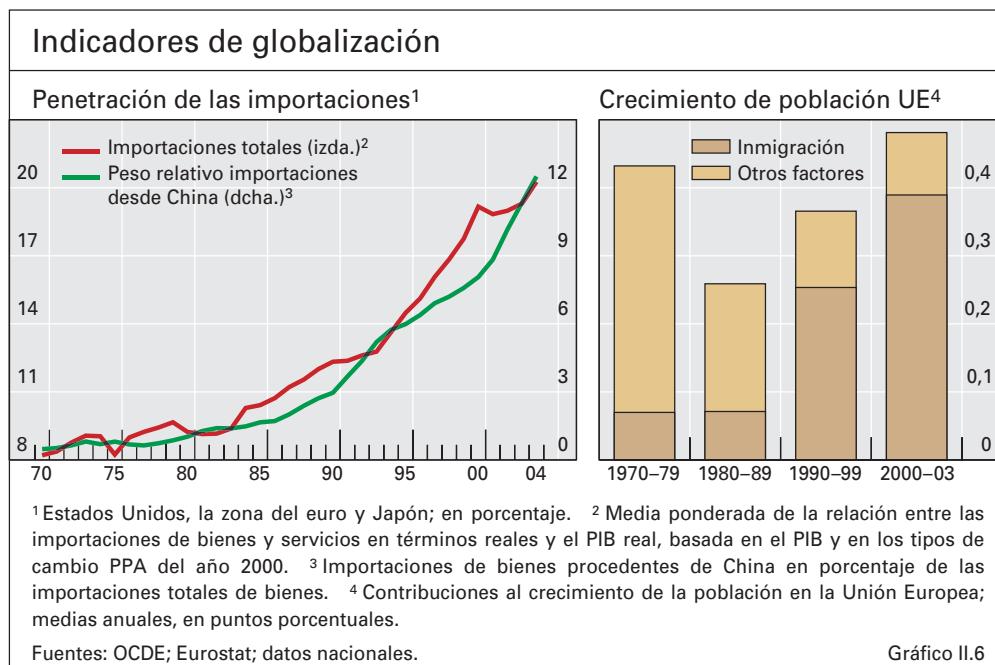
Cambios en la composición de las importaciones ...

... y creciente competencia en los mercados de bienes ...

como China, ilustra este efecto (véase el Gráfico II.6). Sin embargo, la mayor productividad, obtenida por ejemplo mediante la creación de canales de distribución minorista más eficientes en Estados Unidos y el Reino Unido, ha permitido también a las empresas mantener sus márgenes de beneficio.

En tercer lugar, el encarecimiento de la energía no ha provocado mayores presiones salariales. Los costes laborales unitarios en el sector empresarial de los países de la OCDE aumentaron un 0,5% en 2004, frente a un promedio anual en torno al 4,5% en la década de los 80. Muchos observadores consideran que la deslocalización generalizada de la producción, la subcontratación de algunos servicios y la mayor movilidad del trabajo entre países han reducido el poder de negociación de trabajadores y sindicatos en muchos países industrializados. Por ejemplo, los costes laborales por hora trabajada en la mayoría de los países de Europa occidental son de cinco a diez veces superiores a los existentes en los nuevos Estados miembros de la UE. Esta divergencia ha fomentado la emigración de trabajadores desde los nuevos países miembros hacia Europa occidental (con frecuencia acompañada de una segunda ola de emigración hacia los nuevos Estados miembros desde los países situados más al este). El constante crecimiento de las remesas de dinero desde las naciones industrializadas hacia los países en desarrollo (particularmente hacia América Latina y las economías emergentes de Asia) sugiere que en otras partes del mundo están desarrollándose fenómenos similares. Incluso en economías donde la inmigración efectiva es limitada, la amenaza de que unos salarios más altos induzcan una deslocalización de la producción ha tenido efectos similares sobre la evolución de los salarios. En Japón, esta situación se ha traducido en un aumento de la cifra de trabajadores a tiempo parcial. En Alemania, varias empresas importantes han negociado recientemente contratos que incluyen garantías de estabilidad en el empleo a cambio de reducciones de los salarios reales.

... así como en los mercados de trabajo



Mayor credibilidad de la política monetaria

Por último, los cambios en el propio proceso de generación de inflación podrían haber amortiguado el efecto inmediato de la subida de los precios de los productos básicos. Muchos observadores han sostenido que, debido a unas expectativas firmemente ancladas de inflación baja y a la mayor credibilidad de la política monetaria, ahora es mucho más probable que las perturbaciones de costes en las economías industrializadas se perciban como transitorias (véase el Capítulo IV). En estas circunstancias, las empresas podrían mantener sus precios constantes durante bastante tiempo.

Debilidad generalizada de los efectos de transmisión

Estos factores también podrían explicar una transmisión más débil de las fluctuaciones de los tipos de cambio hacia los precios de importación y de consumo (véase el Cuadro II.2). La menor proporción de materias primas en las importaciones ha atenuado no sólo el efecto directo del encarecimiento de los productos básicos sobre la inflación, sino también el impacto de las variaciones de los tipos de cambio, ya que las materias primas suelen ser muy sensibles a las variaciones del tipo de cambio. Además, la mayor permeabilidad a la competencia en los mercados y la correspondiente pérdida de poder de mercado de las empresas dominantes han amortiguado las presiones inflacionistas derivadas de la depreciación. En el caso de los exportadores, la moderación salarial les ha otorgado margen de maniobra para mantener estables los precios en la moneda del importador y conservar sus márgenes de beneficio pese a la apreciación de la moneda nacional. En Alemania, por ejemplo, los costes laborales unitarios en términos reales han caído casi un 20% en las dos últimas décadas. Por último, la mayor credibilidad de la política monetaria, al reducir la persistencia de la inflación, podría haber reforzado la disposición de las empresas a absorber perturbaciones en los tipos de cambio que se consideran transitorias.

Perspectivas

Se prevé que la inflación permanecerá baja ...

Se espera que la inflación permanezca baja en 2005 (véase el Cuadro II.1). Esta predicción concuerda básicamente con la posición en el ciclo que se prevé para las principales economías; a saber, desaceleración del crecimiento en Estados Unidos hasta tasas más cercanas al crecimiento potencial, junto con una moderada reducción del crecimiento de la productividad; persistencia de la capacidad ociosa en la zona del euro, y menor atonía en Japón.

... y son posibles presiones a la baja sobre los precios ...

Los cambios estructurales antes discutidos podrían inducir nuevas presiones a la baja sobre los precios de consumo. Por ejemplo, la supresión durante el presente año de las cuotas a la entrada de productos textiles en Norteamérica y Europa ha fomentado las importaciones procedentes de China y la India. Con todo, es demasiado pronto para evaluar sus efectos sobre los precios del vestido y los textiles, aunque la experiencia de países como Japón y Noruega, que no establecieron cuotas a los textiles o las eliminaron hace tiempo, sugiere que el impacto podría ser significativo. Desde una óptica más general, la fuerte reducción del precio relativo de los bienes manufacturados con respecto a los productos básicos podría considerarse como un indicio de una elevada elasticidad de la oferta en aquellas economías emergentes que se han convertido en las mayores exportadoras de bienes manufacturados.

Brecha del producto e inflación ¹							
	Estados Unidos	Japón	Alemania	Francia	Reino Unido	Italia	Canadá
1971–89	0,11 **	0,37 **	0,10 **	0,18 **	0,10	0,17 **	0,11 **
1990–2004	0,07 **	0,08	0,09	0,05	0,28 **	0,05	0,09

¹ Variación porcentual del índice subyacente de precios de consumo en respuesta a una variación de la brecha del producto en 1 punto porcentual. ** indica que las cifras son significativamente distintas de cero a un nivel de confianza del 99%.

Fuentes: Datos nacionales; cálculos del BPI. Cuadro II.3

La mayor globalización bien podría implicar que los factores internos se han tornado menos determinantes para la inflación en las diferentes economías. En concreto, la integración de países con una abundante oferta de trabajo puede haber reducido las presiones salariales de la economía mundial en su conjunto. De hecho, las estimaciones de la curva de Phillips muestran que los coeficientes de las brechas del producto, que reflejan en gran medida las condiciones internas de oferta y demanda, han disminuido en la mayoría de los países industrializados, si bien no de una forma concluyente en algunos de ellos (véase el Cuadro II.3).

Aun así, continúa siendo incierto el efecto sobre la inflación de unas menores brechas del producto interno, combinadas con la holgura de recursos productivos a escala mundial. El aumento del índice subyacente de precios en Estados Unidos en torno al cambio de año podría ser indicativo de que las empresas han recuperado parte de su poder de fijación de precios. En el futuro, unas rentas más elevadas en las economías emergentes podrían aumentar la demanda de bienes y servicios. Al final, las restricciones de capacidad de la oferta de trabajo acabarán reapareciendo a escala mundial, como ha ocurrido siempre a escala nacional.

... y un menor impacto de factores internos

Las incertidumbres permanecen

Evolución de la balanza por cuenta corriente

Aumento de los desequilibrios externos

En el periodo analizado se acentuaron los desequilibrios por cuenta corriente en la economía mundial. El creciente déficit exterior de las economías industrializadas avanzadas refleja básicamente el deterioro adicional del déficit por cuenta corriente en Estados Unidos, que ascendió en 2004 a una cifra cercana a los 670.000 millones de dólares, más del 5,5% del PIB (véase el Cuadro II.4). Por el contrario, aumentaron los superávit por cuenta corriente en los países exportadores netos de productos básicos. Algunas de las principales economías asiáticas continuaron asimismo registrando considerables superávit, pese al empeoramiento de sus relaciones reales de intercambio y a su rápido crecimiento. Japón, con un superávit en torno al 3,5% del PIB, representa alrededor de la mitad del resultado exterior por cuenta corriente de Asia. Aunque el superávit neto de China no fue elevado en 2004, últimamente ha crecido con rapidez. La zona del euro registró de nuevo un pequeño superávit por cuenta corriente del orden del 0,5% del PIB en 2004;

Mayores desequilibrios por cuenta corriente ...

Balanzas por cuenta corriente						
En miles de millones de dólares de EEUU						
	Media 1991-2000	2001	2002	2003	2004	Pro memoria: 2004 ¹
Estados Unidos	-153	-386	-474	-531	-666	-5,7
Zona del euro ²	20	13	54	26	36	0,4
Japón	107	88	112	137	172	3,7
Otras economías industrializadas avanzadas	-7	36	33	52	42	0,8
China	13	17	35	46	69	4,0
Otras economías emergentes de Asia	9	74	96	124	124	4,6
América Latina	-49	-54	-16	7	16	0,8
Europa central y oriental	-12	-17	-24	-37	-51	-5,0
Rusia	10	34	29	35	60	12,2
Arabia Saudita	-8	9	12	28	52	20,7
Resto del mundo	-14	25	10	30	65	3,9
<i>Pro memoria: Economía mundial³</i>	<i>-84</i>	<i>-161</i>	<i>-133</i>	<i>-83</i>	<i>-81</i>	<i>...</i>

¹ En porcentaje del PIB. ² Suma de las balanzas de las economías incluidas en la zona del euro.
³ Refleja errores, omisiones y asimetrías en las estadísticas de la balanza de pagos.

Fuentes: FMI; datos nacionales.

Cuadro II.4

mientras Alemania tuvo un superávit de casi el 4% del PIB, España registró un déficit próximo al 5%. La situación de las balanzas por cuenta corriente en otras economías avanzadas varió poco, habiéndose contabilizado de nuevo déficit considerables en el Reino Unido y Australia. Los países de Europa central y oriental también siguieron registrando significativos déficit por cuenta corriente. En cambio, América Latina mantuvo su tendencia a la mejora iniciada a finales de los años 90.

Un importante factor que explica los crecientes desequilibrios internacionales ha sido el fuerte encarecimiento de los productos básicos. El aumento de precios añadió más de 100.000 millones de dólares, o un 0,25% del PIB, a la factura neta de importaciones de petróleo en los países de la OCDE. Esta magnitud es comparable al efecto que tuvieron las subidas del precio del petróleo durante los años 90, pero muy inferior a las registradas en los dos anteriores episodios de perturbaciones petroleras. Los elevados precios de los productos básicos fomentaron los ingresos por exportaciones en Oriente Medio, Rusia y otros países exportadores netos de dichos productos, con la notable excepción de Australia, que registró un déficit más abultado pese a la considerable mejora de la relación real de intercambio, debido en parte a que las restricciones de capacidad parecían constreñir las exportaciones.

El segundo factor explicativo del patrón que han seguido las balanzas por cuenta corriente fue el continuo liderazgo de Estados Unidos en la recuperación del mundo industrializado avanzado. El débil crecimiento de

... debido en parte al aumento de los precios de los productos básicos ...

... y continuidad de un crecimiento liderado por EEUU

la demanda interna en otras importantes economías limitó la demanda externa de los productos estadounidenses, al tiempo que sus importaciones se aceleraron debido a la pujanza del consumo en ese país. Es decir, básicamente tuvo continuidad la pauta seguida desde 2001. Además, la mayor pujanza de la inversión empresarial observada en Estados Unidos vino asociada a un cierto fortalecimiento de las importaciones de bienes de equipo en 2004.

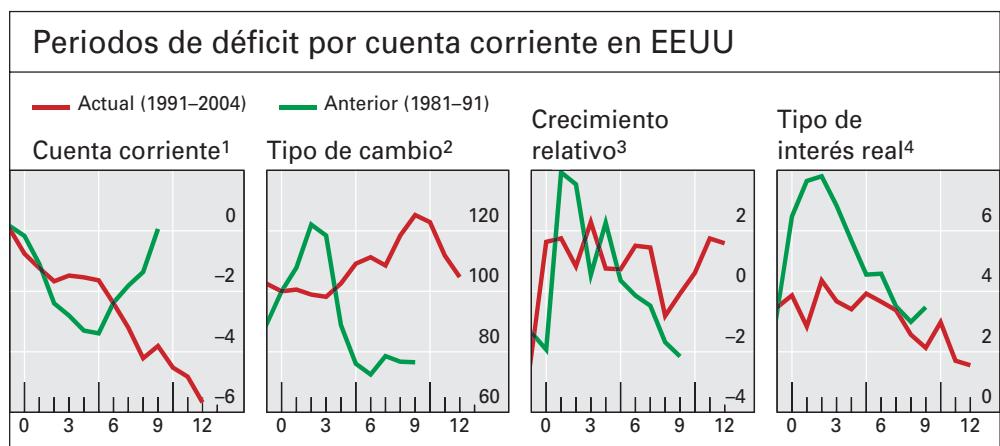
La diferencia entre el ahorro y la inversión nacional refleja, por definición, el resultado de la balanza por cuenta corriente. Los crecientes superávit en Asia y en los países exportadores de petróleo durante 2004 fueron el reflejo de un nuevo incremento de las tasas de ahorro agregado en esas regiones. Las tasas de inversión también aumentaron en los países asiáticos emergentes, aunque —con la notable excepción de China— se mantuvieron muy por debajo de sus niveles previos a la crisis asiática. La ampliación del déficit por cuenta corriente estadounidense en 2004 tuvo como contrapartida, por vez primera desde 2000, un aumento de la inversión privada en lugar de una disminución del ahorro nacional. Esta última magnitud permaneció básicamente sin cambios en un nivel históricamente reducido.

Desequilibrios internacionales en el ahorro y la inversión

Mecanismos de ajuste en la economía real

En el pasado, la corrección de desequilibrios por cuenta corriente en las economías industrializadas avanzadas solía exigir una combinación de ajustes de los tipos de cambio y de los tipos de interés, así como un reequilibrio del crecimiento mundial. Por ejemplo, el dólar se depreció intensamente en términos efectivos reales antes de que el déficit por cuenta corriente de Estados Unidos comenzara a reducirse en 1987 (véase el Gráfico II.7). La modificación resultante de los precios relativos a favor de los bienes comerciables estadounidenses conllevó posteriormente una fuerte aceleración de las exportaciones de ese país. El efecto se vio acentuado por un crecimiento de la renta de los principales socios comerciales de Estados Unidos superior al registrado en la economía estadounidense. Al mismo tiempo, los altos tipos

Patrones precedentes de ajuste externo



Fuentes: Datos nacionales; BPI.

Gráfico II.7

Aumentó el crecimiento de las exportaciones de EEUU ...

... pero sus importaciones crecieron más deprisa ...

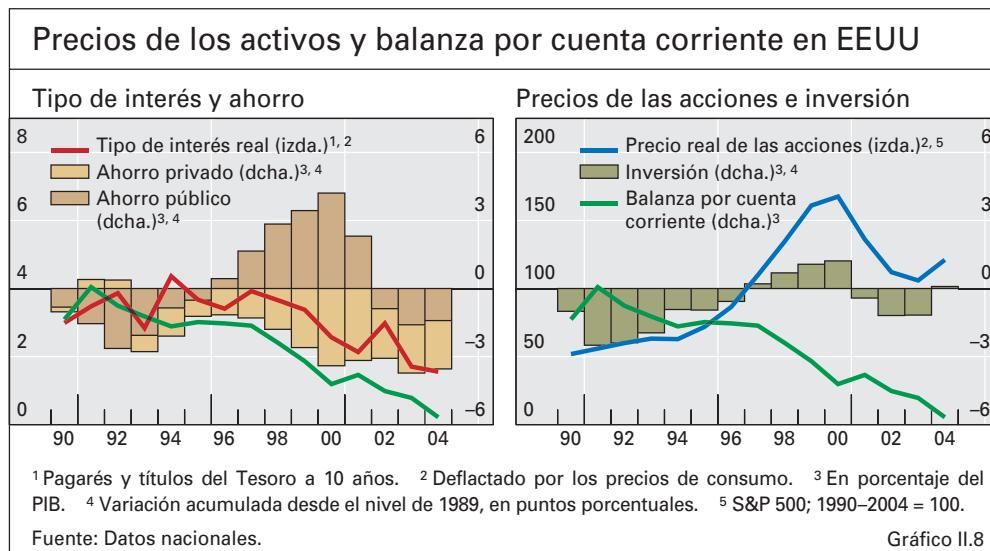
... ya que los bajos tipos de interés dificultaron el ajuste

de interés reales en esta economía contribuyeron a aumentar el ahorro privado a principios de la década de los 80, limitando así el impacto de un creciente déficit fiscal en la cuenta corriente. El endurecimiento fiscal de finales de esa década facilitó la inversión del signo de la cuenta corriente.

Todos estos mecanismos de ajuste apenas operaron durante el periodo analizado. Primero, en los dos últimos años el dólar se ha depreciado cerca del 20% en términos efectivos reales frente a las monedas de un amplio grupo de socios comerciales, es decir, mucho menos que a mediados de la década de los 80, cuando cedió casi un 50% entre 1985 y 1988 en términos de costes laborales unitarios relativos. Aun cuando el crecimiento de las exportaciones estadounidenses se aceleró en 2004, las exportaciones seguían sin igualar la dinámica observada en la segunda mitad de la década de los 80.

En segundo lugar, el crecimiento entre sus principales socios comerciales apenas estimuló las exportaciones. El hecho de que el ritmo de crecimiento de las importaciones de Estados Unidos haya continuado superando al de las exportaciones en los últimos años —incluso tomando en consideración el efecto de la subida de los precios del petróleo— refleja, en parte, la fortaleza relativa de la demanda interna estadounidense frente a la de sus principales socios comerciales. Las previsiones para 2005 y 2006 muestran sólo una convergencia gradual e incompleta de las tasas de crecimiento. Un factor agravante es que, hasta la fecha, la transmisión más lenta de las variaciones de los tipos de cambio a los precios de importación en Estados Unidos podría haber desvirtuado los incentivos para reasignar el gasto desde bienes importados hacia bienes nacionales y para invertir en la producción de bienes comerciables.

En tercer lugar, el nivel extraordinariamente deprimido de los tipos de interés reales a largo plazo también parece haber contribuido al déficit por cuenta corriente de Estados Unidos en los últimos años (véase el Gráfico II.8). Los bajos tipos de interés han supuesto menores costes de endeudamiento y el consiguiente aumento del valor de los activos (especialmente de la vivienda; véase más adelante). Además, han facilitado la financiación de los crecientes déficit presupuestarios, resultantes en gran medida de las rebajas impositivas.



Ambos canales han contribuido a una mayor demanda de importaciones por parte de los hogares. Esta evolución contrasta notablemente con la observada a finales de los años 90, cuando el creciente déficit por cuenta corriente estadounidense reflejaba un aumento de la inversión empresarial cimentado en la revalorización de las acciones.

Para mejorar la eficacia de los mecanismos de ajuste en la economía real será necesario combinar varios elementos de política económica en los países que registren déficit o superávit. Los elementos básicos de tales políticas resultan en gran medida incontestables; a saber, un mayor ahorro de los hogares y un saneamiento presupuestario, particularmente en Estados Unidos (como se analiza más adelante), unas reformas estructurales que generen un crecimiento más intenso en los sectores de productos no comerciables de Europa y Asia, y una mayor flexibilidad de los tipos de cambio en las economías emergentes de Asia (véase el Capítulo IV). Todas estas medidas potenciarían la eficacia de los mecanismos de ajuste de la economía mundial, que podrían reducir a medio plazo los desequilibrios externos.

Políticas para facilitar el ajuste

El ahorro y la inversión del sector privado

Tendencias

El ahorro mundial continuó creciendo en 2004. El ahorro nacional ascendió al 25% del PIB mundial, en torno a un punto porcentual superior al valor medio anual de la década actual y dos puntos porcentuales por encima del promedio de los años 90 (véase el Cuadro II.5). Este incremento obedeció al mayor ahorro registrado en los países en desarrollo. El principal contribuidor fue Asia, especialmente China, donde la tasa de ahorro nacional creció hasta el 48%. Poco se conoce de los patrones sectoriales de ahorro en China y de las posibles carencias de las estadísticas de sus cuentas nacionales, pero un déficit presupuestario básicamente estable sugiere que el citado incremento puede atribuirse principalmente al sector privado. La segunda contribución en importancia al mayor ahorro mundial en 2004 procedió del incremento del ahorro en países exportadores de petróleo como consecuencia de sus mayores ingresos por exportaciones. El efecto inmediato probablemente se dejó sentir sobre todo en el ahorro público, pues unas dos terceras partes de las rentas procedentes del petróleo pasaron a engrosar los ingresos presupuestarios.

Crecimiento del ahorro mundial

En las economías industrializadas avanzadas, el ahorro nacional aumentó en términos agregados por vez primera desde 2001, aunque sólo de forma marginal. No obstante, las tasas de ahorro permanecen en niveles bastante inferiores a los valores medios de las dos últimas décadas. El principal factor coadyuvante a su estabilización reciente ha sido la ligera reducción de los déficit presupuestarios. El mayor ahorro empresarial materializado en forma de beneficios no distribuidos observado desde el año 2000 también contribuyó a elevar las tasas de ahorro. Al mismo tiempo, continuó la tendencia descendente del ahorro de los hogares, si bien con una considerable variabilidad entre países. Así, mientras que las tasas de ahorro familiar volvieron a reducirse en Estados Unidos, en Japón y en una serie de

Mayor ahorro marginal en las economías avanzadas

Tendencias del ahorro y la inversión mundiales

En porcentaje del PIB

	Media 1990–99	Media 2000–02	2003	2004	<i>Pro memoria: 1991– 2004¹</i>
Ahorro mundial	22,9	23,4	23,9	24,9	1,7
Economías avanzadas ²	21,3	20,6	19,1	19,4	-2,8
Estados Unidos	16,3	16,2	13,5	13,7	-2,5
Zona del euro	21,5	21,3	20,3	20,9	-1,1
Japón	31,6	27,8	27,1	27,6	-6,8
Economías emergentes ³	25,3	27,2	29,8	31,5	6,9
Economías asiáticas en desarrollo	31,0	32,6	36,5	38,2	9,5
China	40,3	39,9	45,5	48,0	9,6
América Latina	18,3	17,8	20,0	21,0	1,9
Europa central y oriental	20,6	18,8	18,6	19,1	-7,0
Inversión mundial	24,0	23,2	23,5	24,6	0,1
Economías avanzadas ²	21,8	21,0	20,0	20,7	-2,5
Estados Unidos	18,7	19,4	18,4	19,7	1,1
Zona del euro	21,1	20,9	19,5	20,2	-2,9
Japón	29,3	25,3	23,9	23,9	-9,0
Economías emergentes ³	27,2	26,1	27,9	29,2	2,8
Economías asiáticas en desarrollo	32,2	30,8	33,6	35,5	5,1
China	38,5	37,9	42,4	43,9	8,7
América Latina	20,9	19,8	19,0	19,8	0,3
Europa central y oriental	23,3	23,1	23,2	23,8	-2,9

¹ Variación porcentual acumulada. ² Incluidas las nuevas economías industrializadas (NEI) asiáticas.

³ Economías emergentes distintas de las NEI asiáticas.

Fuentes: FMI, *Perspectivas de la Economía Mundial*; datos nacionales.

Cuadro II.5

países europeos aumentaron de forma moderada, especialmente en aquéllos donde había incertidumbre sobre las perspectivas de empleo y las pensiones, como es el caso de Alemania y los Países Bajos.

La inversión agregada (incluida la formación de capital tanto empresarial como residencial) creció en la mayoría de los países industrializados avanzados y de las economías de mercado emergentes. La tasa de aceleración varió, registrando China y Estados Unidos los mayores incrementos (véase el Cuadro II.5). Una característica compartida parece ser la fortaleza a escala mundial de la inversión en vivienda. En los países de la OCDE, esa inversión creció en términos reales más de un 6% en 2004, su tasa más alta desde mediados de la década de los 90.

La inversión empresarial también cobró intensidad, especialmente en los países industrializados avanzados, tras una lenta recuperación desde el mínimo cíclico registrado en 2002. Este resultado obedeció básicamente al afianzamiento del gasto empresarial en Estados Unidos en el transcurso de 2004. El gasto de las empresas de la zona del euro aumentó tras dos años de contracción, aunque a un ritmo moderado. Por otra parte, las tasas de inversión permanecieron estables en Japón. Sin embargo, la

Vigorosa inversión
residencial ...

... pero también
afianzamiento de la
inversión
empresarial

inversión empresarial en las economías avanzadas seguía en general por debajo de los valores alcanzados en la segunda mitad de los años 90, tanto en términos de tasas de crecimiento como en porcentaje del PIB.

Balances e inversión empresariales

Los balances empresariales mejoraron en 2004 en las tres principales áreas monetarias. La deuda se redujo en relación a los recursos propios y al valor añadido de forma generalizada, aunque las empresas estadounidenses aún parecen más fuertes que las de la zona del euro o Japón (véase el Gráfico II.9). Esta mejora de los balances empresariales se vio estimulada por el sólido crecimiento de los beneficios, un fenómeno observado a escala mundial (véase el Gráfico II.10). En Estados Unidos, tanto la participación de los beneficios en el total de rentas como los márgenes de beneficio rondaron en 2004 niveles récord, mientras que en Europa la participación de los beneficios se acercó a sus niveles de mediados de la década de los 90 y en Japón la situación mejoró sustancialmente.

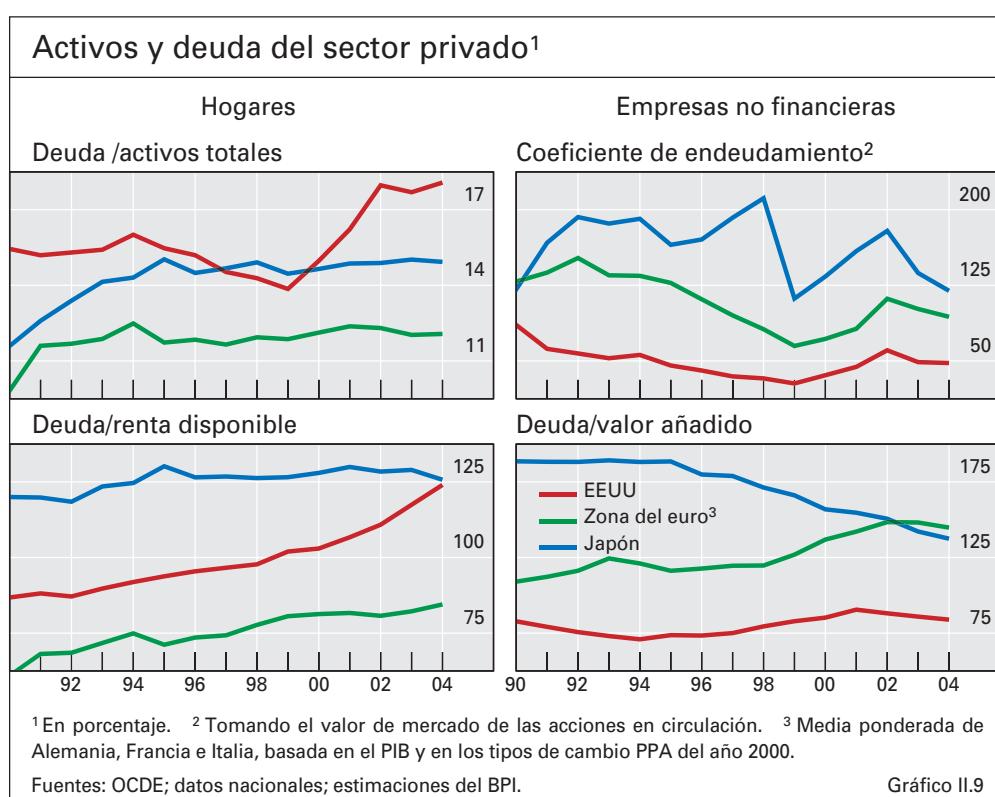
Dado el entorno de beneficios extraordinariamente elevados y condiciones favorables por el lado de la oferta, el relativo estancamiento de la inversión empresarial se contempló con cierta sorpresa. Los bajos tipos de interés reales, los estrechos diferenciales crediticios y la subida de los precios de las acciones mantuvieron deprimido el coste del capital. Además, la productividad del trabajo en el sector empresarial creció cerca de un 3% en los países de la OCDE, aunque la zona del euro estuvo bastante rezagada.

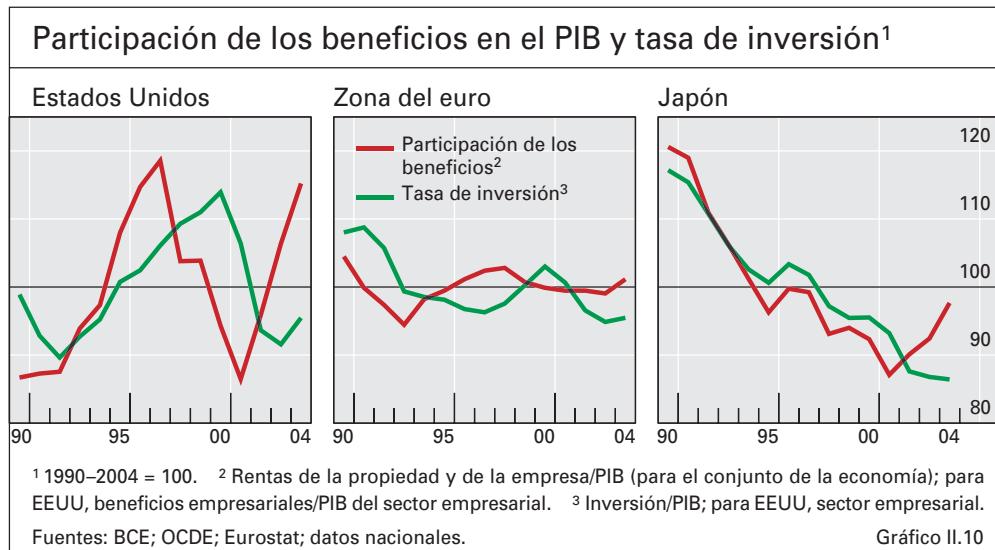
La mayor aversión al riesgo mostrada por las empresas tras el desplome del mercado bursátil parece haber contenido la formación de capital fijo. Las empresas se centraron sobre todo en la reestructuración de sus

Balances empresariales más sólidos ...

... pero una inversión relativamente estancada ...

... atribuible a la aversión al riesgo ...





balances, como demuestran sus esfuerzos por reducir los coeficientes de endeudamiento y en el “atesoramiento de efectivo” (véase el Capítulo VI). El interés por reducir el apalancamiento probablemente reflejaba inquietudes acerca de una persistente vulnerabilidad ante cambios de las condiciones en los mercados financieros. A esto parece haberse añadido que, tanto en Japón como en algunos países europeos, los directivos empresariales se muestran más cautos con respecto a la accesibilidad al crédito en condiciones económicas adversas, en un entorno de cambios de conducta de las entidades bancarias en los últimos años.

... a la composición sectorial de los beneficios ...

En Estados Unidos también influyó la composición sectorial del crecimiento de los beneficios. Muchos subsectores de servicios —como el comercio minorista y los servicios financieros— han registrado un incremento de beneficios relativamente elevado y estable en estos últimos años. En contraste, en el sector industrial los beneficios disminuyeron casi un 70% en 2001–02. La participación de los beneficios de este sector en los beneficios totales se redujo desde el 25% hasta menos del 10%. Los beneficios del sector industrial se recuperaron en 2004, aunque se mantuvieron muy por debajo de su nivel de finales de los años 90, tanto en términos nominales como en porcentaje del valor añadido del sector. La inversión descendió en 2001 y 2002 en consonancia con los beneficios. Pese a recuperarse en 2003, el gasto empresarial en el sector industrial sólo fue un 10% superior al de los años 90, mientras que la inversión en el sector empresarial en su conjunto aumentó casi un 50%.

... y a un escaso crecimiento de los mercados internos

En la zona del euro y Japón, las inciertas perspectivas sobre la demanda interna continuaron afectando negativamente al gasto empresarial. Las encuestas realizadas en la zona del euro revelaron el persistente pesimismo de las empresas, especialmente por las perspectivas para los mercados internos. En un entorno de lento crecimiento, el aumento de los beneficios ha venido asociado a subidas salariales moderadas y a tasas de desempleo persistentemente elevadas, incluso crecientes en algunos países. Una razón para ello es el continuo énfasis de las empresas en la intensificación del uso del factor capital y en la reducción del factor trabajo, principalmente en

el sector industrial, donde la competencia internacional es particularmente agresiva. Las medidas encaminadas a elevar el crecimiento potencial —especialmente en el sector servicios— y una mayor flexibilidad de los mercados de trabajo resultan fundamentales para mejorar las perspectivas de empleo y, por tanto, de demanda.

Balances y gasto de los hogares

El aumento de los precios de la vivienda y de las acciones elevó en muchos países la riqueza de los hogares en 2004. En las economías industrializadas avanzadas, para las que se dispone de datos de los activos y pasivos de esos hogares, la riqueza familiar aumentó, con la notable excepción de Japón, tanto en términos absolutos como en relación con la renta disponible. Los precios de la vivienda, que representa el grueso de los activos de los hogares en la mayoría de las economías, crecieron con fuerza en un amplio conjunto de países. En muchos casos, los precios de la vivienda a finales de 2004 se situaban en máximos históricos o próximos a ellos (véase el Cuadro II.6).

La riqueza familiar aumentó conforme lo hacía la deuda y en similar proporción, por lo que la relación entre la deuda y los activos de los hogares se mantuvo básicamente constante en la zona del euro y se incrementó en Estados Unidos (véase el Gráfico II.9). En consecuencia, continuó aumentando la deuda en proporción de la renta disponible, especialmente en este

La riqueza familiar creció ...

... pero también lo hizo la deuda

	Precios de la vivienda y deuda hipotecaria				
	Precios de la vivienda ¹			Variación de deuda hipotecaria para compra de vivienda ²	
	Variación anual	1996–2003	2004		
Estados Unidos	6,0	11,2	0,0	2004 T4	3,9
Japón	-3,3	-6,1	-37,1	1991 S1	-0,8
Alemania	-0,1	-1,0	-2,0	2002	-0,8
Reino Unido	11,7	12,3	0,0	2004 T4	5,2
Francia	7,2	15,6	0,0	2004 S2	1,9
Italia	4,6	9,7	0,0	2004 S2	1,9
Canadá	4,5	7,8	0,0	2004 T4	1,7
España	10,8	17,4	0,0	2004 T4	4,7
Países Bajos	10,2	1,8	-2,5	2004 T3	4,8
Australia	10,2	2,7	-0,2	2004 T2	5,4
Suiza	0,5	1,8	-12,9	1989 T4	3,4
Bélgica	5,8	4,2 ³	0,0	2004 T2	0,1
Suecia	7,8	10,0	0,0	2004 T4	2,7
Noruega	7,8	10,5	0,0	2004 T4	2,7
Dinamarca	6,7	11,3	0,0	2004 T4	1,8
Finlandia	8,1	5,6	0,0	2004 T4	2,7
Irlanda	14,4	7,8 ⁴	0,0	2004 T3	9,5

¹ Fin del periodo; variación porcentual, en términos nominales; para Japón, precios del suelo. ² Entre 2003 y 2004; en puntos porcentuales del PIB. ³ Hasta el segundo trimestre. ⁴ Hasta el tercer trimestre.

Fuentes: OCDE; diversas asociaciones inmobiliarias; datos nacionales; estimaciones del BPI.

Cuadro II.6

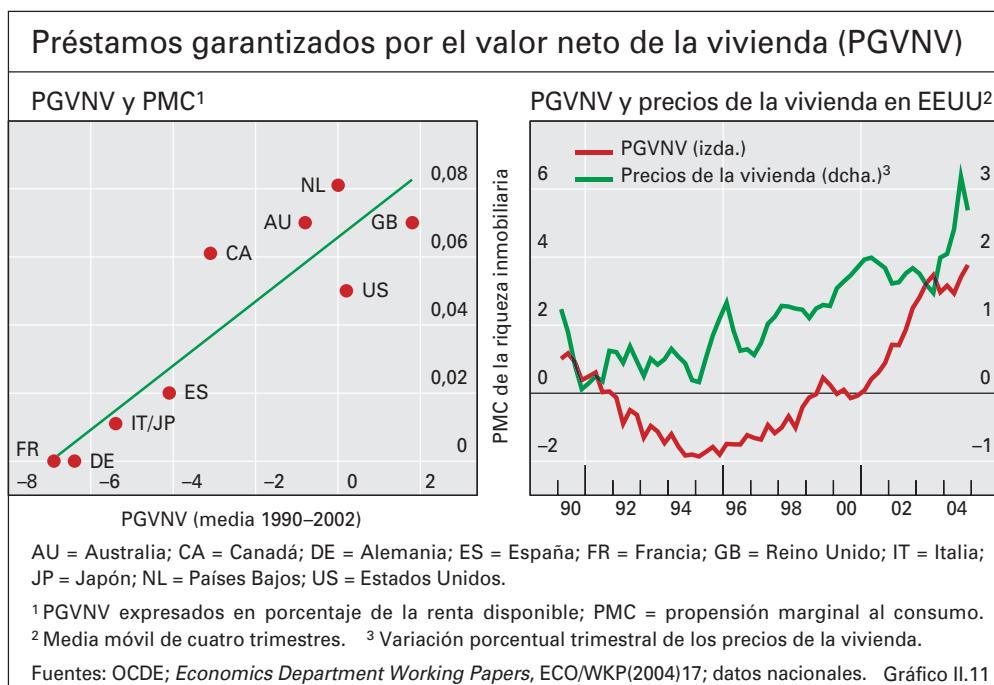
Los préstamos garantizados por el valor neto de la vivienda estimularon el consumo ...

... pero plantean riesgos para el futuro

último país. El grueso del incremento de la deuda familiar fue atribuible al endeudamiento en forma de préstamos hipotecarios, con la vivienda como garantía real.

En muchos países, como Francia y España, este mayor endeudamiento hipotecario se utilizó para financiar la compra de viviendas. Sin embargo, los préstamos garantizados por el valor neto de la vivienda —la extracción de riqueza inmobiliaria mediante endeudamiento, empleando como garantía real el valor de la vivienda en lo que excede de la inversión efectuada en ella por el propietario— han mejorado significativamente en los últimos años el poder adquisitivo efectivo en una serie de países, entre los que se incluyen Estados Unidos, el Reino Unido, los Países Bajos y Australia. Los préstamos garantizados por el valor neto de la vivienda han mantenido una estrecha correlación con la propensión a consumir a partir de la riqueza inmobiliaria desde la década de los 90 (véase el Gráfico II.11). Aunque un mayor coste de los servicios inmobiliarios debería, en principio, haber reducido el gasto en otros productos por quienes no son propietarios, es difícil encontrar este efecto en los datos.

Resulta complicado juzgar el grado de vulnerabilidad del consumo privado ante una futura caída de los precios de la vivienda. La experiencia del Reino Unido, Australia y los Países Bajos, donde recientemente se han registrado desaceleraciones e incluso descensos de esos precios, sugiere que un menor dinamismo del mercado de la vivienda tiene un efecto adverso sobre el gasto. En el Reino Unido y Australia, el consumo privado se ha desacelerado en períodos recientes, mientras que en los Países Bajos esta variable ha sido débil durante los dos últimos años aproximadamente, en un entorno de creciente desempleo. En general, el efecto sobre el gasto dependería probablemente de una serie de factores, como la revisión de las expectativas a largo plazo sobre las rentas del trabajo y la cuantía de las



pensiones o los cambios de los tipos de interés. Más reconfortante resulta la reciente suavización de la fuerte correlación observada en Estados Unidos entre los préstamos garantizados por el valor neto de la vivienda y la revalorización de ésta. El hecho de que la extracción de riqueza de la vivienda fuera prácticamente nula en promedio entre 1990 y 2002, podría indicar que los hogares la consideran básicamente como un mecanismo para homogeneizar su consumo a lo largo del tiempo. De cara al futuro, cabría entonces esperar alguna contrapartida por la utilización del patrimonio durante los últimos años. En cualquier caso, un descenso a escala nacional de los precios nominales de la vivienda en Estados Unidos, el mayor mercado mundial, sería un acontecimiento sin precedentes en las últimas décadas.

La política fiscal

Evolución fiscal reciente

Pese a la ligera orientación restrictiva de las políticas fiscales en 2004, los déficit presupuestarios se mantuvieron bastante por encima de sus promedios históricos en los principales países industrializados (véase el Cuadro II.7). El aumento de los déficit fue especialmente acusado en Alemania, el Reino Unido y Estados Unidos, donde los resultados presupuestarios se han deteriorado entre un 5% y un 7% del PIB desde 2000 (véase el Cuadro II.8). En cambio, en las economías industrializadas de menor tamaño (Australia, Canadá y España, entre otras), así como en muchas economías de mercado emergentes, la situación presupuestaria ha mejorado en los últimos años. Si bien parte de esta mejora fue reflejo de unas favorables condiciones cíclicas, muchas economías de mercado emergentes también han iniciado procesos de reforma presupuestaria de índole estructural (véase el

Los déficit presupuestarios permanecieron elevados en los principales países industrializados

Comparación histórica de las posiciones fiscales¹

	Media 1980–2003			2004			
	Posición financiera	Posición estructural ²	Deuda bruta	Posición financiera	Posición estructural ²	Deuda bruta	Esfuerzo de estabilización de la deuda ³
Economías industrializadas ⁴	-3,4	-3,4	67	-3,8	-3,5	80	2,1
Estados Unidos	-3,3	-3,1	63	-4,3	-4,2	64	2,0
Zona del euro	-3,9	-3,6	66	-2,8	-2,1	78	0,8
Japón	-3,1	-3,2	89	-6,1	-5,9	158	6,8
Economías emergentes ⁵	-3,0 ⁶	...	44 ⁶	-2,5	...	47	...

¹ Administraciones Públicas, en porcentaje del PIB. ² Posición financiera ajustada por el ciclo, en porcentaje del PIB potencial.

³ Variación porcentual necesaria en la posición financiera para estabilizar la deuda neta, considerando que el PIB nominal crece a su tasa potencial. ⁴ Media ponderada de Alemania, Australia, Canadá, España, Estados Unidos, Francia, Italia, Japón, los Países Bajos y el Reino Unido basada en el PIB y en los tipos de cambio PPA del año 2000. ⁵ Media ponderada de las 24 mayores economías de mercado emergentes, basada en el PIB y en los tipos de cambio PPA del año 2000. ⁶ 1998–2003.

Fuentes: FMI; Instituto de Finanzas Internacionales (IIF); OCDE; JPMorgan Chase; cálculos del BPI.

Cuadro II.7

Evolución fiscal reciente ¹							
	Posición financiera			Deuda			
	2003	2004	Variación acumulada 2001–04 ²	Deuda neta	Deuda bruta		
				2004	2004	Variación acumulada 2001–04 ²	
Estados Unidos	-4,6	-4,3	-5,9	44	64		5
Zona del euro	-2,8	-2,8	-2,9	53	78		1
Alemania	-3,8	-3,7	-5,0	55	70		9
Francia	-4,1	-3,7	-2,3	46	73		7
Italia	-3,0	-3,0	-2,3	96	119		-6
Japón	-7,7	-6,1	1,4	84	158		24
Reino Unido	-3,4	-3,4	-7,2	36	44		-2
Canadá	0,6	1,3	-1,6	31	70		-11
Australia	0,8	0,8	-0,1	2	21		-5

¹ Administraciones Públicas, en porcentaje del PIB. ² En puntos porcentuales.

Fuentes: FMI; OCDE.

Cuadro II.8

Capítulo III). También se progresó en la contención del crecimiento de la deuda pública, en parte como consecuencia de los reducidos tipos de interés. Sin embargo, a menos que las políticas cambien, las obligaciones del sector público aumentarán sustancialmente en el futuro debido a la existencia de pasivos contingentes relacionados con el envejecimiento de la población. El endeudamiento público continúa siendo especialmente elevado en Italia y Japón.

Aunque los motivos de los mayores déficit presupuestarios en los principales países industrializados son diversos, su naturaleza es básicamente estructural (véase el Cuadro II.7). El aumento del déficit público en Estados Unidos en los últimos años ha sido en gran medida el resultado de recortes impositivos y de un mayor gasto militar y en seguridad. El déficit presupuestario estadounidense se situó por debajo de lo esperado en 2004 gracias a los mayores ingresos generados por el crecimiento económico y a la contención de los gastos ajenos a la defensa. Del mismo modo, un mayor crecimiento y la limitación del gasto redujeron el déficit en Japón el pasado año. Sin embargo, las autoridades niponas aún deben hacer frente a las consecuencias de los fuertes desequilibrios presupuestarios heredados de los años 90. En la zona del euro, los déficit públicos son también básicamente estructurales. Pese al menor componente cíclico de los déficit con respecto a 2003, casi la mitad de los miembros de la unión monetaria incumplieron los criterios fiscales del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (algunos de ellos por tercer año consecutivo).

La expansión fiscal de los últimos años ha dejado, por tanto, a muchos países con un escaso margen de maniobra para acometer ulteriores relajaciones de su política presupuestaria. De hecho, en la zona del euro la necesidad de saneamiento actualmente coincide con el debilitamiento de la actividad económica. La reducción del déficit resulta más sencilla y deseable en Estados Unidos, dado el sólido crecimiento de su producto y su elevado déficit por cuenta corriente.

Los déficit son básicamente de naturaleza estructural

Escaso margen de maniobra para ulteriores relajaciones de la política fiscal

Proyecciones fiscales a medio plazo¹

	Posición financiera			Posición estructural ²		Deuda bruta		
	2005	2006	Variación desde 2004 ³	2005	2006	2005	2006	Variación desde 2004 ³
Estados Unidos	-4,2	-4,1	2,0 (2010)	-4,2	-4,1	66	68	-6 (2010)
Zona del euro	-2,6	-2,4	0,4 (2006)	-1,9	-1,9	79	79	0 (2006)
Alemania	-3,3	-2,6	2,2 (2007)	-2,0	-1,7	73	74	2 (2007)
Francia	-3,1	-2,9	1,7 (2008)	-2,7	-2,8	74	74	1 (2008)
Italia	-3,9	-4,3	2,0 (2008)	-3,5	-4,2	119	119	8 (2008)
Japón	-6,4	-5,7	1,9 (2008)	-6,2	-5,7	161	164	-10 (2008)
Reino Unido	-3,2	-3,2	1,4 (2010)	-3,3	-3,3	47	49	-3 ⁴ (2010)
Canadá	1,3	1,1	0,2 (2008)	1,3	1,0	66	62	14 ⁴ (2008)
Australia	0,4	0,3	-0,2 (2007)	0,6	0,6	18	18	4 ⁴ (2007)

¹ Administraciones Públicas, en porcentaje del PIB. ² Posición financiera ajustada por el ciclo, en porcentaje del PIB potencial.

³ Variación de la posición financiera y de la deuda bruta, respectivamente, en puntos porcentuales, entre el año expresado entre paréntesis y 2004. Una cifra positiva indica una reducción del déficit/aumento del superávit y una reducción de la deuda bruta, respectivamente. ⁴ Deuda neta.

Fuentes: FMI; OCDE; datos nacionales.

Cuadro II.9

En este entorno, la mayoría de países industrializados ha anunciado planes para recortar sus déficit presupuestarios hacia finales de la década (véase el Cuadro II.9). La Administración estadounidense se ha comprometido a reducir el déficit público por debajo del 2% del PIB en 2010. En Japón, las autoridades se han marcado como objetivo lograr un superávit primario (excluida la seguridad social) en los años inmediatamente posteriores a 2010 y estabilizar la deuda pública bruta en torno al 150% del PIB. En la zona del euro, los países con débiles resultados presupuestarios estructurales se han comprometido a reducir sus déficit a un ritmo anual de 0,5 puntos porcentuales del PIB hasta 2007. Sin embargo, las medidas concretas de política fiscal necesarias para alcanzar estos objetivos se encuentran, por lo general, pendientes de confirmación.

Los objetivos de reducción de los déficit aún carecen de concreción

Alternativas para el saneamiento presupuestario

La reforma fiscal ha vuelto recientemente a la agenda política, debido en parte al éxito de las reformas tributarias ya aplicadas en Irlanda y el Reino Unido. La reciente experimentación con un tipo impositivo único en Eslovaquia (donde se ha introducido un impuesto lineal sobre los beneficios de las sociedades y la renta de las personas físicas y un IVA uniforme, todos ellos con un tipo impositivo del 19%) y en otros países de Europa central y oriental han atraído también la atención. La mayor intensidad de la competencia mundial y la posibilidad de deslocalizar la producción señalan un limitado margen para aumentar los impuestos directos en el futuro, especialmente sobre las empresas. Dadas las circunstancias, puede resultar cada vez más atractiva la idea de recurrir a impuestos indirectos.

Interés por las reformas impositivas, incluido el tipo impositivo único

Los recortes del gasto público corriente y de los programas de prestaciones sociales (distintos de las pensiones) no han sobresalido en las líneas básicas de las recientes propuestas de reforma. A este respecto, una restricción importante en la zona del euro ha sido el elevado desempleo.

Pocos cambios en los programas de gasto ...

... aunque la reforma de las pensiones ha comenzado

Además, las autoridades de los países que han adoptado medidas para reformar las prestaciones por desempleo y la financiación de la sanidad (Alemania, por ejemplo) han encontrado importantes dificultades.

Varios países han adoptado medidas para reformar sus sistemas de pensiones. En Japón, la reforma de las pensiones aprobada en 2004 contempla recortes graduales de las prestaciones y aumentos de las cotizaciones individuales, así como transferencias del Gobierno al sistema de pensiones (incluyendo posibles subidas de impuestos). Con estas modificaciones se prevé reducir el déficit a largo plazo del sistema de pensiones. La reforma introducida en Italia, también aprobada el pasado año, elevará a partir de 2008 la edad efectiva de jubilación. Asimismo, permitirá a los trabajadores aumentar su pensión de jubilación obligatoria al invertir sus cotizaciones en fondos de pensiones privados complementarios. La Administración estadounidense también ha anunciado en su presupuesto para 2005 un plan orientado a introducir un esquema voluntario de cuentas de capitalización de pensiones. En Alemania, se ha reducido la relación entre las prestaciones por jubilación y el salario medio y, además, el nivel de las prestaciones se ha vinculado a la tasa de dependencia de la tercera edad.

En cuanto a los incentivos para acometer planes de saneamiento presupuestario, es de prever que las presiones procedentes de los mercados de deuda pública desempeñen un papel importante. De forma un tanto sorprendente, los mercados financieros no han incorporado por ahora una prima de riesgo por los desequilibrios presupuestarios presentes y futuros en los principales países industrializados. En la zona del euro, por ejemplo, y pese a algunas reducciones de las calificaciones crediticias, los efectos sobre los tipos de interés reales o los diferenciales de la deuda soberana inducidos por los fuertes déficit presupuestarios o por el elevado endeudamiento han sido hasta ahora más bien limitados. Una posible explicación radica en que los éxitos cosechados en la eliminación de los déficit públicos a mediados de la década de los 90 han prestado credibilidad a las recientes declaraciones oficiales sobre reducción de los déficit en el futuro. Otra explicación sería que los inversionistas consideran que los riesgos de los actuales déficit presupuestarios son limitados, quizás porque se considera que la tendencia mundial hacia la desregulación y la privatización puede restringir a largo plazo el papel de los Gobiernos y del gasto público. Otras explicaciones se centran en las favorables condiciones de financiación de que disfrutan todos los deudores, no sólo los Gobiernos (véase el Capítulo VI).

Otro acicate para el saneamiento presupuestario, especialmente en el caso de los principales países de la zona del euro y Japón, podría ser la constatación de que algunos procesos previos de saneamiento reflejaron una correlación positiva con el crecimiento económico. Si se considera que el proceso de saneamiento conlleva una reducción permanente del gasto y del endeudamiento públicos, podrían alimentarse las expectativas de impuestos y tipos de interés más bajos en el futuro. Casi la mitad de las operaciones de política fiscal contractiva acometidas a partir de la década de los 70 en los países de la UE de los Quince conllevaron en la práctica un crecimiento más intenso. Tal vez, los episodios citados con

La disciplina del mercado podría incentivar el saneamiento presupuestario

¿Podrían derivarse efectos expansivos del saneamiento?

más frecuencia sean los casos de Dinamarca e Irlanda a mediados y finales de la década de los 80, así como el de España en la segunda mitad de los años 90. Con todo, gran parte del efecto expansivo observado en estos casos se ha atribuido al hecho de que las medidas de austeridad coincidieron con una orientación expansiva de la política monetaria y con depreciaciones monetarias en términos reales. Los costes del endeudamiento también eran elevados por entonces, permitiendo sacar gran partido de los descensos de los tipos de interés y de las primas de riesgo país. Por el contrario, los tipos de interés actuales son muy bajos. Aun así, unos ajustes fiscales que reduzcan las ineficiencias de los programas de bienestar social tradicionales bien podrían señalar el compromiso de embrigar el gasto público en el futuro y ayudar a mejorar las expectativas.

En los casos en los que los desequilibrios fiscales se han agravado durante un periodo de crecimiento intenso, la necesidad de un saneamiento presupuestario debería ser más evidente. Una combinación de mayores impuestos y menor gasto público contribuiría a reducir los déficit fiscales así como a moderar la demanda agregada. En Estados Unidos, el saneamiento presupuestario también permitiría aminorar el elevado déficit por cuenta corriente actual.

Asimismo, la utilización de reglas fiscales podría reforzar los incentivos para el saneamiento presupuestario. Cuando los procesos presupuestarios nacionales están perfectamente integrados en un proyecto de medio plazo, es más probable que los países alcancen sus objetivos fiscales. Pocas dudas caben de que numerosos países de la Unión Europea acometieron importantes ajustes presupuestarios para poder cumplir el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, y antes, para cumplir los criterios del Tratado de Maastricht. También se han utilizado con éxito las reglas fiscales con el objetivo de introducir disciplina en los diferentes niveles gubernamentales en el ámbito interno de algunos países, así como en algunas economías de mercado emergentes. Recientemente, en Estados Unidos se ha apelado al restablecimiento de una regla similar a la Ley de Disciplina Presupuestaria como un gesto de compromiso renovado con la disciplina fiscal. Con todo, las recientes dificultades con el Pacto de Estabilidad y Crecimiento indican que incluso las reglas fiscales bien asentadas pueden fracasar si falta compromiso en su observancia.

Es probable que el principal estímulo para las reformas presupuestarias a largo plazo proceda de los desafíos asociados al envejecimiento de la población. La primera ola de cohortes nacidos durante la explosión demográfica de la posguerra comenzará a jubilarse durante la próxima década, lo que intensificará las obligaciones no sólo para los sistemas públicos de pensiones, sino también para los programas de asistencia sanitaria. Incluso teniendo en cuenta los efectos de las medidas en vigor diseñadas para recortar las prestaciones futuras, las previsiones apuntan a que el gasto relacionado con las pensiones y la sanidad aumentará en promedio casi un 7% del PIB a lo largo de las próximas cuatro décadas en los países de la OCDE. En consecuencia, cada vez será más inevitable la adopción de medidas políticas adicionales.

El saneamiento presupuestario puede contribuir a moderar la demanda agregada

Las reglas fiscales podrían reforzar el saneamiento presupuestario, pero su cumplimiento es fundamental

El envejecimiento de la población: importante desafío presupuestario a largo plazo

III. Análisis de las economías de mercado emergentes

Aspectos más destacados

A lo largo del último año, el crecimiento en las principales regiones emergentes fue sorprendentemente fuerte (véase el Cuadro III.1). El ritmo de crecimiento fue superior al de 2003, ya de por sí saludable, y reflejó un mejor equilibrio entre las demandas interna y externa. De hecho, las condiciones internacionales continuaron resultando inusualmente favorables para las exportaciones procedentes de las economías emergentes y para los flujos de capital hacia esos países. La confianza de consumidores e inversionistas repuntó en todas las regiones. Este rápido crecimiento repercutió en el precio de numerosos recursos básicos como el petróleo. Sin embargo, a diferencia de lo ocurrido en el pasado, el encarecimiento del petróleo no disparó la inflación. Los tipos de interés permanecieron bajos

Crecimiento del producto e inflación ¹								
	PIB real				Precios de consumo ^{2,3}			
	Media 1995– 2003	2004	2005		Media 1995– 2003	2004	2005	
			Primer trimestre	Previsión			Primer trimestre ³	Previsión
Asia ⁴	6,6	7,8	7,3	7,2	4,2	4,4	3,7	3,9
China	8,5	9,5	9,5	8,9	3,0	3,9	2,8	3,2
India	5,9	7,1	6,7	7,1 ⁵	5,2	6,7	5,1	5,6 ⁵
Corea	5,1	4,6	2,7	4,0	3,9	3,6	3,2	3,2
Otros países de Asia ^{4, 6}	3,6	6,0	4,7	4,8	5,8	3,4	4,3	4,2
América Latina ^{4, 7}	2,0	5,9	4,3	4,3	11,2	6,6	6,6	6,3
Argentina	0,4	9,1	8,3	6,8	4,8	6,1	9,1	10,0
Brasil	2,1	5,2	3,8	3,6	9,3	7,5	7,5	6,5
México	2,5	4,4	2,4	3,9	16,6	5,2	4,4	4,0
Europa central ^{4, 8}	3,7	4,8	3,3	4,0	10,2	3,9	3,1	2,4
Rusia	2,4	7,1	6,0	5,8	49,5	10,2	12,9	11,6
Turquía	3,7	8,9	0,1	5,7	64,9	10,6	8,6	8,0
África	3,7	5,1	...	5,0	15,6	7,7	...	7,7
Oriente Medio	4,1	5,5	...	5,0	9,2	8,3	...	8,6
Total ^{4, 9}	5,2	7,2	6,2	6,3	9,4	5,4	5,0	5,0
<i>Pro memoria: países del G-7</i>	2,4	3,2	2,5	2,3	1,9	2,0	2,2	2,0

Nota: Las previsiones y la mayoría de los datos del PIB correspondientes al primer trimestre de 2005 se basan en las previsiones de consenso de mayo, JPMorgan Chase y FMI, *Perspectivas de la Economía Mundial*.

¹ Variación porcentual anual media. ² Para América Latina, datos al final del periodo. ³ Para la India, precios al por mayor.

⁴ Media ponderada de las economías enumeradas, basada en el PIB y en los tipos de cambio PPA de 2000. ⁵ El ejercicio fiscal comienza en abril. ⁶ Filipinas, Hong Kong RAE, Indonesia, Malasia, Singapur, Tailandia y Taiwán (China). ⁷ Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela. ⁸ Hungría, Polonia y República Checa. ⁹ Las economías enumeradas más arriba, excluidas África y Oriente Medio.

Fuentes: FMI; © Consensus Economics; JPMorgan Chase; datos nacionales; estimaciones del BPI.

Cuadro III.1

tanto en Asia como en otros países, en parte debido a que las presiones alcistas sobre sus monedas pueden haber favorecido una política monetaria más acomodaticia de lo que habría sido en otras circunstancias.

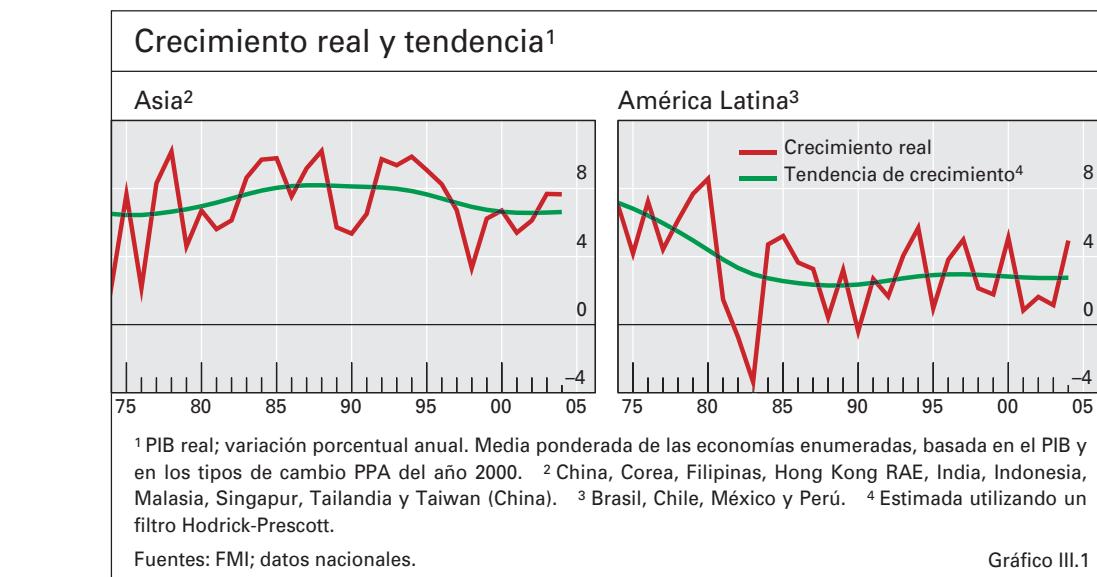
En esta coyuntura, queda por saber si las economías emergentes han desarrollado una mayor capacidad de reacción ante las perturbaciones. Varias consideraciones indican que la respuesta es afirmativa. En primer lugar, la creciente importancia de la demanda interna hace pensar que el crecimiento proseguiría aunque la demanda externa se debilitara. En segundo lugar, ha habido progresos apreciables en las situaciones fiscales, en algunos casos respaldados por reformas legislativas y por el desarrollo de mercados nacionales de deuda. En tercer lugar, la inflación parece haberse estabilizado, en algunos casos como resultado de una mayor credibilidad de la política monetaria. Además, en la medida en que los países se han mostrado menos comprometidos con un objetivo explícito de tipo de cambio, se ha reducido también su vulnerabilidad a las perturbaciones. En cuarto lugar, las balanzas por cuenta corriente de la mayoría de las economías emergentes se han fortalecido. Por último, ha habido mejoras en el rendimiento del sector bancario.

Sin embargo, estos avances observados pueden ser a su vez el resultado de factores cíclicos favorables. Una desaceleración mundial podría desbaratar algunas de las mejoras recientes, de igual forma que un endurecimiento de la política monetaria en los países industrializados podría frenar la entrada de flujos de capital, invertir la reciente apreciación de sus monedas y plantear desafíos fiscales. Por el contrario, si se mantuviera el ritmo de crecimiento, las expectativas de inflación en algunos países podrían revisarse al alza. La relación entre deuda a corto plazo y deuda externa total sigue siendo también alta en algunos países, aunque los elevados niveles de reservas oficiales de divisas han atenuado considerablemente los riesgos. Finalmente, los sectores bancarios aún están expuestos a diversos riesgos y, en algunos casos, ha de profundizarse en los avances en el marco regulador.

Evolución reciente

Prácticamente todas las economías emergentes han participado en la actual expansión, que comenzó a finales de 2001 (véase el Cuadro III.1). El pasado año, el crecimiento del producto fue sólido en la mayoría de los países y parece haber superado el crecimiento tendencial en los últimos dos años (véase el Gráfico III.1). A pesar de algunas perturbaciones recientes, como el aumento del precio del petróleo, se prevé que el crecimiento medio de las economías emergentes se mantendrá constante por encima del 6% este año. En Asia, han encabezado la expansión China y la India, aunque otras economías no van muy a la zaga. En América Latina, Argentina, Brasil y México han experimentado una fuerte reactivación y el crecimiento en varios países de la región se ha situado por encima de la tendencia. En Europa central y oriental, a pesar de una reciente desaceleración, se espera que las principales economías crezcan con fuerza en 2005. Es más, durante el último año el crecimiento ha repuntado en Turquía y se mantiene dinámico en Rusia, habiéndose acelerado la actividad económica también en la mayor parte de África.

Crecimiento excepcional en 2004



El crecimiento se vio impulsado por la fuerte demanda mundial ...

Varios factores contribuyeron al crecimiento de las economías emergentes. Primero, las condiciones de la demanda internacional fueron muy favorables para estas economías, principalmente por el vigoroso crecimiento de Estados Unidos y China. El pasado año, muchos países vieron crecer sus exportaciones entre el 20% y el 40%. En Asia, pese al debilitamiento

Evolución de la balanza de pagos

En miles de millones de dólares de EEUU

	Balanza por cuenta corriente			Flujos netos de capital privado ¹			Variación en las reservas ²		
	Media 1990–96	Media 2000–03	2004	Media 1990–96	Media 2000–03	2004	Media 1990–96	Media 2000–03	2004
Asia	-10,3	120,7	184,9	47,1	2,9	148,4	43,8	141,6	363,4
China	5,1	29,8	68,7	20,8	30,5	110,7	12,6	62,1	206,7
India	-4,4	1,9	-3,9	5,6	14,7	24,7	2,4	16,4	27,5
Corea	-7,1	9,4	27,6	11,4	10,2	13,8	2,6	20,2	43,7
Otros países de Asia ³	-3,9	79,6	92,5	12,8	-52,5	-0,8	26,2	42,8	85,5
América Latina ⁴	-28,6	-21,5	20,8	50,2	24,9	-5,1	16,3	9,2	21,1
Brasil	-6,0	-12,7	11,7	18,2	15,0	-3,6	7,3	3,6	3,6
México	-14,8	-14,9	-8,6	20,3	21,5	12,9	1,9	6,7	5,0
Europa central ⁵	-6,1	-15,0	-18,0	3,2	18,0	18,4	7,8	5,1	7,7
Rusia	8,6	36,3	60,1	8,8	-9,8	-3,4	5,2	16,2	47,6
Turquía	-1,7	-4,1	-15,5	3,5	1,1	18,0	1,7	2,7	1,7
Sudáfrica	0,5	-0,5	-7,0	1,1	2,0	9,9	-0,0	0,0	6,6
Total ⁶	-72,7	130,8	277,3	116,1	24,8	155,3	89,3	176,1	454,6
<i>Pro memoria:</i>									
países exportadores de petróleo ⁷	-8,9 ⁸	53,2	120,4	37,3	-16,2	-18,9	9,5 ⁹	26,5	60,6

¹ Inversión directa, inversión de cartera, derivados financieros y otros tipos de inversión, excluida la de las autoridades monetarias y la del Gobierno. Cifras parcialmente estimadas. ² Un valor positivo indica un aumento. ³ Filipinas, Hong Kong RAE, Indonesia, Malasia, Singapur, Tailandia y Taiwán (China). ⁴ Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela.

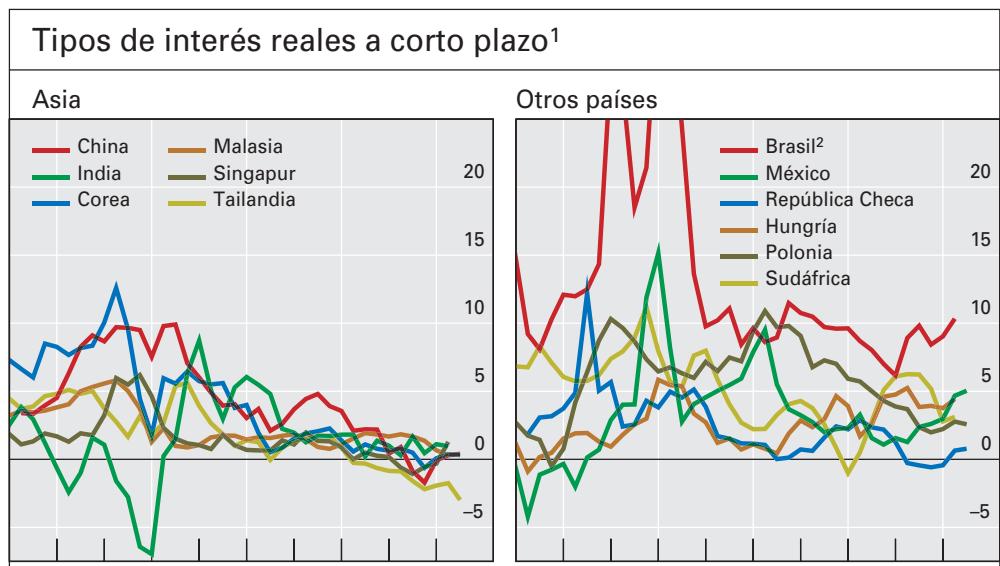
⁵ Hungría, Polonia y República Checa. ⁶ Economías antes enumeradas, más Israel y Arabia Saudita. ⁷ Arabia Saudita, Indonesia, México, Rusia y Venezuela. ⁸ 1994–96. ⁹ 1996.

Fuentes: FMI; datos nacionales. Cuadro III.2

del ciclo de las Tecnologías Informáticas (TI) en el segundo semestre de 2004, el crecimiento de las exportaciones se mantuvo firme gracias al aumento de la demanda de productos no electrónicos por parte de EEUU y China. La demanda de materias primas procedentes de América Latina, Rusia y Sudáfrica también fue briosa. Esta fortaleza de las exportaciones condujo a mejoras en las balanzas por cuenta corriente. De hecho, el superávit agregado de las economías emergentes alcanzó un récord de 277.000 millones de dólares en 2004 (véase el Cuadro III.2). Aunque Asia contabilizó la mayor parte de este superávit, varios países latinoamericanos también registraron importantes superávit por cuenta corriente que contribuyeron a reducir su exposición por deuda externa y a reponer sus reservas. No obstante, en Europa central se mantuvieron los abultados déficit por cuenta corriente.

En segundo lugar, los indicadores macroeconómicos internos más sólidos mejoraron la calidad crediticia de muchos países, lo que unido a la abundante liquidez internacional, condujo al aumento de los flujos de capital privado hacia los países emergentes. El pasado año, los flujos de capital hacia China crecieron sobremanera, al coincidir una enérgica entrada de inversión directa con una marcada expansión de las entradas de capital para inversión en cartera y del endeudamiento comercial privado; a todo ello probablemente contribuyeron las expectativas de revalorización del renminbi. La inversión extranjera directa se incrementó bruscamente en Corea y la India, país este último que experimentó también una fuerte entrada de capitales para inversión en cartera. Los flujos de capital hacia el sudeste asiático también se reavivaron en 2004, aunque permanecieron deprimidos en comparación con los niveles registrados antes de las crisis financieras de 1997–98. En América Latina, algunos países amortizaron deuda externa y refinanciaron parte de su deuda más onerosa endeudándose a menores tipos de interés. No obstante, los flujos netos hacia los principales

... por la intensa
afluencia de
capital ...



¹Tipo de interés a tres meses anualizado y deflactado por la inflación anual de los precios de consumo. Las definiciones pueden variar entre países. ²Máximos cercanos al 35% en el cuarto trimestre de 1998 y en el primero de 1999.

Fuentes: Bloomberg; Datastream; datos nacionales.

Gráfico III.2

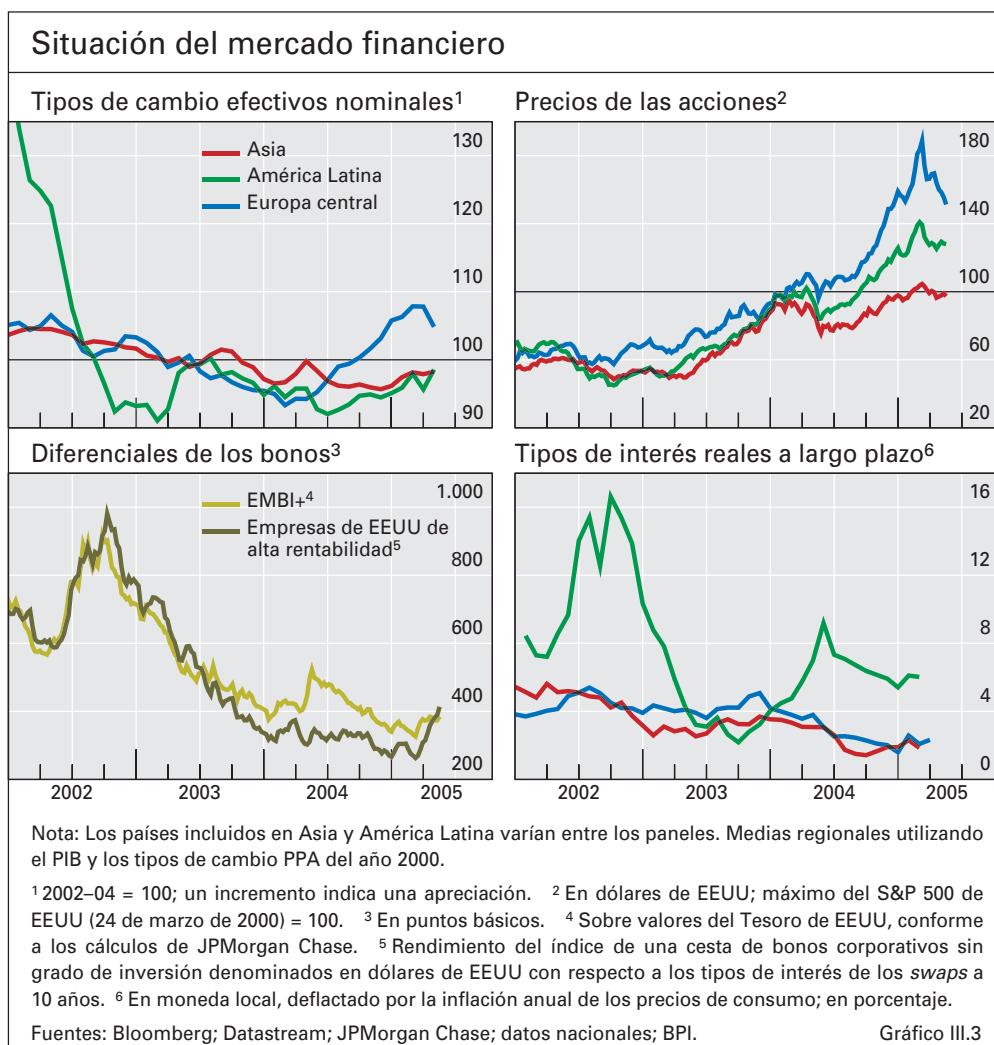
... y por una vigorosa demanda interna

Intenso gasto de capital en Asia ...

países de la región disminuyeron ligeramente. Las entradas de capital se mantuvieron firmes en Europa central y se incrementaron en Sudáfrica.

En tercer lugar, la demanda interna repuntó en todas las regiones. A pesar de la reciente subida de los tipos de interés oficiales llevada a cabo por varios bancos centrales, la política monetaria siguió favoreciendo la demanda en todas las zonas, aun cuando había señales de que en algunos casos la utilización de la capacidad había aumentado considerablemente. Los tipos de interés reales a corto plazo en la mayor parte de Asia se han situado cerca o por debajo de cero durante los tres últimos años (véase el Gráfico III.2, panel izquierdo). En comparación con los niveles del pasado, los tipos de interés reales a corto plazo también se mantienen bajos en gran parte de América Latina y en Europa central. En muchos países, y especialmente en Asia, las presiones alcistas sobre la moneda pueden haber propiciado tipos de interés oficiales más reducidos de lo normal, lo que se reflejó quizás en nuevas bajadas de los tipos de interés reales de los bonos a largo plazo y en la subida de los precios de las acciones (véase el Gráfico III.3).

En Asia, un acceso más sencillo a la financiación y el afianzamiento de la confianza de los inversionistas se tradujeron en un mayor gasto de capital. En varias economías del sudeste asiático, las tasas de inversión se



recuperaron el pasado año, aunque permanecieron por debajo de los niveles anteriores a las crisis de 1997–98. Tras las medidas de endurecimiento monetario y administrativo, el crecimiento nominal de la inversión fija en China se desaceleró sustancialmente durante 2004. Con todo, siguió aumentando la inversión nominal en capital fijo con respecto al PIB, pasando del 47% en 2003 al 51% en 2004, y la inversión en algunos sectores recalentados, como el inmobiliario, mantuvo su intenso ritmo. Además, se sabe que el gasto de capital en proyectos fuera de sectores ya recalentados creció con fuerza el pasado año, debido en parte a la demanda desviada por las medidas administrativas. Numerosos cálculos basados en datos macroeconómicos apuntan a que las tasas de rendimiento de algunas inversiones han sido insólitamente bajas. Al mismo tiempo, el consumo privado se ha recuperado en China y las exportaciones mantuvieron su vigor.

En América Latina, el aumento de la demanda interna durante 2004 fue sorprendente. El consumo privado se recuperó en Argentina, Brasil y Venezuela del desplome sufrido en las últimas crisis y siguió fortaleciéndose en Chile y México. El año pasado, varios países registraron tasas de crecimiento de la inversión en términos reales comprendidas entre el 10% y el 40%. Algo parecido sucedió en las principales economías del centro y este de Europa, con crecimientos de la inversión de entre el 5% y el 10% en Hungría, Polonia y la República Checa. En Rusia, mientras el consumo ha sido el principal impulsor de la demanda interna, la inversión ha ido disminuyendo a lo largo del pasado año. En Turquía, el retorno de la confianza tras la reciente crisis financiera se ha asociado con una marcada aceleración de la demanda interna.

No obstante, la actual expansión también ha planteado retos a las autoridades en distintos frentes. Por ejemplo, la fuerte demanda y el encarecimiento de las materias primas del pasado año elevaron las tasas de inflación en algunas economías emergentes. En Asia, aunque la inflación media en 2004 fue tan sólo ligeramente superior a la del período 1995–2003, varios países experimentaron un aumento generalizado de sus niveles de inflación (véase el Cuadro III.1). En China, la inflación de los precios de consumo se incrementó hasta superar el 5% en el tercer trimestre de 2004, para caer en meses posteriores. En cambio, los precios industriales siguieron creciendo con fuerza. En la India, igualmente, la inflación aumentó hasta alcanzar un 8% durante 2004, antes de reducirse a principios de 2005. En América Latina y Europa central y oriental, la inflación se mantuvo baja en 2004 en comparación con el pasado. Durante el primer trimestre de 2005, sin embargo, Argentina sufrió mayores presiones alcistas sobre los precios y la inflación también aumentó en Brasil en abril.

En consecuencia, algunos países han tenido que endurecer su política monetaria. China y la India lo han hecho tanto con medidas directas (como elevar los requisitos de reservas bancarias) como de forma indirecta (subiendo los tipos de interés). Tailandia ha incrementado significativamente sus tipos de interés desde agosto de 2004 para reducir el riesgo de inflación en el futuro. Filipinas e Indonesia aumentaron en 25 puntos básicos sus tipos de

... y recuperación
de la demanda en
América Latina

La inflación
plantea retos ...

... que conducen
a un cierto
endurecimiento
de la política
monetaria

Una apreciación
de la moneda ...

interés oficiales en abril de 2005. También han subido los tipos de interés en varios países de América Latina como Brasil y México.

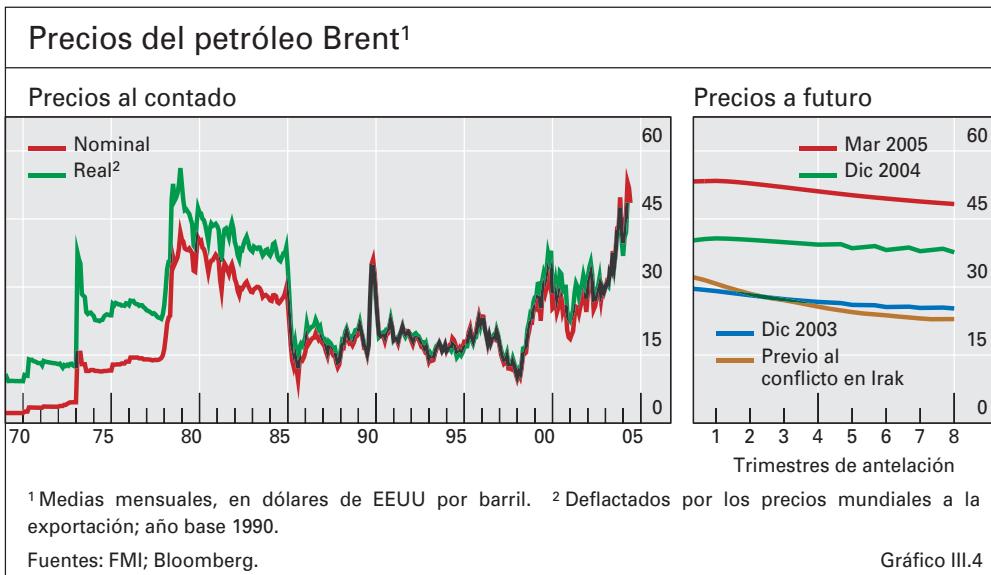
Además, los considerables superávit de la balanza de pagos han presionado al alza las monedas de países con un régimen de tipo de cambio flexible. En todas las regiones, esto se tradujo en 2004 en una apreciación de las monedas frente al dólar (frente al euro, en el caso de Europa central) superior a la de años anteriores. Sin embargo, como se estudia en el Capítulo V, las autoridades de la mayoría de las economías asiáticas siguieron con su política de intervención en los mercados de divisas para limitar la apreciación de sus monedas o para mantener fijos sus tipos de cambio. Por consiguiente, las reservas agregadas de los países emergentes asiáticos crecieron a un ritmo sin precedentes durante el pasado año (véase el Cuadro III.2). Por lo tanto, en términos nominales efectivos, la mayoría de los tipos de cambio asiáticos continuó depreciándose durante gran parte del año, hasta que se revertió esta tendencia a principios de 2005 (véase el Gráfico III.3, panel superior izquierdo). Como se ha mencionado antes, parece que a la acumulación de reservas se sumó una política monetaria menos restrictiva de lo habitual.

... con restricciones
a la intervención

A medida que aumenten las presiones inflacionarias, esta orientación acomodaticia de la política monetaria podría tener que invertirse. Además, el rápido crecimiento del crédito a los hogares observado el año pasado en muchos países, al que acompañó un incremento de los precios de la propiedad inmobiliaria (véase más adelante), podría inducir también a los bancos centrales a acelerar el endurecimiento de su política monetaria. Asimismo, las políticas de intervención podrían necesitar también una nueva revisión. El aumento de los costes del mantenimiento de reservas entraña a su vez costes fiscales, y quizás pérdidas en los balances en caso de forzarse una apreciación de las monedas. La percepción del mercado de que intervenciones cambiarias de ese porte podrían resultar insostenibles podría bastar para provocar entradas significativas de capital especulativo a corto plazo. En la India, los flujos de inversión en bolsa se incrementaron vertiginosamente a finales del año pasado. En Corea, las expectativas de apreciación de la moneda durante el mismo periodo movieron a los residentes a repatriar capitales invertidos en el extranjero.

Elevados precios de los productos básicos: causas y efectos

La evolución de los precios de los productos básicos ha ejercido una fuerte influencia sobre las economías emergentes. Desde principios de 2002, el precio del petróleo en dólares se ha elevado un 150%. El incremento fue especialmente pronunciado durante el pasado año, cuando los precios marcaron sucesivos máximos, antes de descender a mediados de marzo de 2005 (véase el Gráfico III.4). No obstante, el precio del crudo en términos reales permanece por debajo de los niveles registrados durante la segunda crisis del petróleo en 1979. Los precios reales de los metales también se han recuperado con fuerza tras tocar fondo a finales de los años 90, aunque su nivel actual no es superior al de principios de 1990 (véase el Gráfico III.5, panel izquierdo). Los



precios de insumos básicos para la industria como el cobre, el plomo y el carbón, que crecieron con moderación en 2003, se han incrementado enormemente desde comienzos de 2004.

Los precios de los productos básicos se han visto afectados por una serie de factores comunes. El fuerte crecimiento mundial de las manufacturas ha incrementado la demanda de insumos primarios y, dada la escasa elasticidad de la oferta a corto plazo, ha elevado los precios. La creciente concentración del crecimiento mundial en algunas economías asiáticas intensivas en petróleo se ha revelado como un factor clave. En consecuencia, el crecimiento de la demanda internacional de petróleo se aceleró desde menos del 1% en 2002 al 3,5% en 2004. China acaparó por sí sola aproximadamente un tercio del crecimiento de la demanda de crudo del año pasado y otras economías asiáticas absorbieron un 17%.

Al mismo tiempo, y a pesar del aumento de la producción por países no pertenecientes a la OPEP, la oferta mundial de crudo ha ido haciéndose cada vez más escasa, reflejando un largo periodo de baja inversión en el sector. La capacidad de producción ociosa de la OPEP (excluido Iraq) ha caído hasta niveles bien exiguos en los últimos meses: entre uno y dos millones de barriles diarios, es decir, cerca del 2% de la oferta mundial de crudo. Estas condiciones de mercado tan rígidas han acentuado la reacción del precio del petróleo ante nuevos factores adversos, como la creciente incertidumbre sobre el suministro procedente de Oriente Medio y las continuas perturbaciones de la producción en los países no pertenecientes a la OPEP. Las restricciones temporales en el refino para convertir el crudo pesado en combustible para transporte también han contribuido a ampliar el diferencial entre el precio del crudo pesado y el del ligero. La diferencia entre el Brent ligero y el Dubai pesado, crudos de referencia, se incrementó desde menos de tres dólares por barril en 2003 hasta 14 dólares a mediados de octubre de 2004, para volver a disminuir considerablemente en los últimos meses.

Las expectativas de que el precio del petróleo a medio plazo permanecerá alto han tenido también un enorme impacto. En la primera parte del ciclo, por

La explosiva demanda de petróleo ...

... y las restricciones que limitan aún más la oferta ...

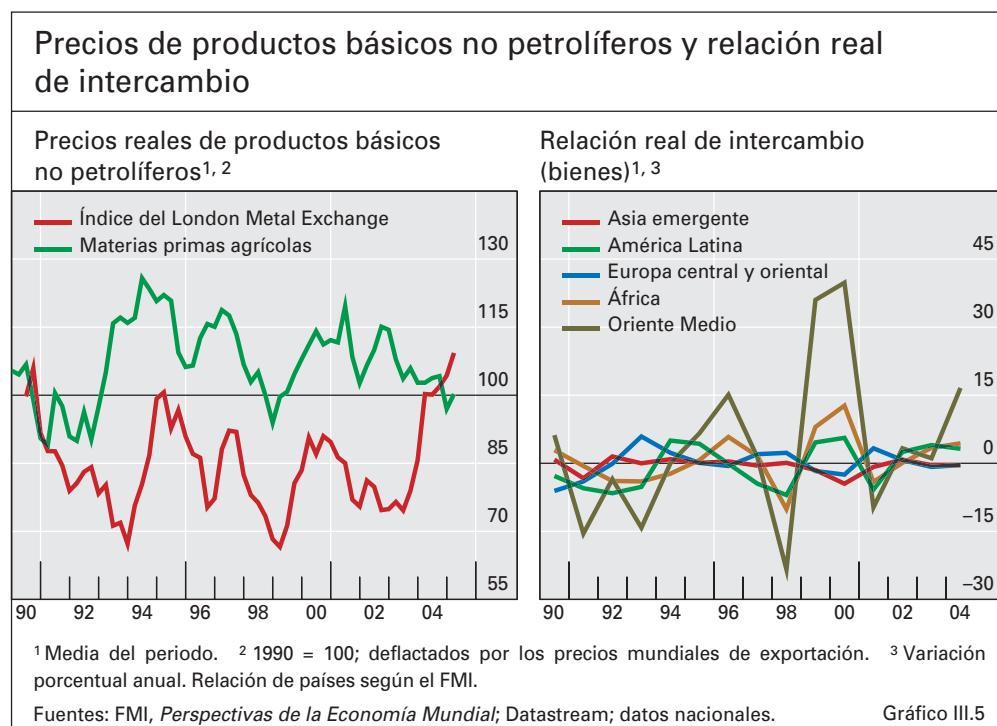
... pueden llevar a un cambio fundamental en las perspectivas del precio del crudo

ejemplo, cuando los precios al contado se vieron empujados a niveles altos, los precios a futuro se elevaron más lentamente o incluso descendieron, ante la expectativa de que la perturbación sería transitoria. En febrero de 2003, por ejemplo, el precio al contado del Brent se situó un 27% por encima del precio a un año. Por el contrario, en los últimos meses los precios al contado y a futuro han tendido a moverse en paralelo. El desplazamiento hacia arriba de las curvas de los futuros sobre petróleo a lo largo de todo el espectro de vencimientos desde principios de 2003 (véase el Gráfico III.4, panel derecho) indica un cambio en las previsiones básicas del nivel de precios del petróleo.

Los bajos tipos de interés reales vigentes también han jugado un papel importante. Al descender o permanecer bajos los rendimientos de los activos financieros y al aumentar el valor de escasez del petróleo, algunos inversionistas no comerciales se han ido sintiendo más atraídos por el mercado de los productos básicos. El mayor uso de éstos como cobertura frente a futuras depreciaciones del dólar también puede haber contribuido a esta tendencia. Un indicador del protagonismo que han ido adquiriendo los operadores no comerciales es el reciente y brusco incremento de sus posiciones en futuros sobre el petróleo. Al mismo tiempo, mientras las posiciones largas en la Bolsa Mercantil de Nueva York (NYMEX) —el mayor segmento del mercado de futuros sobre petróleo— se triplicaron con creces entre enero de 2002 y marzo de 2005, el porcentaje de operadores no comerciales aumentó desde aproximadamente un cuarto hasta dos quintos (véase el Capítulo VI).

Mejoras en la relación real de intercambio para exportadores ...

La drástica subida de los precios de los productos básicos ha mejorado la relación real de intercambio de la mayoría de los países que exportan estos productos (véase el Gráfico III.5, panel derecho). Se estima que los ingresos imprevistos por exportación derivados del encarecimiento del crudo el



pasado año superan el 8% del PIB de los países exportadores de petróleo. Las ganancias también fueron sustanciosas para los principales exportadores de productos básicos no petrolíferos como Brasil y Chile, país este último cuyos ingresos procedentes del cobre se incrementaron más de un 80% en 2004. Una serie de países africanos también ha registrado ganancias considerables por la exportación de productos básicos.

A los países exportadores de petróleo no les ha resultado fácil en el pasado gestionar este tipo de ingresos inesperados, especialmente durante la segunda crisis petrolífera en 1979. En muchos países, estas ganancias esporádicas se consideraron permanentes y condujeron a incrementos estructurales en los programas de gasto público. Cuando estos ingresos resultaron ser tan sólo temporales, emergieron los desequilibrios fiscales subyacentes. Estos problemas fiscales en muchos casos se agravaron por una apreciación de la moneda y la consecuente pérdida de competitividad. Cuando se derrumbó el precio del crudo en la década de los 80, numerosos países exportadores de petróleo se vieron en dificultades.

En el ciclo actual, no obstante, algunos exportadores de productos básicos parecen haber reaccionado mejor ante estas ganancias imprevistas. En primer lugar, muchos países cuentan ahora con procedimientos establecidos (por ejemplo, fondos de estabilización de productos básicos) y reglas fiscales específicas para gestionar la volatilidad de los ingresos. El año pasado, por ejemplo, México transfirió ingresos del crudo no presupuestados por importe de 1.000 millones de dólares a un fondo de estabilización de petróleo creado en el año 2000. Además, gran parte de dichos ingresos se destinó a inversión en infraestructuras, incluido el sector petrolero. En Argelia, el saldo disponible en diciembre de 2004 en el fondo de estabilización petrolera, constituido a principios de 2002, había aumentado significativamente en relación con el PIB. También Rusia creó un fondo de este tipo el pasado año. Una segunda explicación es que muchos países exportadores de petróleo han canalizado una parte importante de sus ingresos procedentes del petróleo hacia el pago de deuda pendiente. En Arabia Saudita, el Gobierno ha rebajado el cociente de deuda pública sobre el PIB en 32 puntos porcentuales desde 2002. Los pagos para reducir deuda en circulación han sido también significativos en Argelia y Rusia. En la medida en que los ingresos extraordinarios de los fondos de estabilización petrolera se invirtieron en el extranjero o se utilizaron para amortizar deuda, podrían también haber ayudado a contener presiones a corto plazo tendentes a la apreciación de sus monedas.

... pero mejor
gestionadas que en
el pasado

Un posible riesgo para los países exportadores de productos básicos es que la combinación de una fuerte demanda internacional y de bruscos encarecimientos generalizados de los productos básicos pudiera conllevar ampliaciones de capacidad productiva que luego no resultasen rentables. Si la oferta reaccionara cuando la demanda ya hubiese empezado a remitir, la experiencia induciría a pensar que las caídas de precios podrían ser repentinas y cuantiosas. Los crecientes lazos entre los mercados financieros y los de productos básicos podrían acentuar aún más la volatilidad de los precios en estos últimos. Tales consideraciones podrían explicar en parte por qué la

Los efectos del encarecimiento del petróleo ...

... han sido moderados

La inflación es comparativamente baja ...

... ya que el ciclo es diferente ...

inversión en los sectores productores de materias primas ha permanecido moderada hasta ahora, a pesar del aumento de los beneficios.

Para los países importadores de petróleo, el encarecimiento del crudo aumenta la inflación y reduce la demanda agregada. Asia suele verse particularmente afectada por su marcada dependencia del petróleo importado y por ser su producción más intensiva en petróleo (véase el Cuadro III.3). Estimaciones de la Agencia Internacional de la Energía apuntan a que un incremento sostenido de 10 dólares por barril en el precio del crudo reduciría, un año después, el crecimiento del PIB asiático en 1 punto porcentual, mientras que la inflación podría elevarse un 1,5%.

Los efectos que ha tenido para la producción el encarecimiento del petróleo en la mayoría de los países emergentes importadores de crudo parecen débiles por ahora, en parte porque la intensa demanda mundial y el encarecimiento generalizado de las exportaciones asiáticas han contenido las repercusiones comerciales negativas. Por ejemplo, los precios de las exportaciones de los países asiáticos en desarrollo se incrementaron en más de un 7% en los dos últimos años, mientras que durante 2000–02 cayeron alrededor del 1%.

Esta evolución bien podría haber incrementado la inflación interna aun más. Como se ha explicado antes, la tasa de inflación general se ha elevado en algunos países (principalmente en la India y Filipinas). Sin embargo, el impacto ha sido relativamente limitado, en concreto si se compara con lo ocurrido durante la primera y segunda crisis petroleras de 1973 y 1979, que estuvieron asociadas a presiones inflacionistas en todo el continente asiático (véase el Gráfico III.6).

Varias razones explican esta moderación. En primer lugar, el ciclo subyacente ha sido diferente. En episodios anteriores, la aceleración de la inflación fue previa al aumento brusco del precio del petróleo, de ahí que las perturbaciones negativas de la oferta se asociaran a una inflación mucho más

Importancia del petróleo						
	Importaciones netas de petróleo ¹			Consumo de petróleo ²		
	1995	2000	2003	1995	2000	2003
Asia	1,1	2,2	2,2	0,15	0,15	0,14 ³
China	0,2	1,3	1,5	0,18	0,17	0,15
India	1,9	3,1	2,8	0,16	0,16	0,15 ³
Corea	2,4	4,2	3,8	0,14	0,12	0,11
Otros países de Asia ⁴	0,6	1,5	1,9	0,14	0,15	0,15 ³
América Latina ⁵	-1,2	-2,1	-2,4	0,12	0,12	0,12 ³
Europa central ⁶	1,5	2,0	1,4	0,10	0,09	0,08 ³
<i>Pro memoria:</i> <i>países del G–7</i>	0,5	0,9	0,9	0,06	0,05	0,05

¹ Petróleo, productos derivados del petróleo y productos conexos (clasificación CUCI Rev. 3), en porcentaje del PIB nominal. Valores negativos indican que las exportaciones son superiores a las importaciones. ² Barriles por unidad del PIB, a precios y tipos de cambio del dólar de EEUU de 1995. ³ 2002. ⁴ Filipinas, Hong Kong RAE, Indonesia, Malasia, Singapur y Tailandia. ⁵ Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela. ⁶ Hungría, Polonia y República Checa.

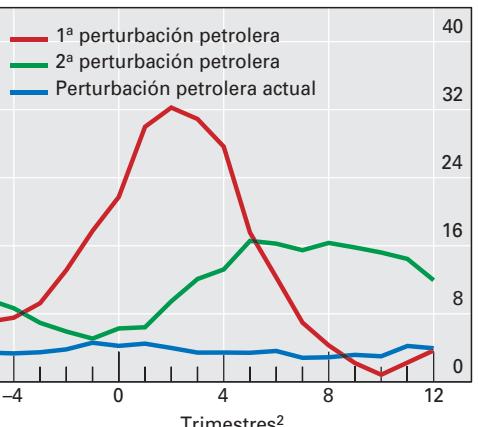
Fuentes: Naciones Unidas, *Commodity Trade Statistics*; OMC; US Energy Information Administration; datos nacionales.

Cuadro III.3

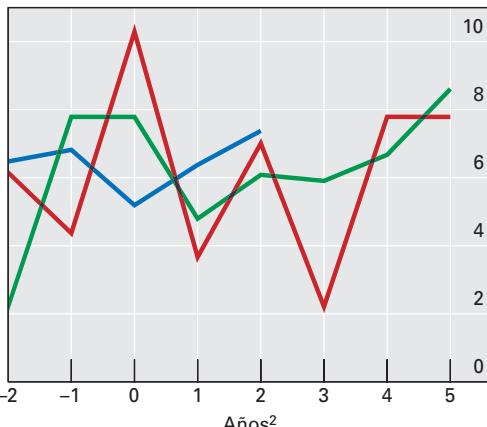
Inflación y crecimiento en Asia después de perturbaciones petroleras

Precios de consumo¹

— 1^a perturbación petrolera
— 2^a perturbación petrolera
— Perturbación petrolera actual



PIB real¹



¹ Variación porcentual anual. Media ponderada de China (excepto para la inflación), Corea, Filipinas, Hong Kong RAE, India, Indonesia, Malasia, Singapur, Tailandia y Taiwán (China), basada en el PIB y los tipos de cambio PPA del año 2000. ² Los trimestres cero corresponden al cuarto trimestre de 1973 (primera perturbación), cuarto trimestre de 1978 (segunda perturbación) y cuarto trimestre de 2001 (perturbación actual); los años cero corresponden a 1973 (primera perturbación), 1978 (segunda perturbación) y 2001 (perturbación actual).

Fuentes: FMI; datos nacionales.

Gráfico III.6

elevada. En cambio, en el episodio actual el encarecimiento del petróleo ha seguido a varios años de inflación baja. El hecho de que las expectativas inflacionistas estén ahora mejor ancladas podría haber ayudado a reducir los efectos secundarios (véase más adelante).

En segundo lugar, algunas economías asiáticas tienen precios administrados para el petróleo. Así pues, se pospusieron los incrementos en el precio interno del mismo, lo que resultó en la práctica en subvenciones fiscales directas. Algunos países también han reducido los impuestos a la importación y venta de petróleo para compensar parcialmente los mayores precios internacionales. El pasado año, las subvenciones al petróleo se mantuvieron especialmente altas en la India, Indonesia, Malasia y Tailandia. Tales políticas debilitan inevitablemente el balance fiscal, restan efectividad a los incentivos para reducir el consumo de crudo y agravan por tanto la dependencia del petróleo. En consecuencia, muchas economías asiáticas han comenzado en fechas más recientes a trasladar a los consumidores los elevados precios del petróleo. En tercer lugar, en algunos países con tipo de cambio flexible, la apreciación de sus monedas frente al dólar puede haber contribuido a frenar el impacto directo de la subida del precio del crudo.

... y hay grandes subvenciones al petróleo en Asia

Factores que favorecen la capacidad de reacción frente a perturbaciones externas

Las autoridades de numerosos países emergentes todavía se enfrentan a una estructura fiscal relativamente débil, a un marco más formal de política monetaria de reciente creación y a un alto grado de exposición a

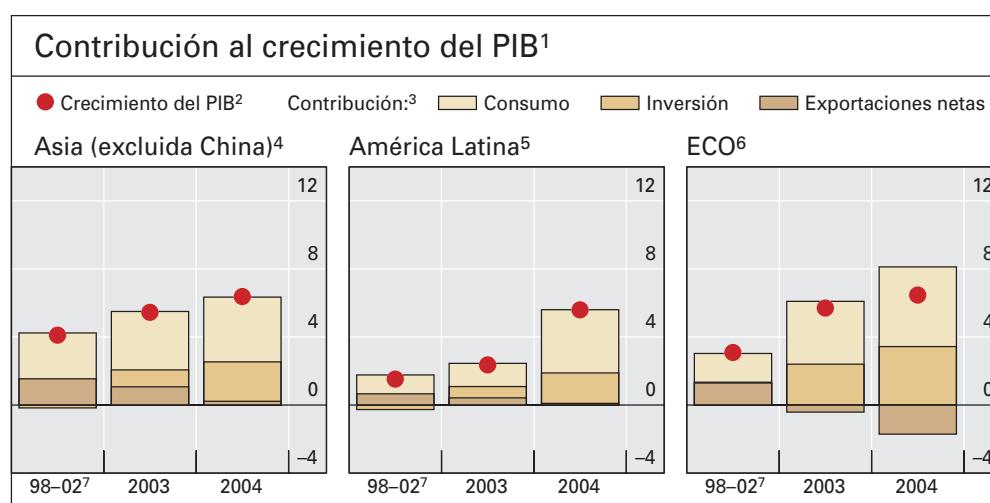
La influencia de balances empresariales más firmes ...

... y del gasto de los hogares

perturbaciones financieras exógenas. Aun así, algunas de las mejoras de los últimos dos años podrían ayudar a reforzar la capacidad de reacción de estas economías ante perturbaciones externas.

En primer lugar, la demanda interna ha desempeñado en los dos últimos años un papel mucho más primordial que en años anteriores (véase el Gráfico III.7), lo que podría proteger mejor el crecimiento en caso de que la demanda mundial cayese bruscamente. Además, la sostenibilidad de la demanda interna podría verse favorecida por haber ido acompañada de reformas estructurales orientadas a estimular la inversión del sector privado. En Asia, la expansión estuvo precedida de un periodo de reestructuración empresarial en el que las empresas redujeron su nivel de endeudamiento y mejoraron su rentabilidad. Por ejemplo, en Corea el coeficiente de endeudamiento en el sector manufacturero cayó desde cotas cercanas al 400% al final de 1997 hasta aproximadamente el 100% al finalizar marzo de 2004. En la India, el gasto empresarial se ha apoyado en los sólidos beneficios de las empresas. En América Latina, la confianza de los inversionistas ha mejorado notablemente tras acometerse importantes reformas estructurales. En Chile y México, por ejemplo, la inversión en activo fijo ha estado respaldada por un incremento considerable del crecimiento de la productividad. En los últimos años, un factor específico en Europa central y oriental ha sido la convergencia hacia la Unión Europea, que ha reforzado los flujos de entrada de capital y ha fomentado la inversión extranjera en la región.

En segundo lugar, los hogares han desempeñado un papel más destacado en la evolución de la demanda interna que en ciclos anteriores. En concreto, muchos países con un parque inmobiliario insuficiente han presenciado en los últimos años un drástico aumento de la inversión en vivienda (véase el Gráfico III.8) y del gasto de los hogares en bienes de consumo duraderos. I tiempo que los bajos tipos de interés para préstamos



Fuentes: Naciones Unidas; CEIC; JPMorgan Chase, *World Financial Markets*; datos nacionales. Gráfico III.7

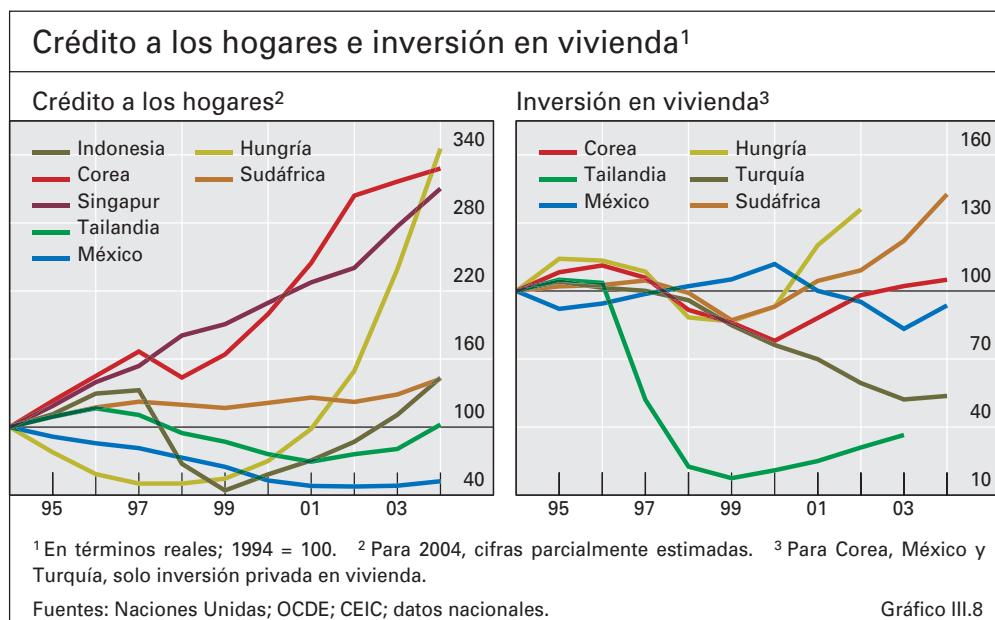
hipotecarios y al consumo han animado a los hogares a endeudarse, los bancos se han mostrado más dispuestos a prestar a los hogares tras las pérdidas sufridas por el sector empresarial durante las crisis asiáticas y después de éstas. También han sido cruciales otros factores, como la liberalización del mercado crediticio y el aumento de la competencia en la banca minorista, muchas veces encabezado por bancos extranjeros.

En países en los que los índices de endeudamiento de las familias permanecen bajos y el sistema bancario está preparado para gestionar nuevos tipos de riesgo asociados al uso de tarjetas de crédito y al sector inmobiliario, el crédito a los hogares podría incrementarse sin dificultad alguna. En muchos países, la demanda de vivienda y bienes de consumo duraderos parece impulsada por factores seculares como rentas familiares más elevadas y mayores niveles de urbanización, además de por la creciente percepción de que el acceso a la vivienda en propiedad constituye una opción realista. En la India, por ejemplo, esta tendencia se ha reforzado por el crecimiento del segmento de población de rentas medias. Parte del crédito concedido a los hogares es de hecho crédito a pequeñas empresas, lo que puede reflejar la importancia creciente del sector servicios. En América Latina, otro factor de especial incidencia ha sido la reciente disminución de la volatilidad del tipo de interés, que en el pasado impidió el desarrollo del mercado hipotecario.

No obstante, también existen riesgos potenciales, como un endeudamiento excesivo de las familias. Como sugiere la experiencia coreana, un brusco aumento de los índices de endeudamiento de los hogares podría restringir su gasto futuro. En Corea, el ajuste llevó a una contracción en la deuda en circulación de las familias, desde aproximadamente el 64% de su renta en el punto álgido de la burbuja de las tarjetas de crédito en 2002, hasta el 60% al final de 2004. Tras varios trimestres de contracción, el consumo privado remontó apenas hacia finales de 2004. Otro riesgo radica en que el rápido crecimiento del crédito a los

La fuerte demanda de los hogares es en parte estructural ...

... pero hay riesgo de endeudamiento excesivo



hogares conduzca a incrementos excesivos en los precios inmobiliarios. Por ejemplo, en Tailandia, los precios de los inmuebles comerciales y residenciales han estado aumentando con fuerza desde 2003. En Shangai, los precios inmobiliarios crecían en el primer trimestre de 2005 a un ritmo anual en torno al 20% y el índice nacional lo hacía alrededor del 10%. Finalmente, el sector financiero también podría resentirse si se produjera un descenso de los precios inmobiliarios (véase más adelante).

Mayor exposición a China

Un tercer desarrollo ha sido la mayor exposición a China. El superávit comercial acumulado por las principales economías emergentes frente a China aumentó desde cerca de 7.000 millones de dólares en 2000 a los 30.000 millones del pasado año. Gracias a su proximidad y a su complementariedad comercial, el impacto ha sido mayor en las economías asiáticas, pero el efecto ha sido también importante en América Latina. Además, China ha contribuido a mejorar la relación real de intercambio en la mayoría de los países exportadores de materias primas.

La creciente penetración china en determinados mercados de exportación podría sin embargo crear también desafíos para otras economías emergentes. Desde la abolición de las cuotas de exportación a los productos textiles a principios de 2005, se ha constatado un incremento drástico de las exportaciones chinas en este sector. Además, teniendo en cuenta sus ventajas en costes y productividad, la participación de China y la India en el mercado mundial de exportaciones textiles seguirá aumentando previsiblemente, forzando el ajuste de otros países exportadores de productos textiles.

¿Se ha reducido la vulnerabilidad fiscal?

El pasado año, la relación entre el déficit fiscal y el PIB se redujo en varios países emergentes (véase el Cuadro III.4). En Asia, por ejemplo, los déficit fiscales medios han abandonado los altos niveles alcanzados en 2001 y 2002, cuando muchos países utilizaban estímulos fiscales para impulsar la demanda interna. Sin embargo, los déficit fiscales permanecen abultados en Filipinas y la India, y la deuda en proporción al PIB ha aumentado en algunos casos. En China, aunque mejoraron los indicadores fiscales convencionales, éstos no recogen los importantes pasivos contingentes derivados de los costes real y potencial de la reestructuración bancaria (véase más adelante).

Reducidos déficit fiscales en América Latina

Recientemente se han registrado mejoras significativas en la situación fiscal de América Latina, sobre todo en los países expuestos al mercado internacional de capitales. En Argentina, el superávit primario del Gobierno federal pasó de algo más del 2% del PIB en 2003 al 4% en 2004, superando el objetivo del 2,5% acordado con el FMI. En enero de 2005, el Gobierno reanudó el programa de reestructuración de deuda anunciado el año pasado. Si tuviera éxito, el impacto sobre la posición fiscal del país a medio/largo plazo sería considerable. De igual forma, con un superávit primario superior al 4,5%, Brasil registró un descenso en su endeudamiento neto en 2004, por primera vez en la última década. El año pasado, las tasas de endeudamiento público también cayeron en Chile, México y Perú, que incrementaron

Resultados fiscales y deuda pública y externa¹

En porcentaje del PIB

	Resultado fiscal			Deuda pública			Deuda externa total	
	2002	2003	2004	1997	2000	2004	2000	2004
Asia ²	-4,4	-4,1	-3,5	26	41	43	27	21
China	-3,0	-2,5	-1,5	11	22	25	14	14
India ³	-9,5	-9,4	-9,1	59	66	78	25	19
Otros países de Asia ^{2, 4}	-1,8	-2,0	-1,8	25	55	45	58	41
América Latina ^{2, 5}	-2,8	-2,5	-0,9	37	45	59	37	43
Argentina	-1,5	0,5	2,7	35	46	121	55	111
Brasil	-4,6	-5,1	-2,7	34	49	52	36	34
México	-1,2	-0,6	-0,4	47	42	44	26	21
Europa central ^{2, 6}	-5,2	-6,5	-4,3	40	36	45	45	42
Rusia	1,3	1,5	3,0	54	56	20	67	36
Turquía	-12,6	-8,8	-3,9	53	57	81	60	53
Sudáfrica	-0,7	-2,5	-2,1	49	44	38	28	19

¹ Las definiciones varían según los países. Algunos datos para 2004 son estimaciones y proyecciones. ² Media ponderada de las economías enumeradas, basada en el PIB y en los tipos de cambio PPA de 2000. ³ La deuda pública incluye la de las Administraciones centrales y estatales. Los ejercicios fiscales comienzan en abril. ⁴ Corea, Filipinas, Indonesia, Malasia y Tailandia. ⁵ Argentina, Brasil, Chile, México y Perú. ⁶ Hungría, Polonia y República Checa (excepto para la deuda externa).

Fuentes: Banco Africano de Desarrollo; Comisión Económica para América Latina y el Caribe; FMI; Comisión Europea, *Economic Forecasts*; Instituto de Finanzas Internacionales (IIF); JPMorgan Chase, *Emerging Markets Debt and Fiscal Indicators*; Moody's; datos nacionales.

Cuadro III.4

su superávit primario o bien utilizaron parte de sus ingresos procedentes del encarecimiento de las materias primas para amortizar deuda en circulación.

En muchos casos, también mejoró la composición de la deuda. Así lo demuestra el mayor recurso al endeudamiento interno con respecto al externo en países con una situación fiscal vulnerable. En Brasil y México, por ejemplo, la proporción de deuda pública nacional sobre la deuda total en circulación aumentó alrededor de cinco puntos porcentuales el último año. Otro indicador lo constituye la decreciente proporción de pasivos a corto plazo en el total de la deuda interna en determinados países, lo que ha reducido el riesgo de refinanciación. Además, las autoridades fiscales de algunos países han podido reducir su exposición al riesgo cambiario disminuyendo el porcentaje de deuda vinculada al tipo de cambio. Así, en Brasil, el porcentaje de bonos indexados al dólar en el total de la deuda nacional cayó del 37% de finales de 2002 al 10% a finales de 2004.

Mejor composición de la deuda

De forma similar, la situación fiscal ha mejorado notablemente en Turquía desde la crisis de 2001. El superávit primario del sector público consolidado se incrementó hasta el 6,5% del PIB el año pasado y las autoridades redujeron hasta el 18% el porcentaje de activos vinculados a divisas en el total de deuda interna al final de 2004, desde el 36% al cierre de 2001. Su mejor situación fiscal le permitió a Turquía celebrar con el FMI un nuevo acuerdo de derecho de giro en mayo de 2005.

En cambio, en Europa central los desequilibrios fiscales todavía son considerables. Hungría redujo el año pasado su déficit presupuestario

al 4,5% del PIB, cuando en 2002–03 superaba el 7%. En 2004, el déficit en Polonia resultó menor del previsto inicialmente debido al fuerte crecimiento económico de 2004; aún así, el desequilibrio fiscal se mantuvo elevado.

La situación fiscal de África mejoró el año pasado, como consecuencia de su mayor crecimiento económico, del encarecimiento de los productos básicos y, en muchos casos, de las medidas para mejorar la gestión fiscal. En Sudáfrica, donde el Gobierno ha redoblado la inversión en infraestructuras y el gasto social, la política fiscal nacional ha sido expansiva.

Una razón que invita al optimismo en cuanto a la continuidad de las recientes mejoras es el hecho de que varios países han legislado la responsabilidad fiscal con el objetivo explícito de disciplinar la política fiscal. Un ejemplo notable es Chile, que introdujo en el año 2000 una regla de superávit presupuestario estructural del 1% del PIB que se ha respetado tanto en las fases alcistas como bajistas del ciclo. Con las crecientes rentas del cobre, el superávit presupuestario total llegó a sobrepasar el 2% del PIB el año pasado. En Brasil, la ley de responsabilidad fiscal del año 2000 ha tenido un impacto parecido, al fijar un objetivo de superávit primario para cada nivel del Gobierno y prohibir los programas de gasto continuo sin financiación comprometida, lo que ha permitido aislar los programas fiscales de los ciclos electorales. Es probable que esta ley haya reforzado la confianza de los inversionistas, contribuyendo así a reducir la elevada prima de riesgo que el país tenía que pagar en su deuda denominada en moneda extranjera. Otros países como Colombia, la India y Perú también han introducido recientemente leyes de responsabilidad fiscal.

Sin embargo, el optimismo acerca del carácter permanente de las mejoras fiscales debe ser moderado. En los dos últimos años, la coyuntura económica ha sido muy favorable para las autoridades fiscales. Mientras el fuerte crecimiento aumentaba la recaudación tributaria, los bajos tipos de interés, tanto internos como externos, acompañados de tipos de cambio al alza, han reducido drásticamente el coste del servicio de la deuda. No obstante, los niveles de endeudamiento en algunos países continúan demasiado altos. En algunos casos, el alto porcentaje que representa la deuda a corto plazo y con tipo de interés flotante sobre el total de la deuda interna supondrá un grado de exposición significativo cuando llegue a su fin la fase actual de relajación generalizada de las políticas monetarias. En Brasil y Turquía, por ejemplo, la deuda con tipo de cambio flotante representaba el 50% y el 40%, respectivamente, del total de la deuda a finales de 2004. En Asia, dado el importante coste financiero de las subvenciones al petróleo, los equilibrios presupuestarios siguen siendo especialmente vulnerables a los incrementos del precio del crudo.

¿Inflación más estable?

La inflación media en el conjunto de los países emergentes cayó desde el 13% registrado en la segunda mitad de la década de los 90 hasta el 5,5% en 2000–04. Las reducciones más notorias han tenido lugar en países que tradicionalmente han soportado tasas de inflación medias o altas (véase el

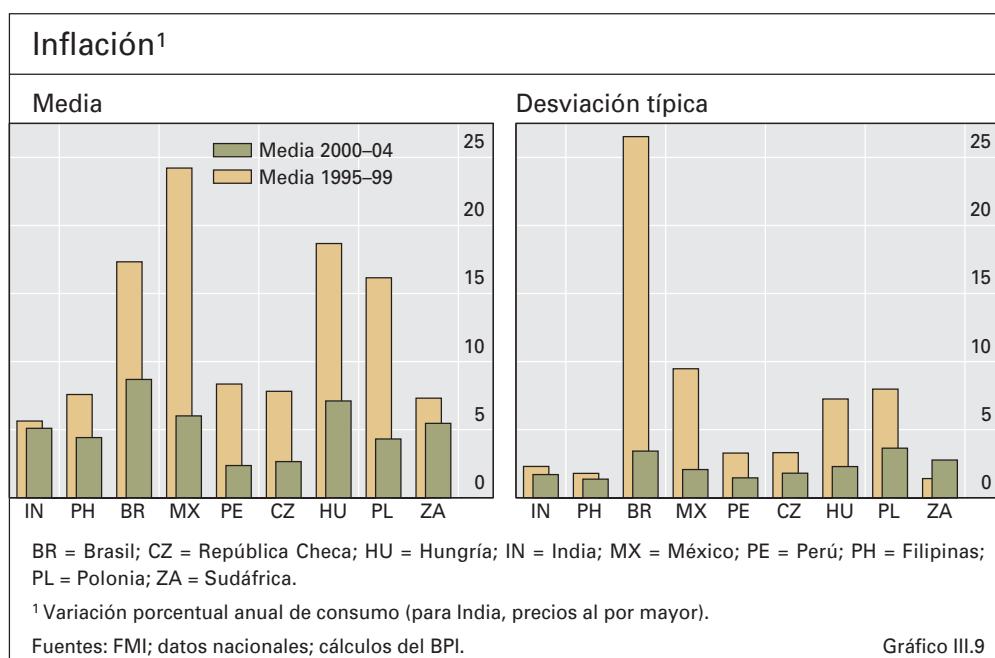
Gráfico III.9). Al mismo tiempo, la volatilidad de la inflación se ha reducido de manera considerable en la mayoría de los casos. Mientras se perciba que la inflación está controlada, la confianza de los inversionistas podría salir reforzada y podrían reducirse las primas de riesgo impuestas a la deuda de los países emergentes. Además, un nivel de inflación bajo debería dotar a los bancos centrales de mayor flexibilidad para responder a perturbaciones externas, incluidas las de los precios relativos.

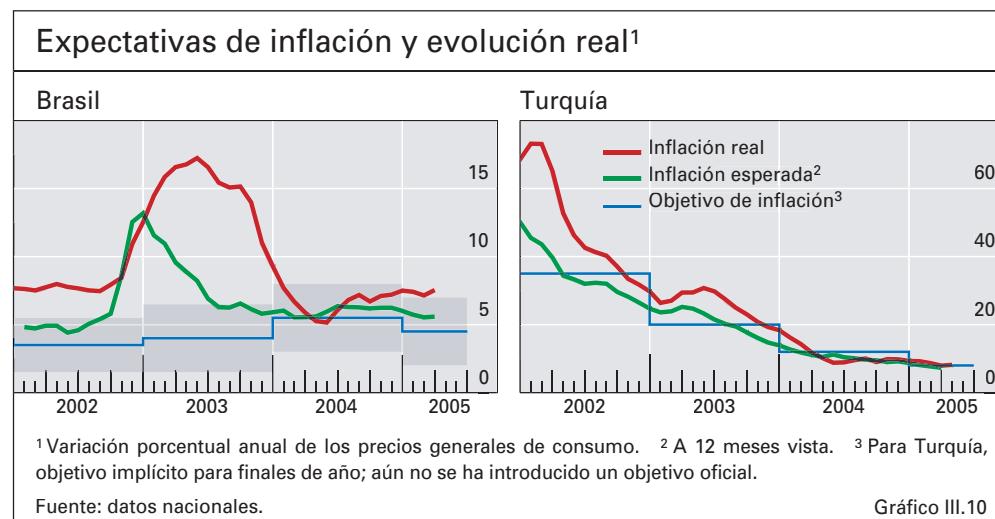
Como se examinó en el Capítulo II, varios factores generalizados han conducido la inflación a niveles bajos: mayor capacidad de competir en los mercados, transmisión reducida de las variaciones del tipo de cambio y de los precios de los productos básicos a los precios de consumo finales y, en determinados casos, mejoras significativas de la productividad. De acuerdo con esto, la inflación subyacente ha permanecido baja en muchas economías emergentes en los últimos años (véase el Gráfico II.4 del Capítulo II). Pero la reducida inflación también refleja el asentamiento de nuevos marcos de política monetaria en los países emergentes, donde las autoridades han introducido objetivos explícitos de inflación o bien han perfeccionado de algún otro modo su control de la inflación. La tasa media de inflación de las 12 economías emergentes más importantes que han adoptado sistemas formales de objetivos de inflación ha caído del 11% registrado en los tres años previos a la introducción de este sistema al 5% tras su implantación.

En varios casos, la mayor solidez de las políticas monetaria y fiscal parece haber conferido mayor credibilidad a las autoridades y haber rebajado las expectativas de inflación. En años recientes, por ejemplo, se han estabilizado los tipos de interés de los bonos a largo plazo en muchos países, en especial de América Latina. Además, las expectativas de inflación parecen haber caído de forma especialmente acentuada en países donde habían sido altas y volátiles. En Brasil, por ejemplo, una combinación de políticas fiscales

Los cambios en la política monetaria reducen la inflación

Mayor credibilidad de los bancos centrales





y monetarias restrictivas ha vuelto a reducir la inflación, tras haberse alcanzado de sobra el objetivo en 2002. Además, el sector privado respondió rápidamente reduciendo sus previsiones de inflación (véase el Gráfico III.10). Igualmente, Turquía ha conseguido estabilizar en los últimos meses tanto la inflación real como la esperada en cifras inferiores a dos dígitos. En ambos casos, sin embargo, los tipos de interés reales permanecen altos, lo que parece indicar que el riesgo de inflación todavía está presente en la mente de los participantes en el sector financiero, a pesar de que la inflación media esperada es muy inferior.

¿Menor vulnerabilidad externa?

Los superávit por cuenta corriente y las reservas de divisas en países con economías de mercado emergentes se han incrementado, gracias en parte a políticas macroeconómicas más responsables y estables. La proporción entre deuda externa y PIB también ha disminuido (véase el Cuadro III.4), al igual que la carga de la deuda. En Chile, por ejemplo, el banco central utilizó reservas de divisas para hacer frente al pago de su deuda interna denominada en moneda extranjera que vencía en el plazo de un año. Rusia ha utilizado también parte de sus reservas de divisas para amortizar su deuda con el FMI. Este tipo de mejoras tuvo su reflejo en una serie de revisiones al alza de la calificación crediticia de emisores soberanos en el segundo semestre de 2004.

El mayor riesgo puede residir en un posible vuelco del ciclo del crédito internacional, que podría empeorar la relación real de intercambio y ampliar los diferenciales de crédito al mismo tiempo. También preocupa que el porcentaje de deuda externa a corto plazo sobre el total haya continuado relativamente alto en algunos países emergentes, alcanzando de media en 2004 un 11% en Asia y un 13% en América Latina (3% y 6% del PIB, respectivamente). Caben varias explicaciones al respecto; a saber, puede que no sea fácil para los emisores del sector privado acceder al crédito externo a largo plazo, y la deuda a corto plazo puede parecer más barata. Además, para reducir la vulnerabilidad externa, parece que algunos Gobiernos

Un posible vuelco
del ciclo de crédito

han optado por acumular reservas en moneda extranjera en vez de alargar los vencimientos de la deuda.

La acumulación de reservas fue particularmente intensa en Asia durante 2004, pero también ha sido significativa en otras regiones emergentes. Los costes de financiación de esta práctica se han reducido gracias a los tipos de interés internos relativamente bajos. En Brasil, el banco central redobló sus esfuerzos para adquirir moneda extranjera antes de la decisión del Gobierno de interrumpir su programa con el FMI en marzo de 2005. En muchos casos, no obstante, las reservas de divisas acumuladas exceden en la actualidad las medidas habituales de suficiencia de reservas en países emergentes. Por ejemplo, a finales de 2004, la proporción de reservas brutas sobre deuda externa a corto plazo superaba con mucho el umbral convencional de 1 en casi todos los países. En respuesta a estas circunstancias y reconociendo los costes que conlleva el mantenimiento de reservas, México ha tratado de restringir su acumulación de reservas, de manera que parte del aumento de las reservas de divisas se vende de manera automática si se supera cierto límite.

Los riesgos derivados de las reservas

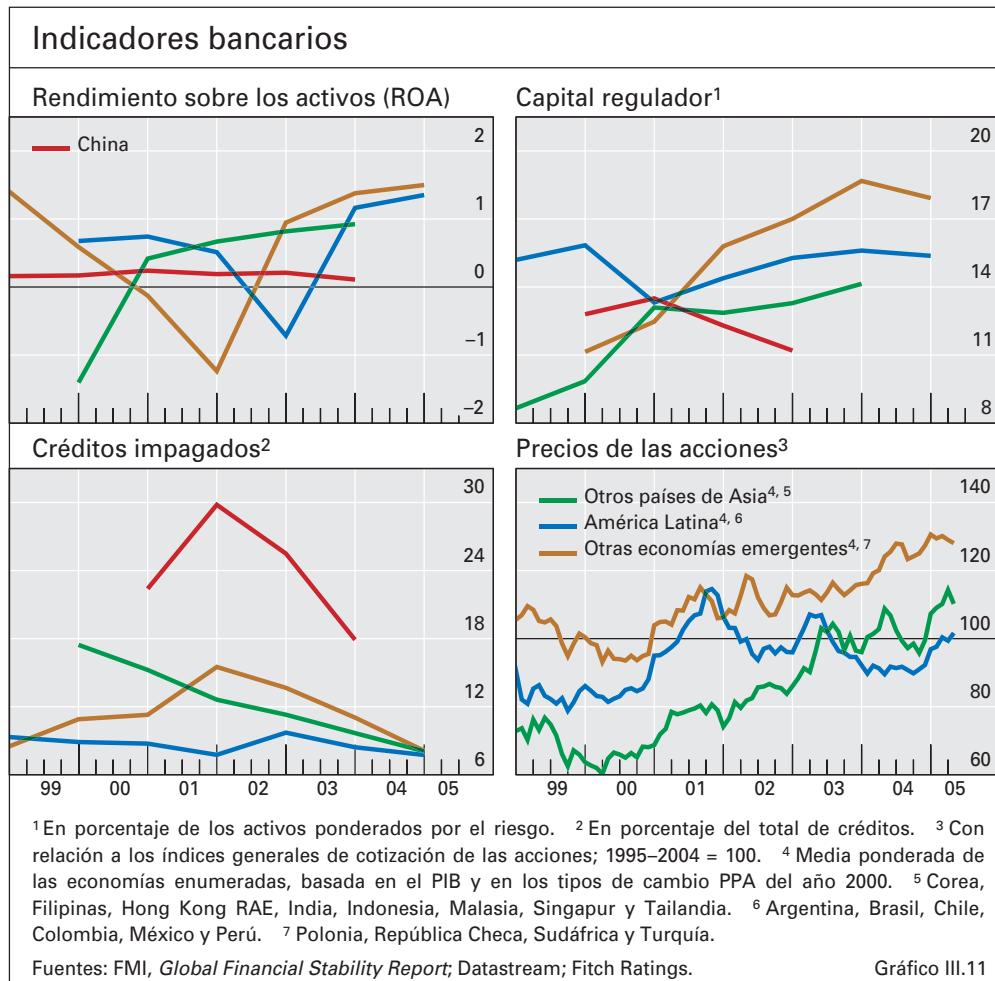
¿Son más sólidos los sistemas bancarios?

Las perspectivas a medio plazo para las economías emergentes se han visto favorecidas por una mejora significativa y generalizada de los resultados bancarios. En primer lugar, la rentabilidad medida por la tasa de rendimiento sobre los activos (ROA) (véase el Gráfico III.11, panel superior izquierdo), ha tendido a elevarse, como ocurrió en 2004 cuando los bancos de varios países emergentes registraron elevados beneficios. Factores cíclicos como el fuerte crecimiento y los bajos tipos de interés mundiales han influido sin duda en el impulso de la rentabilidad. En la India, por ejemplo, la intensa demanda y la reanimación de la actividad industrial han incrementado el crédito y los ingresos por intereses asociados, mientras que el descenso de los tipos de interés a largo plazo entre 2001 y 2004 permitió a los bancos indios registrar beneficios por la venta de valores públicos. Además, en algunos países se están superando antiguas dificultades del sector financiero. En Corea, por ejemplo, los beneficios de la banca se quintuplicaron en 2004, a medida que se resolvían los problemas con el crédito hipotecario.

Mejores resultados bancarios ...

En segundo lugar, la calidad de los balances de los bancos ha mejorado. Los coeficientes de capital regulador se han elevado en algunas regiones (véase el Gráfico III.11, panel superior derecho). En Brasil, por ejemplo, los coeficientes de suficiencia de recursos propios han aumentado en los últimos años hasta alcanzar en 2004 una media del 18,3%, muy por encima del 11% mínimo exigido. Estos coeficientes de capital regulador alcanzaron promedios de alrededor del 12% en Corea y Tailandia en 2004, y más del 20% en Turquía. En algunos casos, los coeficientes de capital superiores son reflejo de la recapitalización de los sistemas bancarios, bien por parte de los Gobiernos tras las crisis de finales de los años 90, bien a través de la inversión extranjera en el sector bancario. No obstante, los incrementos en la rentabilidad, a veces asociados con reducciones significativas de los préstamos en mora, también

... balances más sólidos ...



han jugado un papel importante. El descenso de la morosidad ha sido especialmente acentuado en Asia (véase el Gráfico III.11, panel inferior izquierdo), aunque los préstamos en mora continúan siendo un problema en Filipinas, Tailandia y China (véase más adelante). Si bien estos datos apuntan sin duda a una mejora, también deben ser interpretados con cautela. Por ejemplo, la mejora en los coeficientes de capital podría estar reflejando en algunos casos simplemente una reducción temporal del valor de los activos ponderados por su riesgo. Así ocurriría si una reducción en la volatilidad de los precios de los activos bancarios, en la coyuntura financiera actual relativamente favorable, redujese las estimaciones del riesgo de mercado. Los coeficientes de capital podrían entonces empeorar de nuevo si la volatilidad se incrementase. Más adelante se analizan otros asuntos relativos a la medición de la suficiencia de recursos propios en las economías emergentes.

La mejora de los resultados bancarios se ha visto acompañada de una mejor percepción por parte del mercado. Como ilustra el Gráfico III.11 (panel inferior derecho), la relación entre los índices de precios de las acciones bancarias y los índices bursátiles generales ha tendido a elevarse o se ha mantenido plano en los últimos años en la mayoría de las principales regiones emergentes, aun considerando la subida generalizada de las cotizaciones de las acciones. En el Asia emergente, excluida China, los precios relativos de las acciones bancarias se han comportado especialmente bien en

... mejor
percepción del
mercado ...

promedio, aunque ha habido importantes diferencias entre países. En la India, el índice relativo se ha duplicado con creces desde el año 2000, mientras que en Indonesia se mantuvo plano. En claro contraste con lo anterior, este índice se ha reducido en líneas generales en Corea y Singapur y ha caído de forma más acusada en Filipinas y Tailandia. En América Latina, los precios relativos de las acciones bancarias mexicanas se comportaron mejor que la media de la región, que se mantuvo inalterada. Por último, los precios relativos de las acciones bancarias han seguido una tendencia alcista en los últimos años en Europa central, Turquía y también en Sudáfrica, pero han caído bruscamente en Rusia desde la crisis de 1998.

Otra medida de la capacidad de reacción inherente a los sistemas bancarios no da tanto pie al optimismo. Un indicador ampliamente utilizado para calcular la probabilidad de que una institución financiera necesite ayuda financiera externa se ha mantenido en general plano o ha mejorado tan sólo ligeramente en los últimos años. Esto apunta a que buena parte de los mejores resultados bancarios que indican los informes financieros obedece en gran medida a factores cíclicos. En concreto, las recientes mejoras de la calificación crediticia de la deuda bancaria exterior en países emergentes es consecuencia no sólo de la mejora de las variables fundamentales del sector bancario, sino también de la mayor capacidad de los Gobiernos para apoyar al sector financiero, que también quedó reflejada en las recientes revisiones al alza de las calificaciones crediticias de emisores soberanos.

La situación de los bancos en China es especialmente difícil de evaluar. Por un lado, los datos disponibles apuntan a un descenso de la rentabilidad sobre los activos y a una menor suficiencia de capital de los bancos en los últimos años. Por otro lado, también ha habido importantes reducciones de los créditos en mora. China ha invertido cantidades ingentes de recursos para recapitalizar bancos y atajar el problema de sus créditos fallidos. El Gobierno emitió 270.000 millones de yuanes (unos 32.500 millones de dólares) en bonos del Tesoro especiales para la recapitalización de bancos en 1998, y en 1999 creó compañías de gestión de activos para hacerse cargo de un billón de yuanes en créditos en mora. Desde 2003, tres grandes bancos han sido recapitalizados, con una inversión de 60.000 millones de dólares en reservas de moneda extranjera. Esto ha ido asociado también a la amortización de créditos impagados.

También es posible hasta cierto punto que los índices de morosidad hayan caído en los últimos años debido al rápido crecimiento de la inversión crediticia. Ahora bien, esta situación podría revertirse si la calidad del nuevo crédito fuera insuficiente, lo que dependerá en gran medida de hasta qué punto la concesión de crédito se base ahora en la rentabilidad económica esperada más que en directrices del Gobierno. Según una encuesta del Banco Popular de China, los factores responsables de anteriores créditos fallidos fueron el crédito dirigido por el Gobierno, los impagos de empresas públicas en créditos dirigidos y la intervención de los Gobiernos locales en las decisiones de financiación. La imagen del sector empresarial —bancos incluidos— se ha visto dañada por problemas de gobierno corporativo

... ¿pero aumento limitado de la fortaleza financiera?

Los bancos chinos, difíciles de evaluar

ampliamente difundidos. Con todo, el Gobierno está tratando de solucionar estos problemas en el sector bancario a través de cambios en la dirección y de la diversificación de la propiedad.

Factores que influyen en los riesgos del sector bancario

Cuatro fuentes de riesgo

La capacidad de reacción del sector bancario dependerá de los tipos de riesgo a los que se vea expuesto. Cuatro aspectos merecen atención al respecto: primero, la exposición derivada del rápido aumento del crédito a los hogares; segundo, el riesgo de exposición a desajustes cambiarios; tercero, la importante exposición de los bancos a la deuda pública a largo plazo; y, por último, la exposición a cambios en la estructura bancaria y a un entorno cada vez más competitivo.

Más crédito a los hogares

Como se mencionó antes, el repunte de la actividad económica en las economías emergentes en los últimos años se asocia a un fuerte incremento del crédito a los hogares. Esto refleja tanto una mayor demanda de productos crediticios, debido a los factores citados anteriormente, como un crecimiento de la oferta, al estimar los bancos que el crédito a los hogares les brinda una oportunidad lucrativa y relativamente fiable de diversificar su actividad crediticia más allá del sector empresarial. Este viraje hacia el crédito a los hogares podría acarrear problemas al sector bancario. La deuda contraída con tarjetas de crédito se ha expandido rápidamente y el gran aumento de impagos asociados a este tipo de deuda ya ha creado importantes problemas en Corea en los últimos años. El endeudamiento hipotecario es más seguro para los bancos que cualquier otro tipo de crédito a particulares, debido a la garantía que ofrece el inmueble, pero los rápidos incrementos en los precios inmobiliarios antes señalados imponen la prudencia. Un descenso del precio de la vivienda expondría a los bancos directamente al riesgo de impago en créditos asociados a la propiedad inmobiliaria, además de poder tener efectos indirectos si una reducción en la riqueza de los hogares y en el consumo tuviera consecuencias macroeconómicas e incrementara aún más las pérdidas por impagos (véase en el Capítulo VII una argumentación más detallada de estos efectos en el contexto de los mercados desarrollados).

Respuestas de política económica

Las políticas económicas adoptadas en varios países emergentes también ponen de manifiesto la inquietud por si los sistemas prudenciales existentes y los mecanismos de mercado no consiguieran contener el riesgo que representan para los bancos las subidas drásticas de los precios inmobiliarios. Por ejemplo, aunque el aumento de estos precios en Corea se ha moderado, el Gobierno ha mantenido medidas que penalizan la especulación en los mercados inmobiliarios y, en algunos casos, ha prohibido las transacciones con inmuebles hasta que cedan las presiones especulativas detectadas. A principios de 2005, las autoridades chinas intentaron enfriar el mercado inmobiliario en algunas ciudades, especialmente en Shanghai, con distintas medidas administrativas. Elevaron el pago inicial requerido del 20% al 30% y eliminaron el tipo de interés preferencial de que disfrutaba la financiación hipotecaria. Además, aplicaron un impuesto del 5,5% sobre las plusvalías obtenidas por la venta de inmuebles comprados en los doce meses anteriores. En Tailandia, también se ha incrementado la cuantía de dicho pago inicial.

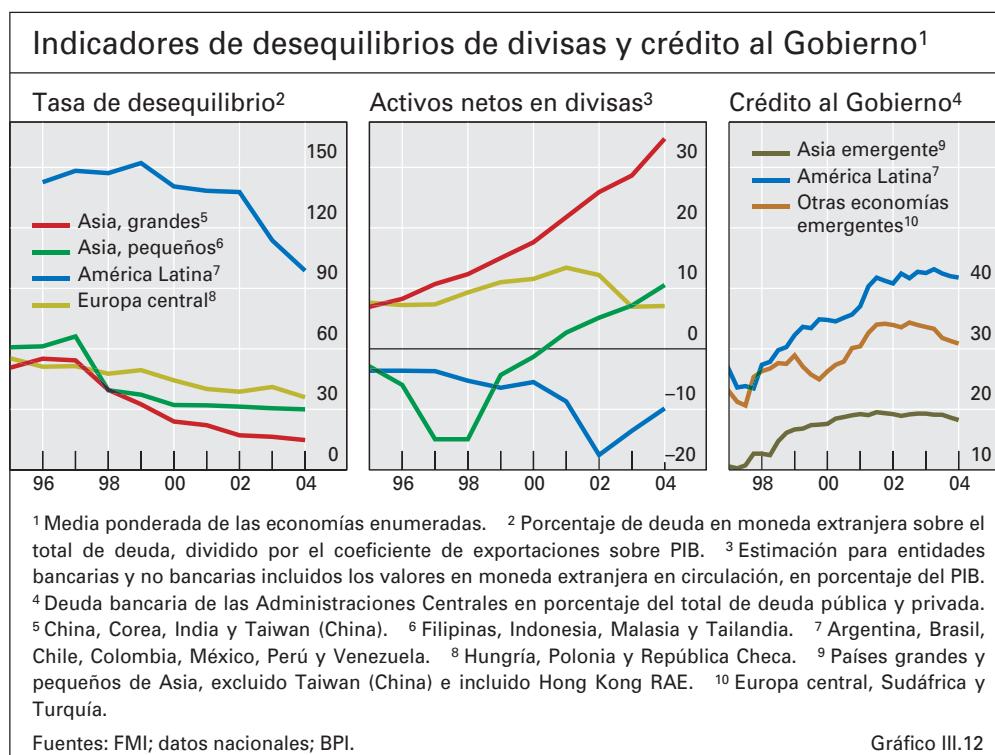
Las innovaciones financieras recientes pueden reducir los riesgos derivados de la concesión de crédito a los hogares o permitir ampliar su dispersión. Con respecto a la reducción del riesgo, la proliferación de oficinas de crédito está mejorando la evaluación de la capacidad de los prestatarios para afrontar el servicio de su deuda. En cuanto a la distribución del riesgo, cada vez se recurre más a la titulización de la deuda o a su reconfiguración de forma que limite la exposición de los acreedores. Por ejemplo, el mercado coreano de títulos respaldados por hipotecas creció significativamente en 2004 y ya se han concluido algunas operaciones transfronterizas de titulización. Por otra parte, países como China o Tailandia, entre otros, también han tomado medidas que podrían permitir la titulización de hipotecas en un futuro próximo. Sin embargo, muchas de estas innovaciones podrían conllevar riesgos de los que se tiene un conocimiento imperfecto.

Las innovaciones financieras reducen los riesgos

Un segundo riesgo al que los sistemas bancarios podrían estar expuestos son los desequilibrios cambiarios en la economía en general. A lo largo de la última década, el grado de desproporción entre las distintas monedas en las principales regiones ha disminuido drásticamente, como indica la medida del porcentaje de deuda en moneda extranjera sobre las exportaciones. La posición neta en moneda extranjera también ha mejorado (véase el Gráfico III.12, paneles izquierdo y central). Sin embargo, en algunos países, sobre todo en Asia, esto es reflejo de voluminosas reservas de divisas en sus bancos centrales; de hecho, los desajustes cambiarios en el sector privado continúan siendo importantes en varios países. Esto apunta a la necesidad de asegurar que el sector financiero gestione con suficiente solicitud los riesgos asociados a estos desequilibrios.

Los desajustes cambiarios del sector privado son un problema ...

Un tercer motivo de preocupación es la exposición del sector bancario a los emisores soberanos, que ha tendido a aumentar en todas las regiones

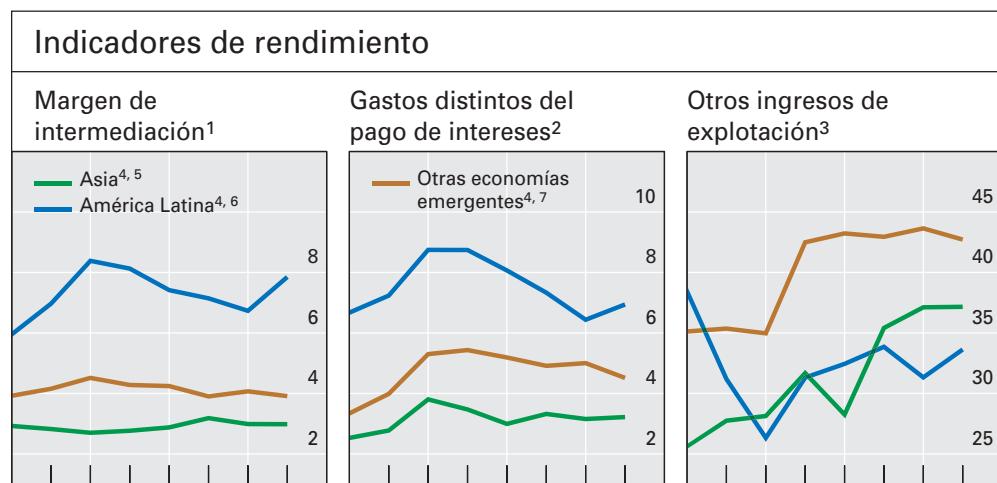


... al igual que la exposición a la deuda pública

Las presiones competitivas han aumentado

emergentes (véase el Gráfico III.12, panel derecho). En algunos casos, los incrementos en las tenencias de deuda pública por parte de los bancos es consecuencia de la recapitalización bancaria tras una crisis. En otros casos (por ejemplo en la India), los bancos han sido tradicionalmente los mayores tenedores de bonos del Gobierno. Esto suscita la preocupación de que los bancos pudieran verse expuestos al riesgo de mercado asociado; a saber, al hecho de que tipos de interés a largo plazo más altos pudieran generar minusvalías, riesgo éste no siempre cubierto en las economías emergentes.

Por último, la capacidad de adaptación del sector bancario depende también de las presiones competitivas y de características estructurales. Al haberse intensificado en muchos países, estas presiones podrían mejorar la eficiencia bancaria. Al mismo tiempo, las presiones sobre la rentabilidad, consecuencia del recrudecimiento de la competencia, reducen en la práctica el valor de franquicia del sector bancario y favorecen el giro hacia líneas de negocio menos convencionales potencialmente más arriesgadas (véase en el Capítulo VII la sección sobre rentabilidad bancaria en un contexto de mercados desarrollados). Las presiones competitivas no siempre han ido acompañadas de una reducción de los márgenes de intermediación, en los que también influyen otros factores (véase el Gráfico III.13). Por ejemplo, estos márgenes han ido estrechándose en México, mientras que en Brasil se han incrementado recientemente. No obstante, en algunos mercados emergentes los gastos distintos de intereses pasivos han disminuido, lo que indica una mejora de la eficiencia, al tiempo que ha aumentado la proporción que representan otros ingresos de explotación (excluidos intereses activos) en el total de ingresos de los bancos, a medida que éstos han comenzado a expandirse más allá de la actividad crediticia tradicional. Como resultado de las presiones competitivas, estas



¹ Ingresos netos por intereses en porcentaje de los activos productivos. ² En porcentaje del total de activos. ³ En porcentaje de la suma de ingresos netos por intereses y otros ingresos de explotación.

⁴ Media ponderada de las economías enumeradas, basada en el PIB y en los tipos de cambio PPA del año 2000. ⁵ Corea, Hong Kong RAE, India, Malasia, Singapur, Tailandia y Taiwán (China). ⁶ Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela. ⁷ Hungría, Polonia, República Checa y Sudáfrica.

Fuente: Fitch Ratings.

Gráfico III.13

tendencias positivas están ya sólidamente establecidas en los países industrializados (véase el Capítulo VII).

Al mismo tiempo, tres tendencias concretas observadas en la estructura del mercado podrían contribuir a mejorar la capacidad de adaptación del sector bancario. Primero, la reducción generalizada de la concentración bancaria que tuvo lugar hasta mediados de los años 90 ha mostrado desde entonces tendencia a estabilizarse o a invertirse en varios países. Los estudios en este sentido apuntan a que el aumento de la concentración bancaria reduce la probabilidad de crisis en el sector. La razón estriba en que los bancos más grandes pueden diversificar el riesgo más fácilmente, son capaces de obtener mayores beneficios y a los depositantes les resulta más fácil su seguimiento.

La segunda tendencia es la progresiva reducción de la proporción de activos en bancos del sector público, aunque en algunos países el porcentaje aún es alto. Cuando la banca pública tiene gran presencia, tiende a dificultar la evolución de los mercados financieros. Además, los bancos públicos de las economías emergentes no han obtenido tan buenos resultados como los privados, según criterios convencionales de medición del rendimiento financiero, ya que de ellos se esperan determinados objetivos públicos, sin tener en cuenta su impacto en la rentabilidad. Según estimaciones del Banco Interamericano de Desarrollo, los bancos de titularidad pública en América Latina cobran tipos de interés menores que la banca privada sobre sus préstamos, tienen tasas de morosidad más altas y obtienen menores rentabilidades sobre sus activos. La banca pública también paga menores tipos de interés sobre depósitos que la privada, lo que induce a pensar que se están utilizando para subsidiar a sus prestatarios.

Finalmente, los bancos extranjeros han ocupado un lugar cada vez más destacado en este sentido, principalmente en América Latina y Europa central y oriental. Además de estimular la competencia de manera más generalizada, también son muy activos al introducir innovaciones en las economías de mercado emergentes, muchas de las cuales contribuyen a mejorar los procedimientos de gestión del riesgo. Asimismo, los bancos foráneos pueden prestar apoyo financiero al sistema bancario, ya que son menos vulnerables al riesgo específico (sistémico) del país, menos sensibles a los ciclos del país de acogida y pueden obtener liquidez en moneda extranjera en momentos de dificultades financieras. De estos asuntos se ha ocupado en sus últimos informes el Comité sobre el Sistema Financiero Global.

Aunque se espera que en conjunto estas tres tendencias refuercen los sistemas bancarios de los países emergentes, persisten algunas preocupaciones. En determinadas circunstancias, un mayor nivel de concentración puede debilitar el sistema bancario, por ejemplo si dicho aumento conduce a la creación de bancos con un mayor grado de opacidad, si a las autoridades les resulta difícil negarles su apoyo o si la nueva entidad es el resultado de la fusión de bancos de baja rentabilidad. La entrada de la banca extranjera también podría plantear problemas como una posible vulnerabilidad ante perturbaciones que afecten a la empresa matriz, pérdidas de información cuando los bancos nacionales sean adquiridos y dejen de cotizar en el mercado bursátil local, falta de acceso a los órganos decisarios

Concentración ...

... función reducida
del sector
público ...

... y mayor entrada
de banca extranjera

Algunas
complicaciones

en el banco matriz cuya actuación pueda tener un fuerte impacto para la sucursal del banco extranjero y para el país anfitrión, así como dificultades para conseguir el nivel necesario de comunicación entre los supervisores de los países de origen y de acogida.

El marco regulador

La regulación y la supervisión han mejorado ...

... pero quedan asuntos pendientes

Varias economías emergentes han tomado medidas para mejorar la regulación y la supervisión bancarias y, en algunos casos, ya han desarrollado sistemas bastante sofisticados para el control de sus sistemas bancarios. En otros casos, sin embargo, los avances de los últimos años en el marco regulador han sido limitados. Los análisis de estabilidad financiera llevados a cabo recientemente por el FMI y el Banco Mundial, orientados en parte a determinar los progresos en la aplicación de los Principios Básicos de Basilea para una supervisión bancaria eficaz, sugieren que aún existen ciertas deficiencias en la supervisión bancaria.

Cuatro asuntos resultan especialmente problemáticos. El primero es la ausencia de supervisión consolidada en algunos países. Esto aumenta el riesgo de que filiales de instituciones bancarias atraviesen por dificultades financieras que no se detecten a tiempo, lo que puede perjudicar al sector financiero y a la economía en general. Una segunda preocupación tiene que ver con las deficiencias en la gestión del riesgo. Muchos países no han logrado establecer una buena cultura de gestión del riesgo en sus instituciones bancarias, de modo que el cumplimiento de la regulación bancaria tiende a ser en buena medida mecánico. Al mismo tiempo, la regulación de la exposición al crédito y de los préstamos conexos no suele considerarse suficientemente estricta. A esto cabe añadir que en algunos países existe una regulación insuficiente sobre la gestión del riesgo de mercado. Un tercer asunto es el problema de la medición de los resultados bancarios. Algunas medidas clave de este rendimiento pueden dar una imagen distorsionada de los riesgos a los que se expone el sistema financiero. Por ejemplo, los coeficientes de suficiencia de capital a veces no se calculan sobre bases consolidadas, la ponderación de riesgos no es correcta por carecerse de medidas apropiadas, o se computan componentes del capital indebidos. Por último, las acciones correctoras suelen ser deficientes, lo que reduce los incentivos para una gestión diligente de los riesgos. Tales deficiencias incluyen la excesiva lenidad (es decir, la disposición de los reguladores a posponer las medidas correctoras cuando se sobrepasan ciertos umbrales), la falta de capacidad o autoridad supervisora para intervenir oportunamente, y la inexistencia de inmunidad para los supervisores. Aunque se ha avanzado en la legislación concursal en algunos países, subsisten tremendos problemas en torno a la defensa efectiva de los derechos de los acreedores.

IV. La política monetaria en los países industrializados avanzados

Aspectos más destacados

La política monetaria en los países del G-3 permaneció muy acomodaticia durante el periodo analizado. Sin embargo, ante el continuo crecimiento económico en Estados Unidos y el alejamiento de los riesgos de desinflación no deseada y debilidad económica, la Reserva Federal comenzó a reducir el grado de acomodación de su política con una serie de incrementos mesurados en su tipo de interés oficial. El Banco Central Europeo mantuvo el suyo sin cambios ya que el bajo crecimiento económico y la apreciación del euro continuaron manteniendo a raya las presiones inflacionarias. El Banco de Japón mantuvo su tipo de interés oficial en cero, a medida que las fuerzas económicas y financieras adversas demostraron ser de peso suficiente como para descartar el fin de la deflación. Sin embargo, las mejores condiciones en los mercados financieros parecieron adelantar la eventual salida de la política de relajación cuantitativa poco convencional mantenida por el Banco de Japón. Con el avance de la recuperación económica en un contexto de bajos tipos de interés oficiales, las autoridades monetarias de los países del G-3 fueron conscientes de la necesidad de comunicar de forma clara sus estrategias de salida.

Los asuntos de política que preocuparon a los países industrializados más pequeños fueron más variados. Algunos bancos centrales eligieron políticas muy expansivas mientras que otros adoptaron esquemas más neutrales. Muchos bancos centrales elevaron sus tipos de interés oficiales con moderación al fortalecerse las expectativas de crecimiento, tanto locales como en el extranjero; en algunos casos, las mayores restricciones en la disponibilidad de recursos despertaron temores respecto de la estabilidad de precios. Los niveles de deuda, la actividad en el mercado de la vivienda y las consideraciones sobre el tipo de cambio continuaron pesando en las decisiones de política monetaria.

Los acontecimientos externos, especialmente las oscilaciones de los precios del petróleo y otros productos básicos, dominaron el periodo analizado en todas las economías. La comparación entre éstos y otros acontecimientos recientes con evoluciones similares a finales de la década de los 60 y principios de los 70 parece revelar algunos paralelismos impactantes. En la parte final de este capítulo se revisa la evolución histórica y se compara con las circunstancias actuales para determinar la probabilidad de que la historia se repita. En un contexto más amplio, la comparación sirve también para aclarar las clases de riesgo a las que las autoridades monetarias podrían estar enfrentándose.

Repaso de los acontecimientos

Estados Unidos

La Reserva Federal elevó los tipos de interés con medida ...

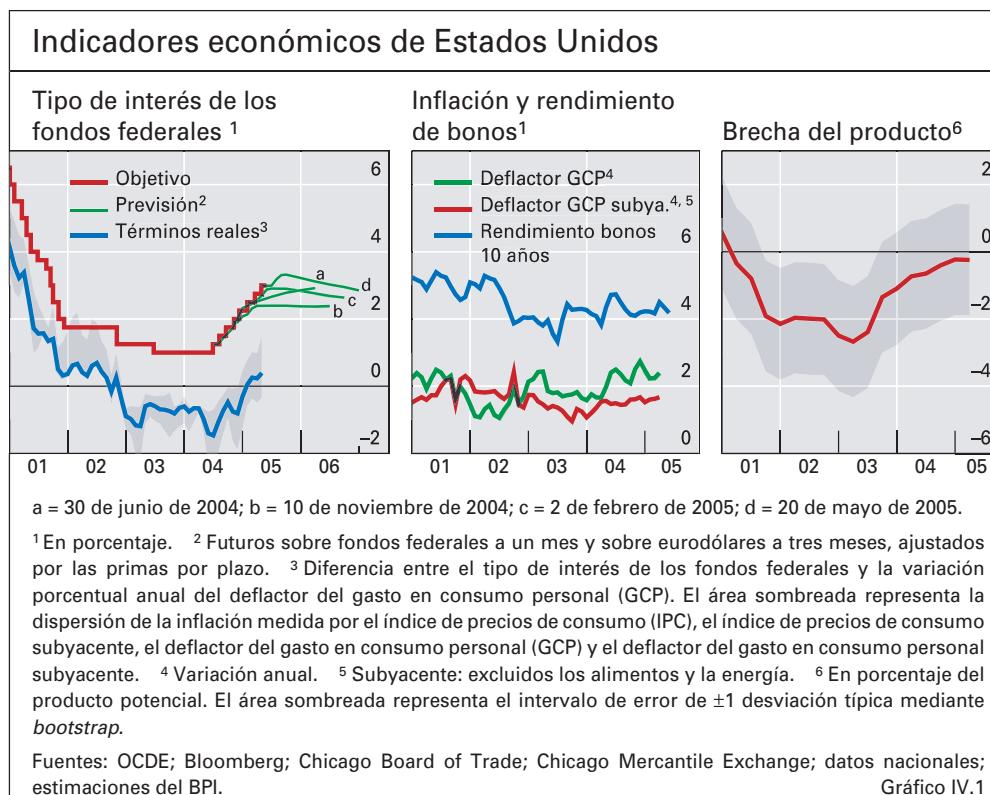
... y con transparencia

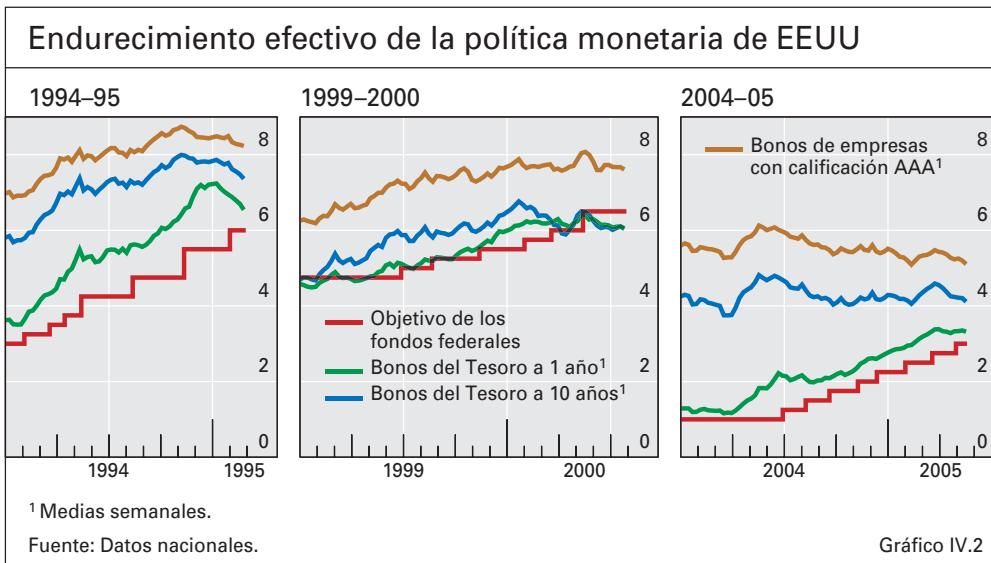
Sin embargo, los tipos de interés oficiales reales permanecieron cercanos a cero ...

La Reserva Federal redujo el grado de acomodación de su política monetaria durante el periodo analizado. A pesar de los ocho incrementos mesurados de 25 puntos básicos cada uno, el tipo de interés de los fondos federales finalizó el periodo en el 3%, aún por debajo de las estimaciones convencionales del tipo de interés neutral, o natural, para Estados Unidos. Hacia el final de la primavera boreal, los mercados financieros aún anticipaban más incrementos en los tipos de interés.

Un aspecto importante del endurecimiento de la política de la Reserva Federal fue su transparencia. Las subidas de su tipo de interés pudieron predecirse con facilidad, minimizando así cualquier posible tensión sobre el sistema financiero. La Reserva Federal dejó entrever sus intenciones a través de varios medios, incluyendo comunicados de prensa de su Comité para las Operaciones de Mercado Abierto (FOMC), actas de sus sesiones y declaraciones de los miembros del Comité. Los mercados financieros reaccionaron en general con calma a las decisiones del FOMC y hubo pocas sorpresas sobre la dirección o la magnitud de las subidas.

Esta estrategia de medida intentaba equilibrar los riesgos para el crecimiento sostenido con el deseo de mantener la estabilidad en los precios, a medida que la expansión económica, ya en su cuarto año, continuaba reduciendo los márgenes de los recursos infrautilizados (véase el Gráfico IV.1). Sin embargo, se plantearon interrogantes acerca de si los incrementos del tipo de interés de los fondos federales bastaban para lograr reducir la acomodación de la política que deseaba el Comité. Preocupaba que la





creciente inflación general estuviera determinando unos tipos de interés reales oficiales *ex-post* muy bajos durante el periodo: negativos durante 2004 y apenas por encima de cero a comienzos de 2005.

Además, la reacción atípica de los tipos de interés de mercado a largo plazo ante este endurecimiento moderado estaba generando más interrogantes. En el pasado, las grandes fases de endurecimiento solían ir acompañadas de incrementos significativos en los tipos de interés de mercado, tanto los de corto como los de largo plazo (véase el Gráfico IV.2). Esta vez, mientras que los tipos de interés de corto plazo se movieron con normalidad al unísono, los rendimientos de valores de renta fija a más largo plazo no mostraron indicios de una subida sostenida; en todo caso, fueron más bien a la baja (véase el Capítulo VI). Para algunos, este patrón planteó dudas acerca de si las acciones de política estaban teniendo el impacto restrictivo deseado sobre la demanda agregada. Sin embargo, la Reserva Federal apuntó que una razón para la ausencia de respuesta en los tipos de interés a largo plazo era que las expectativas de inflación a largo plazo parecían menores y más ancladas que en el pasado, lo que implicaba que era necesaria una menor restricción de la demanda.

... y los tipos de interés de largo plazo se comportaron de manera atípica para una fase de endurecimiento ...

Este comportamiento inusual de los tipos de interés a largo plazo también puso de relieve preocupaciones potenciales con respecto a otros asuntos, con más implicaciones conflictivas para la política monetaria. La curva de rendimientos relativamente plana podría indicar que los mercados estaban esperando una reducción en las expectativas de crecimiento de largo plazo, quizás dando por descontado la necesidad de una política monetaria más expansiva. Sin embargo, los bajos tipos de interés a largo plazo, junto con unos escasos rendimientos y unos precios de activos en alza, también se podrían interpretar como un síntoma de que los inversionistas continuaban asumiendo riesgos excesivos durante el prolongado periodo de política acomodaticia. La aceleración de los precios de la vivienda también sugería que esas fuerzas estaban operando. Semejante interpretación indicaba la posible necesidad de una subida en los tipos de interés oficiales mayor que la que habían descontado los mercados financieros, para absorber la liquidez excesiva.

... haciendo temer una liquidez excesiva

También hubo inquietud por los recientes precios energéticos ...

... la depreciación del dólar ...

... y la tendencia de la productividad

Se consideró un objetivo explícito de inflación

El BCE mantuvo sus tipos de interés ...

Durante el periodo analizado, las decisiones de política monetaria en Estados Unidos se vieron complicadas por la necesidad de lidiar con otros acontecimientos imprevistos y potencialmente inflacionarios. El fuerte incremento de los precios energéticos, especialmente del petróleo, despertó preocupación acerca de la estabilidad de precios y los riesgos de una menor expansión. Sin embargo, con una inflación subyacente cómodamente situada por debajo del 2%, las autoridades monetarias consideraron que la amenaza inflacionaria estaba considerablemente contenida, mereciendo no obstante un intenso seguimiento. La fuerte depreciación del dólar también presentó potenciales desafíos para las políticas. Aun así, unos precios de importación continuamente bajos y la clara reducción en el grado de transmisión del tipo de cambio a los precios en los últimos años parecieron mitigar la necesidad de ejercer políticas más agresivas. La evidencia empírica al final del periodo apuntó sin embargo hacia un mayor poder de fijación de precios de las empresas. Si resulta ser la señal de una tendencia nueva, tal vez habría que abandonar la política acomodaticia algo más rápido.

El FOMC también se enfrentó a una posible caída en el crecimiento de la productividad estructural, al desacelerarse la producción por hora y acelerarse los costes laborales unitarios durante el año pasado. Aunque no pudo establecerse con seguridad una ruptura de la tendencia, hubo que incorporar sus implicaciones a la política. En el corto plazo, los márgenes de beneficio fueron lo suficientemente amplios como para moderar las consecuencias de la inflación y la necesidad de un calendario más agresivo de incrementos del tipo de interés oficial hasta obtener pruebas definitivas. En el medio plazo, un descenso de la productividad tendencial podría implicar un tipo de interés natural más bajo y, por lo tanto, un nivel inferior para el tipo de interés de los fondos federales al final de la fase de endurecimiento.

Una cuestión importante para la Reserva Federal a principios de este año fue si un objetivo explícito de inflación podría fomentar en Estados Unidos una evolución económica incluso mejor. El análisis del FOMC sobre las ventajas y desventajas de formular un objetivo explícito de estabilidad de precios debería ser vista en el contexto de una revisión más amplia de su estructura institucional con el fin de mejorar su transparencia, como han demostrado sus recientes decisiones de adelantar la publicación de las actas de las reuniones del FOMC y de extender el horizonte de sus proyecciones publicadas. El FOMC señaló que, por un lado, un objetivo explícito de inflación podría anclar mejor la inflación, aumentar la transparencia de las deliberaciones internas y mejorar la comunicación con el público. Por el otro lado, un objetivo explícito podría comprometer el mandato tradicional de la Reserva Federal que abarca tanto la actividad económica como la inflación, pudiendo limitar su flexibilidad a la hora de responder a circunstancias económicas y financieras cambiantes.

Zona del euro

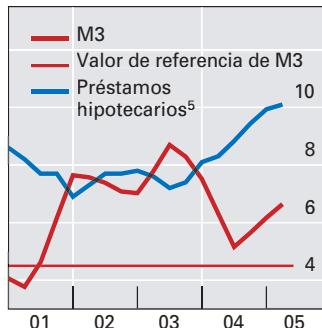
Con una inflación en general contenida y una actividad económica debilitada en la zona del euro, el Banco Central Europeo (BCE) continuó impulsando una política monetaria estimuladora. A finales de la primavera, su tipo de interés

Indicadores económicos de la zona del euro

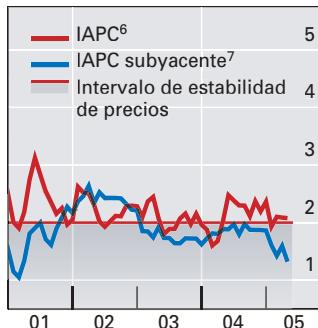
Rendimientos y brecha del producto



Agregados monetarios y crediticios⁴



Precios de consumo⁴



¹Tipo de adjudicación (mínimo). ²Bonos del Estado. ³En porcentaje del producto potencial. El área sombreada representa el intervalo de error de ± 1 desviación típica mediante *bootstrap*. ⁴Variación porcentual anual. ⁵Préstamos de instituciones financieras monetarias a los hogares (incluyendo las instituciones no lucrativas que prestan servicios a los hogares) para la adquisición de vivienda. ⁶Índice armonizado de precios de consumo (IAPC). ⁷IAPC excluidos los alimentos no procesados y la energía.

Fuentes: BCE; OCDE; datos nacionales; cálculos del BPI.

Gráfico IV.3

oficial se había mantenido en el 2% durante dos años, como una solución de compromiso entre el malestar ante una inflación por encima del límite superior establecido por el Banco para la estabilidad de precios y la inquietud ante un crecimiento económico mediocre. El alza de los precios del petróleo despertó preocupación en torno a un posible deterioro en las perspectivas de inflación a corto plazo e incluso un retorno a la estanflación. Sin embargo, hubo pocos síntomas de que los aumentos de los precios energéticos y de otras materias primas estuviesen afectando a la inflación subyacente, a la fijación de los salarios o a las expectativas de inflación a medio plazo. Por ello, el BCE concluyó que los riesgos de una inflación generalizada no eran lo suficientemente considerables como para justificar un incremento en los tipos de interés, en parte porque parecía haber capacidad productiva sobrante debido al lento crecimiento económico (véase el Gráfico IV.3). Con una inflación cerca del límite superior del rango establecido por el BCE (inferior pero cercana al 2%), el tipo de interés oficial real se mantuvo próximo a cero. Al igual que en Estados Unidos, este nivel está bastante por debajo del tipo de interés natural, lo que indica que, al recuperarse la economía, el BCE necesitaría endurecer su política para mantener la inflación a raya (véase el Gráfico IV.4).

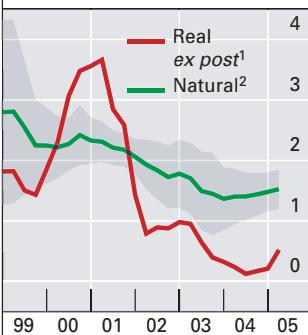
Nuevamente al igual que en Estados Unidos, se plantearon dudas acerca de las consecuencias de un periodo prolongado de política acomodaticia. Por un lado, los índices en términos reales de las presiones inflacionarias antes mencionados indicaban pocas amenazas inminentes de inflación. Por el otro, las tasas de crecimiento de M3 continuaron excediendo el 4,5% de referencia del BCE. Un crecimiento rápido en el agregado monetario amplio ha indicado tradicionalmente una política monetaria expansiva que podría desembocar en una mayor inflación. Mientras que en años anteriores la rapidez del aumento de M3 se había atribuido a una mayor demanda de fondos como medida de precaución, las causas de los incrementos incluso mayores de ese tipo de

... ante la actividad económica contenida y la inflación por encima del intervalo de estabilidad de precios

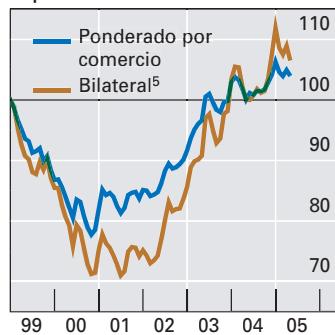
El rápido crecimiento de M3 se sumó a los temores ante la evaluación a medio plazo ...

Tipos de interés oficiales y evolución de los mercados en la zona del euro

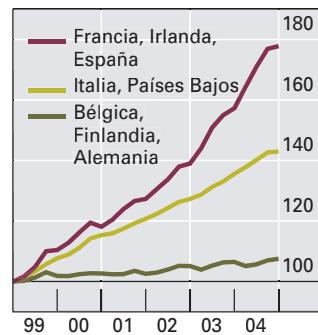
Tipos de interés oficiales neutros



Tipos de cambio^{3, 4}



Precios inmobiliarios^{4, 6}



¹ r_t , definido como el tipo de interés oficial nominal menos la inflación del IAPC subyacente. ² r^N , estimado como una ventana móvil de cinco años utilizando la siguiente ecuación: $r_t = r^N + \alpha(\pi^e_t - \pi^T) + \beta \text{gap}_t + \gamma r_{t-1}$, donde π^e_t es la tasa de inflación prevista (como se calcula en el sondeo SPF del BCE) y gap_t es la brecha del producto; se asume que π^T es de 1,8%. El área sombreada representa un intervalo de ± 2 desviaciones típicas alrededor del valor estimado de r^N . ³ En términos de precios de consumo relativos. ⁴ Cuarto trimestre de 1998 = 100. ⁵ Respecto del dólar de EEUU. ⁶ Precios de la vivienda ajustados por inflación. Medias ponderadas basadas en el PIB y tipos de cambio PPA del año 2000; para Alemania, Francia e Italia, extrapolado de datos de menor frecuencia.

Fuentes: BCE, Survey of Professional Forecasters (SPF); datos nacionales; cálculos del BPI. Gráfico IV.4

demandas fueron más difíciles de identificar el año pasado. Así pues, el BCE enfatizó los riesgos tradicionales de inflación a medio plazo asociados con esa expansión monetaria.

El sistema de dos pilares del BCE para su evaluación del medio plazo también ofreció un modo menos convencional de considerar los riesgos de la política monetaria. La aceleración en el crecimiento de M3 desde mediados de 2004 coincidió con una expansión del crédito en la zona del euro, especialmente de los préstamos hipotecarios. Visto desde esta perspectiva, una continuación de la política de tipos de interés bajos, con sus implicaciones lógicas para los rendimientos a largo plazo, podría disparar no sólo la inflación en bienes y servicios sino también en la vivienda, alentando al mismo tiempo el endeudamiento hasta niveles sin precedentes. En un escenario más convencional, se necesitarían unos tipos de interés oficiales más altos para evitar que la recuperación económica ganara demasiado impulso y aumentara la inflación. En un escenario menos convencional, habría que subir los tipos de interés para contener los desequilibrios financieros antes de que la fuerte apreciación de los activos y la subsiguiente reversión amenazaran la estabilidad de precios con una caída.

Las tendencias de los precios de la vivienda también pusieron de relieve potenciales complicaciones para la política monetaria derivadas de la disparidad entre las regiones de la zona del euro. Los debilitados mercados de la vivienda de Alemania y Austria, por ejemplo, fueron insignificantes en comparación con el crecimiento de dos dígitos en Francia y España (véase el Capítulo II). El BCE expresó su temor respecto de los incrementos en varios de los países miembros, pero también aclaró que su mandato directo lo obliga a reaccionar sólo en la medida en que afecten a la coyuntura macroeconómica

... como también lo hicieron el rápido crecimiento del crédito y la subida de los precios de las viviendas

Disparidad regional de tendencias en los precios de la vivienda complica el entorno de la política monetaria

de la zona del euro. El BCE también aclaró que los asuntos de estabilidad financiera a escala nacional eran competencia de las autoridades nacionales de supervisión financiera y de los bancos centrales de la zona del euro.

La fuerte apreciación del euro respecto del dólar estadounidense en 2004 planteó un desafío para el BCE. Aunque esta apreciación ayudó a frenar presiones inflacionarias a corto plazo, lo hizo concentrando la carga del ajuste en especial sobre el sector orientado a la exportación. Además, con el déficit por cuenta corriente de Estados Unidos aún creciendo a niveles sin precedentes, no puede descartarse una mayor depreciación del dólar (véase el Capítulo V).

La fuerte apreciación del euro planteó un desafío

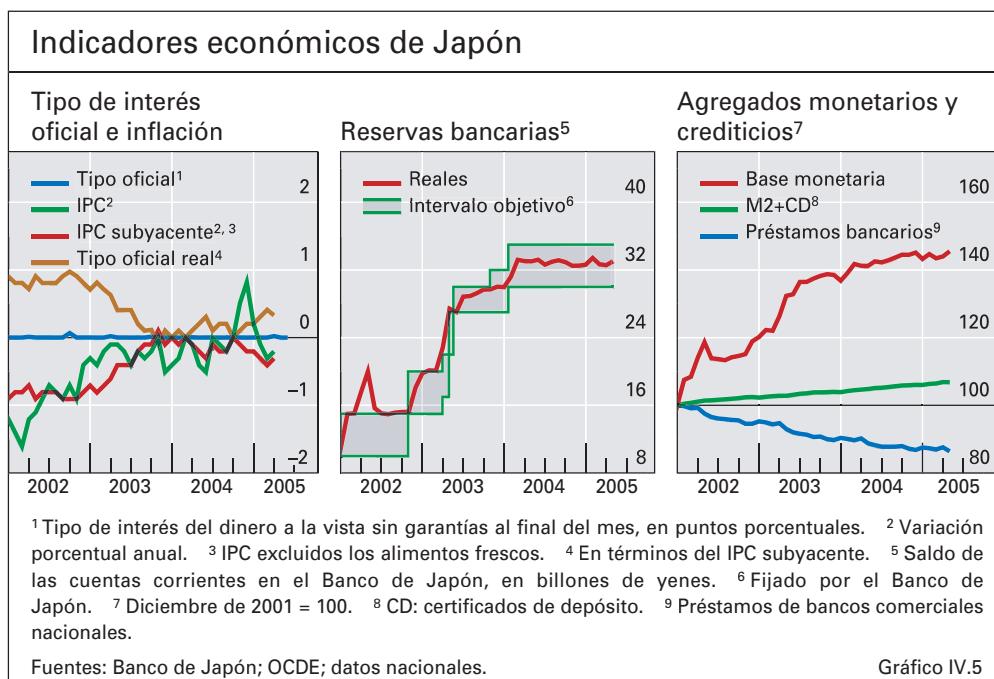
Japón

El Banco de Japón mantuvo su política de relajación cuantitativa muy acomodaticia, con tipos de interés oficiales a corto plazo prácticamente a cero (véase el Gráfico IV.5). La continuación de esta política no convencional se explica en parte por el hecho de que las fuerzas deflacionarias resultaron muy difíciles de erradicar al estancarse la economía, lo que supuso un elevado —aunque decreciente— nivel de capacidad ociosa. Las significativas mejoras en el sector financiero, que siguió bajo los efectos del descenso de los precios de los activos en la década de los 90, ayudaron a reducir el temor a que la economía japonesa pudiese caer en una espiral deflacionaria (véase el Capítulo VII). Aun así, la política monetaria expansiva tan sólo generó un incremento moderado de los agregados monetarios más amplios, ya que el crédito bancario apenas mostró signos incipientes de recuperación.

El Banco de Japón mantuvo su tipo de interés oficial en cero al persistir la deflación

El Banco de Japón mantuvo su intervalo objetivo de 30–35 billones de yenes para los saldos en cuenta corriente en el banco central. Sin embargo, algunos miembros del Comité de política monetaria se mostraron cada vez más escépticos sobre la consistencia de este objetivo

Los intervalos objetivos de relajación cuantitativa no cambiaron ...

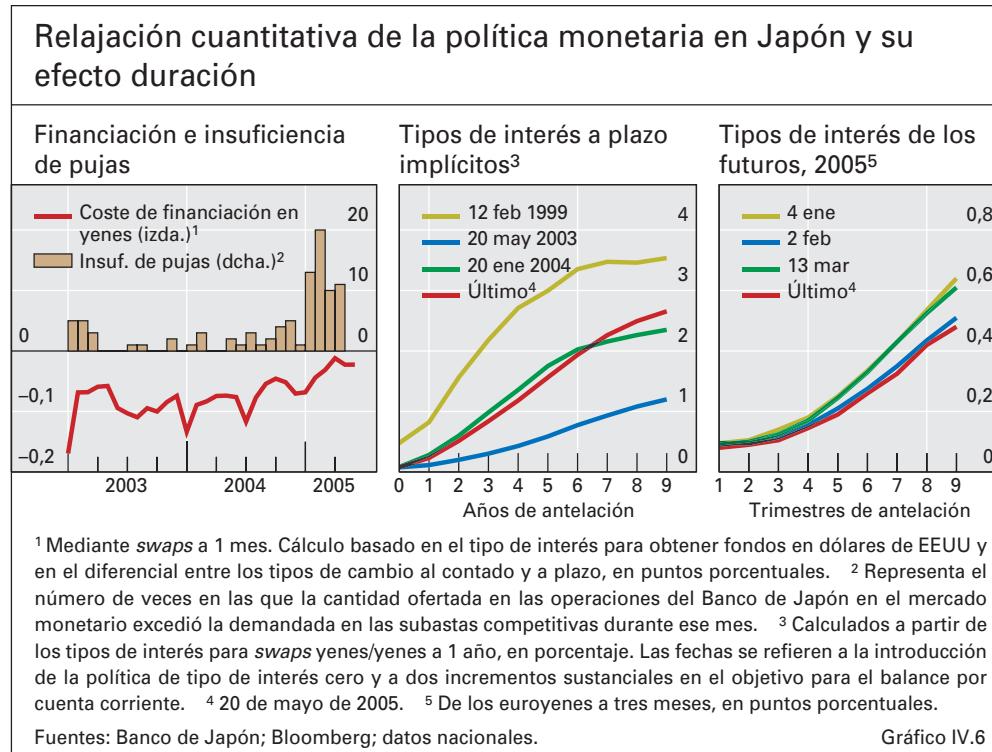


... pero se plantearon cuestiones fundamentales sobre esta política ...

... y surgieron dificultades técnicas

con las metas de política del Banco en torno a una inflación baja y estable. En efecto, el Banco consideró una rebaja del intervalo objetivo por primera vez desde la adopción de su política de relajación cuantitativa en 2001. Esto sucedió al mismo tiempo que algunos miembros de la Junta de Política expresaban una creciente inquietud ante los efectos secundarios negativos que podría tener la política de relajación cuantitativa, como son el riesgo moral entre los deudores, el mal funcionamiento de los mercados de dinero, una disminución de la flexibilidad de la política monetaria y un debilitamiento de la disciplina fiscal.

A la incertidumbre acerca de cuáles serían los intervalos objetivo más adecuados para los saldos en cuenta corriente se sumaron las dificultades técnicas del Banco de Japón para ejecutar sus operaciones de mercado destinadas a inyectar liquidez. En sus operaciones de compra de letras, la frecuencia de insuficiencia de pujas (*"underbidding"*), medida por el número de veces que la cantidad de liquidez ofrecida por el Banco fue superior a la demandada por las entidades, se incrementó visiblemente en marzo de este año (véase el Gráfico IV.6), lo cual fue ampliamente interpretado como un indicio de que la demanda de liquidez del mercado estaba cayendo ante la mejora del sistema bancario. En concreto, puesto que los bancos fortalecieron sus balances, no tuvieron que pagar tanto para conseguir fondos en dólares estadounidenses utilizando *swaps* en yenes. Durante años, los bancos con depósitos en dólares estadounidenses, especialmente los bancos extranjeros, habían participado en *swaps* de divisas en yenes, cuyo coste de financiación en yenes era negativo en el mercado. Esto hacía rentable para los bancos mantener saldos en yenes en diferentes activos líquidos de bajo rendimiento, incluso en cuentas corrientes con tipo de interés cero en el Banco de Japón. Al desaparecer el diferencial del *swap* a principios de este año, también



lo hizo la demanda de este tipo de saldos en cuentas corrientes por parte de bancos extranjeros.

A pesar de deberse a motivos técnicos y de no guardar relación con la orientación de la política monetaria, la incapacidad del Banco para atraer demanda suficiente para sus operaciones, que se limitaron principalmente al corto plazo, llevó al mercado a especular en un primer momento sobre un punto de inflexión en la política monetaria del Banco. Además, la curva de tipos de interés a plazo se combó y se volvió más volátil. Estas reacciones del mercado llevaron al Banco de Japón a reiterar su opinión en cuanto a que el problema de insuficiencia de pujas era una cuestión puramente técnica y no dio indicios de giro alguno en su política monetaria. El Banco también reafirmó su compromiso con la política de tipo de interés cero. Estas circunstancias indicaban que este compromiso, en vez de utilizar objetivos de cuenta corriente propiamente dichos, se consideraba crítico para un proceso de transmisión monetaria dirigido a mantener los tipos de interés de mercado en un nivel bajo. Cualquiera que sean las circunstancias, la estrategia de comunicación del Banco de Japón será importante para configurar el entorno de la política una vez que el Banco se aleje de su política monetaria poco convencional.

Una opción de política discutida este año para ayudar a reorientar las expectativas de inflación baja y estable fue la posibilidad de que el banco central estableciera y anunciara un objetivo explícito de inflación. Aunque esta posibilidad ya se consideró con frecuencia en el pasado, pareció recibir mayor atención en el periodo analizado, al hacerse la inflación más probable, y por ende más creíble, un compromiso de ese tipo. Como se ha visto en otras partes del mundo, los regímenes basados en objetivos explícitos de inflación pueden ayudar a reducir las expectativas de inflación y a mantenerlas a un nivel bajo. El desafío para el Banco de Japón, sin embargo, sería algo distinto, pues tendría que lograr expectativas de inflación baja y mantenerlas, en una economía en expansión tras una década de deflación y de resultados económicos mediocres. Tal vez, el principal logro que se conseguiría con el establecimiento de un objetivo explícito de inflación, una vez que la economía y el sistema financiero se hubieran fortalecido, sería reducir la probabilidad de que se disparasen las expectativas de inflación, dado el gran exceso de liquidez. Semejante sobreajuste podría provocar un incremento de los costes del endeudamiento y agravar algunas de las deficiencias crónicas de la economía, por no citar problemas derivados de la lucha por la supervivencia de las empresas más débiles.

Países con objetivos de inflación explícitos

Muchos bancos centrales en países con objetivos de inflación numéricos y explícitos subieron ligeramente sus tipos de interés oficiales durante el periodo analizado. En general, la mayor fortaleza de la economía mundial supuso todo un revulsivo para la coyuntura económica nacional. Además, las subidas de los precios de las materias primas, especialmente del petróleo, generaron inquietud por las presiones inflacionarias. Asimismo, algunos bancos centrales opinaron que unos tipos de interés más altos podrían

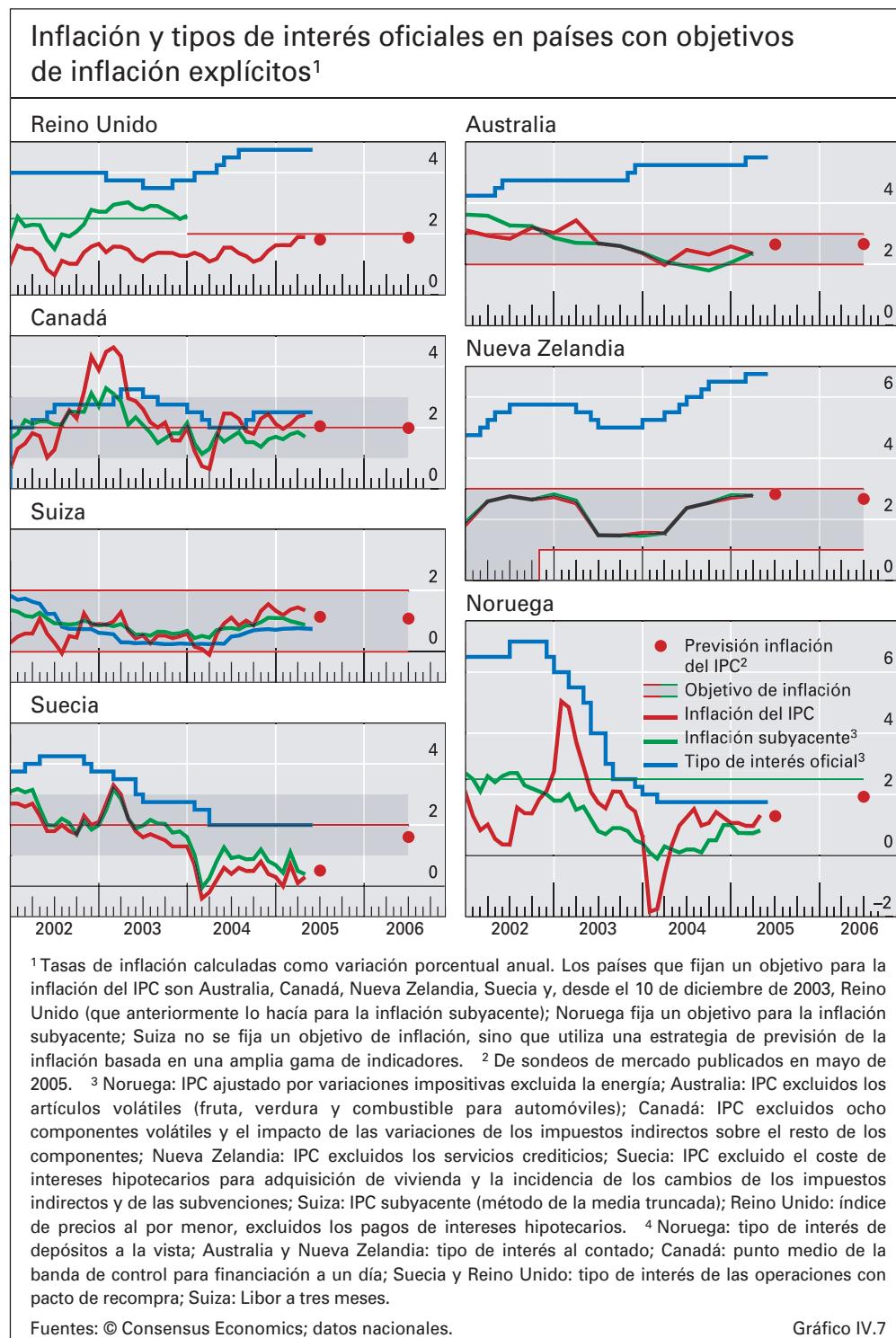
Las reacciones del mercado resaltaron la importancia de la estrategia de comunicación del banco central ...

... y subrayaron las ventajas potenciales de fijar un objetivo explícito de inflación

Muchos bancos centrales en países con objetivos de inflación endurecieron su política

desalentar una mayor acumulación de deuda y una subida de los precios de los activos, lo que en determinadas circunstancias podría elevar a su vez los costes potenciales del consiguiente ajuste.

Para el Banco de la Reserva de Australia y el Banco de la Reserva de Nueva Zelanda, las subidas de los tipos de interés el año pasado fueron la continuación de una serie de movimientos de endurecimiento anteriores (véase el Gráfico IV.7). En el caso del Banco de Canadá y del Banco Nacional de Suiza, los incrementos en los tipos de interés fueron los primeros luego de



alcanzar mínimos en los ciclos de sus respectivas políticas. Para este último Banco, dicho mínimo había supuesto niveles cercanos a cero. En cambio, el Sveriges Riksbank y el Banco Central de Noruega mantuvieron intactos sus tipos de interés oficiales desde el mínimo cíclico de sus políticas de principios de 2004. A pesar de una inflación muy reducida en un principio, el Banco de Inglaterra mantuvo su tipo oficial sin cambios a partir de agosto de 2004.

Los tipos de interés oficiales en Australia, Nueva Zelanda y el Reino Unido se encuentran actualmente cerca de niveles que se consideran compatibles con un crecimiento no inflacionario sostenible a largo plazo. El Banco de la Reserva de Australia ha expresado su temor a que, después de 13 años de expansión, la utilización de capacidad sobrante esté llegando a su límite y se estén generando presiones inflacionarias. En ausencia de un ajuste al alza del tipo oficial, se esperaba que la inflación se acercara al límite superior de su banda objetivo. Nueva Zelanda, donde casi se alcanza este límite y donde la economía evidenciaba síntomas de recalentamiento, tuvo el tipo de interés oficial más alto de los países industrializados, el 6,75%. El Banco de la Reserva incluso dejó la puerta abierta a posibles incrementos adicionales. Por su parte, el Banco de Inglaterra subió sus tasas durante la primera mitad de 2004, llegando al 4,75% en agosto. En ese momento, el Comité de Política Monetaria dejó claro que estaba observando de cerca el rápido crecimiento de la deuda de las familias y los elevados precios de la vivienda, a la luz de la vulnerabilidad potencial que implicaban para el sector familias. En efecto, el Banco de Inglaterra afirmó que las subidas de su tipo de interés estaban justificadas en parte por el deseo de frenar estos posibles excesos. Este fue también el caso del Banco de la Reserva de Australia y del Banco de la Reserva de Nueva Zelanda.

El Banco de Canadá y el Banco Nacional de Suiza finalizaron el periodo analizado con una política aún considerada acomodaticia. En Canadá hubo un significativo repliegue de la política acomodaticia a mediados de 2004, con la intención de moderar el crecimiento antes de que la economía se calentase en exceso. Sin embargo, a finales de otoño, al remitir el encarecimiento del petróleo y al apreciarse su tipo de cambio bilateral frente al dólar, el Banco de Canadá postergó mayores incrementos en los tipos de interés, al estar más controladas las expectativas de inflación a corto plazo. Tras elevar su tipo de interés oficial desde el mínimo histórico del 0,25% hasta el 0,75%, el Banco Nacional de Suiza también dejó en suspenso futuros incrementos, ya que la inesperada debilidad de las perspectivas de crecimiento en Europa pesó en la recuperación suiza. El Sveriges Riksbank y el Banco Central de Noruega también mantuvieron muy bajos sus respectivos tipos de interés oficiales. Los países nórdicos se vieron favorecidos por acontecimientos favorables imprevistos por el lado de la oferta, que impulsaron el crecimiento económico al tiempo que mantuvieron contenidas las presiones inflacionarias y las tasas de utilización del factor trabajo. En efecto, el abaratamiento de los precios de las importaciones y una mayor productividad interna amenazaron con una caída de los precios en Suecia. A pesar de la holgura de la capacidad productiva en Noruega, todavía persistía un cierto riesgo de aumento de la

Australia, Nueva Zelanda y el Reino Unido eligieron políticas más neutrales ...

... mientras que otros países optaron por políticas marcadamente acomodaticias

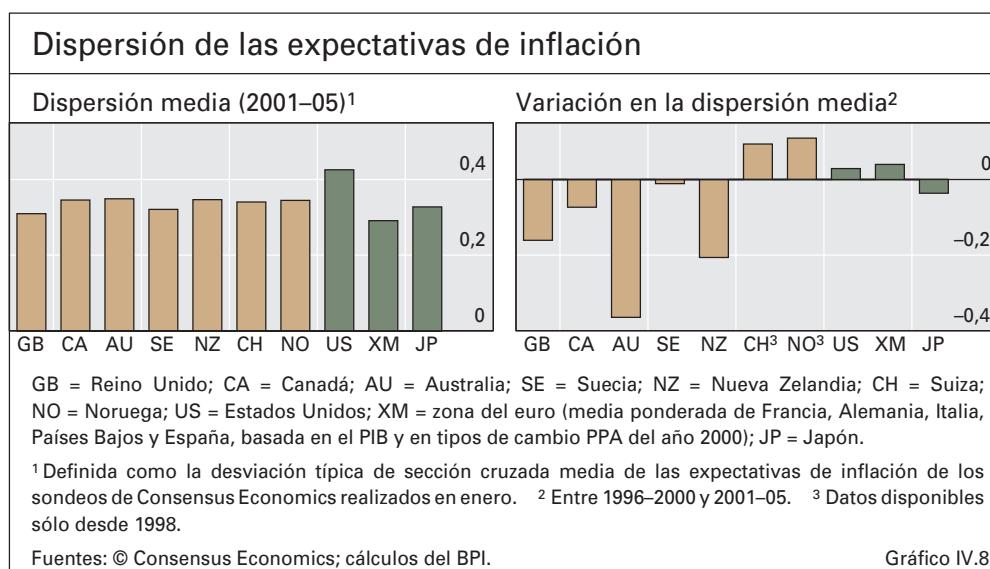
Los altos precios de los activos y el elevado endeudamiento supusieron un riesgo significativo

La incertidumbre sobre la inflación se equipara actualmente a la de los países del G-3

inflación, en parte debido a unas perspectivas de inversión más favorables en el sector de la energía.

Las vulnerabilidades procedentes de la coexistencia de unos elevados precios de los activos y de altos niveles de endeudamiento continuaron representando un riesgo significativo para varios bancos centrales en el periodo analizado. Australia, Nueva Zelandia y el Reino Unido, por ejemplo, experimentaron un marcado enfriamiento en sus respectivos mercados de vivienda, reflejando en parte el endurecimiento de sus políticas a lo largo de los últimos años. La celebrada desaceleración en los precios de la vivienda que se ha observado hasta ahora ha tenido efectos positivos en comparación con otros escenarios más desestabilizadores que se habían considerado. Sin embargo, no puede descartarse la posibilidad de caídas más acentuadas en los precios de la vivienda en el futuro (véanse los Capítulos II y VII sobre la evolución de los precios de la vivienda y sus implicaciones). El Riksbank tuvo que hacer frente a un conjunto diferente de circunstancias. A pesar de que se pronosticaba que la inflación sueca estaría por debajo del objetivo durante la mayor parte de los dos años siguientes, el rápido crecimiento de la deuda de las familias y los incrementos en los precios de la vivienda desaconsejaban una política monetaria más flexible. El Riksbank señaló que unos tipos de interés más bajos, que posteriormente tuvieron que subirse con rapidez, podrían amenazar el crecimiento del consumo dado el elevado endeudamiento. También apuntó que, en su opinión, la deflación impulsada por el lado de la oferta difiere en términos cualitativos de las deflaciones asociadas a una demanda insuficiente o a la caída del precio de los activos (véase el Capítulo IV del 73º Informe Anual).

A pesar de los distintos acontecimientos imprevistos a los que tuvieron que hacer frente estos bancos centrales, consiguieron unos resultados impresionantes en cuanto al control de la inflación durante los últimos años (véase el Gráfico IV.8). Las expectativas de inflación del sector privado han permanecido en gran medida a un nivel coherente con los objetivos explícitos de inflación de los bancos centrales. Asimismo, las dispersiones



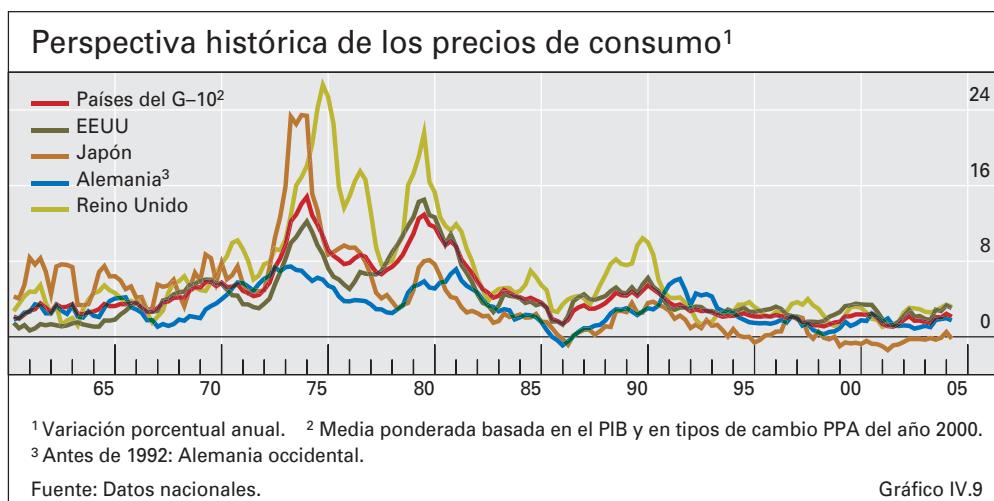
medias de las expectativas inflacionarias en los países con objetivos explícitos de inflación son bajas y están ampliamente en línea con aquellas de las economías más grandes, a pesar de sus resultados relativamente escasos en materia de inflación durante décadas anteriores. Esto se ha considerado como un testimonio de la transparencia y credibilidad de dichos sistemas, aunque todavía es posible perfeccionar los esquemas de objetivos explícitos de inflación. El Banco de Canadá, por ejemplo, está revisando en la actualidad su plazo de entre 18 y 24 meses en el que intenta llevar la inflación hacia el objetivo explícito. Aunque este horizonte ofrece considerable transparencia, la respuesta a cierto tipo de impactos económicos puede requerir un horizonte más flexible y, posiblemente, más largo.

¿Déjà vu?

Algunos de los acontecimientos más destacados del periodo analizado indujeron comparaciones entre la política monetaria actual y la de finales de la década de los 60 y principios de los 70. A primera vista, las similitudes incluyen la continuación de una prolongada política monetaria acomodaticia en los países del G-3, incertidumbre acerca del nivel de holgura económica, temores acerca de la posición externa de Estados Unidos y las implicaciones para los tipos de cambio, un marcado incremento de los precios del petróleo y otras materias primas, así como una relajación de la disciplina fiscal. Naturalmente, estos paralelismos han hecho temer que, al igual que en el pasado, pronto se dispare la inflación y que la reacción de las autoridades monetarias sea, una vez más, demasiado lenta.

Paralelismos entre la situación actual y la de tres décadas atrás

El trasfondo de estos temores es la indeseada experiencia inflacionaria de finales de la década de los 60 y principios de los 70 (véase el Gráfico IV.9). La escalada de la inflación empezó a finales de los años 60, ganó impulso a principios de los 70 y se aceleró rápidamente con la primera crisis del petróleo. Cabe destacar que las tasas de inflación permanecieron altas incluso después de que las subidas de los precios del petróleo hubieran remitido y las economías se hubieran desacelerado. Con este telón de fondo, vale la



pena examinar con más detalle la experiencia del periodo, explicando tanto las similitudes como las diferencias para obtener conclusiones que puedan aplicarse a la política monetaria en las circunstancias actuales.

En caso de que se repita la historia

Similitudes con el periodo anterior:

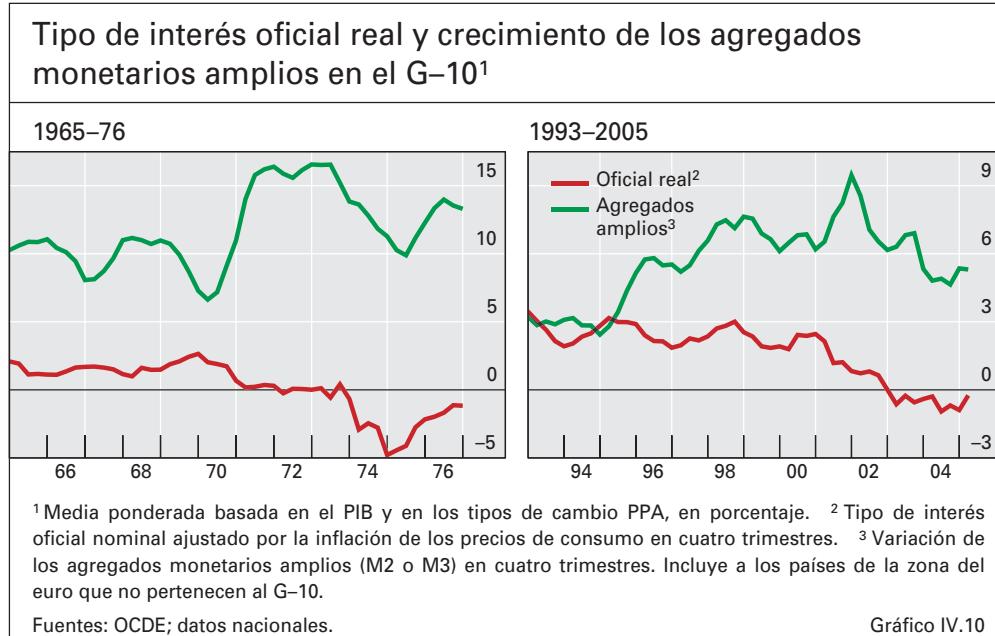
periodos prolongados de política monetaria acomodaticia ...

Observando el entorno de la política monetaria de finales de la década de los 60 y principios de los 70, pueden identificarse seis factores que contribuyeron a generar presiones inflacionarias, con los que guarda ciertos paralelismos la situación actual.

En primer lugar, los tipos de interés oficiales reales eran bajos y los agregados monetarios crecían con rapidez (véase el Gráfico IV.10). Esta política monetaria acomodaticia no se limitaba a unos cuantos países, sino que fue generalizada entre los mayores países industrializados. Los bajos tipos de interés reales a largo plazo también contribuyeron a esta coyuntura, sobre todo al permanecer relativamente bajos los tipos de interés nominales y reaccionar en general con lentitud a la creciente inflación. Al principio, esta política acomodaticia ayudó a contrarrestar la debilidad económica durante la recesión de 1970–71, pero después estimuló en exceso la demanda durante el auge económico de 1972–73.

En los últimos años, como se ha discutido antes, la política monetaria en los países del G-3 también ha sido bastante acomodaticia. Los tipos de interés oficiales nominales y reales han sido bajos y los agregados monetarios y crediticios han crecido con rapidez. En efecto, los tipos de interés oficiales reales han permanecido cerca o por debajo de cero sólo en dos ocasiones en los últimos 40 años: el periodo más reciente y los años 70. En ambos casos, la expansión de la liquidez mundial fue sustancial. Además, los tipos de interés a largo plazo se han mantenido también bastante bajos.

En segundo lugar, el sistema monetario internacional tenía unas “reglas de juego” que hacían que las políticas monetarias acomodaticias se



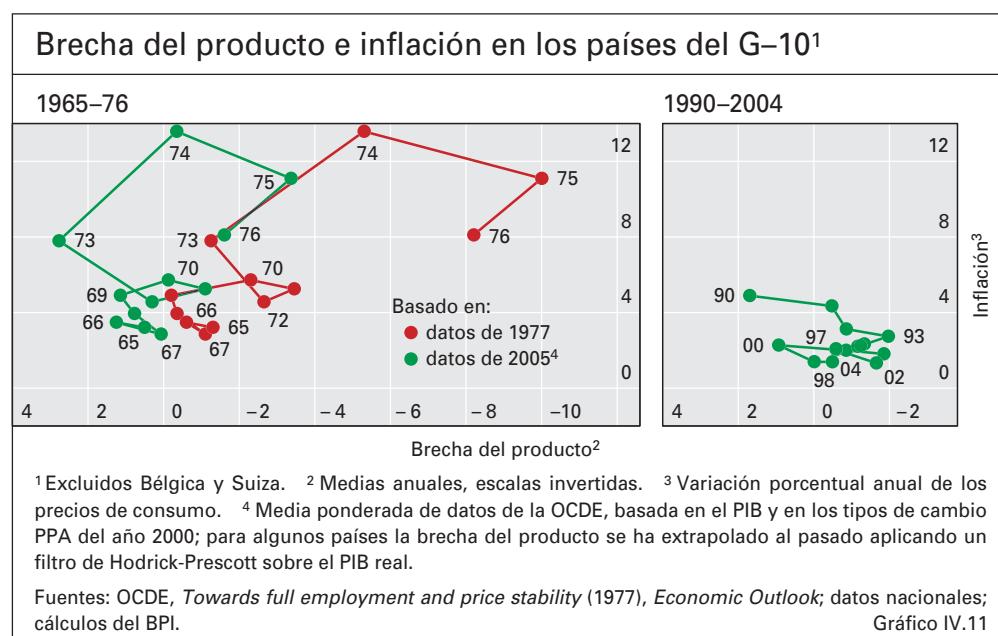
transmitiesen desde las economías grandes —en concreto Estados Unidos— hacia el resto del mundo. Al principio, el proceso de transmisión funcionó a través del régimen de tipo de cambio fijo del sistema de Bretton Woods. Como Estados Unidos mantenía una política monetaria expansiva en su territorio para atender problemas económicos internos, exportó inflación al resto del mundo, debido a su tamaño y a la importancia del dólar como moneda internacional. Tras el desplome del sistema de Bretton Woods, la inflación de Estados Unidos dejó de imponerse a otros países, que ahora podían optar por permitir que sus monedas se apreciasen. En la práctica, sin embargo, decidieron resistirse a la apreciación del tipo de cambio, en especial cuando ésta parecía tener su origen en entradas de capital especulativo. Todo ello dio lugar a unas condiciones monetarias más estimuladoras de lo que habría sido el caso.

... esquemas de tipo de cambio con un sesgo inflacionario ...

El sistema monetario internacional actual guarda algunas similitudes con esquemas anteriores. No se trata de un sistema de cambio fijo ni de uno puramente flexible, sino que más bien es un híbrido. Una característica clave de este sistema ha sido, una vez más, la negativa de varios países y en diferentes grados a aceptar la apreciación de sus monedas frente al dólar. Una intervención sin precedentes en el mercado de divisas ha llevado a una enorme acumulación de reservas en dólares estadounidenses y, en algunos casos, ha generado tipos de interés oficiales más bajos de lo habitual. La resistencia a la depreciación del dólar ha contribuido sin duda a la rápida expansión de la liquidez mundial (véase el 74º Informe Anual).

En tercer lugar, el claro aplanamiento de la curva de Phillips en los años 60 indujo a las autoridades a la infundada convicción de que la estimulación de la economía no conduciría a aumentos de la inflación (véase el Gráfico IV.11). En aquel tiempo, la curva de Phillips era fundamental para la forma en la que las autoridades monetarias y los economistas entendían el nexo de unión entre la política monetaria y la economía real.

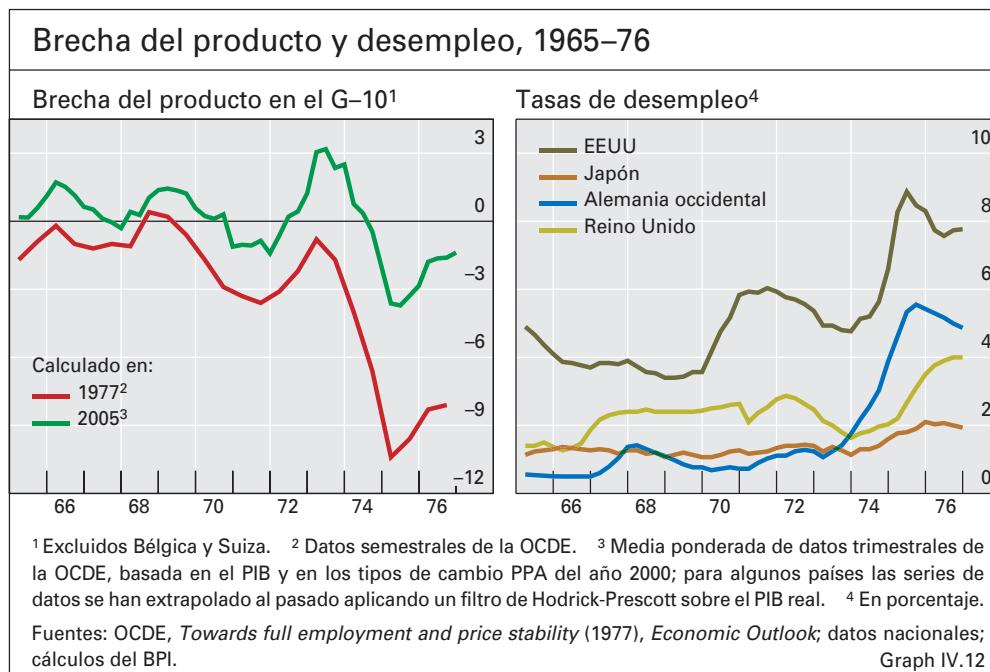
... curvas de Phillips de corto plazo aparentemente planas ...

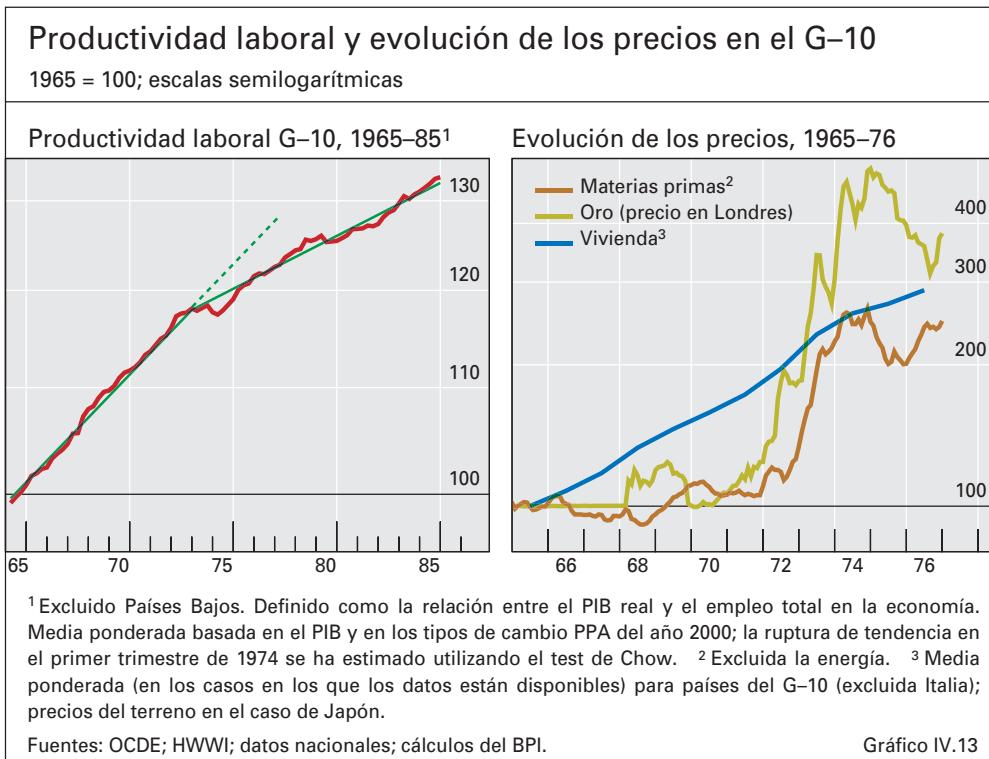


... señales de capacidad ociosa en la economía posiblemente erróneas ...

Hoy en día, la relación de intercambio a corto plazo entre la actividad económica y la inflación también se ha vuelto marcadamente plana; de hecho, algo más plana e inferior a la de los años 60. Como se aprecia en el Gráfico IV.11, la actividad económica parece tener actualmente poco efecto en unas expectativas de inflación bien ancladas. Es más, tras perder reputación durante los años 80, el marco conceptual de la curva de Phillips ha vuelto a despertar un considerable interés. La Curva de Phillips neokeynesiana ofrece una nueva perspectiva sobre la disyuntiva de las políticas en el corto plazo entre producción e inflación, si bien se supone que en el largo plazo no existe tal disyuntiva.

En cuarto lugar, las mediciones convencionales de las presiones inflacionarias subyacentes a finales de la década de los 60 y principios de los 70 proporcionaban señales mixtas, incluso sesgadas. Una fuente principal de error surgía al considerar en ese momento que las brechas de producto eran amplias y negativas. Además, las tasas de desempleo estaban aumentando. En aquel entonces, la clara desconexión entre estas estimaciones de aumento de la holgura de la capacidad productiva, junto con la inflación creciente, llevó a especular sobre un cambio fundamental en el proceso de inflación. Algunos analistas no vieron la urgencia de endurecer la política monetaria en tales circunstancias, al suponer que el aumento de la inflación se revertiría por sí mismo dado el grado de atonía de la economía. Otros analistas abandonaron el enfoque convencional de la curva de Phillips por otro en el que la economía estaba sujeta a "límites de velocidad". Desde esta perspectiva, la creciente inflación de principios de la década de los 70 se veía como una respuesta al cambio en la utilización de recursos, más que al nivel de estos recursos. Sólo más tarde, con la perspectiva que proporciona el tiempo, se hizo más claro que la situación se debía, al menos en parte, a mediciones erróneas (véase el Gráfico IV.12): en realidad, ese periodo se había





caracterizado por una demanda excesiva. Un problema subyacente era que el crecimiento de la productividad había comenzado a perder fuerza, algo que no se percibió en aquel momento (véase el Gráfico IV.13). Además, se pensaba que las tasas de desempleo más elevadas eran reflejo de evoluciones cíclicas, cuando en realidad se debían en gran medida a tendencias demográficas y a la mayor generosidad de los programas de seguridad social. Asimismo, los responsables de la política económica tenían que tener en cuenta la significativa evolución por el lado de la oferta, especialmente la de los precios del petróleo a mediados de la década de los 70, que volvían la situación aún más opaca.

También hoy en día, podría ser tal la incertidumbre en torno a la estimación en tiempo real de las brechas de producto, a la evolución temporal de las NAIRU (tasas de desempleo que no aceleran la inflación) y a otras medidas de la holgura de la capacidad productiva, como para impedir a las autoridades monetarias evaluar con precisión las presiones inflacionarias. Aún subyacen interrogantes acerca de la productividad nacional y del mercado laboral que nublan el entorno de la política, como también lo hacen las cuestiones acerca de la implicación, por el lado de la oferta, de las recientes oscilaciones en los precios de los productos básicos. Hay quienes, a pesar de observar una situación de atonía internacional de la capacidad productiva, han atribuido el reciente e incipiente aumento de la inflación a la aplicación de nuevos “límites de velocidad” en algunos sectores, especialmente en aquellos intensivos en productos básicos.

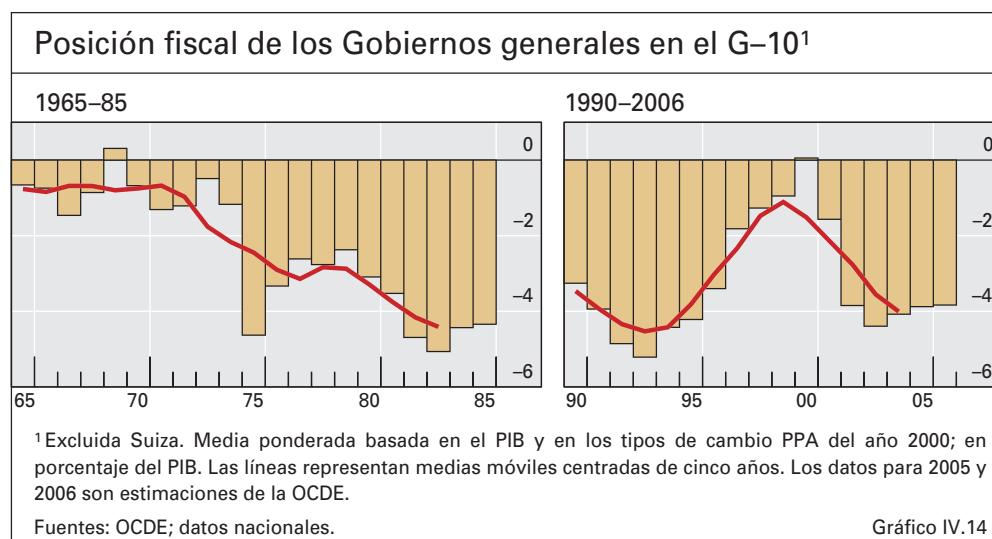
En quinto lugar, a principios de la década de los 70, el precio del petróleo y de otros productos básicos se disparó hasta cotas muy por encima de sus intervalos históricos habituales. Los precios del petróleo en

... altos precios del petróleo y otras materias primas ...

términos reales también alcanzaron niveles sin precedentes, que se superaron durante la segunda crisis del petróleo al final de la década (véase el Capítulo III). Además, muchos flecos de la inflación, como los precios de los productos básicos no petrolíferos y los precios inmobiliarios, también registraron nuevos máximos en ese momento (véase el Gráfico IV.13). Sin embargo, estos indicadores no mostraron una cronología particularmente uniforme en sus puntos de inflexión. Como era de esperar, el comportamiento reciente de los precios del petróleo y del resto de productos básicos ha dado lugar a reiteradas comparaciones con el periodo anterior. Quizás menos recordada sea el alza de los precios inmobiliarios a finales de la década de los 60 y principios de los 70, que ofrece incluso otro paralelismo interesante con la evolución actual de los precios de la vivienda (véase el Capítulo II).

Por último, las políticas fiscales a principios de la década de los 70 se volvieron más bien expansivas, al ampliarse sustancialmente los déficit fiscales (véase el Gráfico IV.14). Al igual que ocurrió con la política monetaria, la política fiscal se observaba bajo el prisma de los objetivos keynesianos de estabilización que imperaban en esos momentos. Su objetivo era suavizar el ciclo económico, pese a que los efectos retardados de las políticas tendían en ocasiones a amplificar estos vaivenes más que a suavizarlos. A mediados de la década de los 70, comenzaron a aparecer serios déficit estructurales, que permanecieron amplios a pesar de que las recesiones económicas se hicieron menos frecuentes y volátiles que en el pasado. Hoy en día, después de los considerables esfuerzos de finales de los 90 para poner bajo control los resultados fiscales, están emergiendo de nuevo grandes déficit estructurales (véase el Capítulo II).

Aunque estos paralelismos son palpables, no auguran necesariamente un regreso inminente al entorno inflacionario de la década de los 70. Para entender mejor los aspectos con los que ha de lidiar la política económica, resulta didáctico repasar las lecciones aprendidas del pasado y destacar algunas de las principales diferencias entre el periodo anterior y la actualidad.



Enseñanzas del pasado

La didáctica de finales de los años 60 y de los 70 no es unidimensional. En efecto, ningún acontecimiento individual puede ser considerado por sí solo como responsable de uno de los peores períodos económicos de los últimos 50 años. La culpable fue la conjunción de circunstancias desafortunadas e imprevistas y de errores de política, además de un cambiante panorama económico y financiero del que las autoridades monetarias no se percataron por completo. Desde el punto de vista práctico de la política monetaria, merecen resaltarse tres enseñanzas clave.

Se han aprendido lecciones importantes sobre política

La primera lección tiene que ver con la importancia de la estabilidad de precios y con la necesidad de proporcionar los medios institucionales para lograrla. Los sustanciales costes que conlleva una inflación alta se hicieron demasiado patentes durante la década de los 70. No fueron sólo el tiempo y esfuerzo desperdiciados para evitar que la inflación repercutiera en los activos nominales, sino también las distorsiones para la actividad inversora debida a códigos fiscales cuyos tipos impositivos no deflactaban plenamente la inflación. La elevada inflación conllevó costes adicionales a causa de su volatilidad asociada, entre los que destaca una mayor variabilidad de la producción inducida por la confluencia de múltiples señales económicas procedentes de las oscilaciones de los precios relativos y de las elevadas primas de riesgo por alta inflación sobre los activos financieros. La década de los 70 también demostró que tolerar una inflación alta no traía beneficios a largo plazo. La creencia en aquel momento de que existía una relación de intercambio positiva a largo plazo entre la inflación y el crecimiento del producto era simplemente errónea; en todo caso, la relación sería más bien negativa por los efectos nocivos de una inflación alta sobre el crecimiento. A la luz de esta experiencia, no es de sorprender que con el tiempo se forjase un consenso intelectual, político y social para combatir la inflación. Las lecciones aprendidas también contribuyeron a sostener la tendencia mundial a conceder mayor independencia a los bancos centrales para que persigan un mandato más centrado en la estabilidad de precios.

La importancia de estabilizar los precios ...

La segunda enseñanza fue la importancia de reaccionar con rapidez y determinación ante las presiones inflacionarias. Las autoridades monetarias de la década de los 70 solieron seguir políticas monetarias acomodaticias con el fin de estimular la actividad económica, incluso aunque la inflación aumentase. Hasta cierto punto, esto era reflejo de las percepciones erróneas sobre los costes de la inflación y sobre la pendiente de la curva de Phillips y la posibilidad de su desplazamiento. También se hizo evidente que, cuanto más se tardase en evitar el aumento de las expectativas inflacionarias, más costaría recuperar la estabilidad de precios. No es de sorprender que las autoridades monetarias hayan puesto durante la pasada década toda su atención en endurecer la política monetaria en cuanto han aparecido señales inflacionarias inequívocas. Este comportamiento ha sido clave para que los bancos centrales hayan logrado y mantenido la estabilidad de precios.

... de anticiparse a la curva de inflación ...

Una ilustración específica de esta lección aprendida ha sido el reconocimiento de la necesidad de responder con determinación a los efectos

secundarios de una subida del precio del petróleo. El impacto inicial de este encarecimiento (su efecto primario) genera un aumento de la inflación en proporción al peso del componente energético en el índice de precios. Una subida aislada del nivel de precios no tendría necesariamente un efecto duradero sobre la inflación, por lo que no exigiría un cambio significativo en la política monetaria. Sin embargo, si ese incremento conllevase un aumento de las expectativas de inflación (el efecto secundario), podría desencadenarse una espiral inflacionista de precios y salarios. La década de los 70 enseñó a las autoridades monetarias que una reacción política contundente podría evitar tales efectos secundarios. De hecho, cuando se aplicó esta enseñanza durante la segunda crisis del petróleo, bancos centrales como el Deutsche Bundesbank, el Banco de Japón y el Banco Nacional de Suiza lograron resultados mucho mejores en materia de inflación.

... y de ser prudente al evaluar la capacidad ociosa

La tercera lección extraída de la década de los 70 es la importancia de ser cautos a la hora de evaluar el grado de atonía de la economía. Esta holgura de la capacidad productiva (lo que en inglés se conoce como "*slack*") es un concepto teórico difícil de medir de forma precisa, ya que es necesario basarse en variables no observables como el producto potencial o la tasa (NAIRU). Estos puntos de referencia para las políticas pueden cambiar de forma imprevista sin que se detecte durante mucho tiempo. La desaceleración de la productividad estructural en la década de los 70 por razones aún no del todo claras es un buen ejemplo de cómo la evolución económica puede llevar a una percepción errónea de la holgura de la capacidad productiva, que a su vez conlleva una política más acomodaticia de lo que hubiera sido en caso contrario. Esta posibilidad destaca la importancia de contar con información adecuada en tiempo real y de corroborarla con otros datos disponibles. Ante todo, implica incorporar a las deliberaciones de la política económica la incertidumbre intrínseca sobre lo que conocen realmente las autoridades sobre su entorno de actuación.

Décadas más tarde: en caso de que no se repita la historia

Tres cambios clave en el entorno económico:

De estas enseñanzas se desprende que no es probable que los bancos centrales cometan los mismos errores, por lo que la historia no se repetirá. Por supuesto, no se excluye la posibilidad de un inesperado resurgimiento de las presiones inflacionarias, o incluso de la inflación. Lo que se sugiere es que si se materializaran, estas presiones serían combatidas con firmeza y la situación se resolvería más rápido que en el pasado.

Esta conclusión en cuanto a que la historia no se repetirá se fundamenta además en lo que parecen ser claras diferencias entre las actuales condiciones económicas y las de finales de la década de los 60 y principios de los 70. Estas diferencias se refieren al comportamiento de los salarios, al impacto del continuo proceso de globalización y al papel menos relevante del petróleo.

comportamiento más discreto de los salarios ...

El comportamiento de los salarios a finales de la década de los 60 y en los 70 estaba en general más correlacionado con la inflación que hoy en día (véase el Cuadro IV.1). Esta situación estaba fomentada por dos factores clave. Primero, ese periodo se caracterizó por el gran poder de los sindicatos y la negociación agresiva de las condiciones de trabajo. La tensión laboral,

Correlación entre la inflación y el crecimiento de los salarios: pasado y presente

	Estados Unidos	Japón	Alemania	Francia	Italia	Reino Unido
1965–79	0,76	0,95	0,47	0,75	0,54	0,71
1991–2004	0,28	0,53	0,19	0,11	0,18	0,56

Nota: Las cifras representan las correlaciones entre la variación porcentual anual de los precios de consumo y los costes laborales unitarios.

Fuentes: OCDE; datos nacionales; cálculos del BPI.

Cuadro IV.1

especialmente en el continente europeo, se mostró con furor en numerosas huelgas. Desde el punto de vista de las políticas, un poco más de inflación a cambio de menos huelgas podría haber resultado una opción atractiva, especialmente en un momento en el que las autoridades monetarias gozaban de menor independencia. Segundo, las políticas basadas en los ingresos solían ser la norma, con lo que se creaban más lazos entre el crecimiento de los salarios y la inflación. Esto fue particularmente importante en la década de los 70, cuando subieron los precios del petróleo y de los productos básicos. Las cláusulas de indexación salarial automática generaron ganancias nominales en las rentas que no eran compatibles con las mayores transferencias de ingresos reales a los países productores de petróleo y otros productos básicos. En consecuencia, ya fueran de hecho o de derecho, estas indexaciones también fueron particularmente efectivas para elevar la persistente inflación de los precios de bienes y servicios.

Hoy en día, los mercados laborales son mucho más competitivos y están más orientados al mercado. El poder sindical ha cedido y la negociación salarial se ha vuelto bastante menos agresiva. Esto se debe en parte a que la elasticidad de la oferta laboral se ha incrementado, de manera directa a través de los movimientos migratorios, y de manera indirecta a través del comercio y la competencia del mercado. Sean cuales sean las razones por las que los mercados laborales están más calmados, el resultado ha sido el debilitamiento del nexo entre la inflación y el crecimiento de los salarios, al tiempo que se ha reducido la participación del factor trabajo en el PIB con respecto a la década de los 70. Esta evolución del mercado laboral ha conseguido reducir la repercusión de distintos tipos de perturbaciones inflacionarias, lo que a su vez ha ayudado a mantener las expectativas de inflación bien ancladas (véase el Capítulo II).

Otra diferencia, aunque relacionada con la primera, fue que los cambios de las condiciones de oferta mundiales han contribuido a mantener a raya las presiones inflacionarias. Estas condiciones reflejan una combinación de tendencias favorables. Así, además de las fuertes ganancias de productividad y ahorro de mano de obra, que han impulsado el crecimiento de la producción conteniendo al mismo tiempo las presiones sobre los costes, el cambio más dramático ha sido el alcance de la globalización. Sin duda, la penetración de las exportaciones japonesas y coreanas en la década de los 60 y 70 ya era significativa, pero la penetración actual de las exportaciones desde Asia,

... mayor
globalización ...

... y una relación más favorable entre los precios del petróleo y la macroeconomía

y especialmente China, es un factor incluso más importante para mantener bajos los precios de importación y los salarios en la mayoría de los países industrializados (véase el Capítulo II). El ritmo de la desregulación también ha ayudado a reforzar las presiones deflacionarias, especialmente en las economías emergentes, a través de una competencia de precios más dura.

La tercera diferencia entre el entorno de la política actual y el de hace tres décadas tiene que ver con las dimensiones macroeconómicas del petróleo. Hay muchas y buenas razones para creer que las implicaciones de unos precios del petróleo más elevados serían menos significativas en el entorno económico actual (véase el Capítulo II). En concreto, las principales economías industrializadas se han vuelto menos dependientes del petróleo en términos de barriles por dólar de PIB, lo que refleja la mayor utilización de otras tecnologías más eficientes en el uso de la energía y un cambio secular desde la manufactura hacia los servicios. Las estimaciones actuales de la elasticidad tanto de la inflación como de la producción con respecto al precio del petróleo son menores que las correspondientes a los países industrializados en la década de los 70.

¿Nuevos riesgos?

Es improbable que la Historia se repita al pie de la letra, pero existen riesgos significativos ...

Aunque aprender de los errores pasados resulta reconfortante, esto no garantiza que no se vayan a cometer otros de naturaleza distinta. Los principales riesgos para la política raramente proceden de la recurrencia de circunstancias, sino que suelen reflejar circunstancias imprevistas en el entorno económico y general. Además, como ha demostrado la experiencia de principios de los 70, suele ser la interacción entre las políticas y dicho entorno lo que puede dar lugar a nuevos e inesperados desafíos.

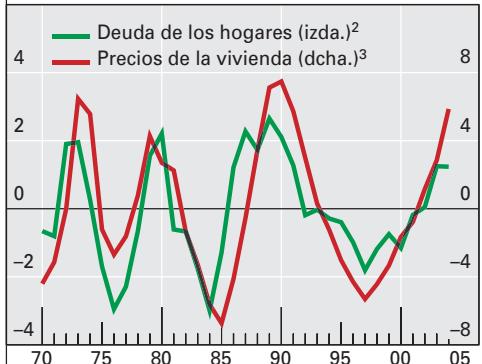
... debido al cambiante proceso de inflación, a los tipos de interés oficiales muy bajos y al aumento de los precios de los activos y del crédito

Desde esta perspectiva, la regularidad con la que se presentan evoluciones inesperadas nos recuerda las limitaciones de nuestro entendimiento acerca de la dinámica de la economía moderna, y no faltan ejemplos al respecto. Uno de ellos es el hecho de que se haya tendido a sobreestimar la inflación durante gran parte del periodo de desinflación, lo que ha vuelto a ocurrir más recientemente; a esto se suma que la inflación ahora parece responder menos a los indicadores nacionales de presiones por exceso de demanda (véase Capítulo II). Esto es el vivo reflejo de la subestimación sistemática de la inflación prevista a finales de la década de los 60 y principios de los 70. Un segundo ejemplo es la confluencia de tipos de interés oficiales y de mercado que parecen estar bien por debajo de los niveles compatibles con un crecimiento no inflacionario a largo plazo, mientras la inflación efectiva permanece bajo control. Un tercer ejemplo es la serie de expansiones y contracciones en la actividad crediticia y en el precio de los activos, que han tenido en cada caso consecuencias perturbadoras para la economía (véase el Gráfico IV.15), a pesar de alcanzarse la estabilidad de precios, lo que da pie a pensar que tales ciclos podrían desaparecer junto con la inflación.

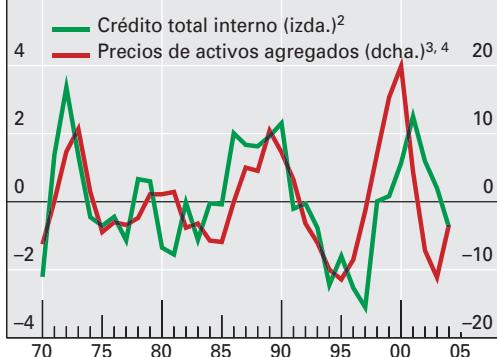
De hecho, es posible pensar en paradigmas que pudieran explicar estas desconcertantes evoluciones. Resulta en cierto modo paradójico afirmar que los nuevos desafíos a los que se enfrentan los bancos centrales en la

Deuda, crédito y precios de los activos en los países del G-10¹

Deuda de los hogares y precios de la vivienda



Crédito y precios de activos agregados



¹ Media ponderada basada en el PIB y en tipos de cambio PPA del año 2000; las cifras para 1970 y 2004 son parcialmente estimadas. Los datos representan desviaciones de la tendencia calculada utilizando un filtro de Hodrick-Prescott. ² En porcentaje del PIB. ³ Precios nominales, deflactados por el deflactor de consumo personal. ⁴ Media geométrica ponderada, basada en datos de riqueza neta, de tres clases de activos (acciones, viviendas e inmuebles comerciales).

Fuentes: OCDE; datos nacionales; cálculos y estimaciones del BPI.

Gráfico IV.15

actualidad son en parte el resultado de tres acontecimientos sin duda alguna favorables: la globalización de la economía real, la liberalización de los mercados financieros y las recientes credenciales antiinflacionarias. En este sentido, la globalización proporciona la fuerza deflacionaria subyacente, la liberalización financiera suaviza las restricciones financieras que afectan a los procesos de interacción de los precios de los activos y del crédito, y la credibilidad antiinflacionaria permite anclar las expectativas, lo que puede ayudar a retrasar la transformación de las presiones de excesos de demanda en una mayor inflación (véase la Conclusión del presente Informe).

Aun así, no es sencillo comprender todas las consecuencias de cada cambio estructural significativo, y más complicado aún es comprender en su totalidad las implicaciones de sus interacciones. Los procesos en juego están rodeados de una gran incertidumbre, lo que sin duda dificulta la configuración de políticas monetarias. Los cambios no sólo pueden alterar los mecanismos de transmisión tanto de perturbaciones exógenas como de las políticas monetarias, sino que también podrían modificar los riesgos venideros.

Algunos de los desafíos a los que se han enfrentado en la práctica los bancos centrales últimamente son sintomáticos de esta situación. En algunos países, como en Suecia, el descenso de la inflación bastante por debajo del objetivo, en un contexto de solidez de la economía, ha llevado a preguntarse si el banco central debería suavizar su política todavía más. Sin embargo, esto supondría exacerbar los síntomas incipientes de desequilibrios financieros en el mercado de la vivienda, con un posible riesgo de reverisiones no deseadas en el futuro. A este dilema puede sumarse la escasa sensibilidad de la inflación a las presiones de la demanda interna, al implicar la necesidad de una mayor suavización monetaria para que vuelva a aumentar la inflación. En términos más generales, los niveles comparativamente altos

Los bancos centrales pueden estar enfrentándose a nuevos desafíos de política

del endeudamiento familiar y de los precios de la vivienda en diversos países complican la estrategia de salida de la actual política acomodaticia. Está claro que dificultan el calibrado del ritmo y del calendario del endurecimiento, al aumentar la incertidumbre que rodea la respuesta de los precios de los activos y, por ende, las decisiones de gasto. En Australia, el escaso incremento de 25 puntos básicos se ha asociado a una desaceleración significativa del mercado inmobiliario. Se necesitarían políticas aún más estrictas en caso de un repunte repentino de la inflación, ya sea por los efectos retardados de las presiones de la demanda o por un aumento de los precios de la energía. En tales circunstancias, no sería imposible que una subida de los tipos de interés que se considere en general adecuada pudiera acabar desencadenando por descuido una deflación inoportuna.

Todos estos ejemplos indican que tanto en la actualidad como en el pasado los bancos centrales tienen que ser conscientes de las limitaciones de su conocimiento y han de obrar con cautela para no confundir el consenso con una verdad universal. Además, también deben estar alerta ante la posible aparición de riesgos inesperados. No hay alternativa para una evaluación minuciosa de la evolución de las condiciones y procesos económicos. Aprender del pasado es esencial. Sin embargo, como se destaca en la Conclusión de este informe, nunca se termina de aprender.

V. Los mercados de divisas

Aspectos más destacados

El considerable debilitamiento del dólar estadounidense durante gran parte de 2004 fue la característica más destacada de los mercados de divisas durante el periodo analizado. Como ocurrió en los dos años anteriores, el dólar se depreció notablemente frente al euro, el yen y otras divisas con tipo de cambio flotante. No obstante, a diferencia de lo ocurrido en ese periodo, el dólar también perdió terreno frente a varias divisas de economías de mercado emergentes de Asia. Sin embargo, entre enero y mediados de abril de 2005, la tendencia bajista del dólar estadounidense se invirtió en parte.

Tres factores principales parecen haber impulsado la evolución de los tipos de cambio, empujando al dólar en distintas direcciones. En primer lugar, la atención prestada por los agentes económicos al incremento del déficit por cuenta corriente de Estados Unidos y al aparente exceso de dólares en las carteras de los bancos centrales asiáticos parece haber pesado sobre la divisa. En segundo lugar, durante los primeros meses de 2005, los cambios en las expectativas respecto al crecimiento del producto en términos relativos y las variaciones de los tipos de interés tendieron a apoyar al dólar. Prueba de ello fue la popularidad de las estrategias de *carry trade*. En tercer lugar, la acumulación de reservas oficiales de divisas en Asia contuvo la depreciación del dólar frente a varias monedas de economías de mercado emergentes de esa región. Sin embargo, en comparación con años anteriores, un mayor número de divisas registró avances considerables frente al dólar.

Los mercados de divisas se caracterizaron por una escasa volatilidad a corto plazo y un elevado volumen de operaciones. Esta última circunstancia parece haberse debido a la intensidad de la negociación llevada a cabo tanto por inversionistas institucionales como por agentes apalancados.

Una cuestión que se analiza más adelante en este capítulo es si el sistema monetario internacional podría verse amenazado por dos fenómenos que, siendo distintos, guardan relación: el patrón de los actuales desequilibrios por cuenta corriente o el patrón en la composición de divisas en las carteras mundiales, o por ambos a la vez. Si bien es innegable que el primero de ellos resulta insostenible en el tiempo, la acumulación de déficit tal vez se encuentre en una fase más temprana de lo que a menudo se admite y los condicionamientos políticos podrían anteponerse a los económicos. Por su parte, los posibles desequilibrios en las carteras son menos evidentes de lo que suele afirmarse. Sin embargo, si se redujera mucho más la amplia zona del dólar en la economía mundial podría producirse, en último término, un desequilibrio monetario en las carteras mundiales.

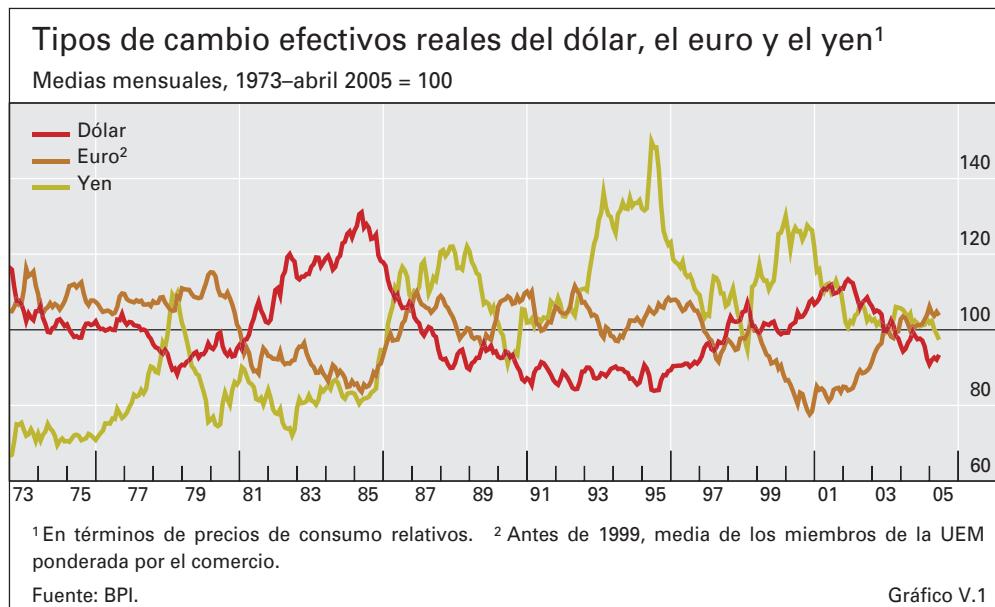
Evolución de los tipos de cambio: los hechos

La fuerte depreciación del dólar en 2004 ...

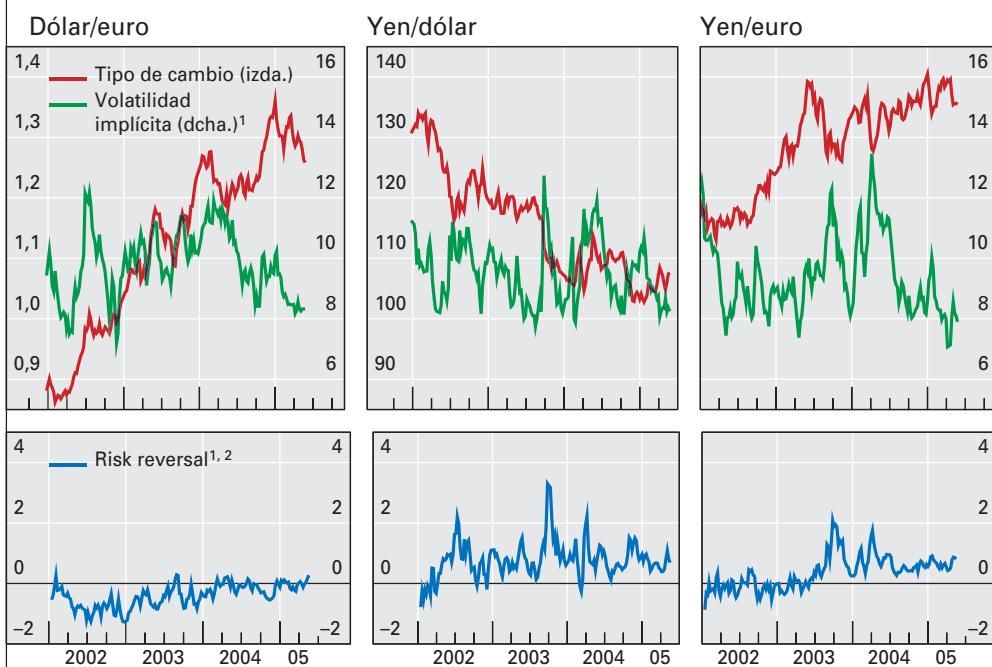
El periodo examinado puede dividirse en dos etapas principales. Durante la primera, de mediados de mayo a finales de diciembre de 2004, continuó la fuerte depreciación del dólar iniciada en los primeros meses de 2002. El retroceso de la moneda estadounidense fue especialmente acusado en el último trimestre de 2004, negociándose a finales de año en torno a un 22% por debajo de su máximo de enero de 2002 en términos efectivos reales (véase el Gráfico V.1). El euro, por su parte, cerró el año un 23% por encima de su mínimo de enero de 2002, mientras que el yen se situó en niveles próximos a los observados tres años antes.

La apreciación de las distintas monedas frente al dólar en 2004 no fue uniforme. En el periodo comprendido entre mayo y diciembre, el dólar perdió un 13% frente al euro, que el 30 de diciembre alcanzó su máxima cotización desde su introducción al situarse en 1,36 dólares (véase el Gráfico V.2). El dólar también perdió valor frente al yen, aunque en menor medida (7%). A diferencia de años anteriores, el Ministerio de Hacienda de Japón no intervino para contener la apreciación del yen registrada desde mediados de marzo de 2004. Otras monedas que avanzaron considerablemente frente al dólar de Estados Unidos fueron el dólar neozelandés (14%), el dólar canadiense (13%), la libra esterlina (8%) y el dólar australiano (7%) (véase el Gráfico V.3). El dólar estadounidense también cedió terreno frente a la mayoría de las monedas europeas no pertenecientes a la zona del euro.

Durante este periodo, el euro se apreció un 6% frente al yen. De este modo, la moneda japonesa volvió a situarse en un nivel intermedio entre el euro y el dólar. El euro también avanzó frente al dólar australiano (5%) y a la libra esterlina (4%), aunque se mantuvo, en general, estable frente al franco suizo, la corona sueca, la corona noruega, así como el dólar canadiense y el neozelandés.



Tipos de cambio, volatilidades implícitas y risk reversals del dólar, el euro y el yen



¹A un mes; en porcentaje. ²Un valor positivo indica un sesgo hacia la apreciación del dólar en el panel izquierdo y, en los paneles central y derecho, hacia la apreciación del yen.

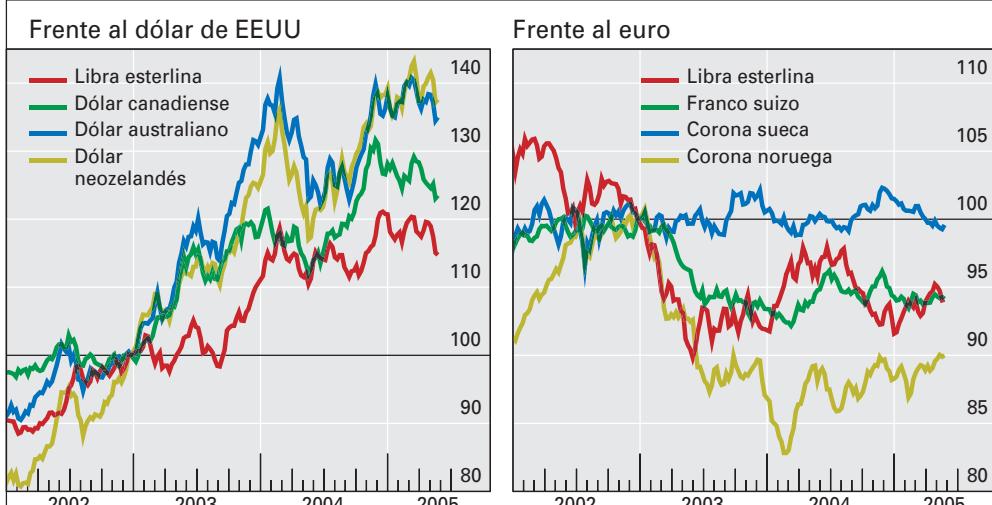
Fuentes: Dresdner Kleinwort Wasserstein Research; Reuters; cálculos del BPI.

Gráfico V.2

Al igual que en los últimos años, varias divisas de economías de mercado emergentes también registraron avances sustanciales frente al dólar (véase el Gráfico V.4). Sin embargo, la lista de este año incluía varias monedas asiáticas entre las que destacaban el won y, en menor medida, el baht, la rupia y el nuevo dólar taiwanés. A excepción del won, las monedas de economías

Tipos de cambio de otros países industrializados

Medias semanales, final 2002 = 100

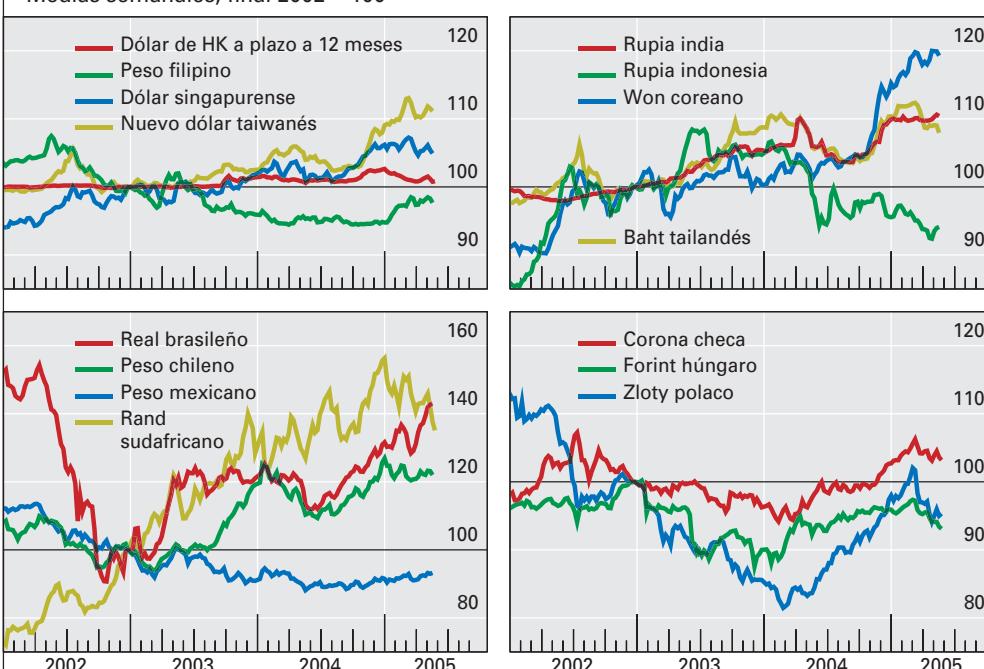


Fuente: Datos nacionales.

Gráfico V.3

Tipos de cambio en economías de mercado emergentes¹

Medias semanales, final 2002 = 100



¹ Frente al dólar de EEUU (para las monedas del panel inferior derecho, frente al euro); un ascenso indica una apreciación. Panel inferior izquierdo: escala comprimida.

Fuentes: BCE; Bloomberg; Datastream.

Gráfico V.4

de mercado emergentes de Asia en general se depreciaron frente al yen. En América Latina, el avance del real brasileño y del peso chileno frente al dólar en el periodo comprendido entre mayo de 2004 y los primeros meses de 2005 fue considerable. El rand sudafricano mantuvo su firme tendencia a apreciarse frente al dólar, mientras que la cotización de las monedas de varios países de Europa oriental —especialmente la corona checa, el zloty polaco y el forint húngaro— aumentó apreciablemente frente al dólar y frente a un euro al alza.

Durante la segunda fase, desde principios de enero a mediados de abril de 2005, el dólar recuperó algo de terreno frente a la mayoría de divisas. El repunte coincidió con la publicación de datos macroeconómicos más favorables en Estados Unidos. Durante este periodo, el dólar se apreció en torno a un 6% frente al euro y al yen, y entre un 3% y un 4% frente a la libra esterlina y a los dólares canadiense, australiano y neozelandés. Las excepciones más importantes a esta pauta fueron las monedas de economías de mercado emergentes de Asia, que continuaron apreciándose frente al dólar y al yen.

Estos acontecimientos estuvieron acompañados de un cambio en el clima del mercado, que se reflejó en los precios de las opciones. Durante la mayor parte de 2004, la opinión de los mercados respecto a las probabilidades de fortalecimiento o debilitamiento del dólar, medidas por la cotización de los *risk reversals*, se inclinó notoriamente hacia un dólar débil (véase el Gráfico V.2). Esta pauta fue especialmente pronunciada en el mercado yen/dólar. Sin embargo, la situación comenzó a cambiar en los primeros meses de 2005, al

... se invirtió parcialmente en los primeros meses de 2005

Alteración del clima del mercado ...

indicar los precios de las opciones una actitud de mayor optimismo respecto a la moneda estadounidense. El sesgo previo prácticamente desapareció, al estimar el mercado que la apreciación y la depreciación sustanciales del dólar resultaban casi igual de probables.

Las marcadas fluctuaciones de los tipos de cambio se produjeron en el contexto de dos tendencias destacadas en el mercado de divisas. En primer lugar, como apuntaron los resultados de la *Encuesta Trienal de Bancos Centrales* de 2004 y los analistas de mercado, en el periodo comprendido entre 2001 y 2004 se produjo un aumento generalizado de la negociación cambiaria (véase el Cuadro V.1). En abril de 2004, el promedio diario se situó en 1,9 billones de dólares, lo que respecto a abril de 2001 representa un incremento del 36% a tipos de cambio constantes e invierte con creces el descenso del volumen de transacciones mundial registrado entre 1998 y 2001. El aumento fue especialmente intenso en las operaciones entre los bancos y sus clientes financieros, cuya aportación al volumen total de transacciones pasó del 28% al 33%. Este incremento parece haberse debido, en gran medida, a la mayor actividad de los inversionistas institucionales, los agentes apalancados y los gestores de tesorería de las empresas. En segundo lugar, replicando lo sucedido en otros mercados financieros (véase el Capítulo VI), tanto la volatilidad histórica como la implícita tendieron a reducirse o a mantenerse en niveles relativamente bajos. Por tanto, en conjunto los mercados de divisas continuaron caracterizándose por su ordenada operación y elevado nivel de liquidez.

Al calibrar la magnitud de las oscilaciones de los principales tipos de cambio, dos asuntos merecen especial atención. En primer lugar, entre enero de 2002 y diciembre de 2004 las fluctuaciones de las monedas de los países del G-3 fueron aún menores que las que se produjeron con motivo de la fuerte corrección de mediados de la década de los 80, en la que el dólar perdió aproximadamente el 50% de su valor frente al resto de las principales divisas, tras un periodo de cotizaciones desorbitadas en la primera mitad de la década (véase el Gráfico V.1). En segundo lugar, los valores actuales de las monedas más importantes no distan mucho en términos efectivos reales de los promedios que registraron tras la desaparición del sistema de Bretton Woods.

... en un entorno de gran actividad comercial ...

... y baja volatilidad

La caída del dólar fue menor que a mediados de los 80

Volumen declarado de transacciones en el mercado de divisas, por entidad de contrapartida¹

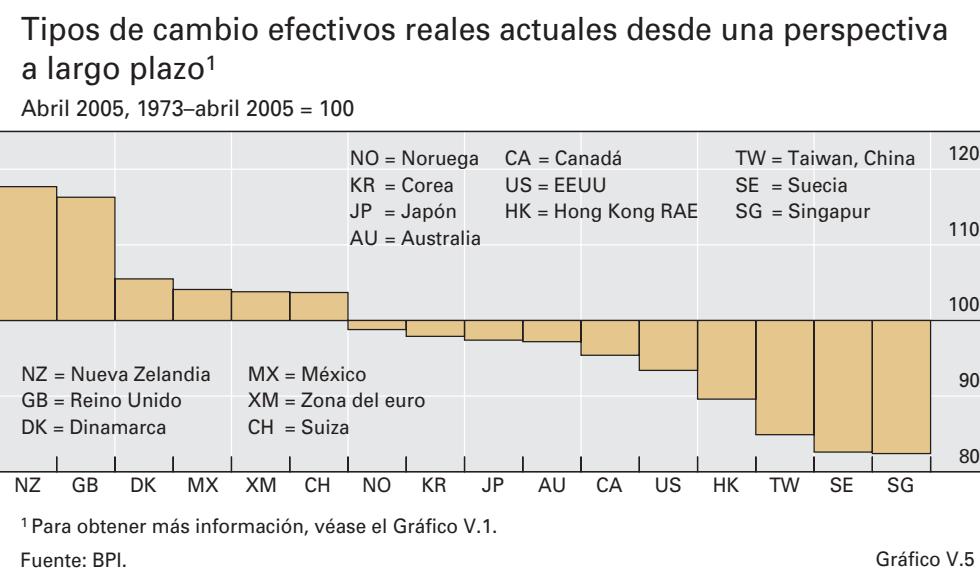
Medias diarias en abril, en miles de millones de dólares de EEUU

	1992	1995	1998	2001	2004
Con intermediarios declarantes	540	729	908	689	936
Con otras instituciones financieras	97	230	279	329	585
Con clientes no financieros	137	178	242	156	252
Brechas estimadas en las declaraciones	44	53	60	26	107
<i>Volumen total de transacciones "tradicionales"</i>	818	1.190	1.490	1.200	1.880

¹ Ajustado por la doble contabilización local y transfronteriza.

Fuente: BPI, *Triennial Central Bank Survey*, marzo 2005.

Cuadro V.1



(véase el Gráfico V.5). En abril de 2005, el dólar se situaba tan sólo un 6% por debajo de su media efectiva real desde 1973, mientras que el euro y el yen registraron valores próximos a sus respectivas medias a largo plazo. El dólar neozelandés, la libra esterlina, el nuevo dólar taiwanés, la corona sueca y el dólar de Singapur fueron las únicas monedas que se alejaron más de un 15% de sus respectivas medias.

Evolución de los tipos de cambio: factores determinantes

Tres son los factores que parecen haber influido principalmente en la evolución general de los tipos de cambio en el periodo analizado. Primero, la atención prestada por los mercados al desequilibrio de la posición exterior de Estados Unidos y al peso del dólar en la composición de las carteras internacionales pareció tener un efecto significativo sobre la moneda estadounidense. Segundo, las perspectivas de crecimiento interno y los diferenciales de tipos de interés también ayudan a entender la evolución de los tipos de cambio de las principales divisas a principios de 2004 y de 2005, y también afectaron, en parte, al comportamiento de monedas de economías de mercado emergentes. Por último, las políticas cambiarias y las prácticas intervencionistas de países con economías de mercado emergentes, especialmente de Asia, influyeron en la cotización de sus monedas.

El déficit por cuenta corriente estadounidense y la percepción de un posible exceso de dólares

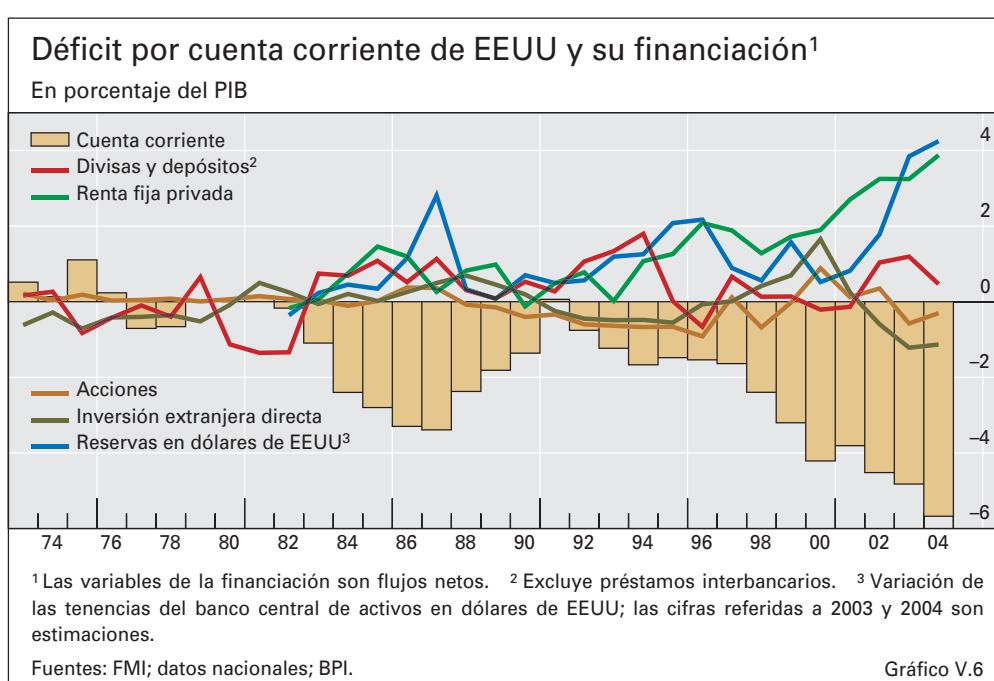
El déficit por cuenta corriente de EEUU y el posible exceso de dólares centraron la atención de los mercados

Como en los dos años anteriores, el principal responsable de la notable depreciación del dólar estadounidense en el transcurso de 2004 fue el interés de los agentes económicos por el creciente desequilibrio en la posición exterior de Estados Unidos y por lo que algunos consideraron un posible exceso de dólares en la composición de las carteras. Especial interés suscitó que el déficit por cuenta corriente alcanzase el 5,7% del PIB (véase el Gráfico V.6) y que los pasivos netos de Estados Unidos frente al exterior

superasen el 25% del PIB. Los agentes del mercado parecieron prestar menos atención al hecho de que, pese a su deuda exterior neta, Estados Unidos continuó siendo receptor neto de rentas de inversión procedentes del extranjero.

Durante la mayor parte de 2004, las expectativas de los mercados de que se acentuaría la depreciación del dólar parecen haberse reflejado en una disposición aparentemente menor del sector privado a financiar el déficit por cuenta corriente estadounidense. Así lo apuntaba un cambio más acusado en la composición de los flujos financieros hacia Estados Unidos en detrimento de los flujos privados (sobre todo, renta variable e inversión extranera directa) y a favor de los flujos oficiales (véase el Gráfico V.6). En consecuencia, durante el último año, la actitud hacia los activos denominados en dólares de los bancos centrales que habían acumulado volúmenes sin precedentes de reservas de divisas atrajo creciente atención. Las pérdidas observadas en las reservas en dólares se analizaron con lupa en varios países y los mercados se volvieron más sensibles ante las señales de que los bancos centrales podrían estar dispuestos a diversificar la composición de sus reservas alejándose del dólar.

El análisis de regresión aporta diversos indicios de que tanto el desequilibrio de la posición exterior de Estados Unidos, como la percepción de un posible exceso de reservas oficiales en dólares pueden haber influido sobre esa moneda. En primer lugar, el dólar se depreció en promedio frente al euro tras darse a conocer un déficit comercial inesperadamente amplio en Estados Unidos, lo que sugiere que el déficit por cuenta corriente de ese país influyó de algún modo (véase el Cuadro V.2). En segundo lugar, el dólar también reaccionó en general de forma positiva a la publicación de datos sobre las compras de bonos del Tesoro estadounidense efectuadas por no residentes: tendió a apreciarse tras el aumento intermensual de las compras



Noticias y tipo de cambio dólar/euro ¹				
	Coeficiente	Estadístico <i>t</i>	Valor <i>p</i>	
Empleo no agrícola ²	-0,0011	-2,95	0,00	
Balanza comercial ²	-0,0005	-2,62	0,00	
Datos de TIC ³ : Total	-0,0000	-2,84	0,00	
Oficial	0,0000	8,30	0,00	
Noticias positivas sobre reservas ⁴	-0,0009	-0,50	0,61	
Noticias negativas sobre reservas ⁵	0,0038	2,50	0,01	

¹ A partir de una regresión, estimada para el periodo comprendido entre enero de 2002 y abril de 2005, que explica las variaciones porcentuales diarias del tipo de cambio dólar/euro en función de las noticias sobre datos macroeconómicos, sobre flujos de capital hacia Estados Unidos y sobre la posibilidad de que los bancos centrales modificaran la composición de sus reservas de divisas. ² Diferencia entre los valores reales y los valores de las encuestas de mercado para cada indicador, dividida por su desviación típica. ³ Variaciones porcentuales intermensuales de las compras netas de bonos del Tesoro estadounidense efectuadas por no residentes. ⁴ Noticias, incluso infundadas, que negaban una diversificación de divisas en detrimento del dólar. ⁵ Noticias, incluso infundadas, que señalaban cierta diversificación de divisas en detrimento del dólar.

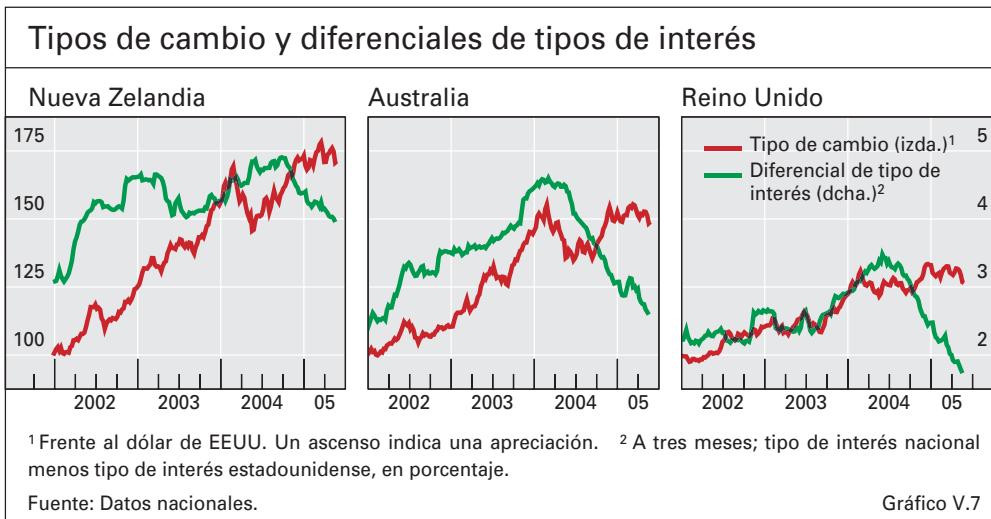
Fuentes: Bloomberg; Treasury International Capital System (TIC); estimaciones del BPI. Cuadro V.2

totales y a depreciarse tras el incremento de las compras realizadas por organismos públicos. Esta evolución vendría a corroborar que los mercados interpretaron el cambio en la composición de la financiación del déficit estadounidense desde el sector privado al sector público como una señal de su insostenibilidad. En tercer lugar, la divisa tendió a debilitarse tras las noticias, incluso infundadas, de que los bancos centrales barajaban la posibilidad de diversificar la composición de sus reservas de divisas. Estas noticias tuvieron un efecto asimétrico, ya que su repercusión fue mucho mayor cuando apuntaban a la debilidad del dólar. El alcance de las noticias relativas a la posición de la balanza comercial estadounidense o a la composición de las reservas oficiales de divisas comenzó a ser significativo desde el punto de vista estadístico hacia agosto de 2004, cuando el retroceso del dólar fue especialmente acusado.

Diferenciales de tipos de interés

Los diferenciales de tipos de interés influyeron en algunos momentos

El segundo factor fundamental que influyó en la evolución de los tipos de cambio fueron las cambiantes expectativas del crecimiento y de los diferenciales de tipos de interés. De todos es conocida la dificultad para identificar una correlación fuerte entre la evolución de los tipos de cambio y los tipos de interés efectivos o esperados. En los últimos años, sin embargo, hay indicios de correlación positiva en determinados subperiodos para algunas economías (véase el Gráfico V.7). En concreto, entre enero de 2002 y febrero de 2004, algunas monedas (especialmente la libra esterlina, el dólar canadiense, el dólar australiano y el dólar neozelandés) se apreciaron frente al dólar, cuando el capital movido por la optimización de la rentabilidad perseguía tipos de interés mayores que los de Estados Unidos. Este factor acrecentó la influencia de los precios de los productos básicos y de la favorable relación real de intercambio. Por su parte, la apreciación del dólar frente a estas monedas en los períodos comprendidos entre febrero y mayo de 2004 y de nuevo entre enero y mediados de abril de 2005 fue reflejo



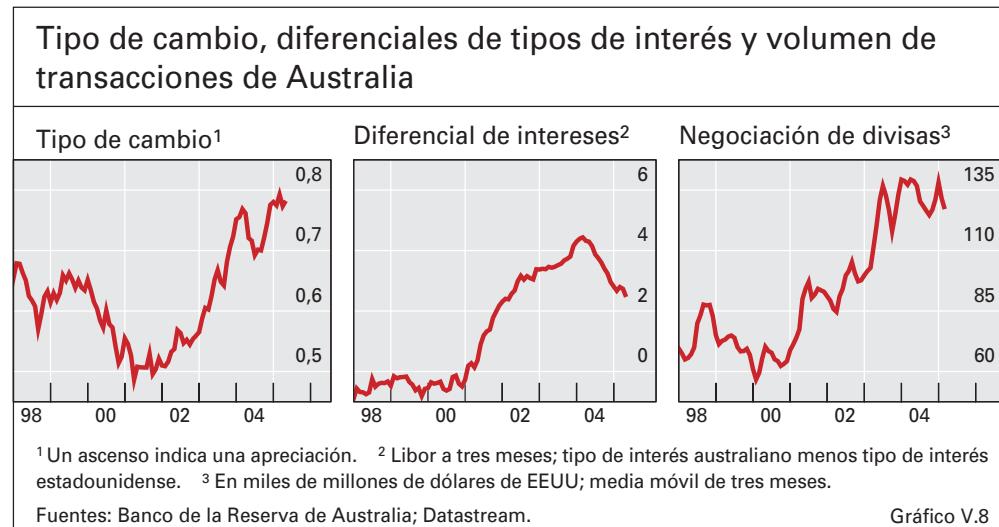
de un estrechamiento de los diferenciales de tipos de interés con respecto a Estados Unidos, que en algunos casos incluso cambiaron de signo.

En este contexto de búsqueda constante de rentabilidad a escala mundial, los diferenciales de tipo de interés también siguieron siendo relevantes para las monedas de algunas economías de mercado emergentes. Hasta 2004, en un entorno de financiación barata (que se reflejaba en tipos de interés reducidos) y alta tolerancia al riesgo (que contribuía a reducir los diferenciales crediticios), las monedas de economías de mercado emergentes de mayor rentabilidad —en concreto, el peso chileno, el rand y el real— tendieron a apreciarse frente al dólar. En cambio, a medida que la financiación se encarecía y disminuía la tolerancia de los inversionistas al riesgo, las monedas de economías de mercado emergentes que registraban diferenciales de tipos de interés positivos, aunque decrecientes, tendieron a depreciarse frente al dólar. Entre ellas se encuentran, de nuevo, el peso chileno y el rand, que cayeron en torno a un 5% y un 10% respectivamente, durante los primeros meses de 2005.

Un mecanismo por el que los diferenciales de tipos de interés efectivos y esperados influyeron sobre los tipos de cambio fueron las operaciones de *carry trade*, un vehículo al que recurren los inversionistas internacionales en su búsqueda de la rentabilidad. Estas operaciones consisten en endeudarse en una moneda poco rentable para financiar inversiones en otra de alta rentabilidad suponiendo que la moneda de mayor rentabilidad no se depreciará tanto como para contrarrestar el diferencial de tipos de interés. Estas estrategias las utilizaron diversos tipos de inversionistas durante gran parte de 2004. Parece que los fondos de cobertura y los asesores en operaciones de futuros sobre materias primas recurrieron activamente a estrategias de *carry trade*. Desde 2002, los inversionistas institucionales han optado cada vez más por estas posiciones, con frecuencia en el contexto de estrategias de *currency overlay*, en las que las posiciones en moneda extranjera se gestionan de forma activa e independiente de la inversión subyacente, con el propósito de obtener ganancias adicionales.

La importancia de las operaciones de *carry trade* queda avalada no sólo por los comentarios de los analistas de mercado, sino también por otros dos

Operaciones de *carry trade*, una estrategia de inversión habitual



indicios. El primero es la *Encuesta Trienal de Bancos Centrales*, que muestra que el incremento de las operaciones con divisas fue más acusado entre bancos y clientes financieros (véase el Cuadro V.1). Asimismo, la encuesta revela un volumen de negociación excepcionalmente elevado en dos importantes monedas de destino —el dólar australiano (98%) y el dólar neozelandés (152%)— entre abril de 2001 y abril de 2004. Datos de mayor frecuencia referidos a Australia confirman que la ampliación del diferencial de tipo de interés se correspondió con un alza del dólar australiano y un aumento vertiginoso del volumen negociado (véase el Gráfico V.8). El segundo indicio es el análisis de regresión al que se sometió a un grupo de fondos de cobertura radicados en Estados Unidos, que muestra que en 2003 y 2004 existía una correlación estadística significativa entre los rendimientos de estos fondos y una variable que representa los diferenciales de tipos de interés y las variaciones de los tipos de cambio del dólar canadiense y del dólar neozelandés.

Habida cuenta de estos indicios, las operaciones de *carry trade* parecen haber sostenido el avance de algunas monedas frente al dólar estadounidense y al yen en el transcurso de 2004. Por su parte, la decisión de deshacer dichas operaciones en respuesta a variaciones en los tipos de interés oficiales efectivos y esperados de Estados Unidos a principios de 2005 puede haber contribuido a la recuperación general del dólar.

Políticas cambiarias en Asia

En Asia, la actividad intervencionista siguió siendo importante ...

... pese a que las autoridades japonesas no intervinieron ...

Un tercer factor que siguió influyendo sobre los tipos de cambio durante el periodo examinado fue la actividad intervencionista de algunos bancos centrales, especialmente de Asia, en respuesta a la presión alcista sobre sus monedas. Aunque este factor ya había sido relevante en años anteriores, cabe señalar dos diferencias interesantes.

En primer lugar, el Ministerio de Hacienda japonés dejó de intervenir en los mercados de divisas en marzo de 2004. Por tanto, la atención se dirigió mayoritariamente hacia China, donde las autoridades monetarias continuaban acumulando cantidades sustanciales de reservas en dólares para tratar de

mantener el tipo de cambio fijo con esa moneda (véase el Cuadro V.3). Al ser fijo el tipo de cambio de contado, pudieron observarse oleadas especulativas en el mercado de NDF (contratos a plazo sobre divisas con liquidación por diferencias) en el tercer trimestre de 2004, que se han repetido desde diciembre de ese mismo año (véase el Gráfico V.9). El comportamiento del tipo de cambio NDF se hizo eco de los cambios de opinión del mercado sobre la posibilidad de que el banco central modificase el anclaje actual del tipo de cambio. Las presiones especulativas sobre el renminbi también afectaron al dólar de Hong Kong, cuyo tipo de cambio a plazo siguió a menudo bastante de cerca al del NDF sobre el renminbi.

En segundo lugar, aunque en 2004 algunas economías asiáticas —principalmente Corea, Tailandia y Taiwan (China)— acumularon reservas de divisas a un ritmo superior al de años anteriores, la tendencia de sus monedas a seguir de cerca al dólar fue menos acentuada (véase el Gráfico V.10). En la segunda mitad de 2004, el won compartió más de la mitad de las variaciones del yen frente al dólar, mucho más que en años anteriores. En concreto, por cada apreciación intersemanal del 1% del yen frente al dólar, el won se apreció

... y algunas monedas asiáticas se apreciaron de un modo más sustancial

Variaciones anuales de las reservas oficiales de divisas

En miles de millones de dólares de EEUU

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	<i>Pro memoria: Cantidades en circulación (feb 2005)</i>
	A tipos de cambio vigentes						
Total	139,8	157,9	110,7	355,4	619,9	709,0	3.812,2
Países industrializados	55,0	58,8	3,3	111,6	218,6	193,6	1.306,4
Estados Unidos	-3,8	-0,9	-2,3	4,8	5,9	3,0	42,1
Zona del euro	-39,2	-9,4	-10,7	7,9	-27,8	-8,7	176,8
Japón	74,5	69,5	40,5	63,7	201,3	171,5	820,5
Asia	79,0	52,5	76,0	173,9	263,9	363,4	1.624,4
China	9,7	10,9	46,6	74,2	116,8	206,7	642,6
Corea	21,7	22,2	6,6	18,3	33,7	43,7	201,3
Filipinas	4,0	-0,2	0,4	-0,2	0,3	-0,5	13,5
Hong Kong RAE	6,6	11,3	3,6	0,7	6,7	5,0	123,9
India	5,0	5,3	8,0	21,7	30,6	27,5	130,1
Indonesia	3,8	2,0	-1,2	3,7	4,0	-0,0	34,9
Malasia	4,9	-1,0	1,0	3,7	10,2	21,9	70,6
Singapur	1,9	3,4	-4,8	6,5	13,6	16,5	112,6
Tailandia	5,4	-1,9	0,4	5,7	2,9	7,5	48,4
Taiwan, China	15,9	0,5	15,5	39,4	45,0	35,1	246,6
América Latina ¹	-8,8	2,1	-0,3	4,2	30,6	21,1	198,5
Argentina	1,6	-1,7	-9,9	-4,1	2,7	4,9	17,5
Brasil	-7,8	-2,3	3,2	1,7	11,7	3,6	58,8
Chile	-1,1	0,5	-0,6	0,8	0,4	0,3	15,0
México	-0,5	4,2	9,2	5,5	7,8	5,0	62,6
ECO ²	0,5	18,8	12,6	36,6	51,1	69,0	283,8

¹ Países mencionados además de Colombia, Perú y Venezuela. ² Europa central y oriental: Bulgaria, Croacia, Eslovaquia, Eslovenia, Estonia, Hungría, Letonia, Lituania, Polonia, República Checa, Rumanía y Rusia.

Fuentes: FMI; datos nacionales; estimaciones del BPI.

Cuadro V.3



un 0,6% frente a la moneda estadounidense. Un factor que posiblemente haya determinado en gran medida esta evolución podría ser la orientación más acusada de las políticas cambiarias asiáticas hacia tipos de cambio efectivos, un proceso que habría comenzado alrededor de 2001 y del que sería prueba indirecta el hecho de que la volatilidad de los tipos de cambio efectivos nominales en Corea, Singapur, Tailandia y Taiwan (China) haya tendido a aumentar menos o a disminuir más que la de los tipos de cambio bilaterales frente al dólar (véase el Cuadro V.4). Por tanto, aunque en Asia el dólar sigue desempeñando un papel destacado, el énfasis de las políticas monetarias parece haberse desplazado de los tipos de cambio bilaterales a los efectivos. Un aspecto de esta reorientación es la importancia que parecen tener en los mercados de divisas asiáticos las cambiantes expectativas sobre el renminbi. Aunque la evolución del cambio entre yen y

Volatilidad de los tipos de cambio y variaciones de las reservas								
	Enero 1999–diciembre 2001		Variación de las reservas ²	Enero 2002–abril 2005		Variación de las reservas ^{2,3}		
	Volatilidad del tipo de cambio ¹			Bilateral	Efectivo nominal			
	Bilateral	Efectivo nominal		Bilateral	Efectivo nominal			
China	0,0	3,3	57,5	0,0	3,8	372,7		
Corea	6,5	6,3	28,8	5,7	4,7	83,8		
Filipinas	7,7	7,6	0,2	3,2	4,1	0,5		
Hong Kong RAE	0,1	2,6	14,9	0,4	2,9	10,5		
India	1,7	4,2	13,3	2,6	4,3	68,6		
Indonesia	20,5	20,1	0,8	6,6	6,3	3,6		
Malasia	0,0	3,0	-0,1	0,0	3,4	37,9		
Singapur	3,7	3,1	-1,5	3,5	2,0	30,2		
Tailandia	5,4	5,2	-1,4	4,2	3,1	9,3		
Taiwan, China	3,5	3,7	16,0	3,0	2,7	89,5		

¹ Desviación típica de las variaciones porcentuales semanales anualizadas de los tipos de cambio durante el periodo indicado.

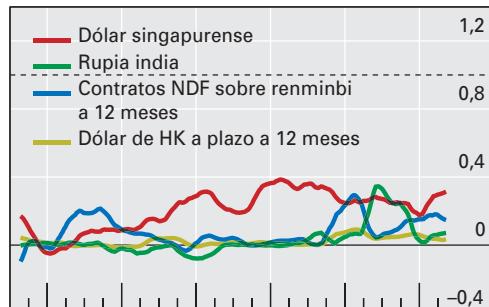
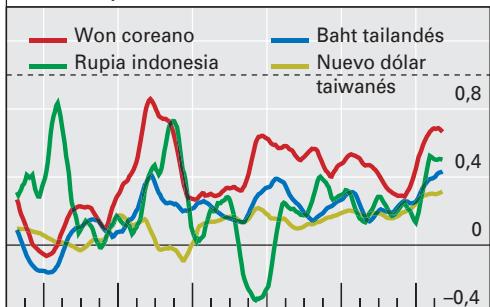
² Variación acumulada para el periodo indicado en miles de millones de dólares de EEUU. ³ Hasta marzo de 2005.

Fuentes: FMI, *International Financial Statistics*; datos nacionales; BPI.

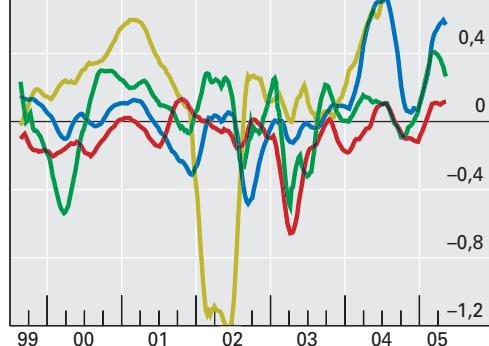
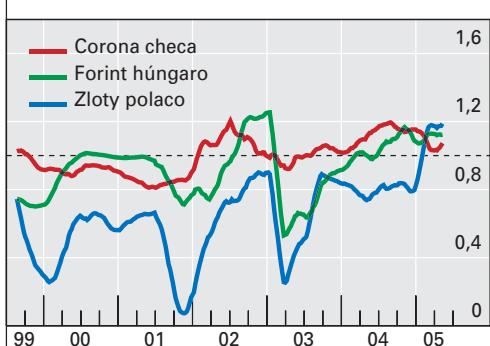
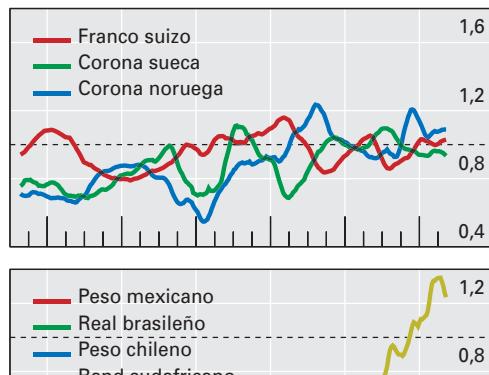
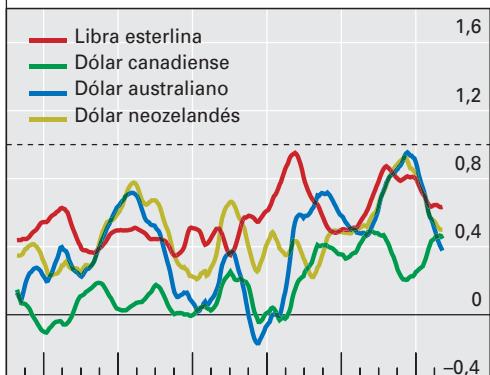
Cuadro V.4

Covariación de las divisas¹

Con el yen/dólar



Con el euro/dólar



¹ Medias móviles de diez semanas, calculadas como el coeficiente de una regresión de las variaciones semanales del tipo de cambio moneda nacional/dólar de EEUU sobre una constante y sobre los tipos de cambio yen/dólar y euro/dólar, con una ventana móvil de 26 semanas. Un coeficiente próximo a 1 (0) indica que la moneda sigue de cerca al yen o al euro (dólar).

Fuentes: Bloomberg; cálculos del BPI.

Gráfico V.10

dólar influye significativamente en las divisas asiáticas, las operaciones con NDF sobre renminbis parecen ganar protagonismo. Una posible interpretación sería que los agentes del mercado pueden haber negociado con monedas de economías emergentes asiáticas que no tienen vinculado su cambio al dólar como sustitutivos del renminbi, por lo que las presiones especulativas sobre este último pueden haber contribuido a una apreciación del primero.

Un patrón similar de correlaciones cambiantes con las monedas de los países del G-3 se ha observado en la evolución de aquellas divisas que en el pasado mantuvieron, incluso en ausencia de intervención en el mercado de divisas, una estrecha correlación con el dólar. Cuando el dólar estadounidense siguió una tendencia a la baja en el transcurso de 2004, los

tipos de cambio de los dólares australiano, canadiense y neozelandés frente a la moneda estadounidense mostraron correlaciones excepcionalmente elevadas con el euro.

Queda por determinar si se trata de una evolución sólo transitoria o, más bien, de síntomas de una alteración más duradera del papel del dólar como ancla en los mercados de divisas.

El efecto de los desequilibrios en las balanzas por cuenta corriente y en la composición de las carteras mundiales

Durante los últimos años, dos importantes tendencias que afectan al sistema monetario internacional han concitado gran atención. La primera se refiere al aumento de los desequilibrios externos. La segunda, relacionada con la anterior aunque distinta, tiene que ver con el considerable crecimiento de los pasivos netos denominados en dólares de Estados Unidos, que han servido para financiar tanto el déficit por cuenta corriente como la adquisición de activos denominados en divisas. En contrapartida, los no residentes mantienen en la actualidad una posición larga en dólares cada vez mayor, un tercio de la cual la constituyen las tenencias oficiales de reservas de divisas.

Esta evolución plantea el riesgo de que los desequilibrios se corrigieran de forma desordenada o llevasen al proteccionismo. En cualquiera de ambos casos, podrían verse perjudicados el crecimiento económico y el comercio, o podrían generarse tensiones financieras. Además, las fluctuaciones cambiarias desordenadas podrían alterar la función del dólar estadounidense y del euro como monedas de reserva, con consecuencias adicionales imprevisibles.

Han surgido dos escuelas de pensamiento en relación con el origen del problema y sus posibles soluciones. La primera se ha centrado en los déficit por cuenta corriente como causa del desequilibrio. Estos déficit incrementan la deuda y el servicio de la misma y, con el paso del tiempo, amenazan con comprometer la solvencia requerida a largo plazo. En última instancia, el exceso de gasto de una generación deberá ser sufragado por una generación posterior mediante la limitación del gasto que, a su vez, conduciría a una reducción del valor real de la moneda. Este enfoque plantea la duda de si el patrón de los desequilibrios por cuenta corriente representa un problema para el sistema monetario internacional.

La segunda escuela se basa en que los activos mantenidos en diferentes divisas son sustitutivos imperfectos. Por tanto, al aumentar la proporción de activos denominados en una divisa dada, también lo hace su correspondiente prima de riesgo, de modo que el valor de la divisa ha de disminuir para permitir mayores rendimientos en el futuro. Esta perspectiva suscita un segundo interrogante sobre si el patrón de participación de las divisas en la composición de las carteras mundiales plantea inconvenientes para el sistema monetario internacional.

Quienes responden afirmativamente a estas cuestiones también sugieren que el propio sistema monetario internacional puede haber contribuido a la situación actual. Argumentan que en el pasado existía un grado de disciplina

¿Son los
desequilibrios por
cuenta corriente ...

... o son los
desequilibrios
en las carteras los
causantes del
problema?

¿Tienen los
desequilibrios
crónicos un origen
sistémico?

que forzaba el ajuste antes de que los déficit o el exceso de cualquier divisa alcanzasen volúmenes peligrosamente abultados. Con el patrón oro existía un factor de autorregulación, aun cuando los países pudiesen alterar este proceso prestando y endeudándose con el exterior, como de hecho hicieron. Bajo el régimen de Bretton Woods, el FMI desempeñaba una función de supervisión, que constreñía particularmente a los países deudores. En la actualidad no parecen existir instrumentos basados en reglas o en factores discretionales que obliguen a acreedores y deudores a reaccionar ante aumentos de los desequilibrios y de las posiciones netas. Quienes concluyen que existe un problema están abocados, a su vez, a proponer modificaciones en el propio sistema encaminadas a solucionar un problema presente o a impedir que aparezcan otros en el futuro.

En cambio, quienes responden negativamente a estos interrogantes no ven necesidad de una reforma sistémica. De hecho, algunos sugieren que ya se dispone de un nuevo sistema, que denominan "nuevo Bretton Woods", en virtud del cual los países asiáticos estabilizarían sus monedas frente al dólar para exportar bienes a Estados Unidos y prestarían simultáneamente los fondos para pagarlos. Estos analistas sostienen que este ventajoso acuerdo para ambas partes podría mantenerse durante décadas.

En los siguientes apartados se estudiará si existe o no un problema. En caso afirmativo, se analiza si se trata de un "desequilibrio por cuenta corriente" o más bien de un "desequilibrio en la composición de la cartera". Esta distinción es pertinente, ya que el remedio que se proponga dependerá del diagnóstico. Por ejemplo, un problema de desequilibrio en la composición de la cartera podría atenuarse mediante la emisión por parte de residentes en Estados Unidos de bonos denominados en euros, yenes u oro (como los bonos "Carter" denominados en marcos alemanes, francos suizos y yenes que emitió el Tesoro de Estados Unidos a finales de la década de los 70). Sin embargo, esto podría agravar un problema de déficit y de deuda, por cuanto que la depreciación del dólar empeoraría la situación deudora de Estados Unidos.

En aras de la claridad, el desequilibrio en la balanza por cuenta corriente y la composición de la cartera se examinan por separado, a riesgo de subestimar la relación entre ambos. En realidad, los dos conceptos están relacionados de varias formas. Si se percibiera que la balanza por cuenta corriente de Estados Unidos y su posición deudora neta frente al exterior se encuentran en una senda insostenible, podría reconsiderarse la composición de las carteras. De forma análoga, la intensa actividad emisora en Estados Unidos de obligaciones denominadas en dólares para financiar activos rentables en el exterior, que puede haberse visto facilitada por la evolución del dólar, ha reducido considerablemente la carga del servicio de la deuda para este país. Esto ha restado argumentos a la opinión actual de que podría existir un problema de déficit. De hecho, el incremento de las tenencias de dólares del resto del mundo ayudó a que no se agravaran, a través del servicio de la deuda, los pasivos netos de Estados Unidos frente al exterior resultantes de los déficit comerciales.

¿Existe un problema de desequilibrio por cuenta corriente?

Para responder a este interrogante se esgrimen argumentos que giran en torno a las restricciones presupuestarias intertemporales nacionales y, por ende, a la acumulación de deuda externa, no a cuestiones monetarias. Estos argumentos también podrían aplicarse a un desequilibrio por cuenta corriente regional en un área con moneda única como la zona del euro. En este caso, la única diferencia sería que sólo las divergencias en las tendencias de los precios, y no las variaciones en el tipo de cambio nominal, podrían alterar el tipo de cambio real (el precio relativo entre bienes comerciables y no comerciables). Cabe preguntarse si este tipo de desequilibrios representa un problema a escala mundial. Este repaso de los distintos argumentos admite que las cuentas exteriores de Estados Unidos resultan insostenibles desde un punto de vista económico, pero sugiere que la acumulación de deuda se encuentra en una fase más temprana de lo que la mayoría de los analistas supone y que los condicionamientos políticos podrían anteponerse a los estrictamente económicos.

El primer punto controvertido es en qué medida son insostenibles los déficit por cuenta corriente de Estados Unidos, en términos tanto económicos como políticos. El segundo, el conjunto de razones que explican cómo las cuentas exteriores de Estados Unidos han llegado a la situación actual. Los distintos puntos de vista conducen a opiniones diferentes respecto a la función del sistema monetario internacional.

Sí, existe

Déficit de EEUU:
¿económicamente
insostenible ...

La corriente de opinión predominante establece que la situación de las cuentas exteriores de Estados Unidos es insostenible, por cuanto que el nivel de endeudamiento de ese país se está incrementando sin límite aparente respecto del producto subyacente. El déficit por cuenta corriente, que ronda el 6% del PIB nacional y el 1% del PIB mundial, ya representa dos tercios de los superávit por cuenta corriente del resto del mundo y aproximadamente un 8% de su ahorro total. Asimismo, si la elasticidad-renta de las importaciones estadounidenses continuase siendo alta, una tasa de crecimiento en Estados Unidos superior a la de sus principales socios comerciales significaría que el déficit de este país mantendría su trayectoria expansiva. Varios estudios prevén un rápido empeoramiento de la situación: uno de ellos sitúa el déficit estadounidense en el 7,8% del PIB para 2008 y otros proyectan tasas del 8,5% o incluso del 13% para 2010.

Este incremento de los déficit implica que la posición deudora neta de Estados Unidos frente al exterior se duplicaría en sólo unos años, pasando de representar un cuarto de su PIB a la mitad de éste. Para reducir esos déficit mediante una menor absorción, manteniendo a la vez el nivel de empleo en el sector de bienes no comerciables estadounidense, sería necesario un importante ajuste del tipo de cambio real.

... o políticamente
insostenible?

Esta evolución de la balanza por cuenta corriente también podría resultar insostenible desde otro punto de vista, esta vez político. Quizá, la primera barrera que encontrase sería la voluntad política de Estados Unidos

para soportar dichos déficit, o la de Europa para aceptar las repercusiones internas de cualquier reducción de éstos. Desde este prisma, el riesgo no reside tanto en una crisis de endeudamiento, como en un giro hacia el proteccionismo.

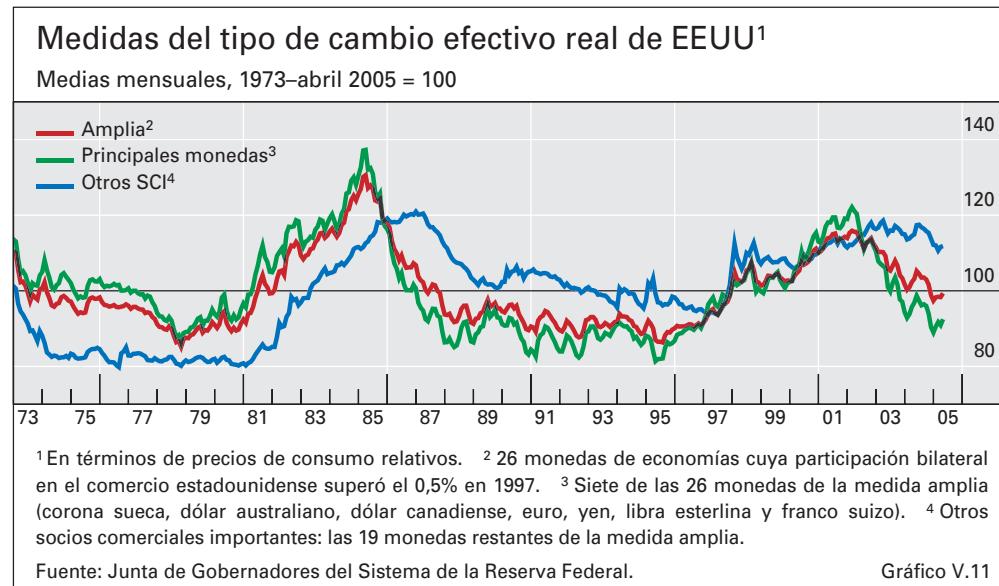
Cabe preguntarse cómo se ha llegado a este importante desequilibrio. Una posible respuesta es que los déficit insostenibles por cuenta corriente de Estados Unidos son resultado de la aplicación en el resto del mundo de un modelo de crecimiento basado en las exportaciones y los correspondientes superávit por cuenta corriente. Así pues, la mayor economía del mundo se limita a ser contrapartida pasiva del resto, dado que dentro del sistema sólo pueden existir $n-1$ balanzas por cuenta corriente independientes. Sirva de ejemplo lo ocurrido tras la crisis financiera asiática de 1997-98, cuando se deterioró la balanza por cuenta corriente estadounidense, mientras la asiática pasó a tener superávit. De acuerdo con esta perspectiva, la deuda (25% del PIB) y el déficit (6% del PIB) de Estados Unidos permiten la acumulación internacional de riqueza y la continuidad de los superávit en otros países. Según el importe en dólares de su posición inversora internacional neta, aparecen los siguientes países: Japón (con activos netos por valor del 38% del PIB y un superávit del 3% del PIB en 2003); Suiza (149%, 14%); Hong Kong RAE (252%, 11%); Taiwan (China) (108%, 11%); Alemania (7%, 2%); Bélgica (42%, 4%); Singapur (83%, 31%) y Noruega (28%, 13%).

Un argumento alternativo establece que la economía de Estados Unidos es propensa a un consumo excesivo. La tasa de ahorro privado de ese país ha caído en picado hasta situarse en el nivel más bajo de su historia y el déficit fiscal es considerable para tiempos de paz. La inversión privada neta disminuyó a pesar del aumento del déficit por cuenta corriente. Asimismo, la inversión destinada al sector de bienes no comerciables no genera los recursos necesarios para afrontar el servicio de la deuda externa y complicará aun más el ajuste final.

Algunos analistas, especialmente de países con regímenes de tipo de cambio flexible y monedas al alza, van más allá de las causas inmediatas de la persistencia de los déficit y los superávit para centrarse en los fallos del sistema monetario internacional. En concreto, contrastan la falta de presión sobre los países con superávit para que dejen de resistirse a la apreciación de sus monedas mediante operaciones de intervención esterilizada con la que era norma bajo el régimen del patrón oro. Argumentan que, en aquel entonces, la entrada de reservas aumentaba la oferta monetaria interna y elevaba los precios, impulsando con ello al alza el tipo de cambio real. Asimismo, la opinión generalizada entre los agentes económicos es que la inversión de reservas oficiales asiáticas de divisas ha mantenido bajos los tipos de interés a largo plazo estadounidenses, lo que sugiere que el reciente endurecimiento de la política monetaria en Estados Unidos ha limitado la absorción en ese país menos de lo que lo habría hecho en otras circunstancias. Así pues, desde esta perspectiva, las economías asiáticas, al aplicar políticas de intervención esterilizada en el interior e invertir en bonos estadounidenses en el exterior, se libran de la presión de realizar operaciones de ajuste y dispensan de hacer lo propio a Estados Unidos. Cualquier carga relacionada

¿Los déficit de EEUU reflejan un exceso de ahorro mundial ...

... o un exceso de consumo en EEUU?



con el ajuste se desplaza hacia las monedas con tipo de cambio más flexible. A este respecto cabe señalar que, si el tipo de cambio real de “otros importantes socios comerciales” se encontrase en sus niveles de 1995–96, el índice general del dólar ya habría alcanzado a finales de 2004 los mínimos que registró en 1980 ó 1995 (véase el Gráfico V.11).

No existe

Los déficit por cuenta corriente de EEUU podrían prolongarse algún tiempo ...

Quienes consideran que el déficit por cuenta corriente de Estados Unidos no es un problema tan inminente siguen dos líneas de razonamiento. La primera sostiene que cualquier problema de deuda de Estados Unidos se encuentra en una etapa embrionaria y que la evolución de las cuentas exteriores de ese país continúa siendo muy favorable. De acuerdo con el Departamento de Comercio de Estados Unidos, la economía estadounidense redujo sus activos netos frente al resto del mundo durante la década de los 80, aunque no entró en una posición deudora neta frente al exterior hasta 1989. Asimismo, Estados Unidos seguía recibiendo todavía en 2003 rentas netas por inversiones procedentes del extranjero por valor de 38.000 millones de dólares (30.000 millones de dólares en 2004). Esta inconsistencia se debe a que la rentabilidad de los activos de Estados Unidos en el extranjero (4%) era superior al rendimiento de sus pasivos (2,6%), compensando con creces la brecha entre los activos brutos (71% del PIB) y el mayor nivel de los pasivos brutos (96% del PIB). Esta diferencia en la tasa de rendimiento total también refleja dos realidades; a saber, que Estados Unidos emite al resto del mundo más deuda a corto plazo de bajo riesgo de la que compra y que la rentabilidad de sus multinacionales en el extranjero supera la obtenida por las multinacionales extranjeras en Estados Unidos. Independientemente de su origen, si la tasa de rendimiento de los pasivos de un país es inferior a su tasa de crecimiento nominal, sus pasivos frente al exterior pueden estabilizarse incluso cuando existe déficit comercial. Numerosas proyecciones de las cuentas exteriores de Estados Unidos no tienen esto en cuenta.

Un factor adicional —aunque de menor entidad— que limita la acumulación de deuda externa de Estados Unidos es el hecho de que el riesgo de tipo de cambio es asumido por el resto del mundo. Cuando la moneda nacional se deprecia, las economías emergentes que se endeudan en dólares sufren pérdidas derivadas del tipo de cambio. Por el contrario, cuando es el dólar el que pierde valor, los activos de Estados Unidos en el exterior se benefician de diferencias de cambio positivas (véase más adelante). Este efecto, que algunos han denominado “alivio de la deuda” por depreciación del dólar, ayuda a contener el aumento del cociente entre la posición deudora neta de Estados Unidos frente al exterior y su PIB.

La segunda línea de argumentación asume que el déficit por cuenta corriente de Estados Unidos es reflejo de la mencionada posición deudora $n-1$, pero la considera razonable y sostenible, al menos durante algún tiempo. Si se entiende que las transacciones de la balanza por cuenta de capital tienen carácter autónomo, se entiende que la libre circulación de capital busca rendimientos mayores o más seguros en Estados Unidos. Por tanto, el desahorro en la mayor economía del mundo sería simplemente el movimiento acomodante de la superabundancia de ahorro (o quizá escasez de inversión) del exterior. En cambio, si se considera que es la balanza por cuenta corriente la que actúa como motor, se llega a un razonamiento análogo a la interpretación de la relación entre Estados Unidos y Asia que realizan quienes hablan de un “nuevo Bretton Woods”. De acuerdo con esta perspectiva, las necesidades de empleo en Asia se satisfacen mediante estrategias de crecimiento basadas en las exportaciones. Los bienes de consumo fluyen hacia Estados Unidos y los títulos de bajo riesgo denominados en dólares hacia Asia, lo cual se acepta como un acuerdo estable con independencia de cualquier desequilibrio resultante.

Algunos analistas han trazado un paralelismo con la situación de Australia, que viene incurriendo en déficit por cuenta corriente desde hace mucho tiempo, manteniendo así una posición deudora neta frente al exterior del 70% del PIB, que casi triplica el tamaño relativo de la de Estados Unidos. Puede observarse que el resto de países busca rendimientos mayores o más seguros en activos de empresas, títulos de renta variable y bonos de Australia, y permanece dispuesto a aceptar el riesgo de la deuda denominada en moneda nacional. Con este precedente, la situación de la balanza por cuenta corriente de Estados Unidos podría no ser sostenible, pero este problema sólo afectaría a generaciones futuras.

... a juzgar por el caso australiano

Quienes defienden que el desequilibrio por cuenta corriente no es acuciante también podrían propender a negar que el sistema monetario internacional actual sea menos estricto que regímenes anteriores con los países que registran superávit, pudiendo alegar el riesgo de guiarse por una reconstrucción ideal de un régimen anterior más que por su funcionamiento en la práctica. Las operaciones de esterilización monetaria fueron comunes tanto bajo el patrón oro clásico como bajo el patrón de cambio-oro del periodo de entreguerras. Si los flujos de oro y el crecimiento de la base monetaria mostraron con frecuencia signos opuestos en periodos anteriores, no habría nada novedoso en la falta de presión actual para que los países con superávit

realicen operaciones de ajuste. Por otra parte, los desequilibrios por cuenta corriente no son mayores ni más persistentes de lo que fueron con el patrón oro. Si acaso, la inversión nacional y el comportamiento del ahorro guardan ahora una relación más estrecha, lo que indica que la movilidad neta del capital no ha aumentado.

En resumen, no cabe duda de que la trayectoria de las cuentas exteriores de Estados Unidos es insostenible. Aunque la ausencia de un servicio de la deuda significativo podría poner en tela de juicio la urgencia con la que ha de abordarse este problema, la continua ausencia de una respuesta de política monetaria aumenta la probabilidad de un reajuste desordenado del mercado. Asimismo, independientemente de la opinión que se tenga con respecto a la sostenibilidad, son preocupantes las políticas proteccionistas y la afrenta pública a sus socios comerciales; esto último también preocupa porque podría desestabilizar los mercados financieros. Por último, continúa siendo una incógnita si el sistema monetario actual, o la combinación de sistemas, hace más probable esta tesisura de lo que lo hicieron los regímenes anteriores.

¿Existe un problema de desequilibrio en la composición de la cartera?

¿Un exceso de dólares ...

La cuestión que se plantea aquí es si la posición deudora neta de Estados Unidos *denominada en dólares*, que equivale a más de la mitad del PIB del país y sigue en aumento, representa de alguna forma un exceso de dólares en las carteras del resto del mundo. Cabe destacar que, históricamente, la afirmación de la existencia de un exceso de dólares fue anterior al afloramiento de un déficit por cuenta corriente crónico en Estados Unidos. Hace 40 años, los europeos ya mostraron su preocupación ante la adquisición de empresas europeas por sociedades estadounidenses con dólares obtenidos en préstamo en el extranjero, cuando la balanza por cuenta corriente estadounidense registraba superávit. Entonces, como ahora, los pasivos de bajo riesgo denominados en dólares ya financiaban activos de mayor riesgo denominados en divisas. De hecho, esta inquietud ha reaparecido desde entonces en la fase bajista de cada ciclo del dólar con regímenes de tipo de cambio flotante. Como en el pasado, la incógnita principal que se plantea actualmente es si las carteras oficiales sobreponeran el dólar. No obstante, en términos más amplios, la cuestión es posiblemente si lo hacen las carteras privadas. Este asunto ha cobrado fuerza recientemente, en parte por encontrarnos en la primera etapa bajista del ciclo del dólar desde la puesta en circulación del euro. La profundidad, amplitud y liquidez de los mercados financieros del euro hacen de esta moneda una alternativa al dólar más seria que las existentes hasta ahora.

Sí, existe

... en las carteras privadas ...

La discusión sobre si existe un problema de desequilibrio mundial en la composición de las carteras parte del desglose por monedas de la posición de Estados Unidos frente al exterior. Se estima que su posición deudora neta denominada en dólares alcanzaba en 2003 los 7,2 billones de dólares, esto

es, un 66% del PIB. Esta posición, definida como la diferencia entre activos y pasivos denominados en dólares frente al resto del mundo, superó ampliamente la posición deudora neta total frente al exterior (25% del PIB), que consiste en la diferencia entre todos los activos y pasivos netos frente al exterior, correspondiendo la diferencia a las tenencias netas de Estados Unidos de activos en moneda extranjera. La posición corta de Estados Unidos en dólares se corresponde con una posición neta muy larga del resto del mundo, que de hecho asciende a más de un quinto del PIB mundial excluido Estados Unidos, a tipos de cambio corrientes.

El hecho de que los acreedores de Estados Unidos soporten el riesgo de mercado asociado a la depreciación del dólar comporta que podrían intentar cubrir sus posiciones en períodos de dificultad. Además, una cierta sensación de riesgo moral podría también propiciar asignaciones de cartera inestables en las principales monedas. Habida cuenta de que una depreciación del dólar reporta diferencias positivas de cambio en las carteras de inversión de Estados Unidos, también origina incrementos patrimoniales que impulsan el consumo (aunque, por otra parte, esa misma depreciación encarece las importaciones). En consecuencia, las autoridades estadounidenses podrían sentirse menos presionadas a oponer resistencia a la depreciación del dólar, mientras el resto del mundo podría temer su complaciente indolencia.

La incidencia de las pérdidas derivadas de la depreciación del dólar diferiría entre Europa y Asia, aunque algunos analistas aprecian en ambos casos elementos desestabilizadores. En Europa, las pérdidas cambiarias en el sector empresarial drenan recursos propios de las empresas y prolongan el proceso de desapalancamiento, generando cautela en la inversión y en la contratación. Esto dificulta cualquier aumento del nivel europeo de absorción en relación con el producto, lo que a su vez impide el ajuste por cuenta corriente, alejando así la creencia de que el dólar tendría que continuar depreciándose. En Asia, el hecho de que el sector público mantenga gran parte de la posición larga en dólares atenua cualquier respuesta impulsiva. Con todo, cuando la oposición ha interpelado a las autoridades sobre las pérdidas cambiarias oficiales, éstas han respondido a veces con declaraciones de intención sobre diversificación de reservas que han hecho peligrar la estabilidad de los mercados.

Para muchos analistas, la concentración de la posición larga en dólares en las carteras oficiales (aproximadamente un tercio del total), y en apenas unas pocas economías asiáticas, hace especialmente problemático mantener el *statu quo*, ya que las tenencias oficiales las administran relativamente pocos gestores. Según estos analistas, otros gestores de reservas en divisas y los inversionistas privados, incluidos los agentes con apalancamiento, reaccionan de inmediato a señales que apuntan a reasignaciones en detrimento del dólar, aunque en ocasiones no se trate más que de señales infundadas.

... y en las carteras oficiales?

Algunos autores afirman que ya existe un exceso de dólares en las carteras oficiales. El 64% de reservas de divisas invertidas en dólares parece no encajar con otras medidas de la participación del dólar, como por ejemplo el 45% que representan los bonos y pagarés internacionales (distintos de los emitidos en moneda nacional) denominados en dólares sobre el total. Otros

argumentan que, incluso si en la actualidad no se observa ningún exceso, podría registrarse pronto, especialmente si la negociación con divisas tiende a orientarse más hacia sus tipos de cambio efectivos, como se desprende de experiencias recientes (véase anteriormente).

Sin duda, nada impone en principio una correspondencia directa entre el patrón de negociación de una moneda y la composición de la cartera oficial de inversiones en divisas. No obstante, quienes opinan que existe un exceso de dólares señalarían que la participación (conocida) de una divisa en las reservas sí que parece reflejar en líneas generales la orientación de esa divisa. Los emisores de monedas europeas orientadas al euro presentan participaciones en dólares (conocidas) bastante bajas: Croacia y Eslovaquia, 29–30%; el Reino Unido y Suiza, 36%; y Letonia, 45%. Monedas menos vinculadas al euro tienen Australia, con un 45% de sus reservas en dólares, y Canadá, con un 53%. Por su parte, Hong Kong RAE, con tipo de cambio fijo frente al dólar, mantiene el 75–80% de sus reservas en dólares.

De acuerdo con esta opinión, podría existir un riesgo de desplazamiento desordenado desde el dólar hacia el euro en caso de producirse un cambio en la orientación de la actividad cambiaria. En el pasado, la sustitución de la plata y el bimetalmismo por el oro en el nuevo Imperio alemán, Estados Unidos y la Unión Monetaria Latina (Bélgica, Francia, Grecia, Italia y Suiza) creó tensiones sobre la oferta de oro y contribuyó a la deflación de finales del siglo XIX. La diferencia es que ahora cabe la posibilidad de que aumenten tanto la oferta de títulos en euros (mediante estrategias de gestión de deuda y de intervenciones esterilizadas) como la base monetaria en euros (por la reducción de los tipos de interés). En principio, estas posibilidades aumentan el margen de maniobra para compensar cualquier desplazamiento desordenado hacia el euro.

No existe

Las carteras privadas están diversificándose ...

Otros arguyen que no existe exceso de dólares. Sostienen que la posición mundial en dólares no es tan larga como algunos sugieren. El sesgo nacional en la gestión de las carteras se está reduciendo, aun cuando los balances internacionales de las economías crecen a un ritmo más rápido que el producto. El primer paso natural en un proceso de diversificación para alejarse de la moneda nacional sigue siendo, en muchos casos, invertir en activos denominados en dólares.

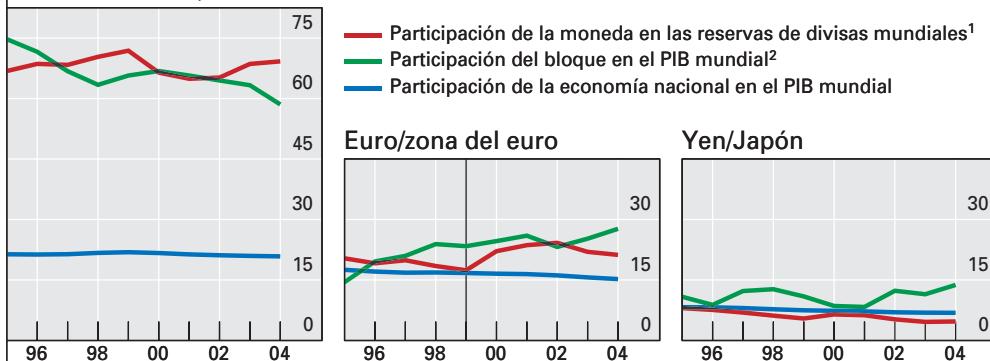
... y la participación del dólar en las carteras oficiales no es excesiva a primera vista

En particular, puede refutarse la opinión de que las reservas oficiales en dólares son excesivas. Excluyendo Japón, puede que la participación del dólar en las reservas de divisas no superase el 57% a mediados de 2004 (las ventas a plazo de dólares contra euros todavía no registradas podrían rebajar esta cifra aún más). Este porcentaje es alto comparado con la participación de la economía estadounidense en la economía mundial, pero no lo es necesariamente comparado con la participación en ésta de la zona del dólar. Si se asignan economías (expresadas en términos de paridad del poder adquisitivo) a las zonas del dólar, del euro y del yen según el comportamiento de sus monedas (véase el Gráfico V.10), se estima que los países del bloque del dólar generan un 59% del producto mundial (véase el Gráfico V.12). Esta cifra prácticamente coincide con el actual porcentaje de reservas en dólares fuera de Japón.

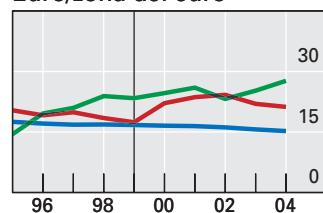
Composición de las reservas mundiales y tamaño de los bloques monetarios

En porcentaje

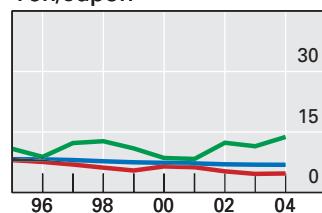
Dólar de EEUU/EEUU



Euro/zona del euro



Yen/Japón



¹ A tipos de cambio constantes de 2003. Antes de 1999, se han utilizado las tenencias en marcos alemanes, francos franceses y florines holandeses como aproximación a las tenencias en euros.

² Participación del bloque estimada como la participación del PIB a PPA de la economía nacional, más la participación de los PIB a PPA del resto de países ponderada por la elasticidad. La elasticidad se calcula como el coeficiente de una regresión de las variaciones semanales del tipo de cambio moneda nacional/dólar de EEUU sobre una constante y sobre los tipos de cambio yen/dólar y euro/dólar (antes de 1999, marco alemán/dólar), durante el año correspondiente.

Fuentes: FMI; cálculos del BPI.

Gráfico V.12

Asimismo, si se produjese desplazamientos públicos (o privados) desde el dólar hacia el euro, su influencia en el mercado de divisas podría ser menor de lo anticipado a menudo. Desde un punto de vista analítico, la diversificación de cartera en detrimento del dólar y en beneficio del euro tiene un efecto sobre los balances de situación del sector privado similar al de la intervención esterilizada. Sin embargo, numerosos analistas opinan que el grado de sustituibilidad entre títulos de deuda pública denominados en estas dos monedas es tan alto, que serían necesarias reasignaciones de cartera enormes para influir efectivamente sobre el tipo de cambio. Además, si se tomaran en cuenta estas reasignaciones oficiales, el hecho de que el grueso de las tenencias oficiales de dólares se concentra en relativamente pocas manos podría tener sus ventajas. La cooperación podría permitir que se evitara un resultado de desinversión desordenada típico del “dilema del prisionero”.

En resumen, los argumentos a favor de la existencia de desequilibrios en la composición de las carteras, incluidas las oficiales, parecen menos convincentes de lo que muchos analistas podrían sugerir. No obstante, queda pendiente un problema. La zona del dólar ha ido reduciéndose, y cualquier aceleración de este proceso podría acabar originando un desequilibrio en las carteras tanto del sector público como del privado.

VI. Los mercados financieros

Aspectos más destacados

Durante el periodo examinado, las condiciones mejoraron en los mercados financieros internacionales, a pesar del endurecimiento de la política monetaria que emprendió la Reserva Federal de Estados Unidos en junio de 2004. Incluso cuando los tipos de interés a corto plazo comenzaron a subir en Estados Unidos, los tipos de interés a largo plazo cayeron en los principales mercados, los precios de las acciones se incrementaron y los diferenciales de crédito se estrecharon. Muchos mercados se replegaron en marzo y abril de 2005 como consecuencia de la mayor aversión al riesgo y de la preocupación por un repunte de la inflación. Con todo, a mediados de mayo, los precios de los bonos y de las acciones eran todavía más elevados que cuando la Reserva Federal empezó a subir sus tipos de interés.

El estrechamiento de los diferenciales de rendimiento y el alza de las cotizaciones de las acciones durante gran parte del periodo analizado indicaban que los inversionistas en los mercados bursátiles y de deuda se mostraban confiados en los beneficios empresariales y en las perspectivas macroeconómicas. En los últimos años, esta confianza ha estado respaldada por mejoras considerables en las variables fundamentales. En los mercados de deuda, los cambios estructurales que han facilitado las actividades de cobertura y han promovido la liquidez también pueden haber contribuido a los reducidos niveles de los diferenciales. No obstante, la predisposición de los inversionistas a asumir mayor riesgo fue un factor clave de apoyo a las valoraciones de la renta fija y variable. A su vez, esta disposición se sustentó, en cierta medida, en la persistencia de una orientación acomodaticia de la política monetaria. Las inesperadas noticias negativas en el sector automovilístico estadounidense contribuyeron a que se realizara una nueva valoración del riesgo en los mercados de deuda en marzo y abril.

La yuxtaposición de los bajos rendimientos a largo plazo con una coyuntura económica aparentemente sólida y tipos de interés oficiales al alza en Estados Unidos fue un tanto desconcertante, aunque los rendimientos se incrementaron en los meses previos a la primera subida de los tipos de interés por parte de la Reserva Federal. A primera vista, la caída de los rendimientos a largo plazo tras la elevación de los tipos de interés apunta a que los inversionistas en los mercados de deuda pública fueron menos entusiastas sobre las variables fundamentales que los inversionistas en instrumentos de renta fija privada y de renta variable. Las expectativas de inflación contenida y la menor incertidumbre sobre la orientación de la política monetaria contribuyeron a mantener los rendimientos reducidos. Factores de

oferta y demanda de carácter más técnico también pueden haber ejercido cierta influencia. No obstante, resulta difícil determinar la importancia relativa de estas distintas explicaciones de por qué los rendimientos permanecieron tan bajos.

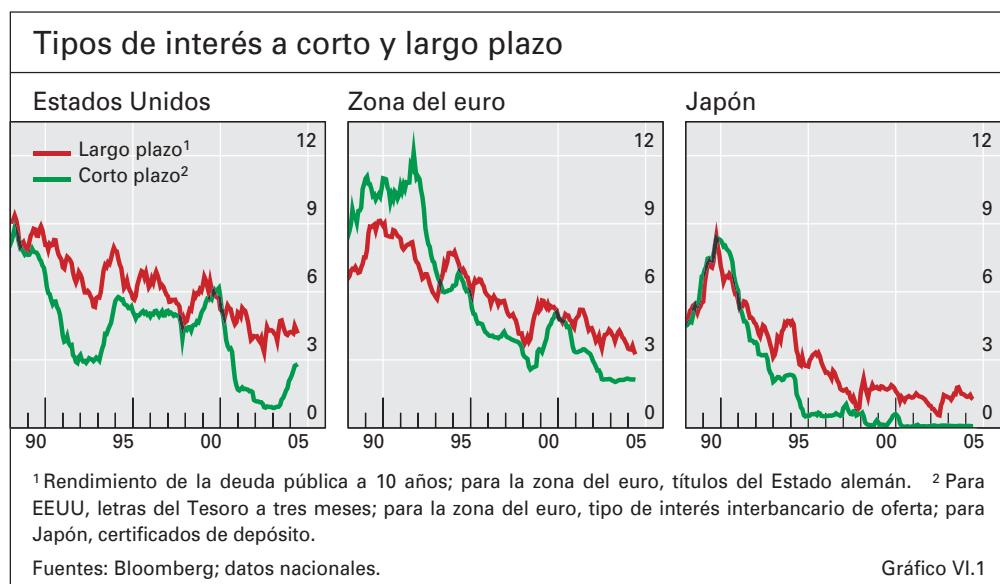
Las curvas de rendimientos y la paradoja de los reducidos tipos de interés

Los reducidos y decrecientes rendimientos a largo plazo en los principales mercados tras el cambio en el ciclo de los tipos de interés oficiales de Estados Unidos sorprendieron a numerosos agentes económicos durante el periodo analizado. A diferencia de lo que sucedió en periodos anteriores de endurecimiento de la política monetaria, en los que las subidas de los tipos de interés oficiales habían ido acompañadas de un aumento de los tipos de interés a largo plazo, los rendimientos de los bonos del Tesoro estadounidense a diez años registraron un descenso acumulado de 50 puntos básicos, hasta situarse en el 4,12%, en los 10 meses transcurridos hasta mediados de mayo de 2005 (véase el Gráfico VI.1). Los rendimientos a largo plazo disminuyeron asimismo en otros mercados en los que también se endureció la política monetaria, entre los que se incluyen Australia, Canadá, el Reino Unido y Suiza. De igual modo, en la zona del euro y en Japón, estos rendimientos también descendieron 107 y 49 puntos básicos, respectivamente, entre finales de junio de 2004 y mediados de mayo de 2005. En la mayor parte de los mercados, los rendimientos a largo plazo se incrementaron brevemente en febrero y marzo de 2005, si bien la subida fue menos pronunciada que en episodios anteriores de ventas masivas y se revirtió rápidamente.

Se propusieron diversas explicaciones para los reducidos niveles de los tipos de interés a largo plazo. En la zona del euro y en Japón, la situación se explicaría por el empeoramiento de las perspectivas de crecimiento económico, pero no en Estados Unidos, donde el crecimiento se recuperó de manera significativa después del verano de 2004. Las expectativas de inflación

Los bajos rendimientos a largo plazo, a pesar de las subidas de los tipos de interés oficiales ...

... fueron especialmente desconcertantes en EEUU



a largo plazo permanecieron extraordinariamente controladas, pero los tipos de interés reales estaban igualmente en niveles bajos. También se constató que la volatilidad era reducida y que las primas de riesgo habían disminuido, aunque sobre todo en el tramo corto, haciendo que los tipos de interés a más largo plazo se mantuvieran en niveles excepcionalmente bajos. Entre otras posibles explicaciones se incluyen las futuras reformas contables y de los fondos de pensiones que, según algunos agentes económicos, incrementaron la demanda de activos a largo plazo, así como la acumulación de activos denominados en dólares estadounidenses por las autoridades asiáticas. No obstante, resulta difícil cuantificar el impacto de estos últimos factores.

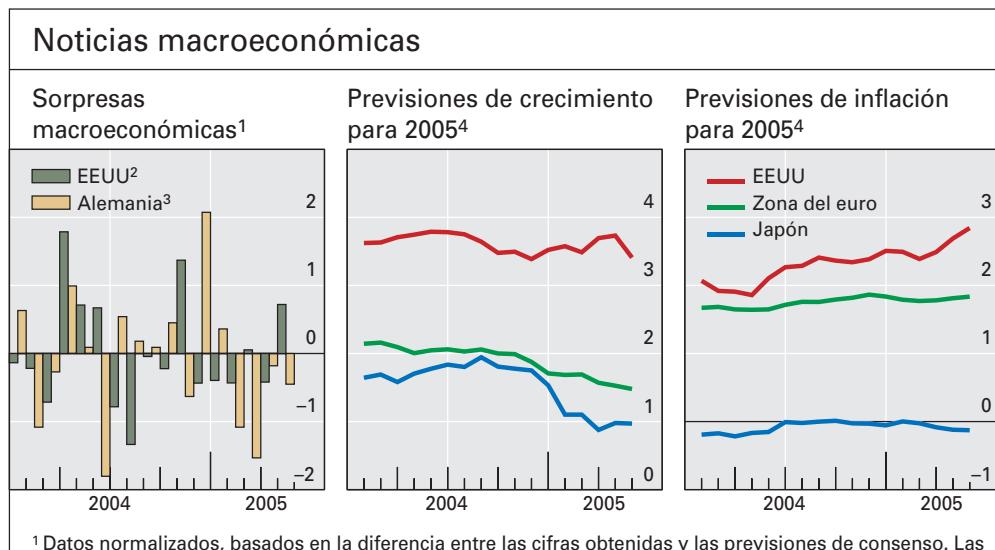
Perspectivas de crecimiento

Una explicación fueron las menores perspectivas de crecimiento ...

... sobre todo en Europa y Japón

Las perspectivas de menor crecimiento contribuyeron al descenso inicial de los rendimientos (véase el Gráfico VI.2), que habían aumentado considerablemente en abril y mayo de 2004, cuando los datos inesperadamente positivos sobre el mercado de trabajo en Estados Unidos y las señales de la Reserva Federal llevaron a los agentes económicos a anticipar una subida de los tipos de interés oficiales en este país para mucho antes de lo previsto. La publicación de datos de empleo en Estados Unidos peores de lo esperado en julio y agosto de 2004 provocó un recorrido alcista en los mercados internacionales de renta fija a medida que los inversionistas revisaron sus expectativas sobre el probable ritmo de endurecimiento monetario. Las revisiones a la baja de las previsiones de crecimiento mundial confirmaron el pesimismo reinante.

La publicación de datos mejores de lo esperado frenó la caída de los rendimientos en dólares en el cuarto trimestre, pero no consiguió compensar



¹ Datos normalizados, basados en la diferencia entre las cifras obtenidas y las previsiones de consenso. Las observaciones se sitúan en el mes en el que se dieron a conocer las cifras obtenidas. ² Media ponderada de las sorpresas normalizadas de la encuesta ISM, los datos sobre empleo no agrícola, las ventas al por menor y los anuncios sobre precios industriales y de consumo. ³ La encuesta alemana Ifo es un índice sobre la confianza empresarial realizado por el Institut für Wirtschaftsforschung a partir de las respuestas de los encuestados. ⁴ Variación porcentual con respecto al año anterior. Previsiones publicadas mensualmente por Consensus Economics. Las observaciones se sitúan al final del mes en el que se realizaron las previsiones.

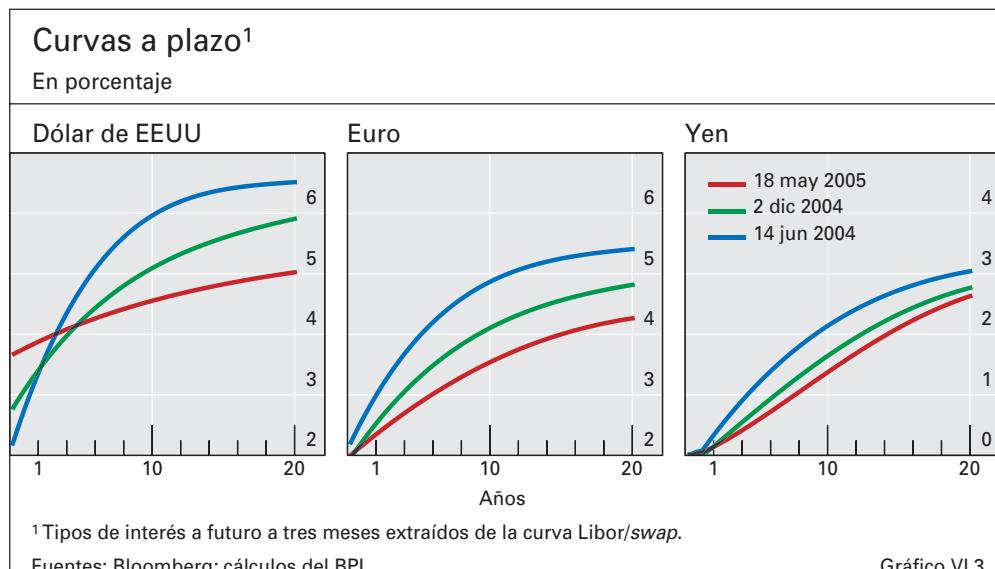
Fuentes: Bloomberg; © Consensus Economics; cálculos del BPI.

Gráfico VI.2

el descenso anterior. Mientras, los rendimientos en euros y en yenes siguieron disminuyendo al continuar decepcionando los indicadores macroeconómicos en ambas economías. Entre agosto de 2004 y mayo de 2005, las previsiones de consenso de crecimiento del PIB en la zona del euro para 2005 se revisaron a la baja en un cuarto de punto, hasta el 1,5%, y en medio punto, hasta el 1,0%, en lo que respecta a Japón. En consecuencia, el diferencial entre los tipos de interés a 10 años en dólares y en euros se amplió considerablemente, rondando los 102 puntos básicos en marzo de 2005, su máximo desde 1999.

Los rendimientos a largo plazo tocaron fondo a mediados de febrero de 2005, cuando los inversionistas se fueron convenciendo de que el mercado debía corregirse. Esta situación se observó, en particular, después de que el presidente de la Reserva Federal tildara de "enigma" los reducidos niveles de rentabilidad a largo plazo y se hicieran más patentes las presiones inflacionistas y las señales de mayor capacidad de fijación de precios de las empresas. A partir del 9 de febrero, los rendimientos de los bonos del Tesoro estadounidense a 10 años se incrementaron casi 70 puntos básicos en menos de seis semanas, mientras que los del Tesoro alemán lo hicieron en aproximadamente la mitad de esa cifra. No obstante, este episodio de ventas masivas al final del invierno fue mucho más limitado que los del verano de 2003 y la primavera de 2004 en el hemisferio norte (que condujeron a incrementos de 130 y 115 puntos básicos, respectivamente, en los rendimientos del bono a 10 años). La amplitud de las ventas también fue más limitada, aunque, a diferencia de los episodios anteriores, el mercado japonés no registró variaciones importantes al elevarse los rendimientos de los bonos del Tesoro estadounidense. La publicación de datos económicos decepcionantes en abril, incluidos informes poco favorables sobre empleo y ventas al por menor, permitió a los rendimientos de los bonos del Tesoro instalarse en una banda de negociación inferior, al tiempo que, en mayo, los rendimientos de los bonos alemanes registraron nuevos mínimos históricos (véase el Gráfico VI.3).

Las ventas generalizadas a principios de 2005 tuvieron alcance y duración limitados

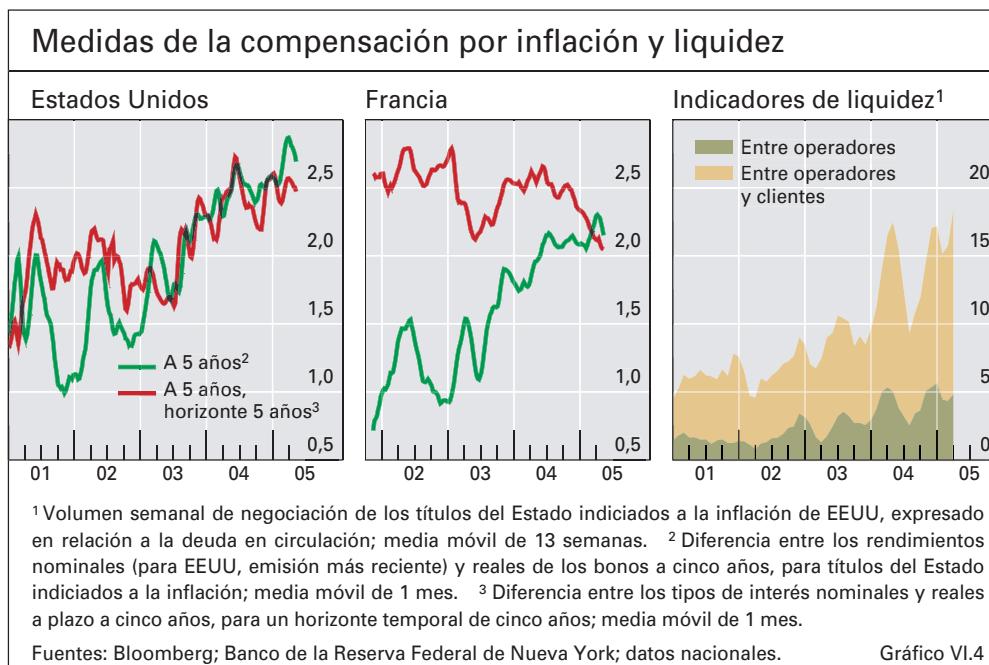


Expectativas de inflación contenida

Las expectativas de control de la inflación también moderaron los rendimientos ...

Durante la mayor parte del periodo analizado, uno de los factores que contribuyó a la evolución inusualmente moderada de los tipos de interés nominales a largo plazo fue el hecho de que las expectativas de inflación a largo plazo permanecieran controladas, a pesar del aumento de los precios del petróleo y de las previsiones de firme crecimiento económico en Estados Unidos. Muestra de ello fueron los títulos indiciados a la inflación, cuyo diferencial con los títulos de deuda pública que pagan rendimientos nominales proporciona una medida aproximada de la compensación que exigen los inversionistas por la inflación esperada. Si bien la prima por inflación se incrementó unos 20 puntos básicos para los bonos a cinco años desde mediados de 2004 hasta finales de abril, esta misma medida se redujo 12 puntos básicos para los tipos de interés implícitos a cinco años para un horizonte de cinco años en el caso de los títulos indiciados de Estados Unidos, e incluso de manera más acusada en el caso de los bonos franceses indiciados a la inflación denominados en euros (véase el Gráfico VI.4). Desde los periodos previos a anteriores perturbaciones causadas por los precios del petróleo, los bancos centrales han ganado credibilidad a los ojos de los agentes económicos en lo que respecta a la lucha contra la inflación.

Los rendimientos de los bonos indiciados a la inflación incorporan primas de liquidez que pueden complicar la interpretación de las medidas de la compensación por inflación. Sin embargo, los recientes aumentos en la rotación de los bonos indiciados del Tesoro estadounidense indican que la profundidad y la amplitud del mercado han mejorado sustancialmente. Desde el año 2000, la relación entre el volumen contratado y el total de deuda indiciada en circulación se ha incrementado constantemente, tanto entre los intermediarios financieros del mercado primario de deuda pública (*primary dealers*) y otros inversionistas, como entre los primeros (véase el panel



derecho del Gráfico VI.4). De este modo, si bien las primas de liquidez de los bonos indicados a la inflación pueden llevar a subestimar la compensación por inflación, es probable que estos sesgos hayan disminuido con el tiempo.

Al mismo tiempo, los rendimientos de los bonos indicados a la inflación también indican que la reducción de la prima por inflación no puede justificar por sí sola el bajo nivel de los rendimientos a largo plazo. Desde mediados de 2004, los tipos de interés “reales” a plazo con vencimientos más dilatados también cayeron considerablemente para los bonos indicados estadounidenses y franceses, alrededor de 80 y 50 puntos básicos, respectivamente.

... aunque los tipos de interés reales también se redujeron

Primas por plazo y volatilidades reducidas

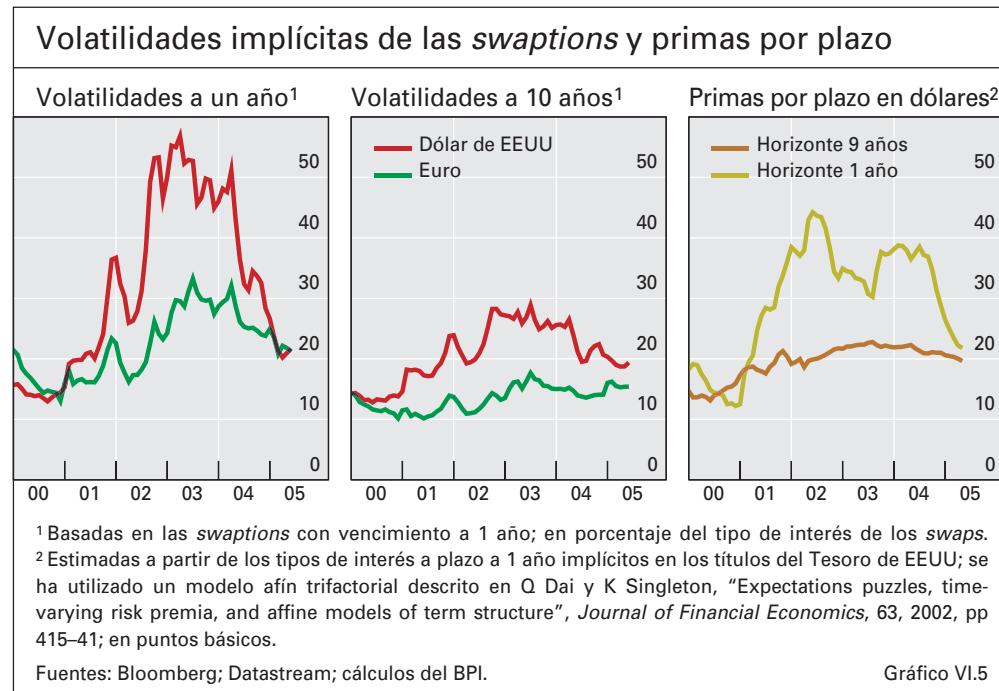
Otro motivo citado con frecuencia para explicar los bajos rendimientos a largo plazo durante el periodo examinado fue la disminución de la incertidumbre en torno a la economía en general y a la evolución de los tipos de interés en particular. Normalmente, una menor incertidumbre conllevaría una reducción de las primas por plazo, que marca la separación entre los tipos de interés a plazo para cada vencimiento en horizontes cortos y la trayectoria de los tipos de interés a corto plazo prevista por los mercados. Ciertamente, tanto las volatilidades observadas como las implícitas en los contratos a tipo de interés fijo, que ya se situaban en niveles bastante bajos en términos históricos, cayeron aún más después de que la Reserva Federal comenzara a subir sus tipos de interés. Muchos analistas de mercado consideraron que a esta disminución contribuyó la inequívoca declaración de intenciones de la Reserva Federal, incluida su constante referencia a que el ritmo de endurecimiento de la política monetaria sería “mesurado”.

La caída de las volatilidades y de las primas por plazo ...

En consonancia con esta hipótesis, la disminución de las volatilidades en los mercados de renta fija desarrollados observada desde 2002 y 2003 se ha producido principalmente en el extremo corto de la curva de rendimientos. Esto es especialmente perceptible en las volatilidades implícitas de las opciones sobre *swaps* de tipos de interés (*swaptions*), que la mayoría de las instituciones financieras internacionales utiliza como coste de financiación de referencia (véanse los paneles izquierdo y central del Gráfico VI.5). Aunque las volatilidades implícitas (anualizadas) de los *swaps* a un año en dólares estadounidenses disminuyeron desde su máximo del 56,8% registrado en 2003 hasta el 21% a finales de abril de 2005, las volatilidades implícitas de los *swaps* a 10 años en dólares registran máximos y mínimos mucho más moderados. En el mercado de *swaps* en euros, las volatilidades han seguido un patrón similar, pero a niveles incluso más bajos. De este modo, la principal causa de la disminución de la volatilidad en los mercados financieros desarrollados parece residir en los mercados a corto plazo en dólares estadounidenses. Por su parte, los mercados a largo plazo en dólares y en euros han permanecido relativamente impasibles.

... ha sido más pronunciada en el tramo corto en dólares ...

Existen pruebas directas de que las primas de riesgo han disminuido principalmente en el extremo corto. Utilizando un modelo trifactorial de la



... una trayectoria acorde con la menor incertidumbre sobre el rumbo de la política monetaria ...

... aunque no es probable que explique los reducidos tipos de interés en horizontes más dilatados

La caída de los rendimientos fue pronunciada en los vencimientos muy largos ...

curva de rendimientos, las primas de riesgo en el tramo corto de la curva de los bonos del Tesoro estadounidense parecen haber caído casi 25 puntos básicos desde comienzos de 2002 (véase el panel derecho del Gráfico VI.5). Esta trayectoria resulta acorde con la menor incertidumbre sobre el curso de la política monetaria en el corto plazo. En cambio, la prima de riesgo implícita en el tipo de interés a plazo a un año en un horizonte temporal de nueve años sólo parece haber descendido ligeramente desde finales de 2002, situándose en torno a los 20 puntos básicos.

De este modo, aunque la reducción de las volatilidades y de las primas por plazo puede explicar los menores tipos de interés a plazo para vencimientos cortos, no parece explicar los bajos tipos de interés a plazo que actualmente se observan en vencimientos largos. Por ejemplo, a finales de abril de 2005, los tipos de interés a corto plazo en un horizonte de diez años eran del 4,8%. Dado que las expectativas de inflación a largo plazo en Estados Unidos se sitúan en torno al 2,5% y que las estimaciones de los tipos de interés reales a corto plazo se corresponden con una inflación estable del 2,6%–3,0%, el reducido nivel de los tipos de interés a plazo en los horizontes largos sigue resultando difícil de entender si no es con descensos en las primas de riesgo muy superiores a lo estimado.

Reformas de las pensiones y demanda de duración

Tanto en Estados Unidos como en la zona del euro, las caídas de rendimientos fueron especialmente pronunciadas en los vencimientos superiores a 10 años. Entre mediados de 2004 y abril de 2005, el diferencial entre el tipo de interés de los bonos del Tesoro con vencimiento más dilatado y el aplicado a los bonos a 10 años descendió más de 50 puntos básicos, mientras que el diferencial entre los bonos alemanes a 30 y a 10 años se estrechó aproximadamente la mitad. En respuesta, el Gobierno francés lanzó una

emisión de bonos a 50 años en marzo de 2005 y otros Gobiernos europeos también anunciaron emisiones con vencimientos a muy largo plazo. No obstante, la mayor oferta apenas moderó el entusiasmo de los inversionistas por títulos con vencimientos tan dilatados. Incluso la ampliación de los diferenciales de los vencimientos en dólares que siguió al golpe de efecto del Tesoro estadounidense en mayo de este año, cuando anunció que estaba considerando volver a emitir bonos a 30 años tras una pausa de cinco años, fue relativamente breve.

Numerosos agentes económicos consideraron que las posibles reformas contables y de los fondos de pensiones estimularían la demanda de deuda con vencimientos largos. Las propuestas de reforma de las pensiones anunciadas por el Departamento de Trabajo de Estados Unidos a principios de enero de 2005 tendrían por efecto un aumento significativo de la volatilidad de los tipos de interés ante los desajustes en la duración de los activos, mientras que los planes para que la Pension Benefit Guaranty Corporation establezca primas en función del riesgo elevarían su coste. Por otra parte, las reformas contables iniciadas de forma independiente propusieron un reconocimiento más oportuno de los desajustes de duración en los estados financieros de los fondos de pensiones. Se consideró que, de promulgarse estas medidas, su impacto combinado incrementaría sensiblemente la demanda de activos a largo plazo por parte de los fondos de pensiones estadounidenses con el fin de compensar los desajustes de duración. En diversas partes de Europa se han debatido reformas similares, como la introducción de normas internacionales de información financiera y otras reformas de las pensiones en los Países Bajos y en Suecia.

... en parte por las posibles reformas de las pensiones

La experiencia reciente en otros lugares parece avalar que las reformas de las pensiones afectarán al precio de los bonos a largo plazo, incluso con anterioridad a su implantación. El anuncio en 1999 de una revisión de la normativa sobre las pensiones en el Reino Unido contribuyó a que la curva de rendimientos se invirtiera en los plazos de vencimiento superiores a 10 años en ese mismo año, a pesar de que los fondos de pensiones no aumentaron sino a posteriori sus tenencias de instrumentos de renta fija de mayor duración en detrimento de las acciones. En Dinamarca, donde los compromisos de los fondos de pensiones comenzaron a valorarse a precios de mercado a partir de 2001, también se observó un impacto considerable en la formación del precio de los bonos a largo plazo.

Acumulación de reservas y la "demanda asiática"

Los agentes económicos han identificado la demanda de los inversionistas asiáticos, sobre todo su reciclaje de reservas de divisas en valores de Estados Unidos, como otro factor que ha podido contribuir a los reducidos rendimientos en este país. Los esfuerzos de las autoridades asiáticas por contener la apreciación de sus monedas ante las crecientes entradas de capital les llevaron a acumular 535.000 millones de dólares adicionales en sus reservas (incluido Japón) en 2004, aumentando los niveles para el total de la región hasta 2,4 billones de dólares. Durante el transcurso del año, el origen de este crecimiento de las reservas dejó de estar en

Las autoridades asiáticas siguieron acumulando reservas

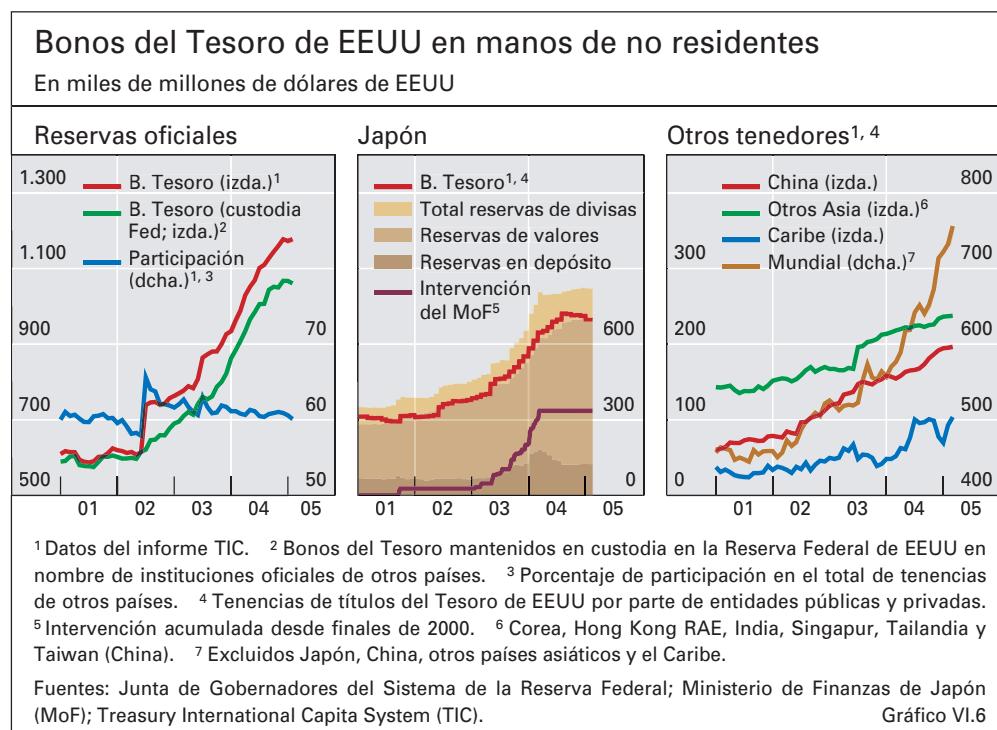
el Ministerio de Finanzas japonés, que interrumpió sus operaciones de intervención, para pasar a los bancos centrales de otras economías de la región. El reciclaje de una parte de estas reservas contribuyó al crecimiento de las reservas totales de Asia (tanto oficiales como privadas) de títulos del Tesoro estadounidense, que crecieron unos 219.000 millones de dólares en 2004, por encima del incremento registrado en todo el resto del mundo (véase el Gráfico VI.6).

Es posible que las compras asiáticas de títulos de EEUU influyeran en los rendimientos de este país ...

... pero es difícil identificar este efecto en los datos

Al mismo tiempo, queda por aclarar hasta qué punto influyó esta intensa demanda asiática de títulos estadounidenses en el reducido nivel de los rendimientos a largo plazo en Estados Unidos. Algunos agentes económicos han señalado que las compras asiáticas de títulos del citado país, sobre todo durante el periodo de intervención de Japón, pueden haber provocado una caída de los rendimientos de hasta 60 puntos básicos, aunque las estimaciones varían sustancialmente en función del plazo de vencimiento del bono, del horizonte temporal y de la metodología empírica aplicada. Sin embargo, una dificultad que se plantea al determinar empíricamente esta cuestión es el riesgo de inferir incorrectamente una relación de causalidad, ya que los responsables de la gestión de reservas pueden incrementar sus compras de activos estadounidenses denominados en dólares *en respuesta a* una reducción de los rendimientos. Así ocurriría si se antojase necesaria una intervención en apoyo del dólar tras la publicación de datos económicos adversos en Estados Unidos, salidas de capital hacia Asia y la consiguiente presión al alza sobre las monedas asiáticas.

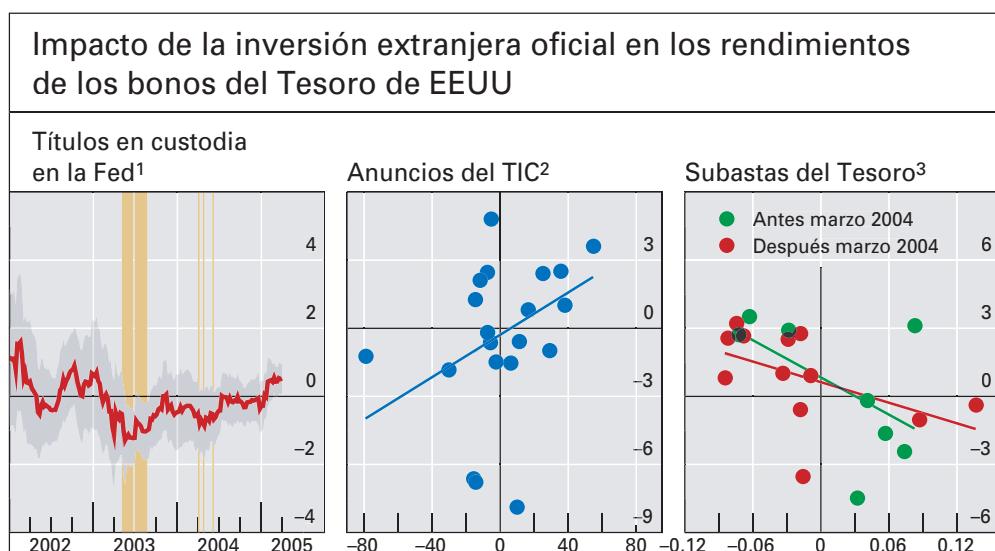
Hay indicios de que los efectos que hubieran podido tener las compras asiáticas en los rendimientos de los bonos de Estados Unidos se desvanecieron incluso antes de que finalizara la intervención de Japón



en marzo de 2004. Una regresión móvil de la variación semanal de los rendimientos de los bonos del Tesoro de Estados Unidos sobre la variación semanal de los títulos de dicho país mantenidos en custodia por la Reserva Federal indica que cabe identificar una relación significativa sólo de manera intermitente (véase el panel izquierdo del Gráfico VI.7). La relación negativa en lo que respecta a los bonos a cinco años y a 10 años sólo alcanzó niveles significativos en términos estadísticos entre mayo y agosto de 2003, para desaparecer antes de marzo de 2004. Aunque esto puede apuntar a una debilitación del vínculo entre los rendimientos de los bonos de Estados Unidos y las compras asiáticas de 2004, también podría reflejar la posibilidad de que otros bancos centrales asiáticos canalizaran su inversión hacia títulos estadounidenses de manera menos obvia.

Apenas hay pruebas de que la publicación de datos que arrojaron luz sobre las compras asiáticas de títulos de Estados Unidos tendiera a hacer fluctuar los rendimientos de manera previsible. Los agentes económicos siguen atentamente el informe mensual Treasury International Capital (TIC), que agrega las adquisiciones netas de títulos de Estados Unidos por parte de residentes en distintos países y proporciona una estimación del

Los rendimientos no reaccionaron ante las sorpresas del informe TIC ...



¹ Coeficientes estimados a partir de una regresión rodante de 26 semanas de las oscilaciones semanales de los rendimientos de los bonos del Tesoro de EEUU a cinco años sobre la variación de las reservas custodiadas en la Reserva Federal por cuenta de entidades oficiales extranjeras; en puntos básicos por cada variación de 1.000 millones de dólares en las reservas oficiales de otros países en custodia. El área sombreada indica el intervalo de confianza del 95%; la línea vertical sombreada indica los períodos en los que el coeficiente beta obtenido de la regresión bivariante es negativo y significativo a un nivel del 95%. ² El eje de ordenadas representa la variación en puntos básicos del bono del Tesoro de EEUU a dos años de emisión más reciente en un intervalo de dos horas en torno a la publicación de los datos del informe mensual TIC. El eje de abscisas representa la estimación de las noticias inesperadas en la publicación de los datos del informe mensual TIC, medida como la desviación de una media móvil de tres meses de las compras netas extranjeras de títulos del Tesoro de EEUU; para el periodo enero 2003 – enero 2005. ³ El eje de ordenadas es la variación en puntos básicos del bono del Tesoro de EEUU a dos años de emisión más reciente en las dos horas en torno a la publicación de los resultados de la subasta del Tesoro de EEUU. El eje de abscisas es la estimación de las noticias inesperadas en la proporción de pujas indirectas, medida como la desviación de una media móvil de tres meses de la relación entre pujas indirectas y el total de pujas competitivas aceptadas en la subasta de bonos a dos años. El periodo anterior a marzo de 2004 corresponde a agosto 2003 – marzo 2004 y el periodo posterior corresponde a abril 2004 – marzo 2005.

Fuentes: Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal; Bloomberg; GovPx; TIC; cálculos del BPI.
Gráfico VI.7

total de reservas oficiales extranjeras. Sin embargo, el mercado de deuda pública no se alteró ante la sorpresa que supusieron las relativamente elevadas adquisiciones netas en el exterior (basadas en previsiones de consenso) por importe de 22.500 millones de dólares recogidas en el informe TIC de noviembre de 2004, y de 2.800 millones de dólares en el informe de diciembre. Si se analiza la evolución de un modo más retrospectivo, los datos del informe TIC parecen haber tenido escaso o ningún impacto sistemático en el mercado de deuda pública de Estados Unidos: los rendimientos de los títulos del Tesoro estadounidense a dos años (o a cinco años) de emisión más reciente no parecieron reaccionar negativamente ante la sorpresa de las estimaciones sobre compras netas totales (o compras oficiales de otros países) de títulos del Tesoro estadounidense (véase el panel central del Gráfico VI.7).

... y sólo
reaccionaron
moderadamente a
las inesperadas
compras indirectas

Igual de poco concluyente resulta un ejercicio similar basado en el anuncio de los resultados de las subastas de bonos del Tesoro estadounidense (véase el panel derecho del Gráfico VI.7). A menudo, los agentes económicos utilizan los datos sobre pujas por cuenta ajena, esto es, las peticiones competitivas que realizan los operadores en nombre de terceros para la adquisición de títulos del Tesoro de Estados Unidos, como aproximación a la actividad de los bancos centrales asiáticos en el mercado de deuda pública. Aunque parece que los rendimientos de los bonos de emisión más reciente disminuyen cuando crece la proporción de compras indirectas, esta relación sólo es ligeramente significativa en términos estadísticos para el bono a dos años, siendo insignificante para el bono a cinco años. Por otra parte, el efecto parece haber sido bastante menos pronunciado tras finalizar la intervención de Japón. Antes de marzo de 2004, el anuncio de un aumento inesperado de cinco puntos porcentuales en la proporción de compras indirectas (que rondaba el 40% de media en el periodo transcurrido entre mayo de 2003 y marzo de 2005) se asocia a una caída de 1,4 puntos básicos en el rendimiento del bono a dos años de emisión más reciente durante las horas en torno a la publicación de los resultados de la subasta. Este resultado es algo inferior si se toma en consideración la influencia de otros factores, como el coeficiente de cobertura de las pujas y el importe total de la subasta. Con posterioridad a marzo de 2004, este efecto descendió hasta 0,8 puntos básicos.

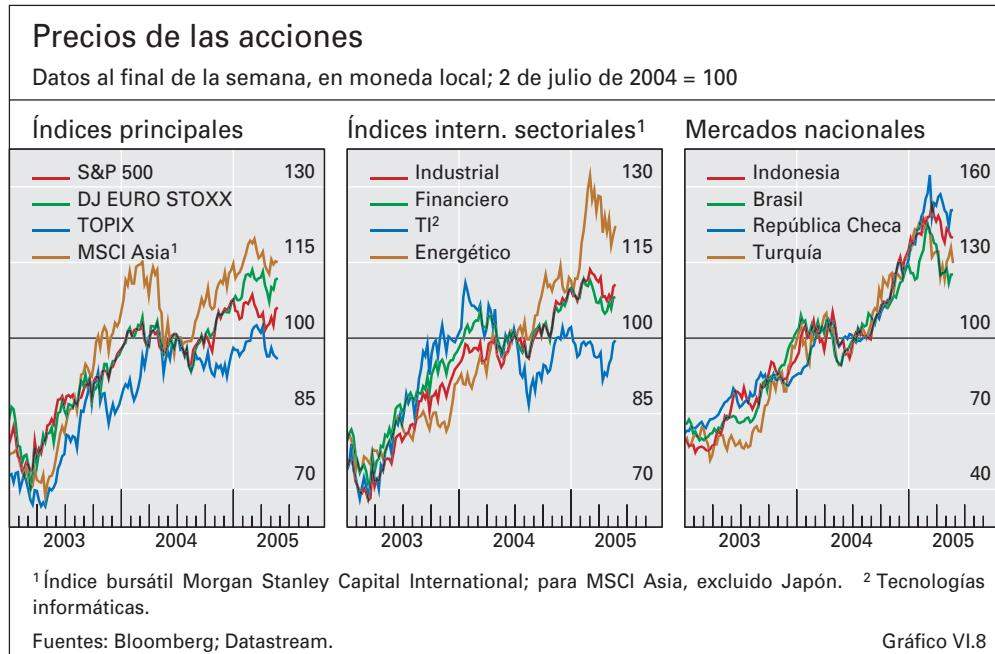
En general, lo anterior indica que el impacto que pueden haber tenido las compras asiáticas en los rendimientos de los bonos de Estados Unidos se debilitó considerablemente tras el periodo de intervención de Japón. No obstante, esta evidencia ha de interpretarse con cautela. La actividad de otros agentes económicos, que posiblemente adelantaron sus adquisiciones de títulos del Tesoro de Estados Unidos basándose en sus expectativas sobre la tendencia de la actividad en Asia, puede haber difuminado la relación directa entre los rendimientos y las compras asiáticas aproximada por las reservas en custodia de la Reserva Federal. Además, la ausencia de un “efecto anuncio” significativo puede deberse a imprecisiones en los indicadores de las expectativas de los mercados en el informe TIC, así como a errores en las estimaciones del papel

desempeñado por los bancos centrales asiáticos en las pujas por cuenta ajena en las subastas del Tesoro. Por último, todas estas estimaciones sólo captan el efecto marginal de las adquisiciones dado el régimen de tipos de cambio vigente, y no pueden medir el impacto que podría tener el efecto combinado de una modificación de las políticas cambiaria y de asignación de carteras.

Los mercados bursátiles y los precios del petróleo

Tras la intensa recuperación de 2003, los principales mercados bursátiles tan sólo registraron subidas moderadas durante el periodo analizado, con diferencias acusadas en las tasas de crecimiento en las distintas regiones. Los mejores resultados correspondieron a los mercados de la zona del euro y de Asia (excluido Japón) que, en términos de moneda local, se incrementaron el 6,2% y el 11,3%, respectivamente. En cambio, los mercados de Estados Unidos y de Japón se estancaron, con un avance del 1,4% y un retroceso del 4,9%, respectivamente, entre mediados de 2004 y abril de 2005 (véase el Gráfico VI.8). Entre los mercados nacionales que más se revalorizaron se cuentan países adherentes a la zona del euro como Hungría y la República Checa, mercados emergentes de Asia como la India e Indonesia, y mercados de América Latina como Brasil y Colombia, que registraron todos ellos aumentos en las cotizaciones superiores al 20% en moneda local. En cuanto a los índices sectoriales generales, no sorprende que el energético fuera el mejor, con una rentabilidad del 20,9% a escala mundial, al tiempo que los sectores industrial y financiero, con sendas revalorizaciones del 5,7% y el 4,4%, batieron también a los índices internacionales. En cambio, el sector tecnológico perdió un 10%.

Los principales mercados bursátiles tan sólo registraron subidas moderadas ...



Sólido aumento de los beneficios a pesar de los decepcionantes resultados del sector de tecnología informática (TI)

... a pesar del considerable aumento de los beneficios ...

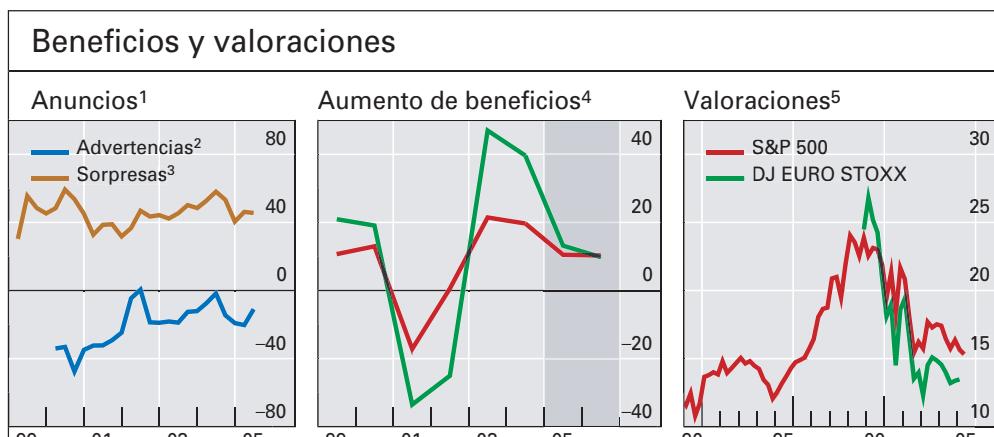
... y de la mayor actividad de fusiones y adquisiciones

Tropiezo en marzo y abril de 2005

El crecimiento de los beneficios empresariales en Estados Unidos y en la zona del euro, aunque menos intenso que en 2002–03, logró situarse por encima del 10% en 2004 y principios de 2005 (véase el Gráfico VI.9). Los beneficios decepcionaron a finales de 2004, pero la relación entre resultados mejores y peores de lo previsto de las empresas del índice S&P 500 repuntó ligeramente en los primeros meses de 2005. Las advertencias sobre beneficios también mejoraron a principios de 2005, tras haber empeorado a finales de 2004. Claro está, el anuncio de resultados decepcionantes por parte de empresas líderes del sector tecnológico atrajo la atención con frecuencia, también en el verano de 2004 y principios de 2005. Aun así, los anuncios sobre beneficios en Estados Unidos y en la zona del euro fueron en general aceptables, y los resultados de varias de las principales sociedades financieras en particular superaron las expectativas en el primer trimestre del año.

Las operaciones de fusión y adquisición de empresas y las perspectivas de reapalancamiento empresarial parecieron animar los mercados bursátiles a principios de 2005. En Estados Unidos se anunciaron varias fusiones multimillonarias a finales de enero, mientras en Europa las especulaciones sobre adquisiciones de bancos italianos respaldaron positivamente los índices bursátiles.

No obstante, los mercados bursátiles internacionales se tambalearon a partir de marzo de 2005. La publicación en abril de datos macroeconómicos en Estados Unidos, especialmente decepcionantes en lo que respecta a las cifras de ventas al por menor, inflación y confianza de los consumidores, parecieron repercutir en las cotizaciones bursátiles a escala mundial. En Europa también disminuyó la confianza de los consumidores y de las empresas, mientras que, en Japón, las crecientes tensiones políticas con China también provocaron un deterioro de la confianza, incluida una caída



¹ Diferencia entre anuncios positivos y negativos, expresada en porcentaje del total de anuncios; las observaciones se sitúan en el trimestre del anuncio. ² Referencias sobre beneficios futuros facilitadas por las empresas. ³ Beneficios obtenidos. ⁴ Variación anual de los beneficios de explotación por acción, en porcentaje; para 2005–06, previsiones. ⁵ Relación entre precio y beneficio por acción basada en los beneficios proyectados a 12 meses.

Fuentes: Bloomberg; I/B/E/S; Standard & Poor's; cálculos del BPI.

Gráfico VI.9

del 3,8% del índice Nikkei 225 el 18 de abril, la más pronunciada en un solo día desde el 10 de mayo de 2004.

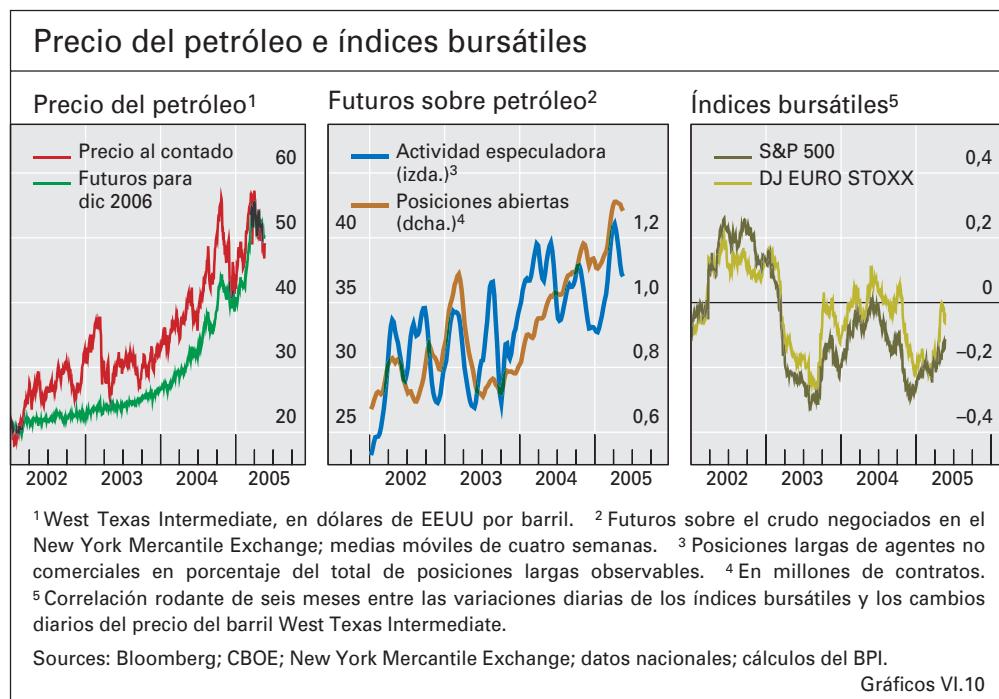
Mercados bajo la influencia del encarecimiento del petróleo

La creciente demanda de crudo en un contexto de restricciones a corto plazo en la oferta ayudó a impulsar el precio del petróleo, lo que a su vez contribuyó a la debilidad observada en los mercados de renta variable internacionales durante el periodo analizado. El precio del Brent, que cerró 2004 con un incremento anual del 34%, subió otro 32% en el primer trimestre de 2005. Las tendencias a largo plazo en la oferta y la demanda de crudo continuaron siendo motivo de constante preocupación, en particular la persistencia de un intenso crecimiento en naciones que son grandes consumidoras de petróleo como China y los reducidos niveles de capacidad productiva sobrante en el sector petrolífero internacional (véase el Capítulo III).

La actividad especuladora se citó con frecuencia como uno de los factores que contribuyó a la subida más espectacular de los precios del petróleo en una década. Los datos recopilados por el regulador del mercado de futuros estadounidense, la Commodity Futures Trading Commission, indican que las posiciones abiertas —contratos celebrados pero hasta la fecha no compensados por una operación contraria ni perfeccionados con la entrega— aumentaron más del 60% entre finales de 2003 y finales de marzo de 2005. Además, la participación de los operadores no comerciales en las posiciones largas, aunque volátil, alcanzó en 2004 (y principios de 2005) niveles sustancialmente superiores a los de 2003 y 2002, lo que corroboraría la opinión de que estos operadores aumentaron sensiblemente su actividad en los mercados de futuros del petróleo cuando aumentaron los precios del crudo (véase el Gráfico VI.10). Con todo, resulta difícil

El incremento de los precios del petróleo ...

... caracterizado por un aumento espectacular de la actividad especuladora ...



... repercutió
en los mercados
bursátiles

estimar hasta qué punto contribuyó la actividad especuladora en sí a la volatilidad observada en el mercado.

El fuerte encarecimiento del petróleo lastró claramente las cotizaciones de las acciones en los mercados desarrollados. Las correlaciones móviles a seis meses entre las variaciones diarias de los precios del petróleo y las de los principales índices bursátiles en Estados Unidos y en Europa, que se habían tornado acusadamente negativas a principios de 2003 durante la subida de los precios del crudo previa a la guerra de Iraq, volvieron a ser muy negativas en el segundo semestre de 2004 y en 2005, a medida que aumentaban los precios del petróleo y la actividad especuladora. En su mayor parte, los mercados se centraron en el impacto del encarecimiento del petróleo sobre el crecimiento de los beneficios más que en la inflación *per se*, creyendo al parecer que, a diferencia de las perturbaciones causadas por los precios del crudo en la década de los 70, el reciente remonte de estos precios no conllevaría una aceleración de la inflación (véanse también los Capítulos II y IV).

Respaldo de la volatilidad decreciente y de la marcada preferencia por el riesgo

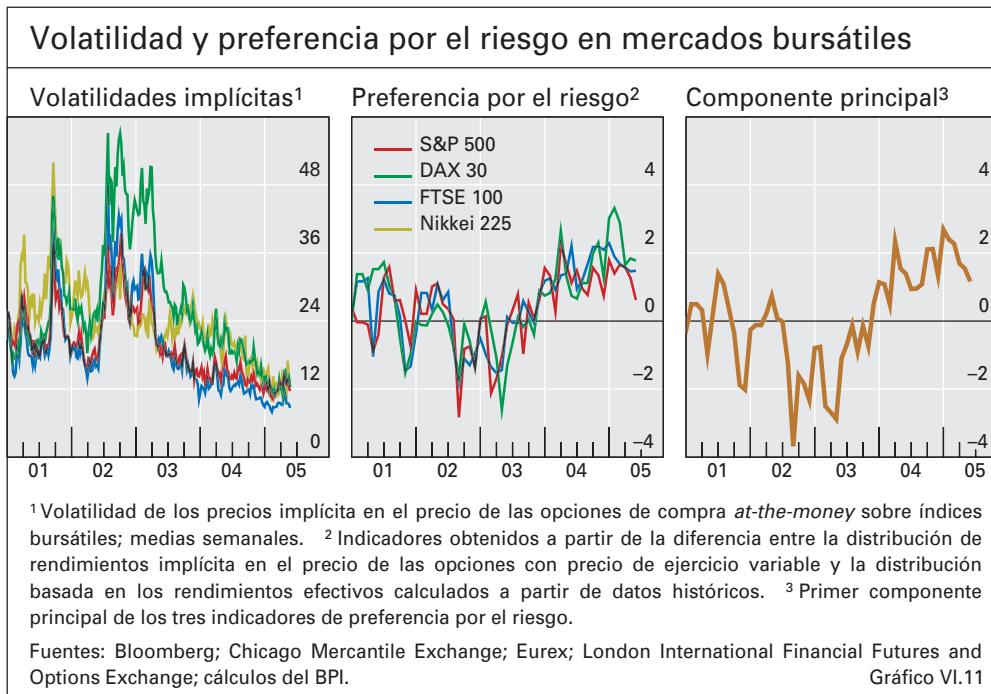
La caída de las primas de riesgo reflejó la reducción de las volatilidades y la marcada preferencia por el riesgo ...

La caída de las primas de riesgo, que incorporan tanto la percepción como la preferencia por el riesgo, fue el origen probable del apuntalamiento de los mercados bursátiles en el segundo semestre de 2004 y principios de 2005. A comienzos de 2005, las volatilidades históricas (e implícitas) en los principales índices bursátiles habían caído hasta sus niveles más bajos en casi 10 años. Por otra parte, una estimación de la preferencia por el riesgo, obtenida para diferentes mercados y a escala internacional a partir de los precios de las opciones sobre índices bursátiles y de las volatilidades históricas, volvió a aumentar durante la mayor parte del periodo examinado y se mantuvo bastante por encima de su promedio a largo plazo a principios de 2005 (véase el Gráfico VI.11).

En el periodo analizado, las fluctuaciones en la inclinación por el riesgo en los mercados bursátiles parecen haber estado relacionadas, al menos en parte, con las expectativas sobre la disposición y la capacidad de la Reserva Federal para mantener un ritmo mesurado en las subidas de tipos de interés. Por ejemplo, la apetencia por el riesgo disminuyó en enero de 2005 al publicarse el acta de la reunión de la Reserva Federal de diciembre, que llevó a los agentes económicos a prever un ritmo más rápido de endurecimiento monetario en Estados Unidos, si bien la preferencia por el riesgo se recuperó poco después.

... aunque esta
inclinación al riesgo
disminuyó en la
primavera de 2005

La medida en que la preferencia por el riesgo influyó en los mercados bursátiles quizá se hizo especialmente evidente en la primavera de 2005. Fue entonces cuando los mercados de los países desarrollados registraron pérdidas considerables a pesar de anunciar resultados empresariales que en general superaron las expectativas. La combinación de dificultades sin precedentes en los principales fabricantes de automóviles en Estados Unidos, de una renovada preocupación por cuestiones de gobierno corporativo en el sector asegurador y de indicadores macroeconómicos relativamente pobres suscitaron nuevas dudas sobre la sostenibilidad de los beneficios. Si bien las medidas de volatilidad histórica aumentaron,



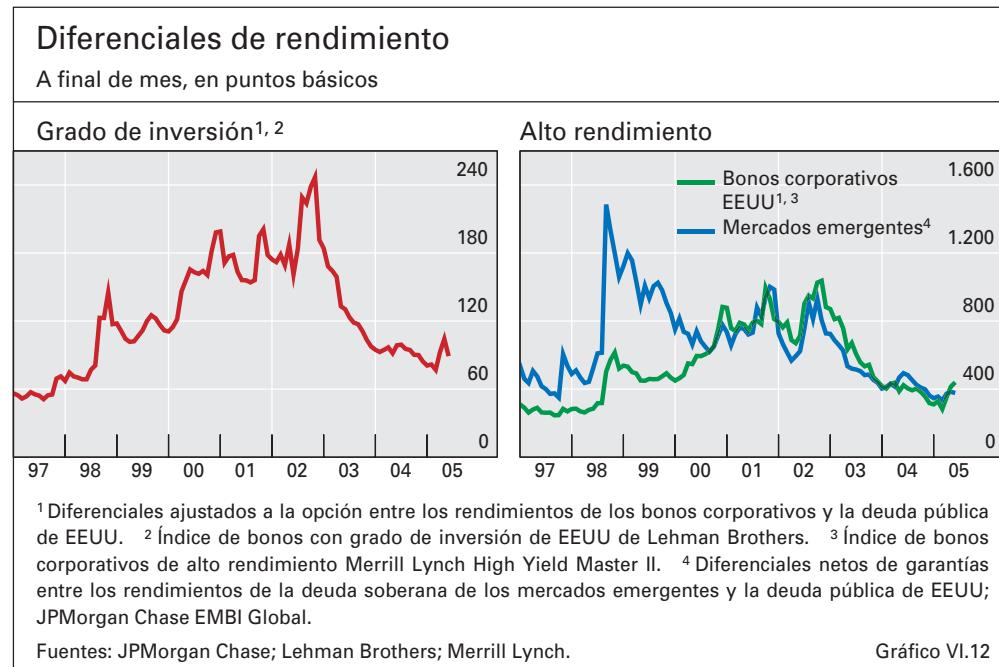
la volatilidad implícita lo hizo aún más, y la preferencia por el riesgo cayó drásticamente en Estados Unidos hasta niveles observados por última vez en febrero de 2004.

La caída de los mercados bursátiles en marzo y abril, unida al persistente y marcado crecimiento de los beneficios, acercó las valoraciones a su promedio histórico. A principios de 2004, las valoraciones parecían algo excesivas. No obstante, a mediados de mayo de 2005, la relación entre precio y beneficio, basada en los beneficios previstos a un año, había descendido hasta 16 para el índice S&P 500 (no muy por encima del promedio de 13 correspondiente al periodo 1985–95) y hasta 14 para el índice DJ EURO STOXX (véase el Gráfico VI.9). En el pasado, los beneficios previstos tendían a ser excesivamente optimistas, de modo que las expectativas de crecimiento de los beneficios superiores al 10% para 2005–06 (muy superiores al crecimiento del PIB nominal) podrían acabar decepcionando.

Pérdida de impulso en los mercados de deuda

La recuperación de los mercados de deuda iniciada a finales de 2002 continuó en 2004, hasta que se invirtió en marzo y abril de 2005. Durante gran parte del periodo analizado, los inversionistas en estos mercados mostraron más confianza en las perspectivas a corto plazo que sus homólogos en los mercados de renta variable. Los diferenciales de todas las categorías de deuda (de empresa y soberana, de grado de inversión y de alto rendimiento, no garantizada y de titulización de activos) se estrecharon durante el segundo semestre de 2004 y principios de 2005 (véase el Gráfico VI.12). En febrero de 2005, los diferenciales de los bonos de empresa habían caído hasta niveles próximos a sus mínimos históricos y los de los mercados emergentes se situaban por debajo de sus mínimos. Posteriormente, al tornarse los

A principios de 2005, los diferenciales cayeron hasta acercarse a sus mínimos históricos



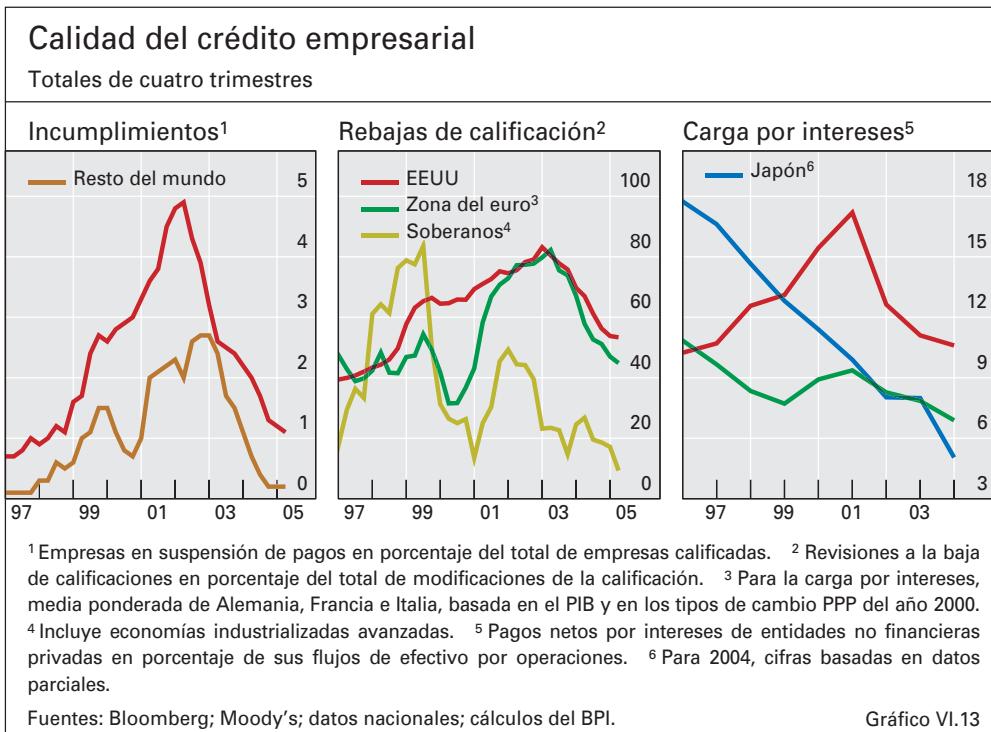
inversionistas más aversos al riesgo, los mercados de deuda registraron un episodio de ventas generalizadas. A mediados de mayo de 2005, los diferenciales de los bonos de empresa con calificación A denominados en dólares estadounidenses estaban en 78 puntos básicos, 14 por encima del nivel de febrero de 2005, casi igual que un año antes y 33 puntos básicos sobre el mínimo de octubre de 1997. A mediados de mayo de 2005, los diferenciales de la deuda de mercados emergentes se situaban en 383 puntos básicos, 38 por encima de los de febrero de 2005, pero muy por debajo del nivel de un año antes e incluso del mínimo de octubre de 1997.

¿Alcanzó la calidad crediticia su punto máximo?

Mejoras considerables de la calidad crediticia ...

En 2004, la confianza de los inversionistas en los mercados de deuda contó con el respaldo de una significativa mejora de la calidad crediticia. En las principales economías, la incidencia de las quiebras de empresas y de las revisiones a la baja de calificaciones crediticias —que en 2001 se habían aproximado a sus máximos históricos— cayó hasta niveles no vistos desde 1997, momento álgido del anterior ciclo crediticio (véase el Gráfico VI.13). Las revisiones a la baja representaron el 54% del total de recalificaciones de empresas estadounidenses realizadas por Moody's en 2004 (frente al 83% de 2002), un nivel similar al registrado en 1998. Además, el porcentaje de flujos de caja destinado al pago de intereses, un indicador a corto plazo comúnmente utilizado para anticipar tensiones financieras en las empresas, descendió hasta su nivel más bajo en muchos años.

En los mercados emergentes, la situación económica y financiera fue también la mejor en años. Si bien los elevados precios de las materias primas favorecieron a algunos países, también las mejoras en las posiciones externas, en los sistemas financieros y en las políticas fiscales y monetarias permitieron que muchos de estos mercados reaccionaran mejor ante las perturbaciones (véase el Capítulo III). En 2004, las revisiones al alza de las calificaciones de



la deuda soberana superaron a las revisiones a la baja en una proporción de casi 5 a 1.

A pesar de la mejora generalizada de la calidad crediticia, algunos prestatarios atravesaron por dificultades. Destacan los problemas de los fabricantes de automóviles de Estados Unidos, en especial General Motors, uno de los principales emisores en el mercado de bonos de empresa de dicho país. Una serie de informes con resultados decepcionantes y de anuncios negativos sobre su calificación, incluida una revisión a la baja por debajo de grado de inversión, hizo que los diferenciales de los *swaps* de incumplimiento crediticio (CDS) de esta empresa se incrementaran desde aproximadamente 200 puntos básicos a mediados de 2004 hasta 280 puntos básicos a finales de año, y hasta más de 900 puntos básicos en abril de 2005. Otros sectores en dificultades fueron el asegurador y el farmacéutico, que tuvieron que afrontar un escrutinio más severo por parte de las autoridades estadounidenses tras conocerse que habían recurrido a prácticas de venta irregulares (en relación con el sector seguros, véase el Capítulo VII). Entre los prestatarios soberanos, los problemas fiscales llevaron a las agencias de calificación crediticia a revisar a la baja la calificación de Filipinas, al tiempo que la incertidumbre política perjudicó a Ucrania y a Ecuador, entre otros.

Durante la mayor parte del periodo analizado, los inversionistas estimaron que estas dificultades constituían acontecimientos idiosincrásicos y que no eran sintomáticos de problemas de crédito más amplios. No obstante, la evolución observada desde finales de 2004 apuntaba de forma creciente a que la calidad del crédito empresarial podría haber tocado techo. En Estados Unidos en particular, las empresas incrementaron su endeudamiento (véase el Gráfico VI.14). En el conjunto de 2004, la deuda bancaria y los pagarés de empresa en circulación se incrementaron por primera vez desde 2000.

... pero dificultades en algunos sectores, en especial en el automovilístico

Mayores necesidades de financiación de las empresas de EEUU ...

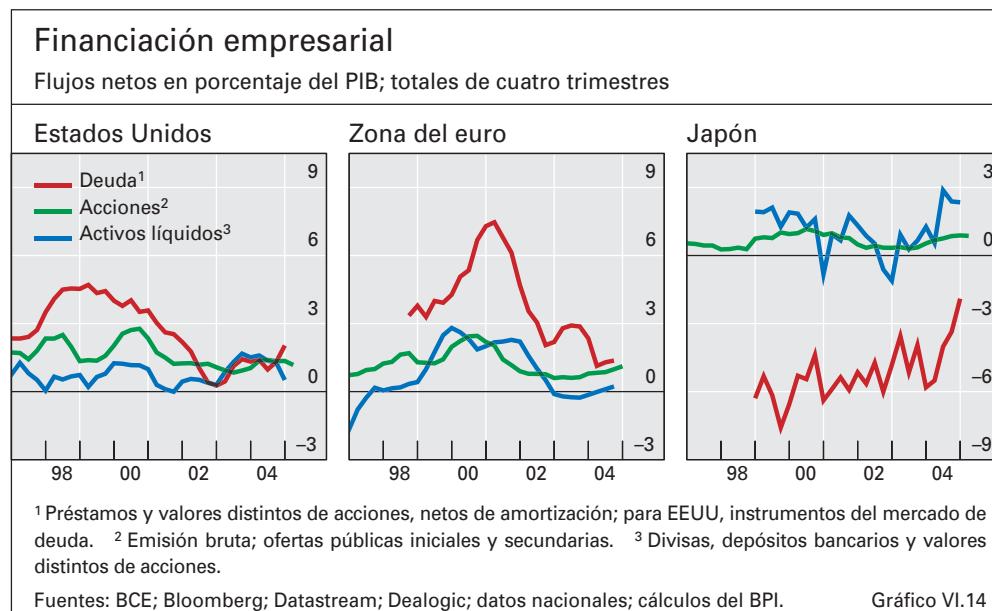
... impulsadas por el gasto de capital y las adquisiciones ...

... y por los gestos en favor de los accionistas

Además, la acumulación de efectivo y de otros activos líquidos por empresas estadounidenses se ralentizó a finales de 2004 en comparación con el ritmo excepcionalmente fuerte registrado en 2003 y en el primer semestre de 2004.

El patente aumento de las necesidades de financiación de las empresas estadounidenses se debió en gran medida al incremento de la inversión en capital y de las adquisiciones (por lo que no fue necesariamente en detrimento de la solvencia crediticia). La inversión empresarial en Estados Unidos repuntó de forma señalada en 2004, después de tres años sin apenas variación (véase el Capítulo II). Las fusiones y adquisiciones se recuperaron desde sus mínimos cíclicos. Muchas de las operaciones se financiaron con fondos propios o con excedentes de tesorería, aunque una parte considerable se financió mediante deuda. El aumento de la inversión en capital y de las adquisiciones coincidió con una desaceleración del crecimiento de los beneficios, lo que limitó la capacidad de las empresas para recurrir a la financiación propia.

Las necesidades de financiación de las empresas estadounidenses se intensificaron por las medidas adoptadas para mejorar la rentabilidad para los accionistas. Muchas empresas aumentaron sus dividendos. Entre las del índice S&P 500, el dividendo por acción creció un 12% en 2004, frente a un incremento medio anual del 3% en la década anterior. Algunas sociedades también empezaron a reapalancar sus balances. Las recompras de acciones en 2004 superaron el máximo registrado en el año 2000 y, si bien estas operaciones buscaron principalmente compensar las opciones sobre acciones que los empleados habían ejercido durante el año, algunas empresas optaron simplemente por operar con unos coeficientes de endeudamiento más elevados. De hecho, la recompra de acciones y el pago de dividendos estuvieron entre las causas principales de la emisión de bonos de empresa en 2004, mientras que la adquisición apalancada de empresas (LBO) o la adquisición de la empresa por parte de su alta dirección (MBO) representaron una proporción considerable de la actividad registrada en los mercados de bonos de alto rendimiento y de préstamos sindicados.



En Europa, la necesidad de continuar reforzando los balances fue más evidente. Ciertamente, al igual que en Estados Unidos, numerosas empresas cotizadas de primera fila aumentaron sus dividendos y anunciaron planes para recomprar acciones. También se incrementaron las adquisiciones apalancadas y las empresas no cotizadas se tornaron más activas en muchos países europeos. Sin embargo, a diferencia de Estados Unidos, la toma de crédito por el sector empresarial volvió a disminuir en 2004 y se situó en su nivel más bajo en años. La inversión en capital todavía parca, unida a un crecimiento de los beneficios superior al 10%, limitó las necesidades de financiación ajena. Por otra parte, los cambios en las condiciones de concesión de crédito bancario pueden haber llevado a empresas que solían recurrir a los bancos para obtener financiación (principalmente, pequeñas y medianas empresas no cotizadas) a reducir su nivel de apalancamiento. Por último, algunas empresas acudieron a los mercados bursátiles para captar nuevo capital. Aunque las ofertas públicas iniciales fueron relativamente escasas en 2004, las empresas cotizadas obtuvieron financiación sin precedentes mediante ofertas secundarias de acciones, sobre todo bancos y empresas de telecomunicaciones.

Las empresas japonesas prosiguieron sus esfuerzos de toda una década por fortalecer sus balances. En 2004, los beneficios crecieron como no lo habían hecho en años, pero, en lugar de aplicar los mayores flujos de caja únicamente a acelerar los reembolsos, las empresas optaron por aumentar su inversión en capital y acumular reservas de efectivo. Así, el ritmo de reducción de la deuda se frenó notablemente en 2004, a pesar de que las amortizaciones superaron al nuevo endeudamiento por noveno año consecutivo.

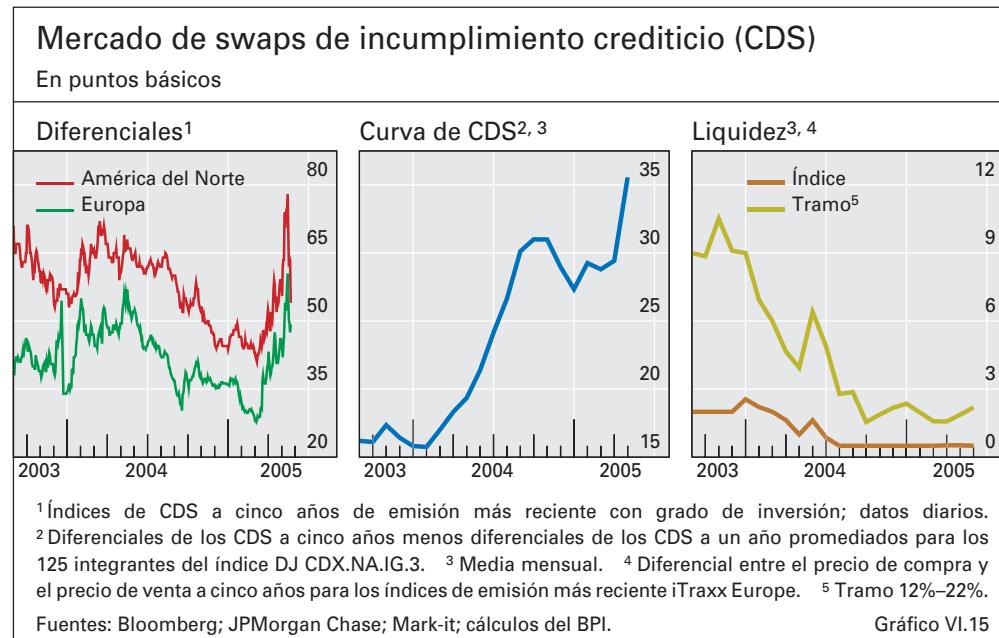
Las empresas japonesas redujeron su endeudamiento por noveno año consecutivo

Cambios en la aversión al riesgo

Dado que la calidad crediticia pareció la mejor registrada en años, los diferenciales de los bonos soberanos y de empresa se vieron de nuevo influidos por la predisposición de los inversionistas a descontar riesgos. Continuando con la tendencia iniciada en 2003, durante gran parte del periodo analizado los inversionistas presionaron al alza los precios de los activos de mayor riesgo o de escasa liquidez al tratar de alcanzar mayores rentabilidades. Sin embargo, en marzo de 2005 comenzó a hablarse de nuevo del riesgo de deterioro de la calidad crediticia debido a acontecimientos impredecibles poco probables (*event risk*). Tras la advertencia sobre beneficios de General Motors, los mercados de deuda cedieron en marzo y abril todas las ganancias obtenidas en los doce meses anteriores (véase el Gráfico VI.15).

Comparando los cambios en las probabilidades de incumplimiento y en los diferenciales de crédito se aprecia cómo ha cambiado con el tiempo la prima de riesgo exigida por los inversionistas. Las probabilidades de incumplimiento obtenidas a partir de los diferenciales de crédito son conceptualmente equivalentes a las calculadas a partir de la información subyacente de los balances multiplicada por un parámetro de aversión al riesgo. En el panel izquierdo del Gráfico VI.16 figura una estimación de este parámetro. La aversión al riesgo en los mercados de CDS pareció alcanzar su máximo a mediados de 2002, tras el derrumbe de WorldCom: descendió

La aversión al riesgo cayó hasta nuevos mínimos a finales de 2004

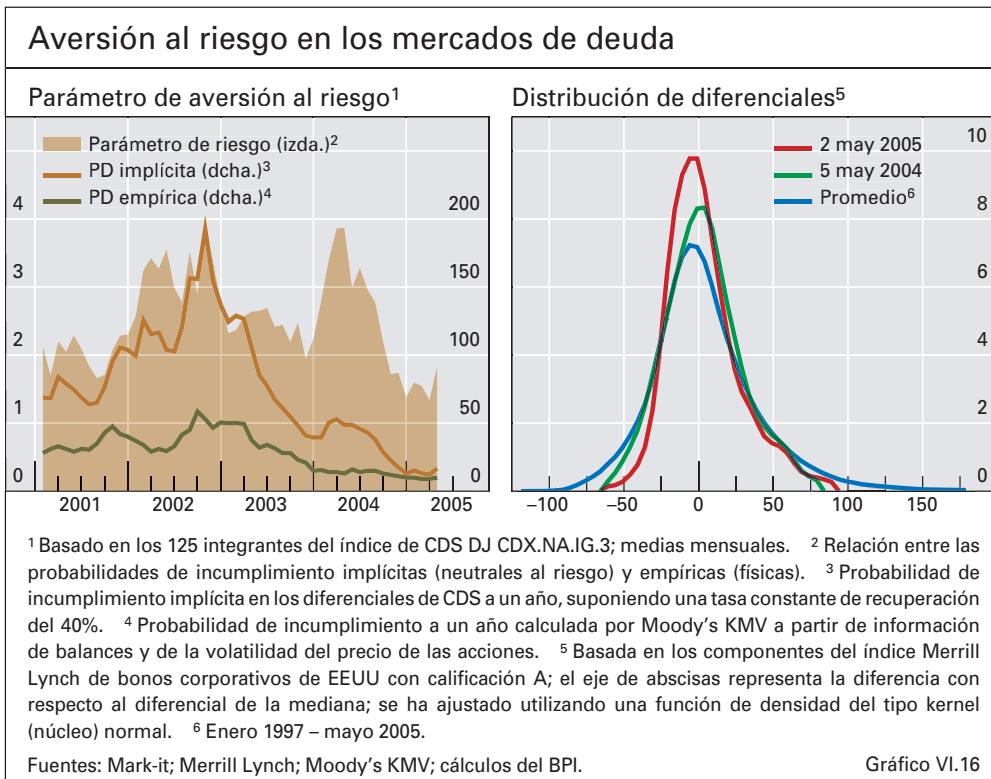


de manera acusada a finales de ese año y durante 2003, elevándose transitoriamente en el primer trimestre de 2004, cuando se produjeron ventas masivas a escala internacional en los mercados de bonos. En los mercados de CDS, las estimaciones del aumento de la aversión al riesgo a principios de 2004 resultaron exageradas al deshacerse operaciones apalancadas. Posteriormente, la aversión al riesgo registró nuevos mínimos a finales de 2004, pero se recuperó en marzo y abril de 2005.

Las medidas de discriminación en los mercados de deuda privada arrojan un resultado similar. El estrechamiento de la distribución de los diferenciales de rendimiento para emisores de una categoría crediticia determinada indica que, a principios de 2005, los inversionistas no hicieron tanta distinción entre emisores como en el pasado (véase el panel derecho del Gráfico VI.16). Incluso tras la oleada de ventas en los mercados de deuda, los diferenciales de los títulos con calificación A se agruparon mucho más que su promedio desde 1997, lo que también es válido para otras categorías de calificación crediticia.

La intensa demanda de activos que proporcionen un rendimiento adicional es otra prueba, aunque más bien indirecta, de la predisposición de los inversionistas a asumir riesgo. Los productos estructurados, como los bonos de titulización de deuda (CDO), fueron especialmente populares (véase más adelante). Los tramos preferentes de los productos estructurados suelen tener una calificación elevada, a menudo AAA, aunque debido a su complejidad, escasa liquidez y perfil de riesgo ofrecen rendimientos considerablemente superiores a los bonos de empresa de calificación similar. Atraídos por la inclinada pendiente de la curva de diferenciales, los inversionistas también modificaron sus inversiones en favor de instrumentos a largo plazo. La prima por plazo entre los diferenciales de los CDS a uno y a cinco años descendió a finales de 2004, para repuntar más tarde en abril de 2005, durante el episodio de ventas generalizadas en los mercados de deuda (véase el Gráfico VI.15).

Intensa demanda de activos que ofrezcan una mejora de los rendimientos



Aprovechando la receptividad de los inversionistas a instrumentos innovadores y de mayor rendimiento, los prestatarios de mercados emergentes aumentaron la emisión de bonos denominados en moneda local. En agosto de 2004, Uruguay se convirtió en el segundo prestatario soberano con calificación inferior al grado de inversión en emitir un bono internacional denominado en su propia moneda (Argentina fue el primero, en 1997), y el tercero fue Colombia en noviembre. Enseguida siguieron las empresas brasileñas con emisiones de bonos internacionales denominados en reales. Estos productos ayudan a los prestatarios de los mercados emergentes a reducir su vulnerabilidad ante los desajustes de divisas (véase el Capítulo III).

Un motivo importante de que disminuya la prima exigida por los inversionistas por asumir riesgo es la percepción de fortaleza en la coyuntura económica subyacente. En horizontes temporales dilatados, la preferencia por el riesgo tiende a ser procíclica, aumentando cuando se observa una mejora en las variables fundamentales y disminuyendo cuando empeoran. Por ejemplo, un intenso crecimiento a escala internacional propició la reducción de la aversión al riesgo en 2004, aunque las revisiones a la baja de las previsiones de crecimiento mundial posiblemente intensificaran la venta generalizada que se produjo en los mercados de deuda en marzo y abril de 2005.

Los cambios en la composición de los agentes económicos son otro posible factor que explicaría la menor aversión efectiva al riesgo. El crecimiento del mercado de CDO y la consiguiente demanda de mayor riesgo de los gestores de estos productos —la “demanda de crédito estructurado”— pueden haber modificado la preferencia colectiva por el riesgo de los

La escasa aversión al riesgo se vio favorecida por un pronunciado crecimiento ...

... por los cambios en la composición de los agentes económicos ...

participantes activos en los mercados de deuda (véase más adelante). La creciente participación de los fondos de cobertura en los mercados de derivados de crédito y de productos financieros estructurados puede haber surtido similar efecto (véase el Capítulo VII).

... y por los
reducidos tipos de
interés oficiales

Por último, aunque no por ello menos importante, el reducido nivel de los tipos de interés oficiales en los principales mercados parece haber influido en la predisposición de los inversionistas a asumir riesgo. En la medida en que los bajos tipos de interés oficiales han reducido el coste de financiación y han aumentado su disponibilidad, pueden haber disminuido su coste de mantenimiento y mejorado las valoraciones del colateral, lo que a su vez puede favorecer la toma de riesgo. La influencia de los bajos tipos de interés oficiales también se deja sentir en su interacción con otros determinantes de la aversión al riesgo, por ejemplo, facilitando las operaciones apalancadas. Además, ante la presencia de sesgos psicológicos y de restricciones institucionales, unos tipos de interés bajos podrían provocar simplemente una búsqueda de rentabilidad. Como se indicaba en el 74º *Informe Anual*, muchos inversionistas parecen reacios o incluso incapaces de adaptar sus objetivos de rendimiento nominal en respuesta a cambios fundamentales en la situación del mercado. Ante los escasos rendimientos nominales, en términos históricos, de los títulos de deuda pública de alta calificación, es posible que los inversionistas hayan asumido en los últimos años un riesgo de crédito adicional para tratar de preservar los rendimientos nominales que obtenían cuando los tipos de interés eran más elevados.

Diferenciales de crédito, riesgo relacionado con acontecimientos imprevisibles y tipos de interés oficiales

Podría precipitarse
una revaloración
del riesgo por
la posibilidad de
acontecimientos
imprevisibles ...

En la medida en que los inversionistas pueden haber subestimado el riesgo, los mercados de deuda podrían ser aún vulnerables a un reajuste de precios más severo que el ocurrido entre marzo y mayo de 2005. Un factor detonante podría ser el riesgo relacionado con acontecimientos imprevisibles poco probables (*event risk*). Como pusieron de manifiesto los acontecimientos de marzo de 2005, las dificultades de un sector determinado, o incluso de un prestatario individual, pueden tener consecuencias en todo el mercado. El episodio de ventas generalizadas en los mercados de deuda que siguió a la advertencia sobre beneficios de General Motors trajo a la memoria lo sucedido en 2002, cuando la experiencia de los inversionistas con WorldCom les tornó reticentes a mantener deuda susceptible de ser revisada a la baja y les sensibilizó ante el predominio de irregularidades en el gobierno corporativo. Sin embargo, a principios de mayo los mercados de deuda se adaptaron sin problemas a la rebaja de la calificación de Ford y General Motors por debajo de grado de inversión, pese a que el volumen de la deuda de ambos fabricantes de automóviles era muy superior al de WorldCom.

... o por tipos de
interés oficiales
más elevados

Otro detonante podría ser una subida inesperada de los tipos de interés oficiales. Hasta ahora, las subidas de éstos han sido ampliamente anticipadas, por lo que cualquier reajuste por parte de los inversionistas se ha llevado a cabo con pocas alteraciones en los mercados de deuda. Una subida de los tipos de interés oficiales superior a lo previsto podría tener consecuencias

menos benignas, pudiendo resultar por ejemplo en un descenso considerable de las valoraciones del colateral, lo que a su vez podría llevar a los inversionistas a refugiarse en activos de menor riesgo. La eliminación de posiciones apalancadas podría exacerbar las ventas masivas en los mercados en los que operan los fondos de cobertura y otros inversionistas apalancados, como el mercado de deuda de mercados emergentes.

Resulta difícil valorar las consecuencias de un reajuste de este tipo ya que, en parte, dependerían de la fortaleza subyacente de la economía. Si no se produce un deterioro considerable e inesperado de las variables fundamentales, las condiciones subyacentes podrían contribuir a afianzar las expectativas, reduciendo de esta manera el riesgo relacionado con acontecimientos imprevisibles poco probables. De igual modo, el impacto de una subida de los tipos de interés oficiales en la aversión al riesgo y en la calidad crediticia podría verse compensado por el efecto de un fuerte crecimiento económico. Se puede argumentar que esto es menos válido para los prestatarios de los mercados emergentes, al tener pocas probabilidades de beneficiarse de esto tanto como las empresas estadounidenses lo hacen del crecimiento de la economía de este país. También dependería de factores de mercado que influyen en el volumen y en la distribución del riesgo en el sistema. Las incertidumbres a este respecto se han visto acrecentadas por importantes cambios estructurales en los mercados de deuda en los últimos años.

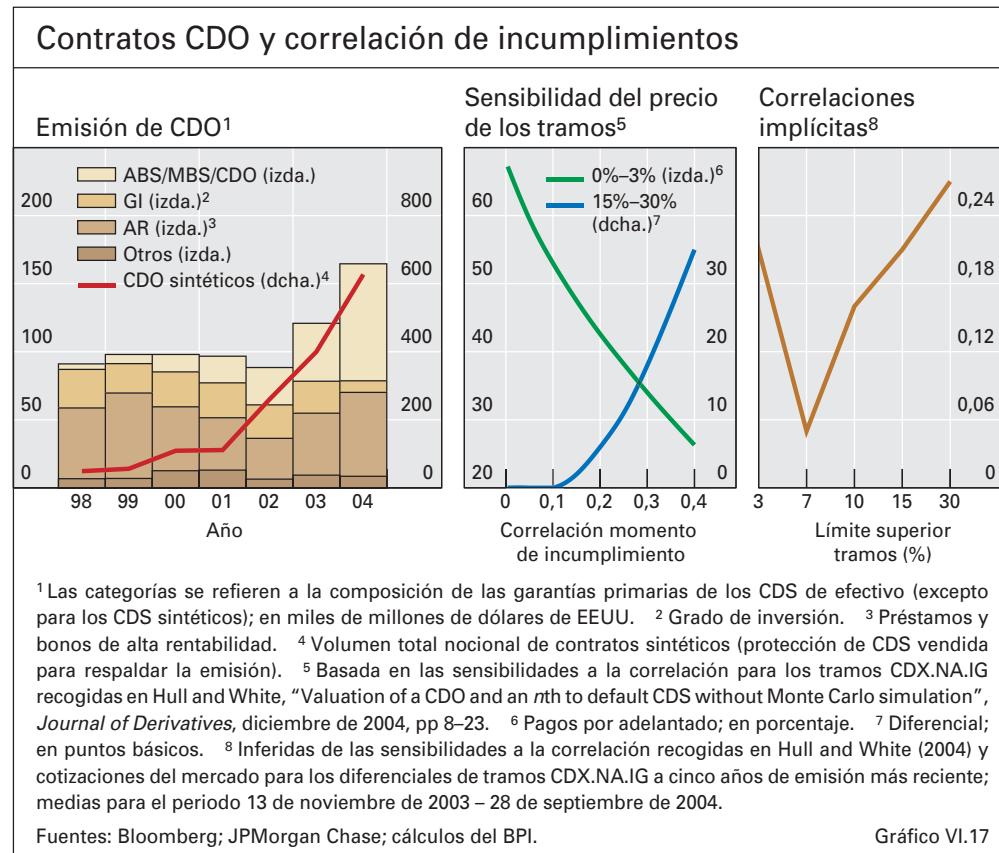
Cambios estructurales en los mercados de deuda

Uno de los acontecimientos más destacados en los mercados financieros en los últimos años ha sido la aparición de nuevos valores que permiten transferir el riesgo de crédito. Actualmente, los inversionistas tienen una amplia gama de nuevas vías para expresar su percepción sobre el crédito. Además, las instituciones financieras, que tradicionalmente han sido los mayores tomadores de riesgo de crédito, pueden ahora cubrir y gestionar el riesgo de manera más eficiente. Esto se ha visto favorecido, en particular, por el desarrollo de productos basados en CDS, así como del mercado de CDO.

El crecimiento exponencial del mercado de CDS ha sido un elemento clave en la transformación del crédito, proporcionando a los inversionistas una forma asequible de asumir o de cubrir el riesgo de incumplimiento de deudores individuales. El importe nocional en circulación de los contratos CDS a escala internacional se situó en 4,5 billones de dólares a finales de junio de 2004, seis veces más que a finales de junio de 2001. El principal avance en el mercado de CDS durante el período examinado fue la creación de índices de referencia para diferenciales de CDS de referencia única (*single-name*). En la actualidad, los contratos vinculados a estos índices poseen gran liquidez, algo que aún no se ha logrado con índices de bonos de empresa tradicionales. Además, los índices sirven de base para derivados estandarizados, sobre todo índices de CDS por tramos (un tipo de CDO sintético) y opciones sobre *swaps* (*swaptions*) de incumplimiento crediticio.

Entre los cambios más significativos en los mercados de deuda destacan ...

... la aparición de títulos estandarizados basados en CDS ...



... y nuevos tipos de CDO

El mercado general de CDO también ha avanzado en nuevas direcciones, permitiendo a los inversionistas personalizar sus carteras con creciente sofisticación. Aunque resulta difícil obtener datos precisos, se estima que las emisiones en el mercado de CDO en efectivo en 2004 rondaron los 165.000 millones de dólares y que la emisión de CDO sintéticos fue mayor incluso, alcanzando los 673.000 millones de dólares (véase el Gráfico VI.17). Gran parte de la actividad del año pasado se vio impulsada por la búsqueda de rentabilidad y se concentró en los CDO por tramos "a medida", en estructuras con fondos comunes de garantías compuestos por préstamos de alto rendimiento e instrumentos financieros estructurados, así como por productos con un nivel de apalancamiento superior como los CDO de CDO ("CDO al cuadrado").

Aunque la magnitud de estos nuevos mercados de deuda todavía es relativamente reducida, las recientes innovaciones pueden haber transformado la negociación y la gestión del riesgo de crédito de manera permanente.

Beneficios económicos de las innovaciones en los mercados de deuda

Ventajas de las recientes innovaciones:

Las innovaciones en los derivados del crédito y en el crédito estructurado han aportado numerosos beneficios al sistema financiero, entre los que destacan las mayores oportunidades de diversificación y de toma de posiciones en determinadas categorías de riesgo de crédito (principalmente las correlaciones de crédito), la ampliación de la base de inversionistas en todo el espectro crediticio y la consiguiente integración de los mercados, así como una mayor profundidad de la negociación ("líquidez del mercado") en

estos mercados. A continuación se analiza cada uno de estos aspectos por separado.

En primer lugar, los mercados son cada vez más completos y ofrecen más oportunidades de diversificación a los inversionistas. En la actualidad, los agentes económicos pueden tomar con mayor facilidad posiciones largas o cortas sobre el riesgo de crédito a través de *swaps* de referencia única (*single name*) o *swaps* sobre índices en las principales economías e incluso en algunas regiones más pequeñas, en distintos sectores y en todo el espectro de calidad crediticia. Los instrumentos de crédito apalancados como los CDO permiten a los inversionistas exponerse a distintos segmentos de la distribución de pérdidas por incumplimiento mediante la adquisición de tramos ligados a un fondo común de valores. Además, la gama de colaterales de los CDO ha aumentado de manera significativa en los dos últimos años. La aparición de instrumentos de crédito estructurados ha permitido que en la actualidad se negocien activamente los distintos niveles de la estructura de capital de una cartera.

mejores
oportunidades de
diversificación ...

En concreto, los CDO por tramos ofrecen la posibilidad de gestionar de manera más directa las correlaciones del riesgo de crédito. Al negociar con valores que son muy sensibles a las correlaciones, los inversionistas pueden modificar con más facilidad su exposición al riesgo de incumplimiento sistemático y recuperación. El elevado grado de liquidez de los índices de CDS por tramos, que en parte procede de su formato estandarizado, permite actualmente negociar estos riesgos de forma más eficiente. Para ilustrar cómo pueden exponerse los inversionistas a la correlación, el Gráfico VI.17 muestra cómo puede cambiar la distribución de pérdidas en las carteras y la valoración de los distintos tramos con respecto a la correlación de incumplimiento. En general, una correlación de incumplimiento más elevada tiende a disminuir el riesgo (aumentar el valor) de un tramo "a primer riesgo" ("equity"), mientras que los tramos con calificación elevada o superpreferentes ("super-senior") pasan a tener mayor riesgo. De este modo, los inversionistas pueden gestionar el riesgo de correlación tomando posiciones largas o cortas en distintos tramos.

... mayor
integración en el
mercado ...

En segundo lugar, el grado de integración de los mercados de deuda está aumentando, tanto por su base de inversionistas como por su relación con otras clases de activos. Un conjunto más amplio de inversionistas está asumiendo implícitamente riesgos en todo el espectro crediticio a través de productos estructurados de deuda. La actividad de los fondos de cobertura, que apenas conocen restricciones en lo que respecta a la distribución de sus carteras, ha aumentado considerablemente. Además, junto con los bancos, las compañías de seguros y los fondos de cobertura, otros gestores de activos están queriendo invertir cada vez más en productos basados en CDS, así como en CDO. Los inversionistas también han empezado a utilizar estrategias más integrales que abarcan los mercados de renta fija pública y privada y renta variable, y muchas otras salas de negociación se han reorganizado para reflejar esta mayor integración.

En tercer lugar, estos nuevos instrumentos han aumentado la liquidez en los mercados de deuda, también a través de la aparición de verdaderos

... y aumento de la
liquidez ...

mercados bidireccionales. Los volúmenes de negociación han aumentado notablemente y los diferenciales entre los precios comprador y vendedor sobre índices de CDS y sobre índices por tramos se han estrechado hasta situarse en niveles muy reducidos. En la actualidad son inferiores a 1 punto básico en el índice europeo general de grado de inversión, y aproximadamente de 4 y 2 puntos básicos en los tramos intermedios ("*junior mezzanine*") (3%–6%) y superpreferentes ("*super-senior*") (12%–22%), respectivamente (véase el panel derecho del Gráfico VI.15). En cambio, el mercado de bonos de empresa continúa relativamente falto de liquidez y la oferta ha escaseado especialmente en los últimos años como consecuencia del desapalancamiento empresarial.

... lo que ha llevado a una disminución del riesgo a largo plazo

En conjunto, estos efectos positivos en el mercado de deuda deberían conducir a una disminución general del riesgo financiero a largo plazo y, en concreto, a un estrechamiento de los diferenciales medios de rendimiento. La mejor diversificación de las carteras debería reducir las primas de riesgo de los títulos de referencia única, y la mayor profundidad y amplitud del mercado tendría que reducir las primas de liquidez. En realidad, queda por aclarar hasta qué punto han contribuido estos efectos a los bajos diferenciales crediticios registrados recientemente. Aun así, hay indicios de que la demanda de crédito estructurado, que tiene su origen en la intensa demanda de colateral por parte de los gestores de CDO, ha comprimido de hecho los diferenciales.

A pesar de las numerosas innovaciones recientes, los mercados aún tienen amplio margen de desarrollo. Por ejemplo, el mercado de futuros sobre deuda sigue resistiéndose y las operaciones con *swaptions* de incumplimiento crediticio (opciones para formalizar un contrato CDS) han sido relativamente escasas. La regulación oficial del mercado de *swaps* de índices de CDS en marzo de 2005 debería contribuir a fomentar el crecimiento en éstos y otros mercados de derivados basados en CDS.

Principales áreas de incertidumbre

A pesar de los avances, continúan las incertidumbres, ya que ...

Las recientes innovaciones, aun ofreciendo numerosas ventajas, no están exentas de riesgos potenciales, sobre todo porque la evolución del mercado se encuentra en una fase inicial. Destacan dos ámbitos de preocupación: la complejidad de los productos y el funcionamiento del mercado en situaciones de tensión.

... los productos estructurados son extremadamente complejos y pueden esconder riesgos ...

En primer lugar, los productos estructurados de crédito son muy complejos y los riesgos implícitos podrían pasar casi desapercibidos para todos los agentes económicos. Las cláusulas de muchos contratos CDO pueden resultar difíciles de comprender, y la complejidad de las operaciones ha planteado muchos retos de modelización. Aunque se ha tratado de desarrollar modelos de determinación de precios y sistemas de gestión de riesgos más realistas, muchos participantes en el mercado todavía están desarrollando su capacidad analítica. Una consecuencia de este proceso es el papel esencial que han desempeñado las agencias de calificación crediticia en el desarrollo del mercado. No obstante, la experiencia en cuanto al proceso de calificación de los CDO es relativamente escasa y las reglas generales utilizadas por los inversionistas al usar las calificaciones de los bonos de

empresa pueden inducir a error si se aplican a instrumentos estructurados muy apalancados. Incluso a un nivel más básico, aún es necesario comprender mejor las características de la distribución de pérdidas en las carteras, del perfil de riesgo de los CDO por tramos y de su sensibilidad ante las correlaciones de riesgo de crédito. Por ejemplo, el “sesgo en la correlación” (*“correlation smile”*) observado en los precios de índices de CDS por tramos (véase el Gráfico VI.17) indica que los modelos estándar de gestión del riesgo de las carteras pueden no ser adecuados. Estos modelos suponen que los vínculos entre todas las entidades del índice se recogen en un único parámetro de correlación, cuando en realidad los diferenciales de los diversos tramos implican distintas estimaciones de la correlación.

En segundo lugar, queda por ver cómo gestionarían los mercados de CDS y de CDO una cadena de incumplimientos crediticios o un cambio brusco en el ciclo crediticio. Las favorables condiciones del crédito que han estimulado el desarrollo de estos mercados pueden no continuar en el futuro. Un motivo de preocupación son las posiciones altamente apalancadas de los balances de las instituciones financieras cuando los mercados cambian de rumbo. Otro es la naturaleza del impacto sistémico que pueden tener las instituciones con elevados niveles de apalancamiento (como los fondos de cobertura) en la liquidez del mercado, pues los mercados bidireccionales podrían desaparecer como vendedores de protección justo cuando más se necesitan seguros contra incumplimientos. A este respecto, a pesar de ciertas indicaciones de agitación, los mercados de CDS y de índices por tramos parecieron adaptarse de forma bastante ordenada a los recientes acontecimientos relacionados con General Motors y Ford. Es cierto que las revisiones a la baja de las calificaciones de estas empresas habían sido anticipadas desde hacía algún tiempo por los mercados de deuda. Por ello, es posible que los acontecimientos de la primavera boreal de 2005 no reflejen correctamente cómo funcionarían estos mercados en situaciones de tensión.

... y la solidez de estos nuevos mercados todavía no se ha comprobado de manera exhaustiva

VII. El sector financiero

Aspectos más destacados

En un entorno económico general favorable, las entidades financieras del mundo industrializado mejoraron un año más sus resultados globales. Los balances de los sectores bancario y asegurador adquirieron mayor solidez gracias al mantenimiento de su rentabilidad, el acceso a financiación barata y la reducción de las pérdidas por créditos fallidos. La aplicación de una serie de reformas estructurales también contribuyó a mejorar el panorama en regiones que habían experimentado tensiones.

Aunque el sector financiero demostró en general su capacidad de recuperación ante la desaceleración que siguió al estallido de la burbuja tecnológica, el legado de finales de los años 90 tuvo una influencia prolongada sobre la situación y el comportamiento de las entidades financieras. Por un lado, con las expectativas parcialmente basadas en el recuerdo de tasas de rendimiento sustanciales, la búsqueda de rentabilidad por parte de los inversionistas generó una valoración del riesgo insuficiente. Por otro lado, la intensificación del control oficial sobre las prácticas de negocio confrontó a una serie de entidades con las consecuencias de su comportamiento anterior, que a menudo se remontaba a los años de auge económico.

Los principales retos de cara al futuro continúan siendo de naturaleza macroeconómica. Los fuertes niveles de capitalización aseguran una buena protección de los sistemas financieros frente a los riesgos inmediatos que acechan a sus beneficios. Sin embargo los retos a más largo plazo podrían proceder de unos tipos de interés más elevados, que amenazarían las rentables estrategias que explotan los bajos costes de financiación y están basadas en un fuerte crecimiento del consumo. La mayor exposición al sector inmobiliario podría convertirse también en una posible fuente de tensiones en el futuro, especialmente si a una corrección de precios se uniera una desaceleración general del gasto de los hogares.

Estas tendencias económicas generales ponen de manifiesto la importancia de abordar la estabilidad financiera con un enfoque macroprudencial. Podría decirse que, a medida que mejora la capacidad de las empresas para gestionar el riesgo a escala microeconómica y se consolidan las expectativas de una inflación baja y estable, los principales riesgos para el sector financiero podrían proceder de los excesos financieros unidos a una complacencia generalizada con respecto al riesgo, reforzada por unas perspectivas favorables a corto plazo. La identificación de dichos riesgos y la calibración de respuestas prudenciales a los mismos son esenciales para los esfuerzos actuales de las autoridades responsables de la estabilidad financiera.

La evolución del sector financiero

El comportamiento del sector financiero ha sido el aspecto más sobresaliente del panorama económico de los últimos años. En la mayoría de los países, los resultados positivos registrados por las entidades financieras, especialmente los bancos, pusieron el contrapunto a la desaceleración económica generalizada, el repentino aumento de los impagos de las empresas y la caída de las cotizaciones a comienzos de la década actual (véase el Gráfico VII.1). Los niveles actuales de rentabilidad son menos sorprendentes en un contexto de mejora de las perspectivas macroeconómicas y abundante liquidez. En la coyuntura actual, la capacidad de reacción del sector financiero continúa siendo una fuente esencial de fortaleza económica.

Se mantiene la fortaleza del sector financiero

La banca comercial

En el periodo examinado, continuó la evolución positiva reciente de los resultados de la banca comercial en Norteamérica y Europa. Mejoró la rentabilidad, aunque a un ritmo algo más moderado (véase el Cuadro VII.1). Las cotizaciones de las acciones de las entidades bancarias, que habían superado los índices bursátiles generales en ejercicios anteriores, mantuvieron sus ganancias incluso cuando el mercado se fue recuperando (véase el Gráfico VII.2).

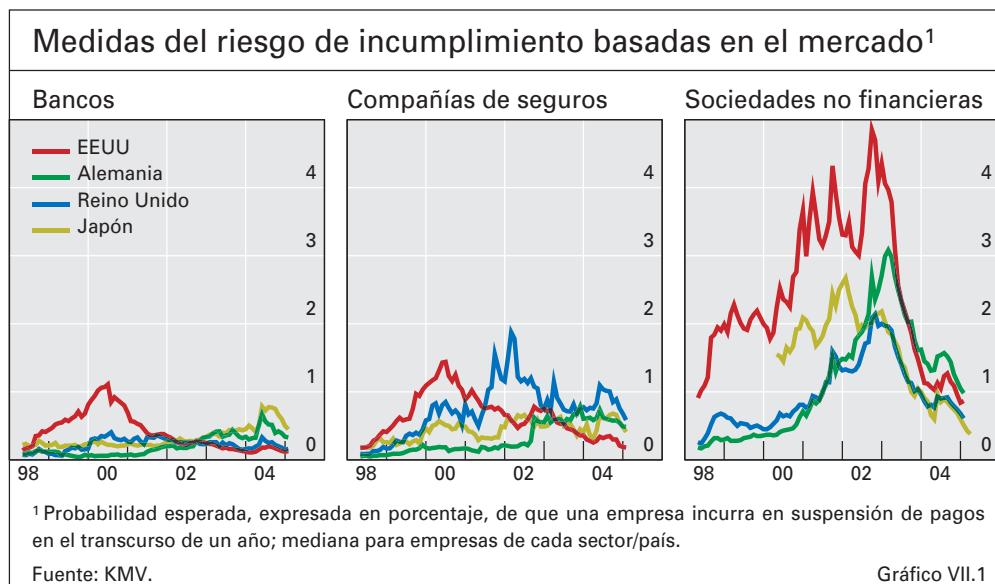
Los beneficios de los bancos de EEUU y Europa mejoraron por ...

El crecimiento de los ingresos varió entre unas líneas de negocio y otras. La financiación a los hogares siguió constituyendo una fuente estable de ingresos por intereses y comisiones para las entidades bancarias. Sin embargo, el crédito empresarial se mantuvo contenido, ya que las empresas aumentaron sus esfuerzos por reconstruir sus balances y absorber el exceso de bienes de capital acumulado durante la burbuja tecnológica.

... el auge de la financiación a los hogares ...

Los costes más reducidos continuaron siendo un motor importante para la rentabilidad. El entorno crediticio más favorable propició una disminución de las provisiones, mientras que en muchos países el reconocimiento de pérdidas cayó hasta los niveles más bajos de la historia

... la reducción de los costes ...



Rentabilidad de los principales bancos ¹												
	Beneficio antes de impuestos			Dotación de provisiones			Margen de intermediación			Gastos de explotación		
	2002	2003	2004	2002	2003	2004	2002	2003	2004	2002	2003	2004
	Estados Unidos ² (12)	1,89	2,10	1,99	0,84	0,47	0,36	3,45	3,21	3,12	3,28	3,16
Canadá (5)	0,61	1,00	1,19	0,58	0,23	0,06	2,07	1,99	1,92	2,75	2,78	2,77
Japón (11)	-0,55	-0,47	0,29	1,14	0,75	0,56	1,13	1,21	1,11	1,20	1,35	1,12
Australia (4)	1,49	1,49	1,46	0,26	0,21	0,17	2,16	2,13	2,05	2,04	2,30	2,55
Reino Unido ³ (9)	1,06	1,22	1,15	0,37	0,33	0,23	2,15	1,96	1,56	2,26	2,04	2,07
Suiza ⁴ (5)	0,12	0,59	0,68	0,15	0,03	-0,01	1,02	0,97	0,82	2,55	1,96	1,65
Suecia (4)	0,69	0,77	0,98	0,09	0,10	0,03	1,48	1,44	1,35	1,44	1,37	1,24
Austria (2)	0,46	0,53	0,69	0,39	0,36	0,31	1,80	1,71	1,80	1,92	1,85	1,84
Alemania ⁵ (9)	-0,01	-0,12	0,09	0,48	0,30	0,15	0,80	0,81	0,71	1,37	1,26	1,35
Francia ⁶ (7)	0,45	0,59	0,67	0,15	0,17	0,08	0,62	0,80	0,72	1,49	1,50	1,41
Italia (6)	0,67	1,03	1,03	0,91	0,68	0,49	3,07	2,82	2,24	3,33	3,22	2,73
Países Bajos (3)	0,46	0,65	0,72	0,26	0,20	0,10	1,62	1,62	1,53	1,98	1,85	1,82
España (5)	1,01	1,29	1,17	0,50	0,44	0,35	2,73	2,45	2,17	2,36	2,13	1,79

¹ Las cifras entre paréntesis indican el número de bancos incluidos. ² Las cifras de 2004 corresponden sólo a 11 bancos. ³ Las cifras de 2004 corresponden sólo a siete bancos. ⁴ Las cifras de 2004 corresponden sólo a tres bancos. ⁵ Las cifras de 2004 corresponden sólo a seis bancos. ⁶ Las cifras de 2004 corresponden sólo a tres bancos.

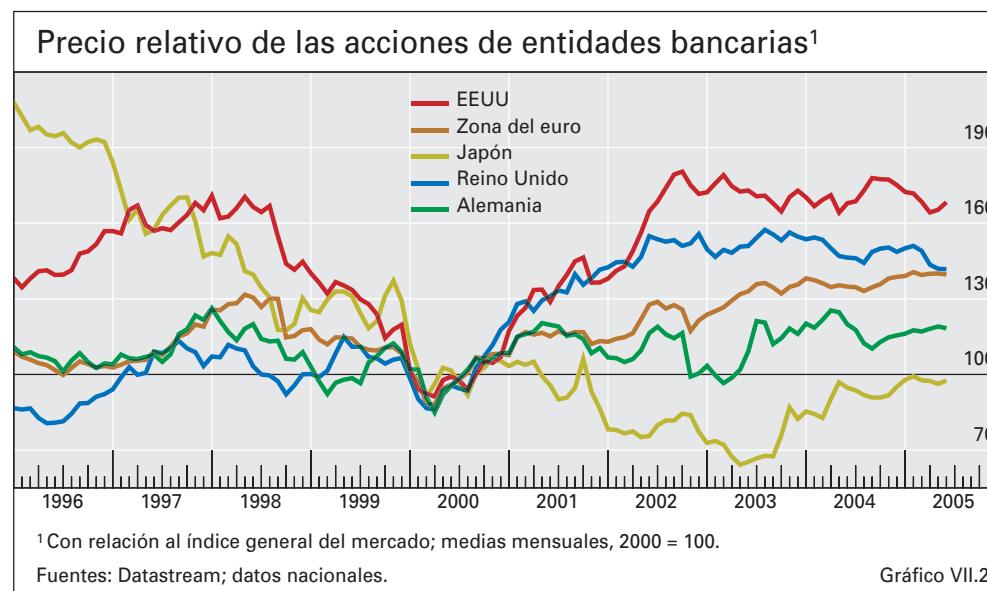
Fuente: Fitch Ratings.

Cuadro VII.1

reciente. La racionalización de las estructuras de costes, la flexibilización de las estrategias y el uso de tecnología siguieron mejorando la eficiencia. Muchas entidades bancarias anunciaron planes para continuar reduciendo su fuerza de trabajo mediante la subcontratación de actividades y servicios y la fusión de líneas de negocio.

... y la consolidación

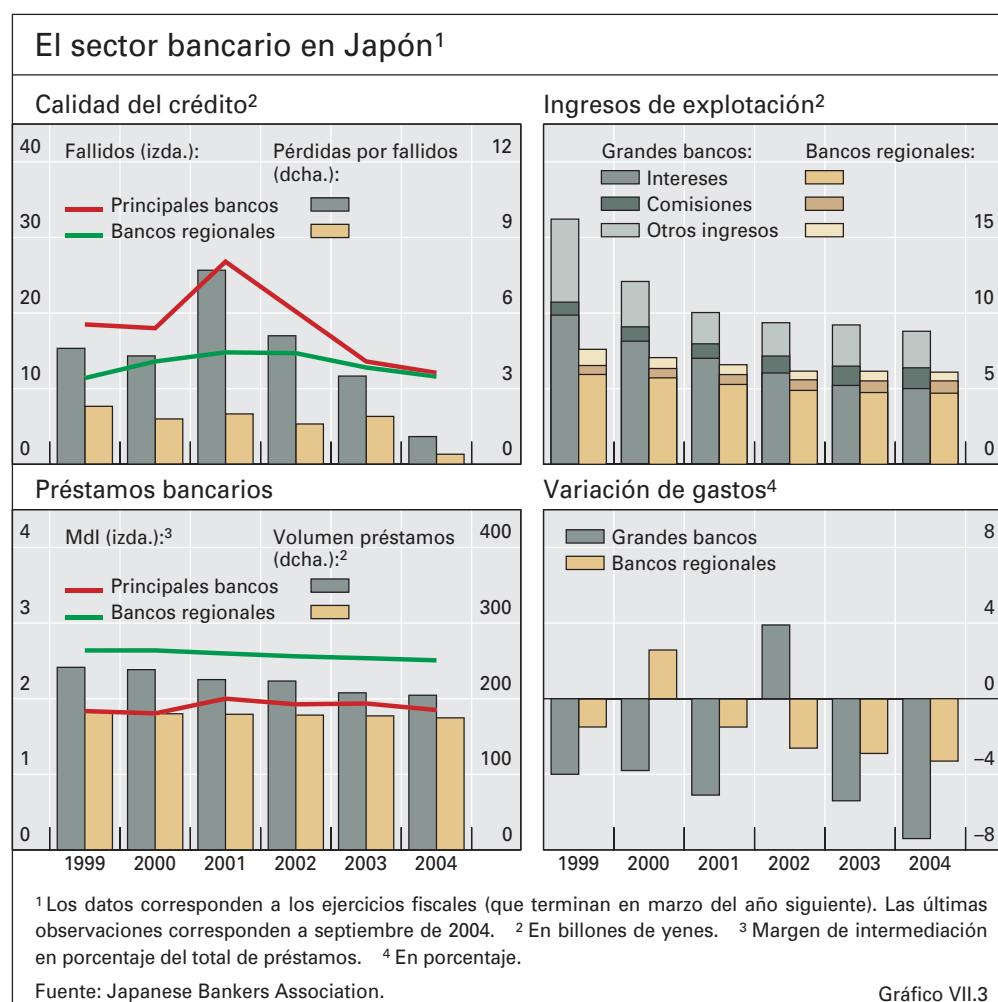
Las fusiones y adquisiciones repuntaron como consecuencia de las estrategias para mejorar las eficiencias de costes y fortalecer el negocio de banca minorista. En la mayoría de las operaciones participaron instituciones pequeñas y medianas que buscaban aumentar su tamaño para poder emplear la tecnología de forma más eficaz y reducir costes eliminando



duplicidades. Los analistas del sector se han vuelto más escépticos sobre la funcionalidad del modelo de conglomerados, que ha intentado crear sinergias entre sectores y oportunidades de ventas cruzadas de productos. Para los equipos directivos de dichas entidades formadas a finales de la década de los 90, la tarea de combinar culturas empresariales distintas y de dirigir una entidad de gran crecimiento por lo general resultó ser un reto mayor de lo esperado. Se intensificó el interés de los bancos europeos por las operaciones internacionales, que se produjeron principalmente en la periferia de la zona del euro con bancos de los países nórdicos, el Reino Unido e Irlanda. Recientemente se anunció una serie de operaciones con la participación de bancos del área de la moneda única que se espera generen una nueva ola de consolidaciones en la zona.

El avance del sector bancario japonés durante el pasado año fue alentador. Por primera vez desde 1993, los bancos japoneses consiguieron resultados netos positivos. Sus esfuerzos por eliminar los préstamos incobrables de sus balances mediante el reconocimiento de pérdidas por préstamos incobrables (saneamientos contables) y las ventas se vieron ayudados también por la mejora de los préstamos a las empresas y la consiguiente reclasificación de préstamos dudosos. En marzo de 2005, la relación entre préstamos incobrables y activos totales de los principales bancos ya había caído al 2,9%, mejorando el objetivo del 4,2% fijado por la

En Japón, los riesgos sistémicos remitieron ...



autoridad reguladora. Esto, junto con el aumento de los resultados de explotación, permitió a los grandes bancos reforzar sus recursos propios devolviendo fondos públicos y recuperando activos impositivos diferidos, que han pasado a representar menos del 30% del capital de Nivel 1, comparado con el 55% en 2003.

... pero los beneficios se mantuvieron bajos ...

A pesar de estos acontecimientos alentadores, el sector bancario japonés todavía se enfrenta a una serie de desafíos importantes. El proceso de reestructuración ha sido desigual hasta la fecha y los bancos regionales han ido a la zaga de las grandes entidades bancarias a la hora de reducir sus préstamos en mora y reforzar sus coeficientes de capital (véase el Gráfico VII.3). Aunque esta situación podría deberse en parte a unos incentivos menores, al ser sus ingresos relativamente más estables y sus márgenes mayores, ha llamado la atención de las autoridades reguladoras. A escala más general, el mayor reto para el sector bancario en su conjunto continúa siendo la rentabilidad a largo plazo, que es escasa con respecto a los niveles internacionales. Ni siquiera los principales bancos, que han sido hasta el momento los más agresivos reduciendo costes, han conseguido aumentar mucho sus beneficios. Desde la principal oleada de consolidaciones del año 2000, las entidades bancarias japonesas han conseguido reducir el número de sucursales alrededor de un 10% y su fuerza laboral más del 20%. Sin embargo, el crédito bancario ha seguido disminuyendo ante la escasa demanda por parte del sector empresarial. Además, la intensificación de la competencia entre instituciones financieras ha provocado una reducción mayor de los márgenes de intermediación.

... generando cambios en las estrategias de negocio

Para compensar la persistente debilidad de las líneas de negocio tradicionales, los grandes bancos japoneses han comenzado a buscar nuevas oportunidades aumentando las actividades que generan comisión, el negocio de banca minorista y el crédito a la pequeña empresa. Las recientes adquisiciones de importantes entidades de crédito al consumo y sociedades de valores por parte de los grandes bancos presagian probablemente una tendencia hacia los grandes conglomerados financieros. Asimismo, el deseo de dos de las principales entidades bancarias de fusionarse con una tercera se vio motivado fundamentalmente por su gran cartera de clientes de banca minorista. Sin embargo, queda por ver si esta tendencia generará sinergias y mejorará los resultados de explotación.

Menor apoyo del sector público

Una serie de acontecimientos recientes confirmó la tendencia general de una menor influencia del sector público sobre el gobierno corporativo de las instituciones financieras. Los cambios legislativos y reguladores en Japón, Alemania y Estados Unidos perseguían reducir el nivel de apoyo estatal, que hasta entonces había contribuido a acelerar el crecimiento del balance de las entidades respaldadas por el Gobierno y había impedido la competencia.

En septiembre de 2004, el Gobierno japonés estableció un plan para la privatización progresiva de Japan Post, el segmento bancario y de seguros del sistema público de correos japonés, en un periodo de 10 años a partir de 2007. Japan Post es la institución financiera más grande del mundo, con activos por

Privatización de Japan Post

valor de 400 billones de yenes y una cuota de mercado dominante de los depósitos minoristas, debido en parte a su condición de entidad pública. Concesiones generosas en forma de exenciones al pago del impuesto de sociedades y de las primas del fondo de garantía de depósitos le han permitido competir en condiciones ventajosas en los mercados de crédito y propiciar los reducidos márgenes crediticios del país. La institución desempeña un papel importante en la financiación pública, con más de 160 billones de yenes en depósitos en el fondo de préstamos fiscales (*Fiscal Loan Fund*) y la tenencia de alrededor de un 25% del total de bonos del Estado japonés en circulación (más del doble del total de deuda pública nipona en manos del sector bancario privado). Aunque la privatización será un paso importante para mejorar la competitividad del sistema financiero japonés, sigue reinando cierta incertidumbre sobre cómo podría verse afectada la estructura de los balances por el proceso de privatización.

Las obligaciones de los bancos regionales alemanes (*Landesbanken*) emitidas con posterioridad a julio de 2005 ya no contarán con la garantía crediticia del Gobierno. Por tanto, estas instituciones ofrecen sus servicios como entidades de préstamo mayoristas y centrales de compensación y liquidación a las cajas de ahorro del país, partiendo de costes de financiación más acordes a su solidez financiera intrínseca. En anticipación de esta medida previamente anunciada, algunas entidades más pequeñas se han fusionado y otras han adoptado medidas para fortalecer sus balances. Cabe señalar que la retirada de las garantías no altera por sí misma la estructura accionarial de estas instituciones. De hecho, en muchos casos, el fortalecimiento de sus balances se producirá mediante la inyección de capital por parte de sus accionistas del sector público y es probable que los mercados sigan dando por descontado el apoyo implícito del Estado. Sin embargo, esta medida pone en tela de juicio la viabilidad de su modelo de negocio basado en bajos costes de financiación, ya que las calificaciones de las obligaciones sin garantía son más bajas que las que cuentan con garantía pública.

En Estados Unidos las empresas patrocinadas por el Gobierno (GSE, por sus siglas en inglés) fueron objeto de un mayor control regulador durante el pasado año. Fannie Mae tuvo que revisar resultados y reducir el crecimiento de su balance como consecuencia de una investigación de sus prácticas contables. Además, se reavivó el debate sobre los cambios en el marco general que rige las GSE a fin de aumentar el nivel de control público. Las propuestas contemplan un nuevo organismo regulador con poder para liquidar una GSE, aumentar los niveles de capitalización y aprobar nuevos productos. Asimismo, con el nuevo marco las GSE estarían obligadas a cumplir más estrictamente su función constitutiva de facilitar liquidez al mercado de titulización hipotecaria y evitar la distorsión del mercado primario de hipotecas con sus actividades. Si se aplicara un límite sobre la cartera hipotecaria de las GSE podría fomentarse la entrada de nuevos agentes de mercado.

El sector asegurador

La evolución del sector asegurador durante el periodo examinado fue de índole más variada. En general, el ramo de no vida tuvo un año más

Eliminación de las garantías públicas a los bancos regionales alemanes

Mayor control de las empresas estadounidenses respaldas por el Gobierno

El ramo de vida en una posición más fuerte

complicado que el ramo de vida, aunque ambos demostraron estar más capacitados para hacer frente a los riesgos.

La solidez financiera de las compañías de seguros de vida mejoró. En cuanto a las primas, los ingresos por suscripción de pólizas aumentaron considerablemente. Su rentabilidad también se vio impulsada por la mejora de los resultados de inversión a medida que los mercados bursátiles se recuperaron, gracias a unos esfuerzos acertados por reducir costes y a una disminución de las prestaciones garantizadas en las pólizas nuevas. Aun así, el entorno de bajos tipos de interés mantuvo las presiones sobre la solvencia. La extensión de la esperanza de vida supone un reto a largo plazo para las compañías de seguros de vida, que para cubrirse eficazmente optaron cada vez más por comprar títulos como bonos a largo plazo y bonos de longevidad.

La mayor competitividad en el sector ha estimulado las consolidaciones. En concreto, en 2004 se generalizaron las adquisiciones dentro de los sectores de la salud y de seguros de vida de Estados Unidos. En Canadá, las continuas consolidaciones entre compañías de seguros de vida en la última década han hecho que las tres compañías más grandes aumenten su cuota de mercado hasta más del 70%.

El ramo de seguros de no vida tuvo que hacer frente a indemnizaciones históricas relacionadas con una serie de catástrofes naturales en 2004. En concreto, cuatro huracanes en el Caribe acapararon la mayor parte de las reclamaciones realizadas a compañías de seguros de responsabilidad civil de Estados Unidos. Aun así, el sector consiguió registrar una ligera mejora de sus resultados por suscripción de pólizas en 2004 en comparación con 2003, en parte porque el hecho de compartir los costes con dos fondos del Gobierno en Florida redujo la carga de las indemnizaciones. Además, la recuperación de las primas en estos últimos años contrarrestó las pérdidas hasta cierto punto gracias al aumento de los ingresos. Asimismo, el sector reasegurador en general experimentó en 2004 un ligero deterioro de la rentabilidad técnica del negocio de responsabilidad civil. Sin embargo, el aumento de los ingresos por inversiones financieras y el crecimiento de los resultados en el ramo de vida generaron unos beneficios ligeramente superiores en términos globales.

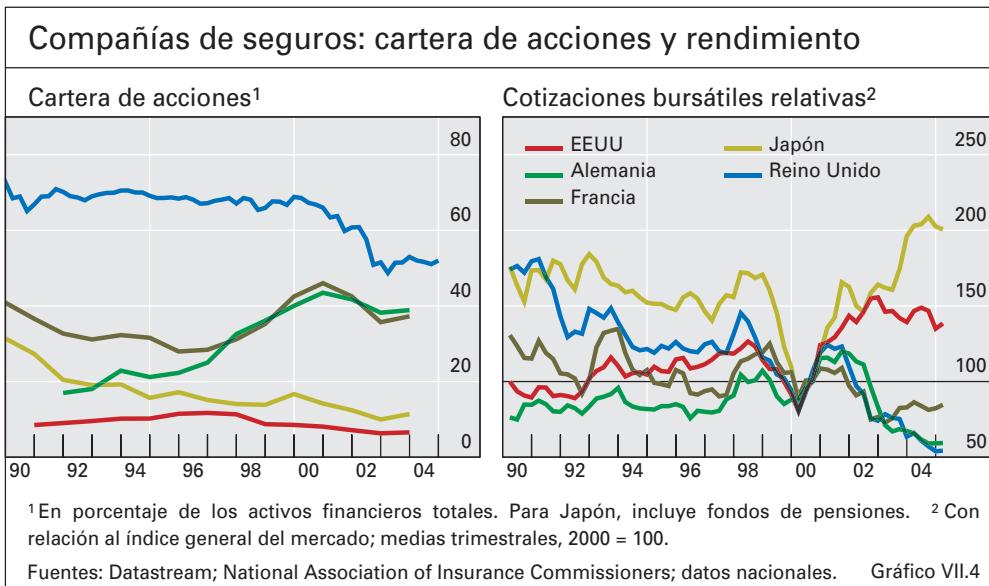
Investigaciones recientes sobre el negocio de intermediación de seguros han puesto en tela de juicio numerosas prácticas tradicionales, de tal modo que algunos intermediarios de seguros registraron pérdidas y otros procedieron a revisar su modelo de negocio. De igual modo, las investigaciones sobre las prácticas contables en materia de seguros han hecho que se revise si se han utilizado inadecuadamente los contratos de reaseguro con un valor de transferencia del riesgo limitado para suavizar los resultados de las compañías de seguros. No obstante, es probable que el posible perjuicio para el valor de franquicia de las aseguradoras derivado de estas investigaciones sea limitado, a juzgar por sus cotizaciones (véase el Gráfico VII.4).

El posible efecto de los cambios en los marcos contable y regulador presenta algunos desafíos para el sector asegurador. La primera fase de

El ramo de no vida mostró mayor capacidad de reacción

Retos procedentes del control regulador ...

... nuevas normas contables ...



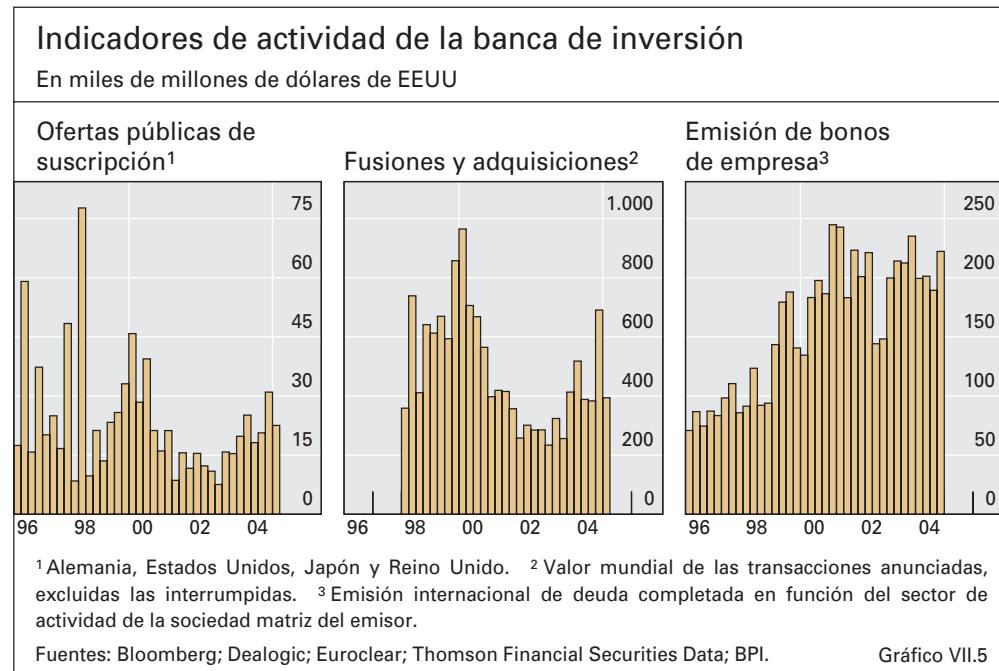
implantación de las normas del Consejo de Normas Internacionales de Contabilidad (IASB) contabilizará los activos de seguros por su valor razonable, mientras que los pasivos seguirán contabilizándose a su coste histórico. Esta diferencia puede aumentar en algunos casos la volatilidad de los resultados financieros. La segunda fase ampliará la aplicación del valor razonable a los pasivos de seguros. Para las compañías de seguros de vida, esto significa que el reconocimiento de las opciones y garantías implícitas vinculadas a pólizas a largo plazo podría afectar también de manera significativa al valor de los pasivos. El marco Solvencia II que adoptarán las aseguradoras de la UE hace hincapié en los requisitos de capital en función del riesgo. Es probable que el nuevo marco induzca a las aseguradoras europeas a mantener más capital, a centrarse más en las líneas de negocio eficientes en términos de capital y a reasegurarse más. En términos de aplicación, debe establecerse un vínculo claro entre la contabilidad financiera, basada en las normas del IASB, y la contabilidad reguladora basada en el marco de Solvencia II, como ocurre con la regulación bancaria.

... y un nuevo marco de capital

Banca de inversión

Los principales bancos de inversión continuaron registrando beneficios históricos durante el periodo examinado. Los ingresos por operaciones con valores favorecieron de forma significativa el aumento de beneficios en la primera parte del periodo. Sin embargo, la disminución de la actividad de los mercados y de la volatilidad de los precios en los meses siguientes redujo los resultados por este tipo de operaciones, en concreto en mercados de renta fija. En los últimos trimestres, el repunte de otros tipos de actividad en los mercados de capitales, como el aseguramiento de emisiones de títulos y la asesoría en fusiones y adquisiciones, compensaron la mencionada reducción con un aumento de los ingresos. Está previsto que el crecimiento de la actividad de fusiones y adquisiciones, que fue especialmente pronunciado en Estados Unidos, se prolongue a medida que las empresas intentan invertir sus mayores flujos de efectivo (véase el Gráfico VII.5).

Beneficios históricos



Competencia

El mercado cada vez más internacional favorece la participación de agentes con una fuerte presencia mundial que ofrecen una amplia cartera de servicios de banca mayorista que van desde la financiación hasta la asesoría sobre la composición del capital a las empresas más grandes. En respuesta a ello, las entidades más pequeñas han renovado sus esfuerzos por consolidar su presencia en ámbitos específicos como los mercados de capitales y los servicios de intermediación. Una de estas áreas de crecimiento han sido los servicios especializados de intermediación al sector en pleno auge de fondos de cobertura (*hedge funds*) (véase más adelante). Los analistas del mercado estiman que, dado su estilo de inversión activa, los fondos de cobertura acapararon más de la octava parte de las ganancias por operaciones en los mercados de capital entre las principales entidades que prestan este tipo de servicios especializados de intermediación.

Fondos de cobertura

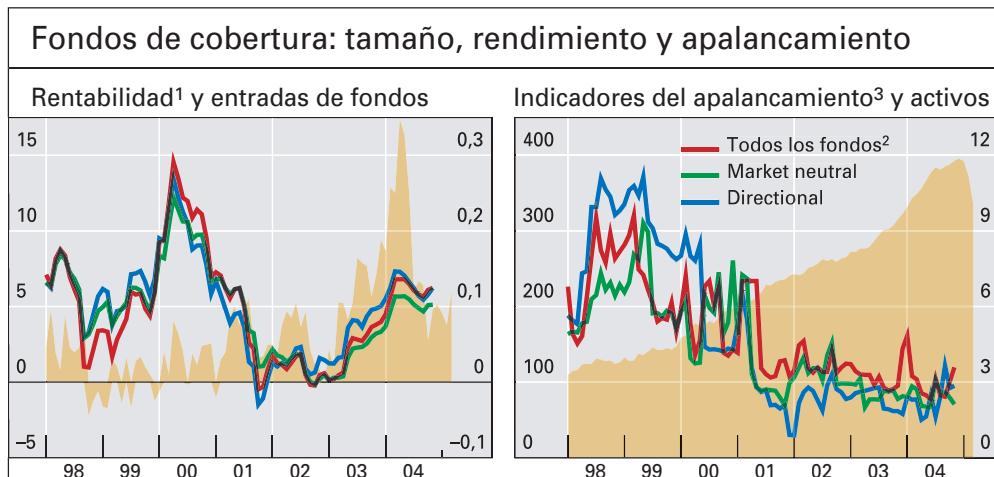
Grandes entradas de capital a los fondos de cobertura ...

Los fondos de cobertura estaban en buena situación para beneficiarse del entorno de elevada liquidez del mercado y bajas rentabilidades de varias clases de activos tradicionales tras las caídas de los mercados bursátiles de 2000. Ofreciendo ingeniosas tácticas de inversión que pueden generar rentabilidades positivas, incluso en condiciones de mercados deprimidos, el sector consiguió entradas de capital históricas. Las grandes fortunas, los fondos de pensiones y los fondos dotacionales aumentaron las aportaciones a los denominados “vehículos de inversión alternativos” en un intento por detener la depreciación de sus carteras y aumentar su diversificación. Como consecuencia, durante gran parte del periodo examinado siguieron proliferando los fondos de cobertura, que consiguieron atraer a una cantidad significativa de grandes profesionales procedentes de empresas financieras más asentadas y gestoras de activos tradicionales, con la promesa de una mayor independencia y de sustanciosas retribuciones por su destreza en los

mercados. Algunas entidades de inversión tradicionales también vieron en los fondos de cobertura una oportunidad para evitar los conflictos de intereses en su relación comercial con estos operadores expertos, beneficiándose al mismo tiempo de unos rendimientos más elevados y ampliando su cartera de productos de gestión de patrimonios.

Aunque los fondos de cobertura tuvieron un rendimiento mejor que el del mercado en los años inmediatamente siguientes al desplome del mercado bursátil, últimamente no han logrado mantener esta tendencia (véase el Gráfico VII.6). Además, la palpable similitud en el comportamiento de los fondos con estrategias de inversión supuestamente distintas implica que, en la práctica, las ventajas de la diversificación para el inversionista podrían ser considerablemente menores de lo que afirman las entidades gestoras de fondos. Los peores resultados se deben en parte a la significativa desaceleración de las entradas de capital al sector durante los últimos meses. Una consecuencia indirecta del crecimiento de los activos gestionados ha sido la desaparición de las oportunidades de inversión en áreas más tradicionales de los fondos de cobertura, como los mercados bursátiles y de bonos del Estado. Esta situación ha inducido a las entidades gestoras a aventurarse en nuevos tipos de activos menos populares, como los bonos corporativos, los derivados de crédito y la financiación estructurada, lo que ha contribuido a aumentar su liquidez general. La mejora de las prácticas de gestión del riesgo de contraparte ha permitido un mayor control de la exposición a este riesgo por parte de los intermediarios especializados y unos menores coeficientes de apalancamiento para los fondos en comparación con la situación que había cuando casi se desploma LTCM en 1998. No obstante, dado el rápido crecimiento de los activos gestionados y la intensificación de la competencia en el negocio de servicios

... pero menor rentabilidad



Nota: Las zonas sombreadas representan flujos y saldos de los fondos de cobertura, respectivamente, según indican los baremos de la izquierda, en miles de millones de dólares de EEUU.

¹ Rentabilidad diferencial media anualizada de los fondos de cobertura; con relación a la rentabilidad de las Letras del Tesoro de EEUU a tres meses. ² Se incluyen las familias de estilos *equity*, *market neutral* y *directional*. ³ Basados en la metodología de regresiones descrita en P McGuire, E Remolona y K Tsatsaronis, "Evolución de las posiciones y del apalancamiento en los fondos de cobertura", *Informe Trimestral del BPI*, marzo de 2005.

Fuentes: Hedge Fund Research, Inc; cálculos del BPI.

Gráfico VII.6

especializados de intermediación, el riesgo global de las entidades bancarias frente al sector posiblemente sea más elevado y el flujo de información menos transparente.

Posibles fuentes de vulnerabilidad

El sector financiero reacciona frente a los riesgos a corto plazo ...

... pero ¿es también fuerte ante los retos a más largo plazo?

Mayor dependencia de las comisiones ...

... ¿a costa de una volatilidad más alta?

La buena situación actual de las instituciones financieras permite augurar que serán capaces de seguir impulsando el avance macroeconómico. Los riesgos inmediatos para el sector financiero mundial parecen limitados, al tener las instituciones financieras colchones suficientes para hacer frente a la mayoría de los riesgos que puedan materializarse a corto plazo. Además, es probable que las tareas de reestructuración llevadas a cabo en muchos países fortalezcan aún más los sistemas nacionales a medio plazo.

Las vulnerabilidades a más largo plazo son más difíciles de evaluar. Los retos cíclicos están asociados al riesgo de que el reequilibrio de la economía mundial pudiera provocar ajustes prolongados en los tipos de interés y los precios de los activos. En combinación con un crecimiento económico más lento, el aumento de los riesgos de mercado y de crédito podría alterar la buena situación actual de las instituciones financieras. Otros retos se derivan de las presiones estructurales sobre los beneficios bancarios. Además, la transferencia del riesgo a los hogares podría tener repercusiones a más largo plazo que resultarían más evidentes en caso de una desaceleración económica.

Presión sobre los beneficios de los bancos

El sector bancario ha sacado buen partido de las tareas de reestructuración y de la expansión a nuevas líneas de negocio, a pesar de lo cual se mantiene la presión sobre sus beneficios debido al entorno más competitivo. La tendencia internacional general ha sido la sustitución de los ingresos más tradicionales como el de margen de intermediación por ingresos por comisiones (véase también el Capítulo III). Esta diversificación de ingresos se ha materializado en un aumento de las comisiones netas y de los resultados de operaciones financieras (como en el Reino Unido), una mayor dependencia del crédito al consumo con márgenes más elevados (como en Francia y Japón) y el auge del crédito hipotecario en muchos países. Sin embargo, el margen de intermediación se ha ido reduciendo en una serie de países y es probable que siga disminuyendo en un entorno de tipos de interés a corto plazo más altos y curvas de rendimientos más planas. Los márgenes son especialmente bajos en Alemania y Japón, debido en parte a una débil demanda de crédito, pero también por la competencia procedente de los intermediarios de propiedad estatal (véase anteriormente).

La sostenibilidad y las características de esta combinación incipiente de fuentes de ingresos son factores importantes que determinarán la estabilidad a largo plazo de los sistemas bancarios. Un aspecto fundamental de esta combinación de ingresos es la mayor exposición de los bancos al riesgo de mercado en su conjunto, que les lleva más allá del riesgo de tipo de interés con el que ya están más familiarizados. Las comisiones de intermediación y

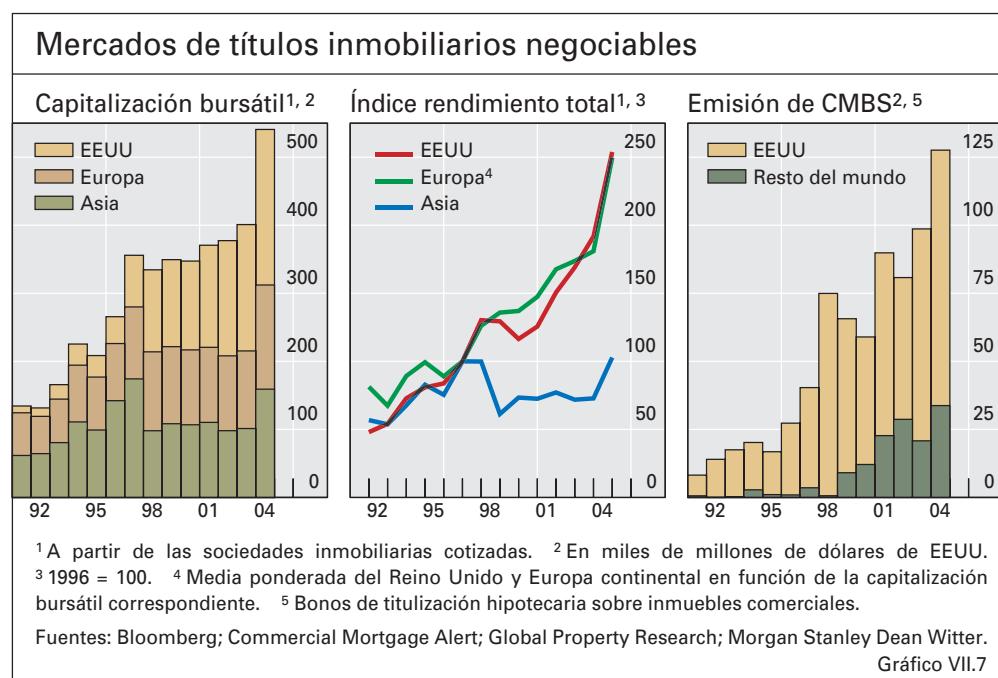
los beneficios por operaciones financieras han sido fuentes de ingresos claramente volátiles para los bancos de inversión, pero estas entidades poseen estructuras de costes más flexibles en comparación con los bancos comerciales. Asimismo, mientras que el crecimiento del crédito al consumo en muchas jurisdicciones tiene un gran componente estructural derivado de un entorno más liberalizado y una inflación menor, también ha estado parcialmente ligado a los niveles extraordinariamente reducidos de los tipos de interés a corto plazo. Además, el apogeo del mercado de la vivienda ya ha dado muestras de cambio de tendencia en algunos países (véase más adelante). El mantenimiento del nivel de rentabilidad actual de los bancos parece depender tanto de los avances en la gestión y cobertura de riesgos como del resultado de los esfuerzos para diversificar más las fuentes de ingresos.

Mercados inmobiliarios

El buen comportamiento de los mercados inmobiliarios ha contribuido en buena medida a la capacidad de adaptación del sector bancario. Sin embargo, el aumento de su exposición directa e indirecta al sector inmobiliario genera algunas preocupaciones a largo plazo, particularmente en vista de la experiencia histórica.

El interés de los inversionistas por los inmuebles de uso comercial ha crecido en los últimos años por los bajos tipos de interés, los decepcionantes rendimientos de los mercados bursátiles y la mayor accesibilidad a los mercados de inmuebles comerciales gracias a la mayor liquidez de los instrumentos negociables en mercados organizados (véase el Gráfico VII.7). Dicho interés también se ha visto favorecido por la menor duración de los últimos ciclos de los inmuebles comerciales (véase el Cuadro VII.2) y las ínfimas tasas de morosidad de préstamos hipotecarios comerciales. Por tanto, la exposición de las entidades bancarias al sector inmobiliario comercial ha

El aumento del crédito hipotecario comercial ...



Precios de inmuebles de uso comercial y tasas de desocupación de oficinas

	Precios de inmuebles de uso comercial ¹				Tasas de desocupación de oficinas ⁴		
	Variación nominal ²		Nivel ³				
	1995–2003	2003	2004	2004	2002	2003	2004
Estados Unidos	2,5	-2,5	4,0	35,7	15,6	16,7	16,0
Japón	-8,9	-10,2	-9,6	31,2	8,0	8,5	7,2
Alemania	1,0	-18,4	-13,2	43,2	7,1	9,8	11,4
Reino Unido	1,9	-4,0	7,6	34,0	8,0	11,3	9,8
Francia	1,0	0,0	1,5	60,3	5,9	6,0	6,6
Italia	9,4	-5,1	-3,2	73,8	4,7	5,4	7,5
Canadá	3,0	-2,7	2,2	46,8	13,7	15,6	14,4
España	9,2	-10,9	13,5	46,5	4,8	7,7	8,4
Países Bajos	6,1	-3,0	6,2	85,9	7,4	9,7	12,0
Australia	4,2	4,0	1,0	50,5	8,3	10,3	11,5
Suiza	-0,1	-2,2	-2,3	56,9	8,0	10,8	9,0
Bélgica	4,8	10,9	15,0	94,9	8,8	9,5	10,7
Suecia	3,2	-8,0	5,6	49,7	12,5	18,3	17,6
Noruega	5,6	-2,1	1,5	56,3	8,3	11,0	11,0
Dinamarca	6,1	-1,2	4,9	85,4	2,5 ⁵	9,0	10,3
Finlandia	2,9	0,0	-2,3	57,2	1,7 ⁵	7,0	9,5
Irlanda	13,4	0,2	1,3	82,5	18,4	17,5	16,7

¹ Para Australia, Bélgica, España e Italia, inmuebles de primera calidad en las principales ciudades; para Japón, precios del terreno. ² Variación porcentual anual. ³ Periodo en el que los precios de los inmuebles comerciales en términos reales alcanzaron su nivel máximo = 100. ⁴ Porcentaje del espacio de oficinas disponible de manera inmediata (incluidos subarrendamientos) en todos los edificios terminados dentro de un mercado con respecto a la oferta total. Para Estados Unidos y Suiza, en todo el país; para Alemania, Australia, España, Francia, Italia y los Países Bajos, promedio de las principales ciudades; para el resto de países, las capitales. ⁵ 2001.

Fuentes: Catella Property Consultants; CB Richard Ellis; Investment Property Databank Ltd; Japan Real Estate Institute; Jones Lang LaSalle; National Council of Real Estate Investment Fiduciaries; Sadolin & Albæk; Wüest & Partner; datos nacionales.

Cuadro VII.2

aumentado considerablemente. Por ejemplo, en Estados Unidos el crédito hipotecario comercial ha crecido alrededor del 70% en el último lustro y ahora representa aproximadamente la octava parte de los activos totales de los bancos comerciales. En el caso de los bancos de tamaño mediano, la proporción es del 30%. Igualmente, en el Reino Unido, una tercera parte del crédito bancario a entidades no financieras va dirigido a las empresas inmobiliarias, lo que supone un incremento con respecto al porcentaje aproximado del 20% de hace cuatro años.

La mayor exposición al sector inmobiliario comercial no parece plantear un riesgo inmediato al sector bancario, aunque podría ser un factor de posible vulnerabilidad a más largo plazo. Históricamente, los préstamos hipotecarios para inmuebles comerciales han sido uno de los componentes más volátiles de las carteras de las entidades bancarias. Aunque es poco probable que en un futuro cercano se produzca un gran deterioro de la calidad crediticia, como ocurrió a principios de la década de los 90 en muchos países industrializados, incluso el regreso de las tasas de morosidad a niveles más cercanos a su promedio histórico podría generar tensiones. Además, dado que la actividad

... puede generar riesgos microeconómicos

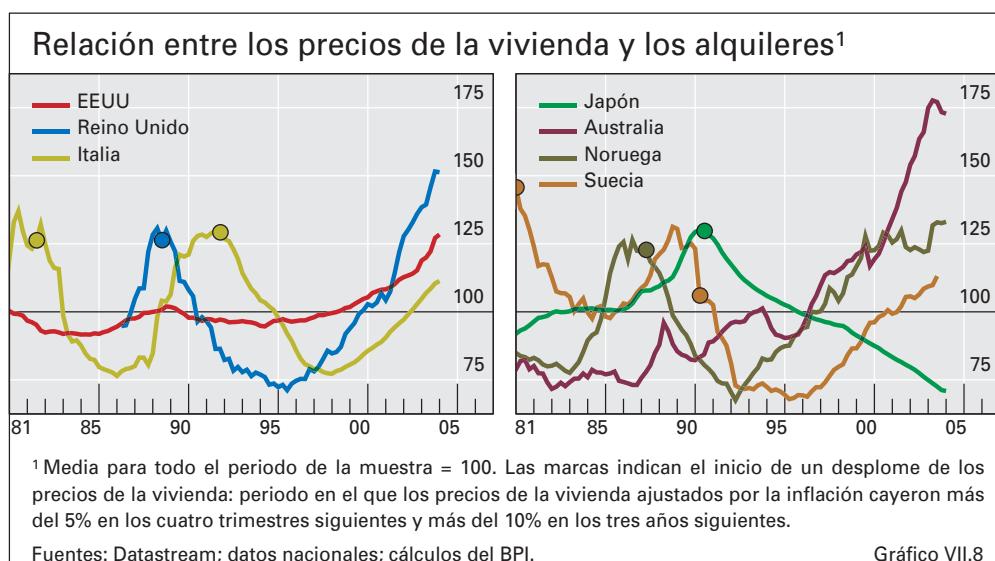
reciente se ha visto impulsada en gran medida por el interés inversor, más que por la demanda del negocio, existe preocupación en torno a la sostenibilidad del alto rendimiento de las inversiones. Las tasas de desocupación permanentemente elevadas indican que las variables fundamentales del mercado pueden ser vulnerables (Cuadro VII.2) y la rentabilidad del espacio de oficinas de primera calidad ya ha mostrado síntomas de deterioro.

En cuanto a los inmuebles residenciales, el rápido crecimiento de la exposición de las entidades bancarias a los mercados de la vivienda ha sido uno de los principales motores de los beneficios bancarios en los últimos años. Los préstamos hipotecarios han aumentado significativamente en los últimos cinco años en la mayoría de las economías, incluido el Reino Unido (con un incremento acumulado del 160%), Australia (100%), Estados Unidos (75%), la zona del euro (50%) y Japón (30%).

Sin embargo, las incertidumbres relativas al mercado de la vivienda también podrían plantear riesgos directos e indirectos para el sistema financiero. En muchos países, como el Reino Unido, Estados Unidos, Australia, Noruega y España, los precios de la vivienda se han incrementado mucho más rápido que los alquileres, mientras que las rentas por alquiler están a niveles históricamente bajos (véase el Gráfico VII.8), lo cual podría indicar un ajuste a la baja en los precios de la vivienda o un movimiento ascendente de los alquileres, que tienden a ser bastante estáticos. Si los precios de la vivienda se estabilizaran o invirtieran su tendencia, la actividad hipotecaria podría reducirse considerablemente (como ha ocurrido en Australia y el Reino Unido recientemente), con la correspondiente disminución de ingresos por comisiones para las entidades bancarias. Además, podrían aumentar las pérdidas por préstamos inmobiliarios, especialmente en aquellos mercados con un gran endeudamiento de los hogares y cuyas operaciones mantienen un alto porcentaje entre el importe del préstamo y el valor de tasación. En términos más amplios, la merma de la riqueza de las familias podría presagiar una desaceleración económica más general como reflejo de la reducción

La exposición al sector inmobiliario residencial ...

... implica una vulnerabilidad macroeconómica



del consumo. Si estos riesgos se materializaran, el sector bancario podría enfrentarse a retos significativos procedentes de este efecto macroeconómico indirecto, pero más amplio y persistente.

El fenómeno de la “búsqueda de rentabilidad”

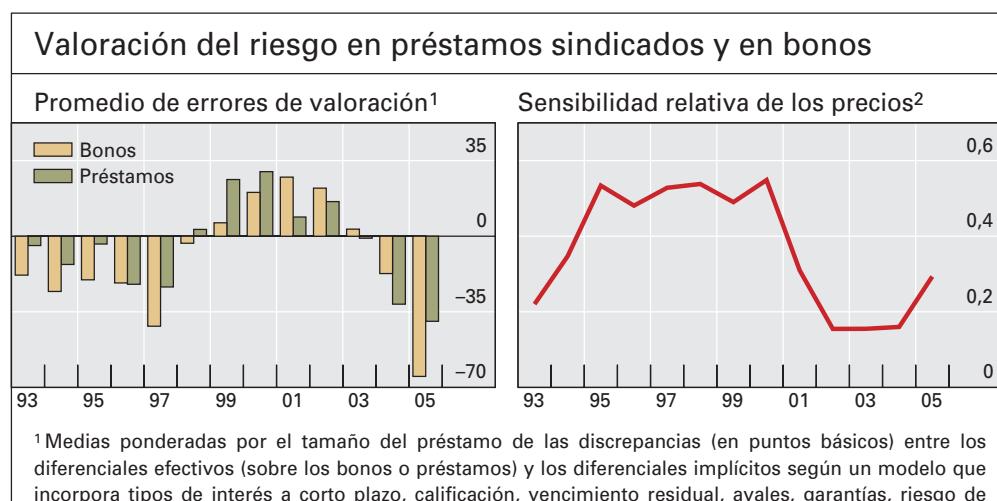
Los prolongados tipos de interés bajos y la abundante liquidez han animado a los inversionistas a buscar rentabilidades más altas en inversiones más arriesgadas. Esta “búsqueda de rentabilidad” se intensificó durante gran parte del periodo examinado (véase el Capítulo VI).

Possible
infravaloración del
riesgo de crédito

Existen pruebas de una continua valoración insuficiente del riesgo en los mercados de préstamos sindicados y de renta fija. En 2004, las operaciones en el mercado de préstamos sindicados de Estados Unidos aumentaron significativamente, alcanzando un máximo histórico de 1,3 billones de dólares, de los que el 46% se concedieron a empresas sin la calificación de grado de inversión. El mismo año, los diferenciales de los mercados de renta fija y de préstamos sindicados parecieron reflejar una compensación por el riesgo de crédito menor de lo que podía inferirse de los datos históricos (véase el Gráfico VII.9, panel izquierdo). Esta infravaloración del riesgo de crédito parece haberse acentuado recientemente en el mercado de renta fija, ya que la sensibilidad de los diferenciales de los préstamos sindicados al riesgo de incumplimiento ha aumentado ligeramente (véase el Gráfico VII.9, panel derecho).

Elevada exposición
al riesgo de
mercado

La tendencia a asumir más riesgo también queda patente en el sector de la banca de inversión. El valor en riesgo (VaR) total aumentó más del 50% en el periodo 2002–04. Dada la disminución de la volatilidad de los mercados de renta variable y de crédito en el mismo periodo, este incremento del VaR indica un notable aumento de la toma de posiciones (véase el Gráfico VII.10, paneles



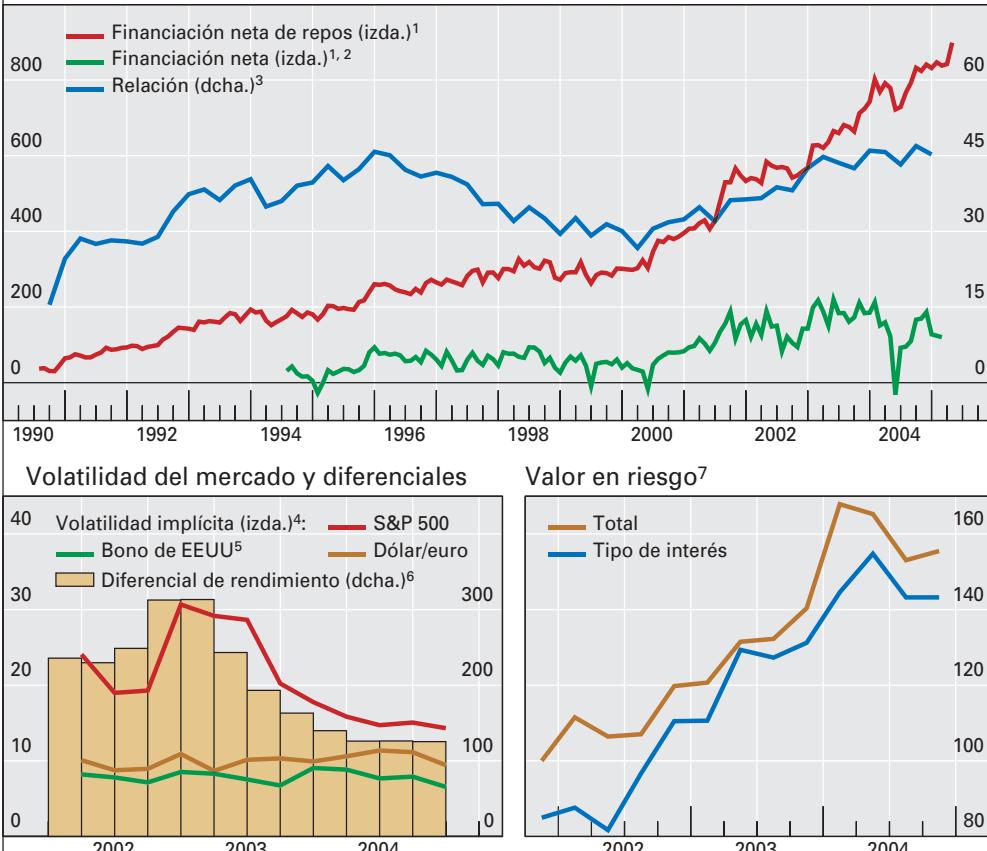
¹ Medias ponderadas por el tamaño del préstamo de las discrepancias (en puntos básicos) entre los diferenciales efectivos (sobre los bonos o préstamos) y los diferenciales implícitos según un modelo que incorpora tipos de interés a corto plazo, calificación, vencimiento residual, avales, garantías, riesgo de divisa y tamaño del préstamo. Un valor negativo indica que los diferenciales de mercado son inferiores a los diferenciales implícitos según el modelo. ² Sensibilidad relativa variable de los precios de los préstamos y de los bonos al riesgo de crédito, estimada como el coeficiente de regresión de los tipos de interés de los préstamos sobre el índice de rendimiento de los bonos de empresa con idéntica calificación. Otras variables son el tamaño y el vencimiento del préstamo. Un valor de 0,5 implica que la diferencia entre las primas de dos préstamos, uno con una calificación más baja que el otro, es la mitad para los préstamos que para los bonos.

Fuentes: Dealogic; datos nacionales; cálculos del BPI.

Gráfico VII.9

Toma de riesgos en los principales bancos de inversión

Financiación de operadores especializados autorizados de EEUU



¹ En miles de millones de dólares de EEUU. ² Financiación neta (salidas menos entradas de valores) según define T Adrian y M Fleming en "What financing data reveal about dealer leverage", *Federal Reserve Bank of New York Current Issues*, marzo de 2005. ³ Financiación neta de repos en porcentaje de los activos totales de los intermediarios bursátiles. ⁴ Volatilidad implícita en la opción de compra *at-the-money*; en porcentaje. ⁵ A diez años. ⁶ Lehman Brothers Corporate Index, basado en calificaciones Baa de Moody's; en puntos básicos. ⁷ Medias ponderadas por la capitalización bursátil del VaR total y del VaR por tipo de interés de ocho grandes instituciones en relación con su VaR total en el cuarto trimestre de 2001; datos trimestrales, en porcentaje.

Fuentes: Banco de la Reserva Federal de Nueva York; Lehman Brothers; Merrill Lynch. Gráfico VII.10

inferiores). El ligero descenso de la exposición global al riesgo en 2004 podría estar relacionado con el retraso de estas entidades para ajustar su toma de riesgo o con una reducción de la liquidez del mercado (véase el Gráfico VII.10, panel superior).

Desplazamiento del riesgo hacia el sector de los hogares

Las últimas tendencias estructurales señalan que la asunción de riesgo se desplaza desde las instituciones y mercados financieros hacia el sector de los hogares, siendo voluntario parte de este desplazamiento. El mayor acceso a diversas herramientas de financiación ha aumentado la deuda de los hogares en relación con su renta (véase el Capítulo II). En concreto, las tasas de crecimiento de los préstamos hipotecarios y al consumo otorgados por los bancos fueron superiores a las de los préstamos empresariales en Estados Unidos, Europa y Japón en 2004 (véase el Gráfico VII.11). Los hogares también

El aumento del riesgo relacionado con las hipotecas ...

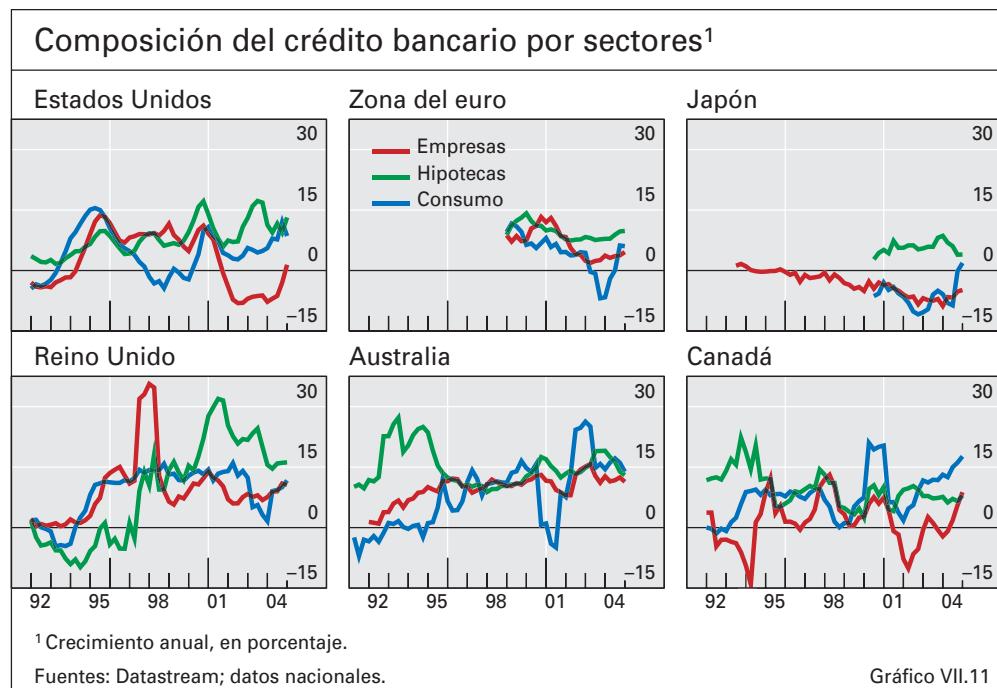
... y las pensiones de la tercera edad ...

... puede afectar a la capacidad de la economía para soportar riesgos

han optado en sus inversiones financieras por instrumentos más sensibles al mercado. Las hipotecas a tipo de interés variable, tan comunes en Australia, Irlanda, España, el Reino Unido y en la mayoría de los países nórdicos, han cobrado mayor popularidad en Estados Unidos últimamente. La expansión de los productos *unit-linked* (seguros de vida de prima única ligados a fondos de inversión) refleja también la mayor disposición de las familias a asumir riesgo.

Los cambios institucionales también están exponiendo a los hogares a un riesgo financiero más elevado. En primer lugar, las propuestas de reforma de las pensiones en Estados Unidos y el Reino Unido están favoreciendo la transición desde planes de pensiones de prestación definida a planes de aportación definida, con lo que aumenta la exposición de los hogares al riesgo de mercado. La tendencia hacia los planes de pensiones empresariales de aportación definida se ha acentuado bajo las presiones de financiación que soportan las empresas por la mayor longevidad de la población, la debilidad de los mercados bursátiles y los bajos tipos de interés. En segundo lugar, la introducción de la contabilidad por el valor razonable es probable que ponga más de relieve la presencia de rendimientos garantizados mínimos en los contratos de seguros, por lo que las aseguradoras se verán presionadas para reducir parcialmente las garantías. Por último, la menor seguridad del empleo en muchos países desarrollados ha incrementado la incertidumbre sobre el flujo de renta de los hogares, con el consiguiente aumento de los riesgos a los que se enfrentan las familias.

Estas tendencias llevan a preguntarse si este cambio podría afectar a la capacidad de la economía para soportar riesgos. Los hogares son quienes soportan en última instancia todos los riesgos, al ser los participantes últimos de todas las empresas económicas. No obstante, el nivel global de riesgo financiero no es independiente de la estructura financiera, de las



características institucionales, ni de la distribución del riesgo soportado. Generalmente, los hogares gozan de liquidez dada la regularidad en sus ingresos salariales y sus carteras relativamente amplias de activos líquidos. Asimismo, las pérdidas inherentes a los balances de los hogares tienen externalidades negativas limitadas. Sin embargo, el sector de los hogares se caracteriza por su capacidad más restringida para entender, gestionar y diversificar los riesgos, su mayor dependencia del crédito garantizado y sus costes de transacción más elevados que los de las instituciones financieras. Estas limitaciones indican que la mayor exposición directa al riesgo por parte de los hogares podría no ser necesariamente eficiente.

La mejora del acceso a los productos financieros ha facilitado a las familias la compra de vivienda y les ha permitido flexibilizar la gestión de su pauta de consumo a lo largo de su vida. Sin embargo, tal y como se ha comentado antes, la caída de los precios de la vivienda puede generar riesgos para el sector financiero y para el conjunto de la economía. Además, cuando suban los tipos de interés, las familias con obligaciones a interés variable se enfrentarán al aumento de los costes de endeudamiento. Si se vieran afectados el consumo y los índices de morosidad en los préstamos para la adquisición de viviendas, podría reducirse la capacidad de adaptación de la economía en conjunto y del sistema financiero.

Hacia un marco macroprudencial más operativo

Los comentarios anteriores sobre las perspectivas de estabilidad financiera han puesto de manifiesto la importancia de las vulnerabilidades que surgen de las interrelaciones entre los sectores financiero y real de la economía. Los retos principales se derivan del proceso de enderezar los desequilibrios que fueron acumulándose durante el auge de las cotizaciones bursátiles de finales de los años 90 y del entorno macroeconómico que ha surgido en la primera mitad de esta década. Una respuesta eficaz a estos retos consistiría en un marco prudencial que aborde dichas interrelaciones y adopte un enfoque sistémico para la estabilidad financiera. La tendencia generalizada hacia el reforzamiento de la orientación macroeconómica en los marcos prudenciales constataría esta necesidad.

El enfoque macroprudencial pone de relieve la importancia de las interrelaciones entre instituciones financieras a título individual, y entre el sistema financiero en su conjunto y el entorno macroeconómico. Como complemento del enfoque microeconómico más tradicional, que se centra en la institución como unidad de análisis, este otro enfoque presta especial atención a las concentraciones de riesgos y a las fuentes comunes de riesgo en los diferentes componentes del sistema financiero. En este método es fundamental analizar las consecuencias desestabilizadoras del comportamiento de estos componentes.

Desde el punto de vista operativo, esta mayor orientación sistémica queda reflejada en una serie de facetas del marco prudencial. Podría decirse que el aspecto más visible está relacionado con la arquitectura institucional y los mandatos de los órganos oficiales responsables de la estabilidad

Los riesgos
macroeconómicos
requieren ...

... enfoques
macroprudenciales

financiera. También se manifiesta de manera concreta una perspectiva más macroeconómica en la forma en que estos órganos cumplen con sus cometidos. Ejemplos de lo anterior son las mejoras en las técnicas de estimación del riesgo que permiten identificar mejor las vulnerabilidades sistémicas y el calibrado de las herramientas prudenciales preventivas y correctivas más sensibles a las preocupaciones sistémicas.

Arquitectura institucional

El enfoque macroprudencial influye cada vez más en la arquitectura institucional de los órganos oficiales responsables de la estabilidad financiera. En los ámbitos nacional e internacional, esta arquitectura refleja cada vez más la importancia de seguir de cerca las interrelaciones entre las distintas instituciones financieras y de desarrollar marcos coherentes que tengan en cuenta las similitudes en el tratamiento del riesgo en los diferentes segmentos del sector financiero.

Autoridades de supervisión unificadas

En el ámbito nacional, la tendencia hacia una autoridad única responsable de la supervisión prudencial de las entidades bancarias, las compañías de seguros y otros tipos de intermediarios financieros se ha intensificado desde que Noruega decidió adoptar dicho modelo a finales de los años 80. A ello han contribuido las sinergias que se producen por la aparición de conglomerados financieros y la convergencia de las prácticas empresariales de las entidades financieras gracias al desarrollo de nuevos mercados y tecnologías.

Objetivos de estabilidad financiera para los bancos centrales

Este cambio institucional ha ido acompañado a menudo del establecimiento de objetivos de estabilidad financiera más explícitos para los bancos centrales. Desde el punto de vista operativo, este hecho se ha reflejado con frecuencia en la creación de una función exclusiva de estabilidad financiera en el banco central y en la publicación de informes regulares que contienen su evaluación del comportamiento del sistema financiero y sus posibles vulnerabilidades. Con frecuencia, los bancos centrales han asumido tareas similares incluso sin la existencia de un mandato explícito, basándose en su pericia en la realización de evaluaciones macroeconómicas más tradicionales.

Foros internacionales

A escala internacional, se ha creado una serie de foros para fomentar la comunicación y la cooperación entre autoridades prudenciales de distintas jurisdicciones. Entre los objetivos de los comités que trabajan bajo los auspicios de los bancos centrales del G-10 y diversas agrupaciones regionales se encuentran el seguimiento de la evolución de los mercados financieros internacionales y la evaluación de las posibles deficiencias del sistema financiero internacional. El Foro sobre la Estabilidad Financiera reúne a todas las autoridades nacionales pertinentes, instituciones financieras internacionales y otras agrupaciones internacionales, al tiempo que fomenta el diálogo y la coordinación de esfuerzos para hacer frente a las vulnerabilidades sistémicas. Una muestra de los esfuerzos que ha desplegado el Foro es la presentación de una serie de recomendaciones sobre las políticas que pueden adoptarse en respuesta a posibles amenazas para la estabilidad del sistema derivadas de las actividades de las instituciones con alto grado de apalancamiento. Más recientemente, el Foro ha liderado los esfuerzos

de la comunidad mundial de supervisores dirigidos al fortalecimiento de la vigilancia de las compañías de reaseguro (véanse las páginas 201–202 de este Informe).

Identificación de las vulnerabilidades

Para que un tratamiento tenga éxito es necesario un diagnóstico acertado. Por tanto, la implantación de técnicas de cálculo de riesgos para medir la estabilidad de todo el sistema es la base para establecer un marco macroprudencial operativo.

Las técnicas de cuantificación del riesgo financiero se encuentran por lo general en una fase de desarrollo relativamente temprana. Incluso las propias instituciones financieras se centraban originalmente en medir aspectos específicos del riesgo financiero y sólo desde hace poco trabajan para desarrollar marcos coherentes para medir el riesgo en toda la empresa. Valga como ejemplo el uso de los indicadores de tipo VaR no sólo para evaluar el riesgo de mercado de las carteras, sino también otros tipos de exposiciones. A escala macroeconómica, la modelación de la interrelación entre el comportamiento del sector financiero y la economía real es reciente en comparación con la tradición más arraigada de crear modelos macroeconómicos que describen las relaciones entre la producción total, el gasto y los precios.

Últimamente se ha avanzado mucho en el desarrollo de herramientas de medición del riesgo sistémico y su aplicación en distintos contextos. Los esfuerzos del FMI y del Banco Mundial para elaborar una lista de indicadores de estabilidad financiera y animar a las autoridades nacionales a recopilarlas y publicarlas sistemáticamente están dirigidos a facilitar la materia prima para profundizar en el análisis. El Programa de Evaluación del Sector Financiero (FSAP en su denominación inglesa) implantado conjuntamente por estas dos instituciones realiza análisis regulares de las posibles vulnerabilidades sistémicas de naturaleza tanto estructural como coyuntural.

Imitando el desarrollo de la metodología de pruebas de tensión en las entidades a título individual, muchos bancos centrales están desarrollando en la actualidad la infraestructura necesaria para comprobar la solidez del sector financiero en su conjunto, basándose en indicadores micro y macroeconómicos. Estos ejercicios suelen combinar tres elementos: modelos macroeconómicos, creados para orientar las decisiones de política monetaria, modelos de la situación financiera de los hogares y el sector empresarial, y estudios del posible impacto de distintos escenarios en los resultados de las instituciones financieras y los mercados. En algunas jurisdicciones esta infraestructura se utiliza no sólo para realizar evaluaciones rutinarias de las vulnerabilidades del sector financiero con fines prudenciales, sino también para facilitar información para la toma de decisiones en materia de política monetaria. Una vez instalada, la tecnología también se presta a ejercicios *ad hoc* más centrados en el análisis de riesgos específicos, como los que se derivan de una brusca caída de los precios de los activos.

Elaboración de un modelo para el riesgo sistémico

Indicadores macroprudenciales

Pruebas de tensión a escala macroeconómica

Calibrado de las herramientas prudenciales

La respuesta de las autoridades frente a los riesgos identificados para la estabilidad financiera también tiene cada vez más en cuenta consideraciones de naturaleza sistémica. Estos aspectos están muy presentes en el diseño de normas prudenciales y en el razonamiento que subyace a las actuaciones para resolver posibles tensiones.

La adopción de un enfoque sistémico ...

La incorporación explícita de objetivos sistémicos en el diseño de normas prudenciales es un fenómeno relativamente reciente, aunque siempre se ha reconocido que las normas que limitan la asunción excesiva de riesgos en las distintas entidades también mitigan los riesgos sistémicos. Los elementos más recientes del enfoque macroprudencial se deben principalmente a la idea de que las actuaciones y reglas que son racionales a nivel individual pueden tener resultados no deseables a escala global. Por ejemplo, la reducción de posiciones de riesgo en respuesta a valoraciones elevadas del riesgo de mercado puede ser un criterio prudente desde el punto de vista de una entidad concreta interesada en mantener su capital. Sin embargo, las ventas masivas generalizadas podrían provocar una reacción en cadena que generase un aumento de la volatilidad del mercado y una sobrereactión de los precios de los activos.

... influye en la fijación de normas ...

El nuevo marco de capital publicado el pasado año por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea constituye un avance importante, al fijar una norma que respalda especialmente el deseo del sector privado de desarrollar y utilizar herramientas de gestión del riesgo. Por cuanto que acepta el resultado de los modelos internos para fijar el capital regulador mínimo, el marco reconoce la importancia de incentivar el uso de tecnología basada en las mejores prácticas por parte de todos los agentes del mercado. Sin embargo, si los requerimientos de capital mostraran una excesiva sensibilidad al riesgo, podría acentuarse inadvertidamente el carácter procíclico inherente a la disponibilidad del crédito. En parte para mitigar este riesgo, y apoyándose en otros estudios empíricos, la versión final del marco ha reducido la tasa de aumento del capital exigido en caso de deterioro de las perspectivas para el crédito. Además, reconoce que la realización de pruebas de tensión en la cartera de las entidades bancarias debería condicionar también el nivel de capital necesario, a fin de evitar que se vea excesivamente influido por las condiciones económicas actuales. Más importante aún, el nuevo marco está ayudando a incorporar a la cultura empresarial de las instituciones las mejoras logradas en la gestión del riesgo, promoviendo así la identificación temprana y la corrección de las dificultades y disminuyendo las tendencias procíclicas.

Un razonamiento similar motiva el sistema de provisiones estadísticas implantado en España. De acuerdo con este sistema, las provisiones de los bancos están basadas en un promedio estimado a lo largo del ciclo económico. De este modo, se van dotando las provisiones para insolvencias crediticias de las entidades bancarias durante la fase expansiva del ciclo económico y se contabilizan en un fondo de cobertura estadística que se va reduciendo durante la fase de desaceleración cuando las condiciones crediticias empeoran. La evolución más homogénea de los costes crediticios disminuye la tendencia a reducir el crédito en exceso ante un deterioro del

panorama económico, mitigando así el riesgo de que los bancos, inducidos por la regulación, tengan un comportamiento que favorezca la volatilidad macroeconómica.

Además de tener una influencia creciente en el diseño de normas, las consideraciones sistémicas también están moldeando cada vez más las medidas de política discretionales tomadas por las autoridades prudenciales, que se han adoptado en ocasiones en respuesta a la manifestación de tensiones o al aumento de vulnerabilidades. Un ejemplo reciente fue la reacción de las autoridades del Reino Unido ante las tensiones a las que se enfrentaron las compañías de seguros cuando la caída del mercado bursátil generó pérdidas importantes en sus carteras de activos. Los requerimientos de reservas mínimas se relajaron temporalmente para intentar contener las ventas de acciones destinadas a limitar pérdidas (*stop-loss*), evitando así una espiral descendente en las cotizaciones que hubiera debilitado aún más los balances de las entidades reguladas. Razonamientos similares son los que han sustentado los ajustes realizados en algunas jurisdicciones en los parámetros reguladores que rigen el crédito hipotecario (como coeficientes máximos en la relación importe del préstamo/valor de tasación) ante la inquietud de que un crecimiento rápido del crédito pusiera en peligro las perspectivas macroeconómicas. Si bien estas intervenciones no son sustitutos perfectos de la acumulación sistemática de reservas *ex ante* para hacer frente a las tensiones, estas acciones de supervisión *ex post*, si se calibran de manera sensata y moderada, pueden facilitar la respuesta del sistema a las circunstancias concretas, afectando muy poco a los incentivos.

Por último, las preocupaciones sobre la estabilidad sistémica se manifiestan de forma muy clara en la actitud de las autoridades prudenciales frente a las instituciones financieras grandes y complejas. En muchas jurisdicciones existen disposiciones explícitas que rigen el tratamiento de estas instituciones a efectos de regulación y establecen una serie de medidas en caso de tensión, acompañadas de un control y revisión más estrictos por parte de las autoridades de supervisión. En concreto, los aspectos sistémicos ocupan un lugar preponderante en la lista de factores que se examinan para la aprobación de fusiones. Además de querer mantener un nivel adecuado de libertad de competencia en el mercado, las autoridades también están cada vez más preocupadas por los riesgos potenciales procedentes de una concentración mayor de la exposición del sistema financiero a un pequeño número de entidades interrelacionadas. Además, ya se han desarrollado planes de contingencia para responder a la insolvencia de una entidad de este tipo, basados en el traspaso ordenado del control que ostentan los accionistas y la gerencia de la entidad insolvente, manteniendo al mismo tiempo su funcionalidad y su valor como empresa en funcionamiento y reduciendo al mínimo los trastornos sistémicos.

... en las decisiones de política discretionales ...

Los retos de cara al futuro

El análisis anterior indica que se ha avanzado considerablemente en reforzar el enfoque sistémico de los marcos prudenciales, tanto en términos

... y en el tratamiento de las grandes entidades

Entre los retos se incluyen:

una medición más exacta ...

de concienciación como de implantación. Al mismo tiempo, sigue habiendo una serie de retos importantes.

El primer reto está relacionado con la mejora de la tecnología de estimación de riesgos. A pesar de los últimos avances, las metodologías actuales siguen siendo más eficaces para medir riesgos relativos en un momento dado (como entre prestatarios o clases de activos) que para evaluar la evolución del riesgo a lo largo del tiempo, especialmente del riesgo sistémico. En concreto, en vez de facilitar verdaderos indicadores adelantados de riesgo para horizontes temporales más largos y relevantes para la fijación de políticas, muchas de estas medidas suelen funcionar más como indicadores coincidentes del riesgo materializado. Además, cuando se basan en los precios de mercado, pueden no distinguir entre el cambio en la disposición a asumir riesgos y el cambio en la evaluación del riesgo (véase el Capítulo VI). Estos canales pueden introducir por descuido un carácter procíclico excesivo en las evaluaciones del riesgo y en las actuaciones correspondientes.

... incentivos de las autoridades de supervisión ...

El segundo reto consiste en garantizar que las autoridades prudenciales cuenten con los medios y los incentivos necesarios para utilizar los instrumentos a su disposición desde un punto de vista macroprudencial. Es comprensible que, a pesar de las excepciones señaladas anteriormente, siga constatándose una considerable falta de disposición a actuar de este modo cuando se considera que los problemas tienen un origen macroeconómico. En parte, esta actitud puede reflejar una cierta inexperiencia, más probable cuando no es el banco central quien se encarga de la supervisión. También puede derivarse de la creencia de que las directrices de las autoridades de supervisión se concentran sobre todo en proteger al consumidor, más que en evitar una crisis sistémica.

... y políticas coordinadas

El tercer reto se basa en reforzar la coordinación del enfoque de estabilidad macrofinanciera del sector oficial. Un método más coordinado reconocería la gran interdependencia existente entre las funciones de un conjunto de autoridades más amplio, que incluye también a las autoridades monetarias, los ministros de finanzas e incluso a los responsables de la normalización contable. La especialización de los distintos organismos y los instrumentos de que disponen obviamente se complementan. Por ejemplo, las normas contables pueden tener un impacto de primer orden en la capacidad para evaluar la solidez financiera, en los incentivos para asumir riesgos y en las características estabilizadoras o desestabilizadoras de la conducta individual. Igualmente, a veces las tensiones financieras con grandes costes macroeconómicos pueden no tener su origen en la insolvencia de entidades financieras, sino que pueden generarse por la dinámica del mercado o por trastornos en los balances de los hogares y las empresas, aun cuando las instituciones financieras reguladas estén suficientemente inmunizadas. Los riesgos actuales asociados al crédito hipotecario son un buen ejemplo. Todo esto pone de relieve la importancia de una estrecha cooperación entre las distintas autoridades, basada en un diagnóstico consensuado del problema.

VIII. Conclusión: posibles soluciones a los desequilibrios

El pasado año fue excepcional para la economía mundial. Se registró un intenso crecimiento en la mayor parte del mundo, particularmente en las economías de mercado emergentes, y la inflación se mantuvo moderada pese al sustancial encarecimiento de los productos básicos. Las instituciones financieras de todo el mundo cosecharon excelentes beneficios, al tiempo que aumentaron considerablemente los precios de los activos financieros en la mayoría de los mercados. No obstante, estos excepcionales resultados estuvieron rodeados de un creciente desasosiego ante la posibilidad de que no perdurasen. Un motivo de preocupación fue la creciente similitud de la economía mundial actual con la coyuntura de finales de los años 60, lo que resulta alarmante, puesto que durante ese periodo se asentaron las bases de la Gran Inflación de los años 70 en los principales países industrializados. A su vez, ésta condujo a las crisis de deuda de los años 80 que sufrieron muchas economías de mercado emergentes.

En la actualidad, al igual que a finales de la década de los 60, los tipos de interés reales en los países industrializados han permanecido en niveles reducidos durante largo tiempo y los agregados crediticios han ido creciendo con rapidez. A semejanza de los problemas surgidos bajo el sistema de Bretton Woods, el dólar también se ha visto presionado a la baja por la influencia de la balanza exterior de Estados Unidos. En los últimos años, esto ha llevado en muchos otros países tanto una relajación de la política monetaria como la acumulación de reservas de divisas en un intento por resistirse a la apreciación de su moneda. El resultado ha sido una enorme expansión de la liquidez mundial. Asimismo, la política fiscal se ha tornado recientemente expansiva en muchos países, lo que recuerda al impacto combinado de la Guerra de Vietnam y de los programas de la Gran Sociedad de aquella época. Los productos básicos, sobre todo el petróleo, han experimentado también un fuerte encarecimiento, cuyos efectos comienzan a dejarse sentir en fases más avanzadas de la cadena de producción, así como en las cuentas exteriores de los países consumidores y productores.

La pregunta ahora es si estas similitudes implican que los países industrializados vayan a revivir la elevada inflación y las perturbaciones cíclicas de los años 70 y 80, y si también suponen que las economías emergentes se enfrenten al resurgimiento de los problemas de la deuda de los años 80. En pocas palabras, la respuesta es “quizás, pero no necesariamente”. Por un lado “quizás”, pues realizar predicciones es harto complicado y no pueden descartarse en absoluto políticas erróneas. Por el otro, “no necesariamente”, porque es evidente que las autoridades económicas han aprendido de sus errores del pasado. A finales de los años 60 y principios de los 70, no se identificaron adecuadamente los costes de la elevada inflación en los países industrializados, ni tampoco se percibió la enorme velocidad con la

que los cambios en las expectativas de inflación podían generar una espiral viciosa de salarios-precios. El éxito de los bancos centrales en la reducción de la inflación, pese a lo costoso de la tarea, les otorga credibilidad cuando afirman que “nunca más”. Asimismo, las autoridades económicas de todo el mundo han aprendido algo acerca de cómo afrontar las perturbaciones de los precios de los productos básicos. Quienes en la actualidad se enfrentan a unas importaciones más caras saben que resistirse al ajuste mediante el endeudamiento externo, como se hizo en los años 70, puede resultar extremadamente oneroso a la larga. Quienes se benefician ahora de precios más elevados no olvidan la facilidad con la que sus economías se expandieron en exceso, al endeudarse con la garantía que proporcionaban unos precios más altos. Resulta ahora evidente —aunque se trate lamentablemente de una enseñanza retrospectiva— que los precios de los productos básicos no son distintos de los precios de la vivienda o de los activos financieros, pues suban o bajen, el valor nominal de la deuda permanece fijo a lo largo del tiempo.

Aunque estas enseñanzas del pasado pueden ser reconfortantes, no podemos olvidar los peligros que conlleva librar una vez más la batalla final. Conforme se indicó en la Introducción a este Informe Anual, desde los años 60 el mundo ha experimentado tres cambios fundamentales de índole favorable, que al sugerir un resultado no inflacionario, avalan la conclusión “quizás, pero no necesariamente”.

En primer lugar, la liberalización y globalización de la economía real han aumentado enormemente la oferta potencial, modificando sustancialmente los precios relativos y presionando a la baja la inflación ante la evolución rezagada de la demanda. En segundo lugar, la combinación de la desregulación y el progreso tecnológico ha tenido efectos profundos en los sistemas financieros. Así, su núcleo lo configuran cada vez más los mercados financieros y no tanto los bancos, su ámbito operativo es el mundial y las instituciones que lo conforman son cada vez más grandes y complejas, con actividades que abarcan diversos sectores. En tercer y último lugar, el régimen monetario ha oscilado hacia un objetivo primordial, a saber, el logro de una inflación reducida. Estos cambios por separado, y quizás en mayor medida la interacción entre todos ellos, sugieren nuevas enseñanzas, al tiempo que plantean nuevas incertidumbres.

Una primera lección se extrae de la interacción entre prolongadas perturbaciones positivas de la oferta y el nuevo régimen monetario, de donde se deriva la posibilidad de que en un futuro las presiones deflacionarias puedan observarse casi con tanta frecuencia como las inflacionarias. También plantea la cuestión de si el origen de la deflación no tuviera que condicionar la respuesta de la política económica. Al igual que las autoridades económicas suelen ser tolerantes en la actualidad con los incrementos iniciales de precios asociados a perturbaciones negativas de la oferta, ¿por qué no habría de suceder lo mismo con las perturbaciones positivas de ésta? De la interacción entre estas perturbaciones positivas y el comportamiento del sistema financiero cabe extraer otra lección, y es que estas perturbaciones invitan fácilmente al optimismo en el sistema y distorsionan los riesgos

de inversión haciendo que parezcan menores de lo que en realidad son. En consecuencia, la oferta de crédito y de deuda adquiere una mayor elasticidad intrínseca. Una tercera enseñanza se refiere a la interacción entre el sistema financiero moderno y el objetivo de estabilidad de precios. Las reacciones del sector financiero ante una política monetaria restrictiva están adquiriendo creciente relevancia en el mecanismo de transmisión, por lo que deben condicionar cada vez más el ritmo de endurecimiento.

Una última enseñanza, posiblemente la más importante, se deriva de la interacción entre estos tres cambios sistémicos. Si las perturbaciones positivas de la oferta presionaran la inflación a la baja de tal manera que las autoridades económicas no tuvieran motivos para endurecer las condiciones crediticias, la creciente capacidad de los sistemas financieros para ofrecer crédito y deuda llevaría aparejada una mayor demanda. Tales circunstancias podrían dar lugar a un ciclo de auge y depresión en el sistema financiero, generando a su vez vientos en contra que podrían retroalimentarse y debilitar la economía real por diversas vías. Además, si la inflación partiese inicialmente de niveles bajos, este proceso degeneraría en una evolución desinflacionaria adversa, aún más nociva que la generada por las propias perturbaciones positivas de la oferta.

Estas observaciones no exigen una reorientación radical de la política macroeconómica, sino que tan sólo sugieren la conveniencia de avanzar por una senda previamente elegida. En realidad, las políticas públicas ya han asumido una mayor orientación a medio y largo plazo, lo que por el lado de la oferta se ha reflejado en el mayor énfasis concedido en los últimos años a las reformas estructurales. En concreto, la necesidad de contar con medidas que fomenten la estabilidad financiera ha gozado de un consenso generalizado. Por el lado de la demanda, recuérdese que durante los años 60 se introdujeron ajustes finos tanto en las políticas monetarias como en las fiscales a fin de estabilizar el ciclo económico y reducir el desempleo. Más tarde, cuando se reconocieron los onerosos efectos a largo plazo de dichas políticas, se introdujeron marcos con objetivos de agregados monetarios y con niveles de inflación, así como planteamientos de política fiscal de largo plazo.

En la actualidad, sin necesidad de alterar los fundamentos de estos marcos de largo plazo, debería plantearse una estrategia óptima para adaptarlos a los nuevos desafíos. Así, el aumento de los niveles de deuda, tanto a escala nacional como internacional, podría acarrear a la larga problemas económicos y sus correspondientes costes, a menudo sustanciales. En este sentido, considérese el tiempo que necesitaron Japón y los países de Asia oriental para recuperarse de sus respectivas crisis financieras. Prueba del creciente reconocimiento de este problema son las recientes medidas adoptadas por una serie de bancos centrales, en parte como respuesta a la subida de los precios de la vivienda impulsada por la expansión del crédito. Sin duda, formalizar una respuesta de política monetaria será complicado, al no disponerse de un baremo que indique con claridad cuándo son "excesivos" los niveles de crecimiento del crédito, de endeudamiento o de los precios de los activos. Aun así, los intereses en juego son

suficientemente importantes como para justificar un esfuerzo analítico sustancial en este sentido.

La presente Conclusión analiza dos cuestiones. En primer lugar, se examinan los riesgos actuales para las perspectivas de la economía mundial (en concreto, las consecuencias de los desequilibrios internos y externos) y las políticas que podrían contribuir a atenuar dichos riesgos. En segundo lugar, se discute si son necesarios marcos de política de largo plazo que puedan impedir de entrada la acumulación de desequilibrios financieros. En la esfera nacional, se trata de dilucidar si merece la pena adoptar un marco de estabilidad macrofinanciera. En la esfera internacional, la cuestión es si son necesarias mejoras en el sistema monetario internacional que complementen la simple búsqueda de los intereses nacionales.

¿Justifican los riesgos actuales una respuesta de política económica?

Aunque no abundan los analistas que admiten la existencia de “problemas” inminentes para la economía mundial, existe un mayor consenso en cuanto a que ésta se halla expuesta a ciertos “riesgos”. De hecho, no es posible obviar el número de indicadores que están mostrando de forma simultánea profundas desviaciones con respecto a patrones históricos. Entre los desequilibrios internos que más llaman la atención se encuentra la persistencia en torno a cero de los tipos de interés oficiales en términos reales en numerosos países industrializados y en las economías emergentes de Asia. Los tipos de interés nominales de los bonos a largo plazo, así como los diferenciales de rendimiento y las medidas de volatilidad del mercado, están en cotas sensiblemente bajas. En muchos países industrializados, la tasa de ahorro de los hogares ha mantenido una acusada trayectoria descendente, mientras que los niveles de deuda han alcanzado niveles récord. Los precios de la vivienda han registrado máximos históricos en muchas economías, mientras en China, la tasa de inversión ha crecido hasta nada menos que el 50% del PIB. Por último, los desequilibrios externos nunca han sido tan abultados desde la Segunda Guerra Mundial. Cualquiera de estas magnitudes, o incluso todas ellas, podrían revertir fácilmente a sus valores medios, con las correspondientes repercusiones para el crecimiento de la economía mundial. Tal reversión podría resultar gradual y posiblemente favorable, aunque también rápida y traumática. El devenir lo determinarán en buena medida las interacciones entre la economía real y el sistema financiero, cuya plena comprensión queda lejos de nuestro alcance.

Cabe preguntar qué puede hacer la política económica frente a estos desequilibrios internos y externos. Con respecto a los primeros, una respuesta obvia sería elevar los tipos de interés para atenuar los riesgos a largo plazo, algo que sin embargo entraría inmediatamente en conflicto con los objetivos de política económica a corto plazo más tradicionales: reducir los niveles de desempleo y evitar una excesiva desinflación. En cuanto a los desequilibrios externos, también se presentan numerosos conflictos en este terreno. Por ejemplo, la austeridad fiscal podría contribuir a solucionar los problemas de

desequilibrio externo en los países con déficit, pero también podría conllevar niveles de desempleo preocupantes. En tales circunstancias, lo más que puede esperarse tal vez sea un avance “oportunista”, es decir, buscar oportunidades de reducir estos riesgos a más largo plazo, pero sólo en la medida en que lo permitan las restantes prioridades.

En Estados Unidos, en una coyuntura económica en expansión, la política monetaria ya ha comenzado a endurecerse a un ritmo mesurado. Si bien esta estrategia responde básicamente a las crecientes tasas de utilización de la capacidad productiva y a la inquietud ante la inflación futura, los mayores tipos de interés tienen como efecto favorable la reducción de los desequilibrios externos. Cabe argumentar que Estados Unidos se ha transformado en una economía excesivamente dependiente del gasto de consumo, del endeudamiento y de la utilización por parte de los hogares del valor neto de su riqueza inmobiliaria. Este calificativo precisamente obedece a que, en términos agregados, una subida de los precios de la vivienda no incrementa la riqueza nacional del mismo modo que la inversión basada en el ahorro de ingresos y en las ganancias de productividad. Los propietarios son los que se benefician del encarecimiento de la vivienda, mientras que la población en su conjunto es la que tiene que pagar ahora precios más altos por los servicios inmobiliarios. Desde esta perspectiva, los riesgos para la economía estadounidense son mucho mayores de lo que podría parecer.

Aun teniendo en cuenta la actual solidez de la economía de Estados Unidos, el endurecimiento de su política monetaria tendrá que aplicarse con cierto tiento. Por una parte, existe incertidumbre acerca de la mayor relevancia que probablemente tengan los precios de los activos —especialmente de la vivienda— en el mecanismo de transmisión. Ejemplo de ello podrían ser los casos del Reino Unido y Australia donde, al igual que en los Países Bajos hace unos años, los precios de la vivienda han comenzado a estabilizarse bajo la influencia de unos mayores tipos de interés oficiales, mientras el crecimiento del gasto de consumo ya ha entrado en una senda de desaceleración. Una complicación adicional ha sido la posibilidad de que las subidas de tipos de interés oficiales también pudieran frenar la inversión empresarial. Por fortuna, las empresas han conseguido reducir con bastante éxito la carga de su deuda en los últimos años, generando fuertes beneficios y manteniendo una elevada liquidez. Con todo, es preciso señalar que el vigor de la reciente recuperación de la inversión es muy inferior a la de ciclos económicos anteriores.

Otra preocupación ha sido que el endurecimiento de las condiciones monetarias pudiera crear perturbaciones en los mercados financieros, en caso de que las inversiones de arbitraje (“búsqueda de rendimiento”) se deshicieran con rapidez. Aunque no ha sido así hasta ahora, debido probablemente a la claridad con la que la Reserva Federal ha comunicado sus intenciones, todavía persisten incertidumbres al respecto. Si la intensidad de las presiones inflacionarias terminara situándose por encima de los pronósticos actuales, cabría la posibilidad de que los tipos de interés oficiales tuvieran que aumentar a un ritmo más rápido, lo que aún podría sorprender a los mercados. Otra posibilidad es que las conjeturas sobre las intenciones de la Reserva Federal, aun formuladas en términos condicionales,

puedan haber llevado a algunos inversionistas especulativos a responder ante el estrechamiento de los márgenes de las estrategias de *carry trade* (endeudamiento barato a corto plazo en una divisa y préstamo más caro a largo plazo en otra moneda) mediante un mayor apalancamiento de sus posiciones, a fin de mantener sus tasas de rendimiento. Esto implicaría que tal vez todavía estén por llegar otras perturbaciones, quizás sustanciales.

En otras importantes economías, el retorno de los tipos de interés a niveles más normales conllevaría incluso mayores conflictos. El persistente estancamiento del crecimiento económico en Europa continental y en Japón no avala aumentos de los tipos de interés. La incapacidad japonesa para salir definitivamente de la deflación y los efectos desinflacionarios de la apreciación del euro en Europa tampoco respaldan estas subidas. En cualquier caso, cabe destacar que los riesgos que plantea para la economía japonesa el endeudamiento de su sector privado, lejos de aumentar, continúan remitiendo, mientras que en Europa continental los riesgos no han crecido a un ritmo tan rápido ni de forma tan generalizada como en Estados Unidos. Dicho esto, debe también señalarse que el BCE ha expresando una y otra vez su preocupación por la tasa de crecimiento de los agregados monetarios y crediticios, así como por los fuertes incrementos del precio de la vivienda en muchos países de la zona del euro.

Más sencillo podría resultar subir los tipos de interés oficiales en otros países de Asia, donde las presiones inflacionarias han resultado algo más evidentes y el crecimiento ha sido rápido. Además, se ha constatado inquietud por el encarecimiento de los inmuebles en una serie de economías, así como por la creciente importancia del préstamo al consumo en los balances bancarios. Las subidas de los tipos de interés en Estados Unidos también implican que una restricción de la política monetaria en Asia tendría un impacto más moderado sobre los tipos de cambio de los países de la región frente al dólar. Con todo, y pese al vigoroso crecimiento asiático en periodos recientes, aún se cuestiona su solidez, así como la capacidad de sus sectores empresarial y bancario para operar en un entorno de tipos de interés más elevados. China apenas permitió una leve subida de sus tipos de interés durante el pasado año, dados sus objetivos de estimular un mayor gasto de consumo y de impedir entradas de capital adicionales. Aunque se ha observado un claro recalentamiento de la inversión en capital fijo, parece probable que las autoridades chinas continúen confiando en las medidas administrativas para encauzar la situación, aun a riesgo de no dar resultado. Al igual que en Estados Unidos, el peligro para los países asiáticos sería que un grado inadecuado de endurecimiento de las políticas monetarias derivara bien en inflación o bien en un agravamiento de los desequilibrios internos, o en ambos efectos a la vez.

Pasando ahora a los desequilibrios externos, el creciente déficit por cuenta corriente de Estados Unidos es un serio problema a largo plazo. Dicho de otro modo, este déficit podría causar a la larga una depreciación desordenada del dólar, turbulencias concomitantes en otros mercados financieros e incluso una recesión. Otra fuente de preocupación, quizás más palpable, es que este desequilibrio hiciera reaparecer presiones

proteccionistas. El problema lo presagian el inaudito tamaño del déficit comercial, la velocidad con la que se está acumulando la deuda externa, la creciente importancia de las instituciones oficiales en la financiación del déficit y el hecho de que el endeudamiento básicamente haya financiado el consumo (en lugar de la inversión). Además, dada la interdependencia de los mercados financieros modernos, parece probable que los problemas no se circunscriban al dólar. Así, un aumento de la prima de riesgo sobre los activos denominados en dólares estadounidenses podría elevar los tipos de interés a largo plazo y los diferenciales de la deuda, lo que repercutiría en los precios de toda clase de activos.

Aun así, sería erróneo postular la inminencia de tal resultado. Por una parte, aunque la deuda externa neta de Estados Unidos ha ido creciendo durante años, este país todavía percibe unos ingresos por sus activos en el exterior superiores a los pagos que realiza a los inversionistas extranjeros. Además, dado que la deuda de los residentes estadounidenses se encuentra denominada casi exclusivamente en dólares y los activos se encuentran en divisas, las depreciaciones de esta moneda reducen de forma sustancial y automática el coste de la deuda neta. Por otra parte, las autoridades extranjeras que apuntalan el dólar mediante sus intervenciones cambiarias disponen de un buen número de razones de peso para continuar haciéndolo. En consecuencia, debería dársele tiempo a las políticas orientadas a reducir los riesgos actuales para que den los frutos deseados. Sin embargo, ese tiempo bien podría estar agotándose.

En esta coyuntura, ¿qué puede aportar la política económica? En un entorno de reducción de los niveles de capacidad ociosa, la respuesta de manual postula que los países con déficit exterior deberían reducir su tasa de crecimiento del gasto interno por debajo del ritmo de expansión de la producción nacional. Además, permitiendo una depreciación de sus monedas en términos reales, estos países mejorarían la competitividad de sus productos e incentivarían el desplazamiento de la producción desde bienes no comerciables hacia bienes comerciables. En los países con superávit debería seguirse la estrategia contraria, es decir, tipos de cambio más apreciados y mayor gasto interno. Sin embargo, también es importante formular estas prescripciones de política macroeconómica y estructural teniendo en cuenta las restricciones y los compromisos que impone la realidad.

El conflicto menos severo a la hora de configurar la política macroeconómica probablemente se observe en Estados Unidos. Las preocupaciones sobre la inflación potencial, los desequilibrios internos y el déficit exterior justifican una contención del gasto nacional. Dada la magnitud del déficit público, el primer paso obvio sería reducir el gasto y elevar los impuestos. Si bien la Administración estadounidense ha establecido un objetivo de reducción del déficit, aún no se han aplicado las políticas concretas necesarias para alcanzar esa meta, lo que es de lamentar por cuanto que, a falta de medidas fiscales tempranas, la carga del ajuste recaerá en mayor medida sobre una política monetaria más restrictiva. Aunque unos mayores tipos de interés podrían contribuir a revertir la caída del ahorro familiar observada durante un decenio —elemento clave para reducir

el déficit exterior—, la utilización desproporcionada de la política monetaria acrecienta el riesgo de padecer la perturbadora problemática de transición antes discutida.

Por su parte, los países con superávit externo de Europa continental y Asia afrontan conflictos más graves, pues contemplan el uso de instrumentos macroeconómicos para estimular la demanda interna. Persiste la inquietud en ambas regiones, aunque con mayor razón en el caso de Asia, ante el peligro de que el encarecimiento de los productos básicos aliente las presiones inflacionarias. Además, también parece existir un conflicto entre las exigencias a corto plazo y las consideraciones de largo plazo. En Europa, por ejemplo, la utilización de la política fiscal colisiona con los elevados niveles de deuda, las presiones demográficas y el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. De hecho, Europa agotó su margen de maniobra fiscal hace ya algunos años. En Asia, con la notable excepción de Japón, las posiciones fiscales registradas parecen, en líneas generales, más saneadas. Con todo, en muchos de estos países y por supuesto en China, la inquietud por los costes de la reestructuración de los sistemas financieros, que en última instancia recaerán sobre el contribuyente, suponen una restricción adicional que no sería prudente dejar de lado. Por otra parte, la recomendación de unas políticas monetarias más expansivas colisiona frontalmente con el endurecimiento generalizado de la política económica necesario para reducir los desequilibrios internos a largo plazo antes descritos, en un entorno de persistente preocupación por la inflación. Los conflictos de esta naturaleza explican por qué, por vez primera en varias décadas, los observadores de los bancos centrales de algunos países están incluso discutiendo sobre la dirección de los cambios de la política monetaria, en vez de hacerlo sobre su calendario y su magnitud.

Las fluctuaciones de los tipos de cambio también repercuten de forma variada. La depreciación del dólar se ha producido hasta ahora de manera ordenada, aunque básicamente frente a las monedas con un tipo de cambio realmente flotante. El resultado es que el valor actual del dólar, expresado en términos efectivos reales, no es inferior al promedio de los últimos 30 años. Dada la escasa repercusión que parece haber tenido por ahora la depreciación del dólar para el déficit comercial de Estados Unidos —debido, en parte, a su limitado impacto sobre los precios internos— parecen casi inevitables oscilaciones adicionales de los tipos de cambio. El renminbi chino y otras monedas asiáticas de su órbita son sin duda candidatos a revaluarse. Aunque las autoridades chinas tienen motivos de sobra para preocuparse por la revaluación (dada su repercusión en el sistema financiero y en los ingresos de los campesinos), sería mejor que abordaran estas inquietudes mediante la aplicación de políticas internas. Además, un tipo de cambio más flexible permitiría frenar las enormes entradas de capital que agravan los crecientes desequilibrios internos, que a su vez amenazan la sostenibilidad de la prolongada expansión de la economía china. Asimismo, una mayor flexibilidad cambiaria proporcionaría a la política monetaria un mayor margen de maniobra para contener la inflación en el país.

Las oscilaciones de los tipos de cambio reales incentivan una adecuada reasignación de los recursos entre los sectores productores de bienes comerciables y no comerciables, a la que no debería interponérsele ningún obstáculo. Con independencia de la situación de la balanza comercial, la introducción de cambios estructurales en los países cuyas monedas se aprecien también debería favorecer sus intereses internos. En Japón, las necesidades más apremiantes consisten en liberar al sector servicios de la regulación asfixiante que comprime los beneficios y en aumentar la predisposición a cerrar compañías insolventes en el sector de bienes comerciables. Por su parte, Europa continental probablemente se enfrenta al mayor desafío en cuanto a los ajustes necesarios, puesto que los precios de numerosos servicios están regulados, los salarios relativos son inflexibles y los costes laborales no salariales son elevados, obstáculos todos ellos que deben ser eliminados. En China, la proporción de los servicios en el PIB se sitúa en torno al 30%. Teniendo en cuenta que en Brasil por ejemplo el equivalente de este parámetro ronda el 50%, no cabe duda de que debe desterrarse aún más el legado de la planificación central con el fin de incentivar la producción de bienes no comerciables.

Por último, aunque Estados Unidos cuenta con una estructura de producción interna especialmente flexible, el ajuste que precisa es sustancial. El rejuvenecimiento del sector industrial no resultará tarea fácil, dada su reducción hasta tan sólo el 10% del PIB y la escasez de sus beneficios. Tampoco resulta alentador que el sector de bienes comerciables apenas haya participado por ahora de la reciente recuperación de la inversión en Estados Unidos. Es posible que el mayor obstáculo a la expansión de la producción de servicios y bienes comerciables en este país sea la amenaza competitiva procedente de China, la India y otras economías de mercado emergentes. En este sentido, debe admitirse que el momento actual no es propicio para tratar de recuperar cuota de mercado internacional.

Si bien apenas hay dudas sobre las medidas necesarias para solucionar los desequilibrios externos, también es evidente que buena parte de ellas no van a aplicarse a corto plazo. Uno de los motivos son los conflictos de política económica interna ya señalados. De hecho, incluso medidas como una reducción del déficit presupuestario estadounidense, deseables tanto por razones internas como internacionales, podrían fácilmente ser presa de disputas políticas y de intereses creados. Aún peor, las autoridades económicas que responsabilizan a las políticas ajenas de los desequilibrios externos, al tiempo que niegan su propia culpabilidad, podrían mientras tanto desestabilizar los mercados financieros y exacerbar los problemas que los órganos rectores de las políticas debieran intentar resolver. Sin embargo, también subyacen razones más generales. Así, no se está prestando suficiente atención a las cuestiones sistémicas, ni se reconoce lo suficiente que las medidas que sólo persiguen el interés propio pueden distar mucho de ser óptimas. Lo que se precisa ahora es un verdadero diálogo entre todas las partes afectadas por los desequilibrios externos y su compromiso para adoptar medidas que, aunque sean ingratis en el presente, evitarán alternativas aún más desagradables en el futuro.

Marcos a largo plazo para la estabilidad macrofinanciera

Una cosa es lidiar con los problemas a medida que surgen y otra bien distinta diseñar marcos que prevengan la aparición de problemas en primer lugar. Resulta evidente que los cambios fundamentales por los que han atravesado los sistemas económico, financiero y monetario mundiales y que se han identificado en la Introducción a este Informe Anual han reportado cuantiosos beneficios económicos. El desafío al que se enfrenta la política económica consiste en conciliar estas ganancias seculares de “eficiencia” económica con las medidas que cabría adoptar para reducir los costes de las perturbaciones periódicas que resultan de la interacción de los mencionados cambios.

¿Hacia un marco de estabilización macrofinanciera interna?

Si se optara por introducir un marco de estabilización macrofinanciera, una de las líneas directrices debería ser una aplicación más simétrica de las políticas reguladoras y monetarias a lo largo del ciclo, a semejanza de las prescripciones de política fiscal que recalcan la conveniencia de acumular superávit durante la fase de auge económico a fin de “preservar cierto margen de maniobra”. En el caso de la política reguladora, esta mayor simetría debería implicar una acumulación de capital adicional en las épocas de bonanza. De este modo, no sólo contribuiría a limitar una expansión excesiva del crédito, sino que también permitiría reducir ese capital hasta cierto punto durante las recesiones, a fin de amortiguar los efectos económicos de las restricciones crediticias concomitantes. Asimismo, en un entorno de excesivo crecimiento del crédito, una política monetaria más restrictiva atenuaría los excesos más nocivos y podría evitar la necesidad de una expansión monetaria radical a posteriori que bien podría resultar en un descenso de los tipos de interés oficiales hasta su límite inferior cero. Esta política podría ser muy ventajosa en caso de registrarse un grado de deflación no deseado en un entorno de ese tipo.

En la práctica, puede aplicarse una política reguladora más simétrica de varias maneras. Si los reguladores llegaran al convencimiento de que los riesgos sistémicos han alcanzado niveles peligrosos, podrían valerse de medidas discrecionales, pudiendo por ejemplo endurecer los coeficientes de reserva de caja y de liquidez, la relación préstamo-valor, los requisitos de garantía, las exigencias de constitución de márgenes y los períodos de reembolso. De hecho, los bancos centrales de los países industrializados utilizaron con frecuencia estas medidas hace ya algunos años, mientras que las autoridades de Hong Kong RAE y de otros países han cosechado buenos resultados con su aplicación más reciente. Por el contrario, cuando las autoridades no estén tan seguras de su capacidad para predecir situaciones extremas, podrían recurrir en mayor medida a indicadores sencillos para instar a la observancia de una conducta más prudente. Podrían utilizarse en principio normas prudenciales relativas a la tasa de crecimiento del crédito o a los precios de los activos para influir sobre la valoración del riesgo, sobre los saneamientos por préstamos fallidos (en el caso de pérdidas esperadas) o sobre la acumulación de capital (en el caso de pérdidas inesperadas). En

España ya se ha aplicado un “sistema de dotación dinámica de provisiones por insolvencias” por el que las provisiones deben crecer conforme aumenta el volumen de préstamos, asumiéndose que las pérdidas futuras serán similares a las experimentadas en el pasado, medidas a lo largo de todo el ciclo económico.

Para dotar de mayor simetría a la política monetaria, también puede optarse por la discrecionalidad o por sencillos indicadores prescriptivos. En cuanto a la primera opción, tanto el Banco de Inglaterra como el Banco de la Reserva de Australia admitieron el año pasado la importancia que concedieron a la subida de los precios de la vivienda y a la expansión del crédito, así como al fuerte crecimiento de la demanda, a la hora de aumentar sus respectivos tipos de interés oficiales. Por motivos similares, el Sveriges Riksbank no redujo sus tipos de interés en la medida que habría cabido esperar, dado que la tasa de inflación se encontraba por debajo del objetivo fijado. Con respecto a la conducta basada en indicadores prescriptivos, cabe destacar el enfoque del BCE basado en dos pilares. Sin embargo, en este ámbito se sugiere algo distinto: la utilización de los datos monetarios y crediticios como base para una estrategia de contención de los excesos financieros en general, más que para el control específico de las presiones inflacionarias.

Un problema concreto consiste en identificar el momento en el que la acumulación de un desequilibrio financiero es tal que puede conllevar costes macroeconómicos importantes. Ahora bien, la orientación macrofinanciera debe al menos garantizar que los responsables de las políticas están mirando en la dirección adecuada. De este modo, quienes se ocupan de las deficiencias del sector financiero prestarían mayor atención a las áreas donde es más probable que las tensiones repercutan en otros sectores. Una consecuencia de lo anterior sería que los bancos, al ser proveedores de liquidez, deberían lógicamente acaparar más atención que otras instituciones, y las instituciones grandes deberían vigilarse más de cerca que las pequeñas. De hecho, para tener en cuenta estas externalidades, podría justificarse que las normas prudenciales fueran más estrictas para estas instituciones, en igualdad de condiciones. Otra consecuencia es que, dada la creciente importancia del mercado tanto para proporcionar financiación como para transferir riesgos, el seguimiento del mercado y la evaluación del desarrollo estructural tendrían que mejorar aún más. Por último, puesto que los sistemas de pago y liquidación son, por definición, sistémicos, el seguimiento de su eficacia cobraría aún mayor importancia.

Además, la identificación cuantitativa de los desequilibrios sistémicos también ha ido mejorando. En cuanto a los datos, el FMI ha sugerido la elaboración de una lista de indicadores de solidez financiera (Financial Soundness Indicators) por países, cuya aplicación está examinando actualmente en el marco de su Programa de Evaluación del Sector Financiero. Con respecto al seguimiento, numerosos bancos centrales comienzan ahora a evaluar la solidez de sus propios sectores financieros, así como las vulnerabilidades derivadas de la situación financiera del sector empresarial y de los hogares. La difusión de los resultados obtenidos está mejorando

merced a su frecuente publicación en revistas de estabilidad financiera. Además, en los últimos años, la utilización de modelos cuantitativos ha permitido mejorar sin duda la capacidad para evaluar los riesgos derivados de las crisis bancarias y monetarias. Parece que las mediciones de los desequilibrios internos y externos, generalmente definidos como desviaciones sustanciales y persistentes de las variables financieras respecto de la norma previamente establecida, tienen en efecto cierta capacidad de predicción.

Al mismo tiempo, pese a los avances para fortalecer nuestra capacidad de análisis, todavía existen importantes limitaciones. Las mejoras en la intermediación permiten sostener unos porcentajes deuda-ingresos más elevados que en el pasado, lo que dificulta la estimación cuantitativa del momento exacto en el que estos coeficientes se tornan excesivos. Además, algunos datos básicos suelen ser imprecisos. Así, es probable que tanto las calificaciones externas e internas como las medidas del riesgo de crédito basadas en el mercado se vean ocasionalmente afectadas por oleadas de optimismo o de pesimismo, de modo que podrían no informar adecuadamente sobre los peligros futuros para cada componente del sistema. Igualmente, la utilización de datos agregados a efectos de predicción no alcanza a reflejar interacciones que pueden ser de naturaleza compleja y no lineal. Debemos conocer mejor la distribución de riesgos en el sistema, así como la probabilidad de que diferentes participantes en los mercados reaccionen de la misma forma ante perturbaciones similares. De hecho, necesitamos mejores herramientas para efectuar pruebas de tensión sobre el conjunto del sistema financiero, así como para poder comprobar el modo en que las tensiones podrían retroalimentarse después y afectar a la economía real, lo que induciría a su vez otra serie de perturbaciones dentro del sistema financiero y así sucesivamente. Nada de esto será tarea fácil.

En caso de que las agencias relevantes reconocieran de mutuo acuerdo la aparición de un problema de desequilibrio, ¿cómo reaccionarían las autoridades? El primer paso sería probablemente coordinar las declaraciones sobre su inquietud. La amenaza de una respuesta de política económica podría instar a acreedores y deudores a revisar sus estrategias de inversión. En caso de precisarse alguna actuación discrecional posterior, podría recurrirse en primera instancia a la regulación prudencial si la salud del sistema financiero estuviese en peligro. En tal caso, una importante implicación para los reguladores, derivada de la preocupación sobre el funcionamiento del sistema en su conjunto, es que tendrían que concederle la debida importancia al problema de la "falacia de la composición". Así, una recomendación que fuese adecuada para una sola institución, podría no tener sentido para el sistema en su conjunto. Por el contrario, podría utilizarse en primer lugar la política monetaria si las inquietudes derivaran básicamente de una mayor asunción de riesgos por parte de los deudores, siempre que se estimase que el sistema financiero gozaba todavía de buena salud.

En cuanto a los mecanismos institucionales, el principal problema que surgiría al separar la supervisión reguladora de la labor del banco central es que las cuestiones de estabilidad macrofinanciera podrían caer en tierra de nadie. Es decir, las agencias implicadas observarían el agravamiento de las

dificultades pero asumirían que otro organismo adoptaría las medidas oportunas. Un instrumento para subsanar esta deficiencia sería la celebración de reuniones periódicas entre altos cargos de bancos centrales, agencias reguladoras y Tesoros públicos a fin de cooperar en el seguimiento de la coyuntura y en la identificación de problemas. Resulta interesante destacar que dicho mecanismo ya existe en la esfera internacional —el Foro sobre la Estabilidad Financiera—, pero no en el ámbito interno de muchos países. En las economías donde diversas agencias gubernamentales han creado grupos de trabajo conjuntos destinados a facilitar la gestión y solución de las crisis, la medida más sencilla consistiría en una redefinición de sus funciones de forma que también incluyeran la prevención de crisis.

Cabe preguntarse por los obstáculos que impiden en la práctica la aplicación del citado marco y si es posible su eliminación. Quizás el mayor impedimento sea simplemente la falta de convencimiento de que los desequilibrios internos podrían acarrear más riesgos para la economía o para el sistema financiero, así como las dudas en cuanto a la identificación temprana de estos desequilibrios; en suma, un nuevo marco no sería ni necesario ni viable. Aun así, el primero de estos argumentos podría desmontarse si se aceptara la utilización de una estrategia de optimización minimax que pondera en mayor medida la prevención de “resultados nefastos” en un entorno de gran incertidumbre. En tal caso, la carga de la prueba recaería en los agentes dispuestos a aceptar los riesgos a largo plazo asociados a una desviación considerable de las políticas con respecto a los patrones históricos. Además, la identificación de los desequilibrios sería sin duda más sencilla si se investigara más en el ámbito de lo que desafortunadamente parece ser un conjunto paulatinamente creciente de datos históricos sobre crisis financieras.

¿Qué obstáculos concretos impedirían la intervención de los reguladores con arreglo al nuevo marco? Un primer problema estriba en que, tras décadas de atención preferente a las instituciones a título individual, algunas autoridades económicas podrían no estar de acuerdo en que pueda surgir inestabilidad financiera incluso cuando las distintas instituciones parecen robustas. Un segundo problema radica en que las autoridades carecen por lo general de las facultades atribuidas más arriba. Con respecto al primer problema, la cultura de los reguladores ya ha experimentado cambios espectaculares, que podrían profundizarse merced a una interacción más continua con otros agentes implicados en estas cuestiones de naturaleza sistémica. En cuanto al segundo problema, los reguladores podrían quedar investidos con las facultades necesarias si los legisladores llegaran a convencerse de su conveniencia. Aunque esta evolución podría parecer improbable, no hay que olvidar que la lucha contra la inflación durante los años 60 y 70 concitaba escaso apoyo público, mientras que en la actualidad el reconocimiento de la conveniencia de esta política es casi universal.

Otro interrogante consiste en saber qué impedimentos concretos obstaculizarían la operativa de los bancos centrales conforme al nuevo marco. El primero y más relevante es la posibilidad de un conflicto entre éste y el

objetivo de estabilización de la inflación en un nivel reducido pero positivo, como ocurriría cuando, en una situación de inflación controlada, el nuevo marco sugiriera la necesidad de una política monetaria más restrictiva. En este sentido, quizás la primera cuestión a plantearse sea la conveniencia de mantener una inflación reducida pero positiva en presencia de una serie continua de perturbaciones favorables de la oferta. Este interrogante analítico ya suscitó un animado debate durante el periodo de entreguerras y merece atención de nuevo. Sin embargo, aun asumiendo el mantenimiento de este objetivo, no parecería difícil lograr una adaptación de los actuales regímenes orientados al control de la inflación, de modo que incluyan el tratamiento de los desequilibrios financieros internos. Luchar contra los excesos financieros cuando los niveles de inflación son inicialmente reducidos equivale a combatir la deflación a largo plazo necesaria para corregir esos excesos. En situaciones normales, un banco central podría gestionar su política como hasta ahora, pero también tendría que dejar bien claro, a través de su seguimiento público de los indicadores de vulnerabilidad financiera, que la conducción de su política ha de reflejar ocasionalmente esas inquietudes a largo plazo sobre la estabilidad de precios.

¿Hacia un marco de estabilización macrofinanciera internacional?

En cierto sentido, resulta extraño que los desequilibrios financieros internos no ocupen una posición destacada entre las prioridades de las autoridades económicas, cuando los desequilibrios internacionales han constituido durante siglos motivo de preocupación. De hecho, todas las versiones anteriores del sistema monetario internacional fueron diseñadas para evitar la falta de control sobre estos desequilibrios. Por ejemplo, el patrón oro incorporaba un proceso no siempre fluido de ajuste automático de los desequilibrios comerciales. Así, con la denominada “trinidad imposible” como telón de fondo, los países mantenían el tipo de cambio fijo y los flujos de capital sin restricciones, pero tenían que ceder su independencia monetaria en aras de la disciplina sistémica. Con el sistema de Bretton Woods, los países mantenían el tipo de cambio fijo y la independencia de su política monetaria, pero renunciaban a la libre circulación de capital. El FMI desempeñaba básicamente el papel de árbitro, disciplinando a los países con abultados déficit exteriores. Más tarde, cuando la creciente libertad de los flujos de capital socavó el sistema de Bretton Woods, se asumió que unos tipos de cambio flexibles permitirían reducir los desequilibrios comerciales antes de que alcanzaran proporciones desorbitadas. Dada la magnitud de los recientes desequilibrios por cuenta corriente, encabezados por el déficit de Estados Unidos, este último supuesto es cada vez más cuestionado. Conforme se señaló anteriormente, las principales inquietudes se refieren a la posibilidad de que una caída brusca de la demanda de activos denominados en dólares genere inestabilidad en los mercados financieros mundiales, o a la posible multiplicación de las presiones en favor de medidas proteccionistas.

Cabría preguntarse entonces qué elementos del actual sistema monetario y financiero internacional han contribuido a este resultado y qué modificaciones podrían acometerse a fin de evitar futuros problemas. La idea

básica parece ser que ya no disponemos de un sistema que de algún modo obligue a los países a alterar sus grados relativos de absorción interna y sus correspondientes tipos de cambio, de manera que los desequilibrios externos se reduzcan de forma ordenada. Una serie de importantes países acreedores, sobre todo de Asia, ha adoptado medidas para mantener reducido el valor de sus monedas frente al dólar, impidiendo así el necesario ajuste a la baja de la divisa estadounidense en términos efectivos. En suma, no contamos con un auténtico sistema de tipos de cambio flexibles, pero al mismo tiempo nos encontramos muy alejados del sistema de Bretton Woods. Los principios para el ajuste postulados por el FMI nunca han gozado de mucho predicamento entre los países acreedores, lo que se hace si cabe más patente hoy en día. Aunque la lógica dicta que utilizando políticas coherentes con la resolución de los desequilibrios internos tanto en los países deudores como en los acreedores es posible enderezar también los desequilibrios externos, no es algo que pueda darse por sentado. En cualquier caso, no es probable que así suceda. Esto nos conduce a preguntar qué cambios institucionales serían recomendables a fin de fortalecer el proceso de ajuste internacional. Tres opciones merecen atención.

En primer lugar, cabría considerar el retorno a un sistema más reglado. Diversos académicos han sugerido la creación de una única moneda internacional. En el contexto de la trinidad imposible, este retorno implicaría que las autoridades nacionales renunciaran a su política monetaria y a los controles a los flujos de capital aún existentes. Una recomendación más realista sería la formalización de un pequeño número de bloques o áreas monetarias (basados, por ejemplo, en el dólar, el euro y el renminbi/yen), si bien resulta evidente que las fluctuaciones entre las monedas de estas áreas deberían gozar de una mayor libertad. Tampoco este sistema descartaría unos flujos de capital excesivos, impulsados por un optimismo erróneo acerca de una u otra área monetaria, que derivarían en fluctuaciones perturbadoras de los tipos de cambio y en asignaciones inefficientes de los recursos a escala internacional. En este sentido, parece que las economías asiáticas vienen estableciendo contactos y procedimientos de cooperación monetaria regional de índole más formal. No obstante, esta colaboración aún está lejos de parecerse al mecanismo cambiario predecesor del euro y a mayor distancia incluso de un sistema de moneda única.

Una segunda opción consistiría en el retorno a un sistema más parecido al de Bretton Woods. La historia nos muestra que este sistema sólo funcionaría de manera óptima si existieran controles a los flujos de capital más estrictos que los actuales, lo que acarrearía sus propios costes. Además, tendrían que reforzarse sustancialmente las potestades del FMI para que pudiera exigir tanto a acreedores como a deudores el desempeño de su cometido en el proceso de ajuste internacional, lo que podría a su vez desincentivar la acumulación de enormes volúmenes de reservas por parte de los países como estrategia de auto-aseguramiento. No es necesario señalar lo ardua que resultaría la tarea de persuadir a los distintos países, sobre todo a los más grandes, para que renunciaran voluntariamente a su soberanía en el sentido apuntado.

La tercera opción, y la más prometedora en la práctica, se basaría en soluciones informales de cooperación, que reconocieran las interdependencias y la necesidad de evitar situaciones que pudiesen derivar en perturbaciones sistémicas. Esta opción exigiría, como mínimo, que los principales países acreedores y deudores intercambiaron con regularidad sus puntos de vista acerca de si existen problemas y, en caso afirmativo, debatieran las políticas que podrían contribuir a resolverlos. En el marco de la trinidad imposible, esto implicaría que los órganos decisorios de la política monetaria nacional deberían aceptar en ocasiones restricciones sobre determinados aspectos de sus conductas. No obstante, y a semejanza del tratamiento de los desequilibrios internos, no deben subestimarse los obstáculos a la libre actuación derivados de diferencias en la percepción del riesgo sistémico, de diferentes culturas y modelos analíticos, y del mero interés nacional.

En suma, toda decisión de política conlleva compromisos y discrecionalidad, y las políticas de estabilidad macrofinanciera no son una excepción. Por una parte, el entorno macroeconómico de mayor estabilidad que hemos experimentado durante los últimos 20 años y el marco de política del que se ha nutrido han brindado incuestionables beneficios. Por la otra, no resulta complicado encontrar síntomas de nuevas tensiones y no pueden descartarse futuros problemas. Lo que aquí se sugiere es que los desequilibrios financieros, tanto nacionales como internacionales, requieren una atención más sistemática, que podría lograrse mediante una adaptación evolutiva del actual marco de política económica. Aunque persisten claros obstáculos al respecto, no serían insuperables para quienes consideran que existe un problema que exige una solución.

Índice

Organización, buen gobierno y actividades	183
Organización y buen gobierno del Banco	183
<i>El Banco, su gestión y sus accionistas</i>	183
<i>Organigrama del BPI a 31 de marzo de 2005</i>	185
Fomento de la cooperación financiera y monetaria internacional:	
contribución directa del BPI durante 2004/05	185
<i>75 años de cooperación entre bancos centrales</i>	185
<i>Consultas periódicas sobre cuestiones monetarias y financieras</i>	186
<i>Otras áreas de cooperación entre bancos centrales fomentadas por el BPI</i>	187
<i>Oficinas de Representación</i>	192
<i>Instituto para la Estabilidad Financiera</i>	194
Fomento de la estabilidad financiera a través de los comités permanentes	195
<i>Comité de Supervisión Bancaria de Basilea</i>	195
<i>Comité sobre el Sistema Financiero Global</i>	197
<i>Comité de Sistemas de Pago y Liquidación</i>	198
<i>Comité de los Mercados</i>	199
<i>Grupo de Bancos Centrales para la Lucha contra la Falsificación</i>	200
Contribución del BPI a una cooperación financiera internacional	
más amplia	200
<i>El Grupo de los Diez</i>	200
<i>Foro sobre la Estabilidad Financiera</i>	201
<i>Asociación Internacional de Supervisores de Seguros</i>	202
<i>Asociación Internacional de Aseguradores de Depósitos</i>	203
Servicios financieros del Banco	204
<i>Servicios bancarios</i>	204
<i>Operaciones del departamento bancario en 2004/05</i>	205
<i>Gráfico: Inversiones de clientes, por tipos de producto</i>	206
<i>Funciones de agente y fideicomisario</i>	207
Cuestiones institucionales y administrativas	208
<i>Retirada y redistribución de acciones del BPI</i>	208
<i>La administración del Banco</i>	209
Beneficio neto y su distribución	211
<i>Beneficio neto</i>	211
<i>Propuesta de distribución del beneficio neto del ejercicio financiero</i>	213
<i>Informe de los auditores</i>	214
Consejo de Administración y Alta Dirección del Banco	216
Nombramientos de consejeros y altos cargos	217
Bancos centrales miembros del BPI	219
Estados financieros	221
Balance de situación	222
Cuenta de pérdidas y ganancias	223
Estado de flujo de efectivo	224
Propuesta de distribución del beneficio	225

Evolución de las reservas estatutarias del Banco	225
Evolución de los recursos propios del Banco	226
Notas a los Estados Financieros	227
Informe de los auditores	251
Resumen gráfico de los últimos cinco años	252

Organización, buen gobierno y actividades

En este capítulo se describe de manera general la organización interna y el buen gobierno del Banco de Pagos Internacionales (BPI). También se examinan las actividades que el Banco y los grupos internacionales que tienen su sede en él realizaron el pasado año. Estas actividades tienen por objeto fomentar la cooperación entre los bancos centrales y otras autoridades financieras, así como ofrecer servicios financieros a aquellos bancos centrales que son sus clientes.

Organización y buen gobierno del Banco

El Banco, su gestión y sus accionistas

El BPI es una organización internacional que fomenta la cooperación monetaria y financiera internacional y presta servicios bancarios a bancos centrales. Su sede central se encuentra en Basilea (Suiza) y tiene dos oficinas de representación, una situada en la Región Administrativa Especial de Hong Kong de la República Popular de China y otra en Ciudad de México. Su personal lo integran actualmente 560 personas procedentes de 49 países.

El BPI cumple su mandato sirviendo de:

- foro para fomentar el debate y facilitar la toma de decisiones entre los bancos centrales y para apoyar el diálogo con otras autoridades responsables de la estabilidad financiera;
- centro de estudios económicos y monetarios;
- principal contraparte de los bancos centrales en sus transacciones financieras; y
- agente depositario o fideicomisario en operaciones financieras internacionales.

El Banco también acoge en su sede las secretarías de diversos comités y organizaciones que tratan de fomentar la estabilidad financiera:

- El Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, el Comité sobre el Sistema Financiero Global, el Comité de Sistemas de Pago y Liquidación y el Comité de los Mercados, creados por los Gobernadores de los bancos centrales del G-10 a lo largo de los últimos 40 años, disfrutan de un significativo grado de autonomía para la elaboración de sus programas y la estructuración de sus actividades.
- El Foro sobre la Estabilidad Financiera, la Asociación Internacional de Supervisores de Seguros y la Asociación Internacional de Aseguradores de Depósitos son organizaciones independientes que no responden directamente ante el BPI ni ante ninguno de sus bancos centrales miembros.

Más adelante se detallan las funciones que realizan estos comités y organizaciones, así como sus actividades más recientes.

El Banco se divide en tres grandes departamentos: el Departamento Monetario y Económico, el Departamento Bancario y la Secretaría General. A éstos prestan sus servicios las unidades del Servicio Jurídico, Cumplimiento de la Normativa, Auditoría Interna y Control de Riesgos, así como el Instituto para la Estabilidad Financiera, que fomenta la difusión de estándares y mejores prácticas entre los supervisores del sistema financiero de todo el mundo.

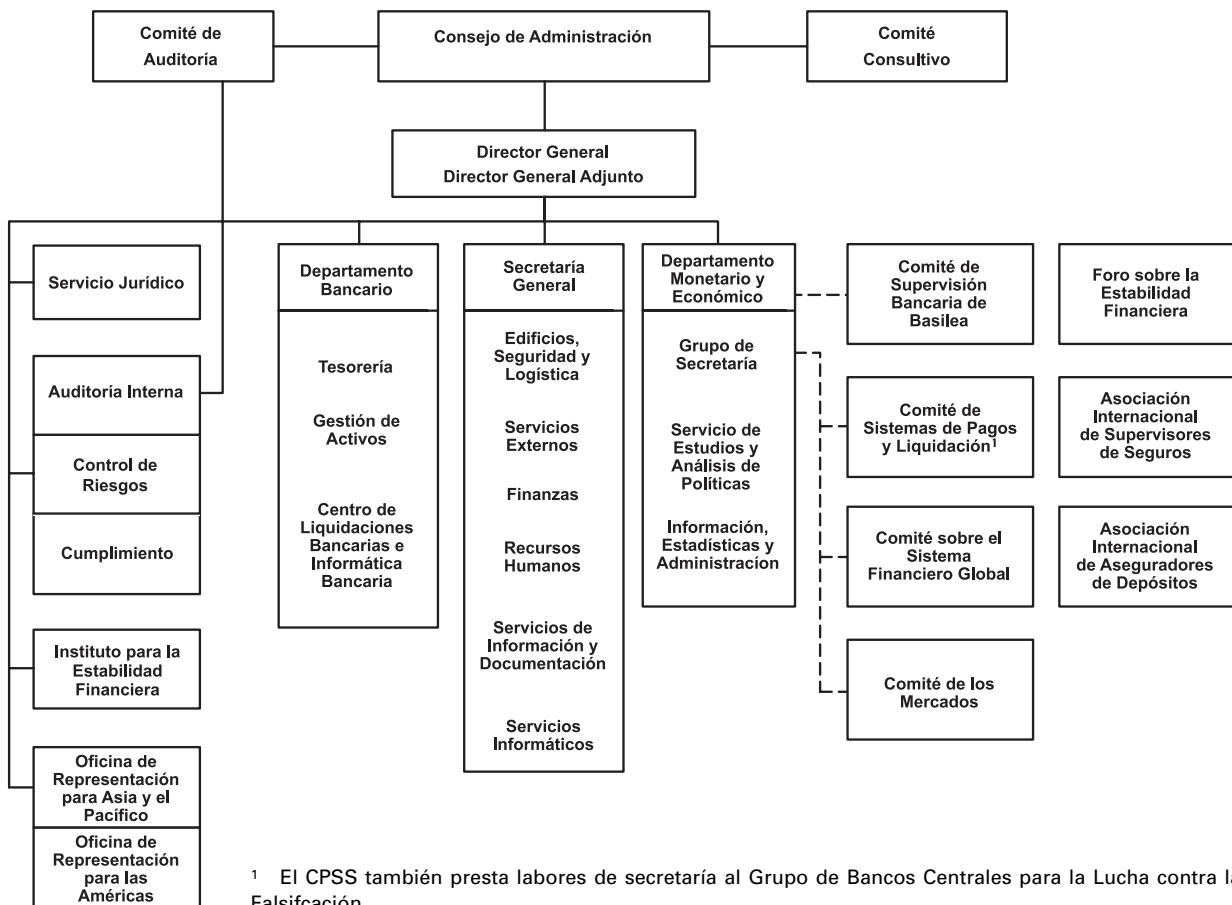
Existen tres órganos principales para el buen gobierno y la administración del Banco:

- la Asamblea General de bancos centrales miembros. Actualmente, 55 bancos centrales o autoridades monetarias tienen derecho de voto y de representación en las Asambleas Generales. La Asamblea General Anual se celebra en un plazo de cuatro meses a partir del cierre del ejercicio financiero del Banco el 31 de marzo. En 2004, participaron 113 bancos centrales, 93 de ellos a través de su Gobernador, así como delegados de 19 instituciones internacionales;
- el Consejo de Administración, compuesto en la actualidad por 17 miembros, cuya principal tarea consiste en determinar el rumbo de la estrategia y la política del Banco y en supervisar a su Alta Dirección. El Consejo cuenta con la ayuda del Comité de Auditoría y del Comité Consultivo, compuesto por algunos de sus Consejeros; y
- el Comité Ejecutivo, presidido por el Director General e integrado por el Director General Adjunto, los Jefes de Departamento y otros cargos de rango similar nombrados por el Consejo. El Comité Ejecutivo asesora al Director General acerca de cualquier asunto de importancia para el Banco en su conjunto.

El pasado año, el Banco reexaminó sus prácticas de gobierno para comprobar hasta qué punto son compatibles con los principios generales de buen gobierno corporativo vigentes en la actualidad, teniendo bien presentes la idiosincrasia y la misión del BPI en tanto que organismo internacional. Esta revisión permitió identificar algunas divergencias entre los Estatutos del Banco y sus actuales prácticas de gobierno, lo que ha resultado en una falta de transparencia en la distribución de responsabilidades para la toma de decisiones en el Banco. Por consiguiente, el Consejo estableció un comité integrado por algunos de sus miembros con el fin de presentar propuestas concretas al respecto. El comité recomendó un conjunto de enmiendas a los Estatutos, que recibió el respaldo del Consejo. Dichas enmiendas persiguen fundamentalmente aumentar la transparencia del gobierno del Banco haciendo que sus Estatutos reflejen las prácticas de gobierno actualmente empleadas. A propuesta del Consejo, estas enmiendas serán presentadas a los bancos centrales miembros del BPI para su aprobación en Asamblea General Extraordinaria, cuya celebración coincidirá con la Asamblea General Anual del Banco en 2005.

Al final de este capítulo se indican cuáles son los bancos centrales miembros del BPI, sus Consejeros y altos cargos, así como los cambios recientes que se han registrado en la composición del Consejo y de la Alta Dirección.

Organigrama del BPI a 31 de marzo de 2005



¹ El CPSS también presta labores de secretaría al Grupo de Bancos Centrales para la Lucha contra la Falsificación.

Fomento de la cooperación financiera y monetaria internacional: contribución directa del BPI durante 2004/05

75 años de cooperación entre bancos centrales

El BPI celebra en 2005 su septuagésimo quinto aniversario. El Banco se fundó en virtud de la Segunda Conferencia de La Haya el 20 de enero de 1930 y comenzó a operar oficialmente en Basilea el 17 de mayo de ese mismo año. Con motivo de esta ocasión, el BPI ha organizado una serie de actos conmemorativos. En mayo, Cambridge University Press publicará *Central bank cooperation at the Bank for International Settlements, 1930–1973*, un estudio independiente que el BPI encargó en 1999 a Gianni Toniolo, Catedrático de Economía de la Università di Roma Tor Vergata de Italia, y en el que cooperó Piet Clement, historiador del BPI. Con motivo de la publicación de este libro, el Banco organiza una conferencia académica privada titulada *Pasado y futuro de la cooperación entre bancos centrales*.

Además, también está preparando su primera exposición abierta al público titulada "this is the biz" (juego de palabras con el acrónimo del BPI

en alemán). Durante dos semanas, el Banco abrirá las puertas de su sede en Basilea para explorar los orígenes del BPI, analizar su evolución desde una institución principalmente europea hasta una entidad internacional e ilustrar la labor que desempeña en la actualidad en pos de la cooperación entre bancos centrales y otros órganos oficiales responsables de preservar la estabilidad monetaria y financiera.

Consultas periódicas sobre cuestiones monetarias y financieras

Cada dos meses, los Gobernadores y otros altos cargos de bancos centrales miembros del BPI se dan cita en una serie de reuniones en las que se debate la evolución económica y financiera actual y el panorama para la economía mundial y los mercados financieros. En estas reuniones, se intercambian opiniones y experiencias sobre asuntos de especial interés y de máxima actualidad para los bancos centrales. Estas reuniones bimestrales son uno de los medios más importantes con los que cuenta el Banco para promover la cooperación en el seno de la comunidad de bancos centrales. Además, el Banco organiza muchas otras reuniones, ya sea de forma regular o puntual, a las que asisten altos cargos de bancos centrales y en las que en ocasiones se invita a participar a otras autoridades financieras y a representantes del sector financiero privado y del mundo académico.

En la *Global Economy Meeting*, que congrega a los Gobernadores de los bancos centrales de las principales economías industrializadas y de mercado emergentes, se realiza un seguimiento de la evolución reciente y se evalúan los riesgos y oportunidades en la economía mundial y en los mercados financieros. Las reuniones de los Gobernadores de los países del G-10 y las de los Gobernadores de las principales economías de mercado emergentes (estas últimas se iniciaron en marzo de 2005 y se espera se celebren tres veces al año) suelen profundizar en los asuntos coyunturales que resultan de especial interés para sus respectivos grupos. En las primeras, también se debaten asuntos relativos al trabajo de los comités permanentes de bancos centrales con sede en el BPI.

Dado que no todos los bancos centrales participan directamente en la labor que desempeñan estos comités y otras organizaciones con sede en el Banco, en enero de 2004 comenzó a celebrarse periódicamente una *Review Meeting* para Gobernadores, en la que se les informa de las actividades de estos grupos especializados. En ocasiones, en estas reuniones también se analizan algunos asuntos de importancia directa para este grupo de bancos centrales. En 2004/05 los asuntos analizados por los Gobernadores fueron:

- El entorno cambiante de tipos de interés en las economías de mercado emergentes.
- Los bancos centrales y el sector asegurador.
- Aspectos relacionados con la aplicación de Basilea II.
- Cómo detectar vulnerabilidades en economías de mercado emergentes.
- Los bancos centrales y la prevención de la falsificación de billetes.
- Las estadísticas financieras internacionales del BPI.

Por último, en las *All Governors' Meetings*, se analizaron asuntos de carácter más estructural y de interés general para todos los bancos centrales miembros del BPI:

- La evolución de la labor que desempeñan las agencias de calificación crediticia en los mercados financieros.
- El "exceso" de liquidez internacional: ¿un problema con implicaciones para las políticas?
- ¿Cuánto capital necesitan los bancos centrales?
- El diseño y operación de los órganos rectores de la política monetaria.
- ¿Está emergiendo un nuevo orden para el sistema monetario internacional?

Al analizar aspectos relacionados con la estabilidad financiera, los Gobernadores conceden gran importancia al diálogo con los directores de agencias de supervisión, otras autoridades financieras, así como altos ejecutivos del sector financiero privado. El Banco organiza con regularidad reuniones informales entre representantes del sector público y privado en las que se debaten temas de mutuo interés relacionados con la promoción y mantenimiento de un sistema financiero sólido y adecuado. En concreto, el año pasado se analizaron las implicaciones que puede tener el crecimiento de los fondos de cobertura para el sector financiero y el cambio de estrategia en los bancos hacia el sector minorista.

Otras reuniones organizadas de manera menos frecuente para altos cargos de bancos centrales son:

- la reunión semestral de economistas de bancos centrales, donde se examinó en octubre de 2004 la relación entre los tipos de cambio y la política monetaria;
- las reuniones de los grupos de trabajo sobre política monetaria nacional, que no sólo se celebran en Basilea, sino también en diferentes bancos centrales de Asia, Europa central y oriental y América Latina; y
- la reunión de Subgobernadores de economías de mercado emergentes, en la que se debatió este año la intervención en el mercado de divisas.

Otras áreas de cooperación entre bancos centrales fomentadas por el BPI

Actividades de investigación

El BPI, además de facilitar documentación básica para las reuniones de altos funcionarios de bancos centrales y realizar funciones de secretaría para los comités, contribuye a la cooperación monetaria y financiera internacional realizando sus propios estudios y análisis sobre cuestiones de interés para los bancos centrales y, cada vez más, para las autoridades supervisoras del sector financiero. Estos trabajos se difunden a través de las publicaciones periódicas del Banco, como el *Informe Anual*, el *Informe Trimestral*, y sus series *BIS Papers* y *Working Papers*, así como a través de publicaciones externas en revistas especializadas. La mayor parte de la labor de investigación del Banco se publica en su página en Internet (www.bis.org). Los asuntos analizados el pasado año incluyen:

- la medición y valoración del riesgo de crédito, y cómo afecta a los distintos prestatarios, al sector financiero y a los países en su conjunto (riesgo país), y cómo queda reflejado en las decisiones de las empresas financieras y de los mercados en general;
- el comportamiento de los precios de los inmuebles, especialmente de la vivienda, y sus implicaciones para la macroeconomía y el sector financiero; y
- la necesidad de coordinar las políticas monetarias y prudenciales.

El BPI volvió a organizar actos especialmente diseñados para reforzar sus contactos con la comunidad académica. Así, en junio de 2004, auspició una conferencia titulada "*Understanding low inflation and deflation*", en la que se hizo hincapié en las fuerzas económicas que subyacen tras la reducida inflación y la deflación, y se analizaron sus implicaciones para las políticas. En septiembre, organizó el seminario "*The pricing of credit risk*", en el que se analizaron los últimos avances en cuanto a la valoración del riesgo de crédito.

Una nueva iniciativa internacional este año fue la creación de una nueva publicación económica, *International Journal of Central Banking*, patrocinada ampliamente por la comunidad de bancos centrales, incluido el BPI. Su objetivo central consiste en mejorar la circulación de trabajos de investigación de calidad, pertinentes para la política económica, sobre asuntos que estén relacionados con los bancos centrales y que hayan sido elaborados por investigadores de bancos centrales o por otros académicos. El primer número se publicó en mayo de 2005.

Cooperación en materia estadística

El año pasado, el BPI coordinó la quinta encuesta trienal sobre la actividad en el mercado de divisas y de derivados, en la que participaron un total de 52 bancos centrales. La encuesta recoge extensas cifras organizadas por países sobre la actividad en estos mercados en abril de 2004, así como las cantidades consolidadas en circulación a finales de junio de 2004. El informe final se publicó en marzo de 2005.

El BPI también trabajó con los bancos centrales del G-10, cuyos bancos participan activamente en los mercados de derivados no organizados (OTC), con el fin de mejorar la recopilación, compilación y publicación semestral de datos agregados sobre estos mercados. La recopilación de datos sobre *swaps* de incumplimiento crediticio comenzó a finales de 2004. Además, el BPI comenzó a publicar datos sobre la concentración de negociación en los diversos segmentos de los mercados OTC desde finales de 2004.

Comenzaron los contactos con otros bancos centrales y autoridades monetarias (también de centros extraterritoriales) para que se unan a las 38 entidades que actualmente publican sus cifras nacionales agregadas sobre las actividades de préstamo y endeudamiento de los bancos de sus jurisdicciones con presencia internacional. Estas estadísticas se publican sobre la base de la balanza de pagos y sobre la base de consolidación internacional, ofreciendo en este último caso información más detallada sobre la exposición última al riesgo, incluyendo datos de fuera de balance, desde finales de 2004.

La cobertura geográfica de la emisión de acciones en moneda nacional incluye ahora cinco nuevos países, alcanzando así un total de 47 participantes. Además, el BPI ha aceptado participar en la base de datos centralizada de acciones del BCE (CSDB), a la que contribuirá con datos sobre las 700.000 acciones internacionales que ya se incluyen en la base de datos del BPI.

Los datos bancarios y sobre acciones del BPI forman parte de las Estadísticas Conjuntas sobre Deuda Externa, las cuales reúnen la información que poseen los acreedores sobre la deuda de distintos países. El año pasado, la Inter-Agency Task Force on Finance Statistics, en la que participa el BPI, trabajó en la creación de un nuevo Centro Conjunto de Deuda Externa (Joint External Debt Hub) que combina las estadísticas sobre deuda externa que poseen los acreedores con los datos que proceden de los países deudores.

Los datos pormenorizados de las estadísticas internacionales del BPI están a disposición de los bancos centrales participantes en formato electrónico a través del Banco de Datos del BPI, donde también se incluyen estadísticas nacionales exhaustivas sobre otras variables económicas, monetarias y financieras. El pasado año se inscribieron otros dos bancos centrales en el Banco de Datos, que actualmente comprende 34 países miembros del BPI de las principales regiones del mundo. Los aspectos que abarca el Banco de Datos también continuaron ampliándose, con especial énfasis en los datos sobre cuentas financieras, los indicadores macroprudenciales y los precios de los inmuebles. A principios de 2005, se invitó al resto de bancos centrales miembros del BPI a informar sobre un número limitado de indicadores estadísticos clave de sus países a través del Banco de Datos del BPI.

En septiembre de 2004, se celebró en el BPI la segunda conferencia del Comité Irving Fisher de Estadísticas sobre Bancos Centrales (IFC), donde se analizaron los índices de precios, la relación entre la producción, las brechas del producto y la productividad, así como las cuentas financieras. Las actas de dicha conferencia se publicaron en diversos *IFC Bulletins*. En abril de 2005, se publicaron en la serie *BIS Papers* las actas de la conferencia conjunta BPI/FMI sobre la importancia de los indicadores del sector inmobiliario para el análisis de la estabilidad financiera.

Se lograron significativos progresos en torno a la cooperación internacional en materia de normas electrónicas para el intercambio de información estadística. La iniciativa sobre el Intercambio de Datos y Metadatos Estadísticos (SDMX), en la que el BPI trabaja en colaboración con el BCE, Eurostat, el FMI, la OCDE, la ONU y el Banco Mundial, alcanzó un acuerdo sobre la primera versión de un conjunto de normas para el intercambio de información estadística por Internet. Estas normas se publicaron en septiembre de 2004 en la página de SDMX en Internet (www.sdmx.org) y se aprobaron en abril de 2005 como una especificación técnica de la Organización Internacional de Normalización (ISO), de manera que quedan así ancladas dentro del ámbito de las normas internacionales. Los debates comenzaron con XBRL International, que había desarrollado normas

similares para la información contable, con el fin de asegurar que los nuevos marcos para el intercambio de datos estadísticos y contables sean lo más compatible posible.

El buen gobierno en los bancos centrales

Las actividades del Banco en este ámbito se orientan a mejorar el diseño institucional y el funcionamiento de los bancos centrales en tanto que instituciones de política pública. En este sentido, se entiende que los esquemas de cada país deben ser reflejo de su contexto económico, institucional e histórico. Estas actividades se sitúan bajo la égida del Central Bank Governance Group, que analiza aspectos relativos a esta disciplina a un alto nivel y comprueba la recopilación de datos realizada a través de su Network on Central Bank Governance.

El Governance Group lo componen Gobernadores procedentes de una amplia gama de bancos centrales, aunque de vez en cuando también se invita a Gobernadores de otros bancos centrales para debatir asuntos de especial interés para ellos. El año pasado, el Grupo estudió, entre otros asuntos, los servicios que prestan los bancos centrales al Gobierno, la naturaleza de los riesgos financieros a los que se enfrentan los bancos centrales y su manera de gestionarlos, así como la protección jurídica que necesitan los bancos centrales para poder desempeñar sus mandatos. Tal y como aboga el Governance Group, el Banco le da prioridad a asuntos relativos al buen gobierno que resultan fundamentales para la correcta actuación de unas autoridades monetarias independientes y responsables.

La Governance Network abarca más de 45 bancos centrales y autoridades monetarias de todo el mundo. Sus miembros contribuyen activamente a los esfuerzos por recopilar información sobre los diferentes mandatos, potestades, operaciones y responsabilidades de los bancos centrales, que pueden utilizar otros bancos centrales para fortalecer sus instituciones.

Grupo de Expertos en Informática de los bancos centrales del G-10

En junio de 2004, se celebró la 12^a conferencia internacional trienal del Grupo de Expertos en Informática sobre la automatización (Automation Days), bajo los auspicios del Banco Nacional de Suiza. Las presentaciones y debates de la conferencia se centraron en la gestión y organización de las tecnologías informáticas (TI), aspectos relativos a la seguridad, la búsqueda de proveedores de software y la gestión de la información. Se ha identificado una serie de tendencias:

- Crece el interés en torno a la identificación y aplicación de mecanismos para el buen gobierno informático.
- A pesar de los riesgos significativos que implica, los bancos centrales hacen mayor uso de Internet como medio para informar a sus clientes externos y a otros organismos.
- Se opta cada vez más por soluciones “de subcontratación” para poder hacer frente a la creciente demanda de servicios y sistemas, sin tener que aumentar el personal.

- Muchos bancos centrales están adoptando sistemas de gestión de información, con el reto técnico y organizativo que supone la aplicación de tecnologías para la gestión de la documentación.

En las reuniones semestrales del Grupo también se analizaron asuntos como la planificación de la continuidad de la actividad, la estrategia de TI (y sus consecuencias para la organización de los sistemas de TI) e importantes proyectos actuales o futuros para infraestructuras y aplicaciones.

El Grupo de Trabajo sobre Asuntos de Seguridad (Working Party on Security Issues) se centra en la seguridad informática para contribuir de forma sustancial a la actividad general del Grupo de Expertos en Informática. Durante el pasado año, por ejemplo, el Grupo de Trabajo preparó un informe detallado sobre las repercusiones que puede tener para la seguridad la rápida expansión del uso en los bancos centrales de equipos electrónicos móviles, tales como ordenadores y otros aparatos electrónicos portátiles.

Auditoría interna

Desde 1986, los auditores de los bancos centrales del G-10 se han reunido periódicamente para intercambiar sus experiencias y conocimientos profesionales, y para tratar nuevos problemas y desafíos. Los debates suelen girar en torno a las normas internacionales de auditoría interna y a la continua necesidad de mejorar el control del riesgo en los bancos centrales. La unidad de Auditoría Interna del BPI organiza y acoge dos veces al año las reuniones del Grupo de Trabajo del G-10 sobre Metodologías de Auditorías Informáticas.

En junio de 2004, el BPI participó en la 18^a Conferencia Plenaria Anual de Directores de Auditoría Interna del G-10, organizada por el Banco de Italia, donde se analizó en concreto el papel que desempeña la auditoría interna para el fomento de la ética y la concienciación deontológica en una organización; las implicaciones de la ley Sarbanes-Oxley; la función consultora de la auditoría interna; la contribución de la auditoría interna al buen gobierno informático; y la auditoría de la gestión que se realiza de la continuidad de la actividad.

Tras sus numerosas reuniones con los jefes de auditoría interna de bancos centrales y autoridades monetarias de Asia-Pacífico, la Auditoría Interna del BPI ha establecido una red de contactos e intercambio de información entre estas instituciones.

Cooperación con los grupos regionales de bancos centrales

La cooperación con diversas agrupaciones regionales de bancos centrales ofrece un foro muy útil para la difusión de información sobre las actividades del BPI y para el desarrollo de relaciones con bancos centrales que no participan directamente en las actividades del BPI. Por consiguiente, el Banco organizó varios eventos conjuntos con grupos regionales, como por ejemplo:

- una serie de reuniones con los Bancos Centrales del Sudeste Asiático (SEACEN), en la que participaron varios conferencistas del BPI;
- una reunión conjunta con los bancos centrales de la Comunidad para el Desarrollo de África Meridional (SADC) a principios de 2005; y

- actos conjuntos esporádicos con el Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos (CEMLA); el BPI también contribuyó con conferencistas a los seminarios y reuniones de trabajo del CEMLA.

El BPI continuó apoyando al Centro Africano de Estudios Superiores de Administración (CESAG), en el marco de un programa patrocinado por el Banco de Francia, el Banco Central de los Estados de África Occidental (BCEAO) y el Banco de los Estados Centroafricanos (BEAC), entre otros. Algunos expertos del BPI también asistieron a los programas de formación que dirige el Instituto de Gestión Macroeconómica y Financiera de África Oriental y Meridional (MEFMI). De conformidad con el acuerdo inicial, el BPI dejó de ser miembro formal del Instituto Multilateral de Viena (IMV) en agosto de 2004, si bien continúa organizando allí seminarios ocasionales para bancos centrales de economías en transición.

Además de su reunión anual periódica, el Grupo de Coordinadores de Cooperación Técnica y Formación (Group of Coordinators of Technical Cooperation and Training) organizó una reunión ocasional sobre sociedades internacionales que prestan servicios de formación a bancos centrales, que tuvo lugar en Basilea en noviembre de 2004 y a la que asistieron representantes de más de 40 de estas instituciones.

Central Bank Research Hub

Durante años, la página del BPI en Internet ha recogido una lista de bancos centrales con enlaces hacia sus respectivas páginas web. En 2004, el BPI anunció el lanzamiento de Central Bank Research Hub, una herramienta que permite a sus usuarios acceder a través de la página del Banco en Internet a trabajos de investigación publicados por bancos centrales. Es posible realizar búsquedas de estos estudios a partir de múltiples criterios, así como recibirllos directamente mediante un servicio de notificación por correo electrónico. Se ha invitado a todos los bancos centrales miembros del BPI a compartir sus investigaciones a través de este Hub, habiéndose inscrito hasta la fecha 25 bancos centrales.

Oficinas de Representación

La Oficina de Representación para Asia y el Pacífico (la Oficina Asiática) y la Oficina para las Américas (la Oficina de las Américas) son el epicentro de las actividades del BPI en dichas regiones. El objetivo de las Oficinas es fortalecer las relaciones y promover la cooperación entre el BPI y los bancos centrales y autoridades supervisoras de la región. Para ello, las Oficinas fomentan el intercambio de información y de datos, facilitan la organización de reuniones y seminarios, y contribuyen a los estudios financieros y económicos que realiza el Banco sobre la región asiática y el continente americano. Entre los temas analizados el pasado año figuran los movimientos de capital en la región, los mercados regionales de divisas y de contratos a plazo no entregables, las consecuencias internas de las cuantiosas reservas de divisas y la microestructura de los mercados financieros asiáticos.

Las Oficinas también colaboran con los servicios bancarios que presta el BPI en la región Asia–Pacífico y en el continente americano, y prestan su asistencia mediante visitas periódicas a los responsables de la gestión de reservas en bancos centrales. La sala regional de operaciones de tesorería, que se abrió en la Oficina Asiática en 2000, mejora aún más la calidad y el alcance de los servicios bancarios que presta a los clientes de la región a través de sus actividades diarias de negociación.

En diciembre de 2004, el BPI fue nombrado administrador de las inversiones de los 11 bancos centrales que componen el EMEAP (Reunión de Ejecutivos de Bancos Centrales y Autoridades Monetarias de Asia Oriental y el Pacífico) para un segundo Fondo Asiático de Bonos (ABF2). Este fondo agrupará reservas internacionales procedentes de bancos centrales e invertirá en bonos denominados en moneda local emitidos por prestatarios soberanos y con garantías del Estado en ocho economías EMEAP. El BPI ya fue elegido en junio de 2003 para gestionar un primer Fondo Asiático de Bonos, que también agrupaba reservas de los bancos centrales EMEAP pero limitaba sus inversiones a bonos denominados en dólares de Estados Unidos. Para poder hacer frente a la carga de trabajo que esto supone, la Oficina de Hong Kong ha reforzado su personal considerablemente, al tiempo que también ha contribuido a esta labor mediante análisis de los mercados de bonos en la región.

El Consejo Consultivo Asiático (CCA), foro para la comunicación entre los bancos centrales de la región accionistas del BPI y el Consejo y la Dirección del BPI, se reunió en Basilea en junio de 2004 y en Hong Kong en febrero de 2005. Inmediatamente después de esta última reunión, tuvo lugar la séptima Reunión Extraordinaria de Gobernadores de bancos centrales asiáticos, con la participación de algunos Gobernadores de bancos centrales de otras regiones, donde se analizó la coyuntura económica actual y se debatió sobre asuntos relacionados con el creciente endeudamiento familiar en la región.

La Oficina Asiática auspició o respaldó diversas reuniones sobre asuntos concretos relativos a la política monetaria y a la estabilidad financiera:

- la tercera reunión de expertos en bancos centrales sobre los procedimientos operativos de la política monetaria, en abril de 2004;
- la octava y novena reuniones del Foro EMEAP sobre mercados de divisas, en junio y diciembre de 2004;
- dos reuniones sobre la estabilidad financiera, una organizada junto con el Foro sobre la Estabilidad Financiera y la otra con el Comité de Basilea, en julio y septiembre de 2004, respectivamente; y
- dos reuniones en Pekín, sobre la apertura del sector financiero chino y sobre tipos de cambio efectivos, en marzo de 2005.

La Oficina de las Américas centró su actividad durante su segundo año de existencia en ampliar sus contactos con los bancos centrales de la región y en cooperar de forma más estrecha con los grupos regionales de banca central y con las autoridades supervisoras. La Oficina organizó o colaboró además en una serie de reuniones de alto nivel en Ciudad de México y en otros lugares, en ocasiones conjuntamente con bancos centrales regionales y otras instituciones:

- una reunión de alcance del Comité sobre el Sistema Financiero Global en torno a la inversión extranjera directa en el sector financiero de América Latina, en junio de 2004;
- una reunión del Grupo de Trabajo sobre Política Monetaria en América Latina, en octubre de 2004;
- un foro de debate sobre la aplicación de Basilea II, al que asistieron los jefes de supervisión bancaria de la región y representantes del sector privado y de instituciones financieras internacionales, en diciembre de 2004;
- una reunión de administradores de reservas de la región, en noviembre de 2004;
- un encuentro de abogados de bancos centrales de la región, en febrero de 2005; y
- una reunión sobre la integración financiera y la política monetaria para economías abiertas, en marzo de 2005.

Instituto para la Estabilidad Financiera

El Instituto para la Estabilidad Financiera (FSI) presta su asistencia a supervisores bancarios y de seguros de todo el mundo con el fin de mejorar la supervisión prudencial. Para ello, el FSI trabaja para disseminar estándares y mejores prácticas, y presta su apoyo en una amplia gama de asuntos relacionados con la supervisión.

Gran parte de su labor la realiza a través de un programa de reuniones, seminarios y conferencias de alto nivel, tanto en Basilea como en otros lugares del mundo. Estos eventos ofrecen la oportunidad de intercambiar información y fomentar el contacto y la cooperación entre supervisores de distintos países. Ante el continuo crecimiento de los conglomerados financieros y de la transferencia de riesgos, el Instituto también reúne a los supervisores bancarios y de seguros para abordar asuntos que preocupan a ambos sectores. A lo largo de 2004, el FSI organizó 56 eventos que giraron en torno a diversos asuntos relativos a la supervisión, en los que participaron casi 2.000 representantes de bancos centrales y agencias de supervisión bancaria y de seguros de todo el mundo. En vista de los esfuerzos que están desplegando numerosas jurisdicciones para aplicar el nuevo marco para la suficiencia de capital (Basilea II), el FSI inició una serie de reuniones de alto nivel para promover el intercambio de información entre las autoridades supervisoras pertinentes en diferentes regiones con respecto a sus planes de aplicación y otros aspectos relacionados.

En julio de 2004, se puso en marcha FSI Connect, una herramienta de información y aprendizaje en línea dirigida a supervisores. FSI Connect incluye en la actualidad más de 80 cursos sobre una amplia gama de asuntos relevantes para supervisores con todo tipo de bagaje y especialización. Está previsto que se añadan cursos sobre otras temáticas, al tiempo que se irán actualizando con regularidad los cursos actuales. FSI Connect es un complemento para otras actividades del FSI que le permitirá llegar a una mayor audiencia de supervisores del sector financiero. En la actualidad, más

de 85 bancos centrales y autoridades supervisoras procedentes de cerca de 75 jurisdicciones están suscritos a FSI Connect.

Fomento de la estabilidad financiera a través de los comités permanentes

Comité de Supervisión Bancaria de Basilea

El Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, bajo la presidencia del Gobernador Jaime Caruana del Banco de España, trabaja en pos del fortalecimiento de los marcos de supervisión bancaria, del fomento de una gestión de riesgos avanzada en el sector bancario y de la contribución a la mejora de las normas de información financiera.

Aplicación de la nueva norma internacional de capital

En junio de 2004, se publicó el nuevo marco internacional para los estándares de capital regulador (conocido como Basilea II). En él se recogen los pormenores del acuerdo alcanzado para el cálculo de la suficiencia de capital y los estándares mínimos a alcanzar, cuya adopción a partir del 1 de enero de 2007 propondrán las autoridades supervisoras nacionales representadas en el Comité.

Al publicar Basilea II, el Comité puso de relieve su intención de mantener su diálogo activo con el sector, para asegurar que el nuevo marco no se quede rezagado con respecto a las novedades que vayan surgiendo en torno a los servicios financieros y pueda seguir aplicándose. Dado el interés que ha suscitado entre bancos y sociedades de valores el tratamiento de determinadas actividades de la cartera de negociación en Basilea II, el Comité ha colaborado activamente con representantes de la Organización Internacional de Comisiones de Valores (OICV) con el fin de diseñar propuestas que aborden los asuntos identificados de un modo prudente y sensible al riesgo. Estas propuestas fueron publicadas en abril de 2005 para un periodo de consulta de siete semanas.

La aplicación consistente de Basilea II en todos los países a través de una cooperación supervisora mejorada será una tarea fundamental y laboriosa para los años venideros. Con el objetivo de fomentar la cooperación y compartir el intercambio de opiniones, el Comité creó el Grupo para la Aplicación del Acuerdo (AIG) como foro en el que debatir asuntos relacionados con la aplicación del marco. Una de las principales herramientas que el AIG ha utilizado para fomentar una aplicación transfronteriza más uniforme es el desarrollo de "estudios de casos reales", que en la mayoría de las veces se han convertido en planes reales de aplicación. El objetivo principal de estos estudios reales es familiarizar a los supervisores de origen y acogida con la aplicación de Basilea II de un modo práctico, caso por caso. Además, el AIG trabaja en otras áreas relacionadas con la puesta en práctica de Basilea II, como son la validación, el riesgo operativo y el Segundo Pilar.

Muchos supervisores nacionales sin representación en el Comité ya han empezado a estudiar la idoneidad del nuevo marco para los bancos de su

jurisdicción y a organizar la transición hacia Basilea II. Con el fin de avanzar en este sentido, se publicó en julio de 2004 el documento titulado *Aplicación de Basilea II: aspectos prácticos*.

Trabajos sobre contabilidad, auditoría y cumplimiento de la normativa

Durante el pasado año, las actividades sobre contabilidad organizadas por el Comité de Basilea han estado dominadas por los esfuerzos dirigidos a resolver diferencias de opinión con respecto a la opción del valor razonable que ofrece el Consejo de Normas Contables Internacionales (IASB). A principios de 2005 se alcanzó un acuerdo, de modo que el IASB ha aprobado y emitido una norma definitiva en la que contempla las principales preocupaciones del Comité. Asimismo, el Comité se ha mostrado especialmente interesado en el proyecto del IASB para mejorar la divulgación de información financiera. La transparencia de información financiera conllevará una divulgación mucho más adecuada de los riesgos financieros y de las prácticas para su gestión, similar en líneas generales a los principios y requisitos contemplados en el Tercer Pilar de Basilea II.

Durante años, el Comité ha participado activamente en el desarrollo de un Consejo de Vigilancia del Interés Público (Public Interest Oversight Board, PIOB), órgano destinado a realizar un seguimiento de las actividades normalizadoras internacionales de la Federación Internacional de Contables (IFAC), y celebró su primera reunión formal el 1 de marzo de 2005. El Comité irá siguiendo las actividades del PIOB y evaluará sus logros.

Ante el rápido aumento de las necesidades de orientación en el ámbito del cumplimiento de la normativa, el Comité publicó en abril de 2005 un documento de guía con principios y mejores prácticas para realizar la función de cumplimiento dentro del entorno bancario regulador. Dicho documento se centra en el mantenimiento de una función de cumplimiento eficaz y destaca la importancia de adoptar estructuras, procedimientos y controles que resulten adecuados para la organización y para su perfil de riesgo concreto.

Otras cuestiones relativas a la supervisión bancaria

En el marco de sus continuos esfuerzos por mejorar la gestión del riesgo en los bancos, el Comité publicó *Principles for the management and supervision of interest rate risk*. También publicó el *Gestión consolidada del riesgo KYC (Know Your Customer)*, destinado a orientar a los grupos bancarios sobre cómo aplicar en todo el grupo un proceso eficaz para la gestión del riesgo derivado de una mala identificación de sus clientes. El Comité, en colaboración con los principales países que no son miembros del G–10, el FMI y el Banco Mundial, está revisando en la actualidad los *Principios Básicos para una supervisión bancaria eficaz (Core Principles)*, publicados en 1997 por primera vez, así como la *Metodología* que los acompaña y que se publicó dos años después. Asimismo, se ha creado un grupo de trabajo para revisar las pautas del Comité acerca del gobierno corporativo. Por último, el Comité, de manera conjunta con el Banco de España, patrocinó la Conferencia Internacional de Supervisores Bancarios (ICBS) en septiembre de 2004, a la que asistieron supervisores bancarios de más de 120 países.

Comité sobre el Sistema Financiero Global

El Comité sobre el Sistema Financiero Global (CGFS), presidido por Roger W Ferguson Jr, vicepresidente del Consejo de Administración del Sistema de la Reserva Federal, estudia la evolución de los mercados financieros internacionales a petición de los Gobernadores de los países del G-10. El Comité tiene por mandato identificar y evaluar posibles fuentes de inestabilidad para los mercados financieros internacionales, profundizar en el conocimiento de las bases sobre las que se asientan los mercados financieros y fomentar mejoras en el funcionamiento y estabilidad de estos mercados. En el desempeño de sus funciones, los miembros del CGFS se reúnen cada tres meses para analizar la evolución de los mercados y coordinan sus esfuerzos a largo plazo, utilizando para ello grupos de trabajo en los que participan miembros de bancos centrales.

Además de altos cargos de bancos centrales del G-10 y del BCE, a las reuniones del Comité también asisten con regularidad representantes de algunos bancos centrales de las principales economías y centros financieros. En 2005, tanto el Banco Popular de China como el Banco de la Reserva de la India comenzaron a participar en las mismas.

Reuniones de seguimiento

Las reuniones para el análisis del seguimiento celebradas por el Comité se centran en las grandes líneas del desarrollo macroeconómico y de la evolución de los mercados financieros a lo largo del año. Los temas interrelacionados que más se analizaron fueron:

- el impacto de los desequilibrios internacionales actuales en los mercados financieros y la influencia de sus posibles ajustes para el sistema financiero global;
- “estrategias de salida” aplicadas por bancos centrales para alejarse de los tipos de interés oficiales bajos y estables o de los esquemas de tipos de cambio fijos o casi fijos, incluyendo los desafíos que plantean para la política de comunicación y sus implicaciones para los mercados financieros;
- evolución del comercio de petróleo y las consecuencias de su elevado precio a medio plazo para el crecimiento y la inflación;
- factores responsables de la toma de posiciones y de los precios en los mercados financieros en un contexto de amplia liquidez internacional; y
- motivos e implicaciones de los mínimos históricos alcanzados por los indicadores adelantados de volatilidad en diferentes mercados, incluso en presencia de elevada incertidumbre macroeconómica y financiera.

Grupos de trabajo y ejercicios similares

En enero de 2005, el CGFS publicó dos informes de sus grupos de trabajo. En el primero, dedicado a la función que desempeñan las calificaciones crediticias en la financiación estructurada, se analiza la rápida evolución de los mercados para estos instrumentos, el papel central que desempeñan las agencias de calificación y las implicaciones para los agentes de

mercado y los órganos rectores de las políticas. El informe, que se ocupa especialmente de la financiación estructurada, se une a otros trabajos anteriores del CGFS en el ámbito de la transferencia del riesgo de crédito. El otro informe, donde se analizan las prácticas de pruebas de tensión que se llevan a cabo en las principales instituciones financieras, incluye una encuesta sobre pruebas de tensión realizada en mayo de 2004. Esta encuesta también parte de trabajos anteriores del Comité y profundiza en la labor esencial que desempeñan las pruebas de tensión en las operaciones de gestión del riesgo.

Además del informe de su grupo de trabajo en marzo de 2004 consagrado a la inversión extranjera directa en el sector financiero de las economías de mercado emergentes, el Comité condujo talleres de seguimiento regionales en Corea, México y Polonia, con el fin de analizar este aspecto tan importante con autoridades bancarias y agentes de mercado de estas regiones. El CGFS también siguió analizando las características de diversos mercados hipotecarios nacionales. En este sentido, se creó un grupo de trabajo en noviembre de 2004, cuyo informe se espera para finales del presente año. Entre otros, el grupo explorará las repercusiones que pueda tener para la financiación de la vivienda la introducción de nuevas tecnologías financieras, así como sus implicaciones para los mercados financieros nacionales e internacionales.

En el ámbito de los fondos de cobertura (*hedge funds*), un grupo de estudio presentó su informe sobre la idoneidad de utilizar las bases de datos de fondos de cobertura comerciales en los esfuerzos de investigación y vigilancia desplegados por los bancos centrales. Asimismo, el BPI utilizó una plantilla de datos diseñada por el CGFS para ampliar su encuesta semestral sobre derivados OTC con el fin de incluir también información sobre las actividades de los encuestados relacionadas con los *swaps* de incumplimiento crediticio (*credit default swaps*).

Comité de Sistemas de Pago y Liquidación

El Comité de Sistemas de Pago y Liquidación (CPSS) contribuye al fortalecimiento de la infraestructura de los mercados financieros, mediante la promoción de unos sistemas de pago y liquidación sólidos y eficientes. El Comité ha estrechado su colaboración con otras instituciones y agrupaciones internacionales, incluyendo en sus actividades a un grupo cada vez más amplio de bancos centrales. Tommaso Padoa-Schioppa, miembro del Comité Ejecutivo del Banco Central Europeo, presidió el Comité hasta su jubilación el 31 de mayo de 2005, cuando le reemplazó en su cargo Timothy F Geithner, Presidente y Director Ejecutivo del Banco de la Reserva de Nueva York.

En noviembre de 2004, el CPSS y el Comité Técnico de la OICV publicaron el informe *Recomendaciones para entidades de contrapartida central* (ECC), donde se establecen estándares detallados para la gestión del riesgo en estas entidades a través de 15 recomendaciones principales a las que acompaña un texto explicativo. Este informe también incluye una metodología para evaluar la aplicación de las recomendaciones, donde

se identifican asuntos y preguntas clave, al tiempo que ofrece una serie de pautas para asignar una categoría de evaluación. En marzo de 2004 se emitió una versión de consulta de este informe, de modo que la publicación final pudo recoger los comentarios que realizaron al respecto bancos centrales y órganos reguladores de valores, así como agentes y usuarios de las ECC.

Una ECC es una entidad que se interpone entre las partes de una operación financiera ejerciendo de vendedor para todo comprador y de comprador para todo vendedor. Una ECC que esté bien diseñada y cuente con sistemas adecuados para la gestión del riesgo reduce los riesgos a los que se exponen sus partícipes y contribuye a la estabilidad financiera. Sin embargo, las ECC también concentran ciertos riesgos y responsabilidades relacionados con la gestión de los mismos. Por lo tanto, la eficacia del control de riesgos en una ECC y la suficiencia de sus recursos financieros son aspectos fundamentales para la infraestructura de los mercados a los que sirve.

El Comité también trabajó durante el periodo analizado preparando otros tres informes; a saber, *Central bank oversight of payment and settlement systems*, *General guidance for payment system development* y *New developments in large-value payment systems*, que fueron publicados en mayo del presente año.

El Comité consagra otra parte de su actividad a la aplicación de su estrategia, suscrita por los gobernadores del G–10 en 1996, para reducir el riesgo de liquidación en las operaciones con divisas. En este sentido, realiza una labor de seguimiento y fomento de las iniciativas del sector privado en este ámbito.

Por último, el Comité también aporta su ayuda y experiencia a las reuniones de trabajo y seminarios sobre cuestiones relacionadas con sistemas de pago organizados por el BPI en colaboración con organizaciones regionales de bancos centrales.

Comité de los Mercados

El Comité de los Mercados, presidido por Sheryl Kennedy, Subgobernador del Banco de Canadá, está compuesto por altos cargos de los bancos centrales del G–10 responsables de las operaciones de mercado. Sus reuniones bimestrales ofrecen la oportunidad a sus participantes de intercambiar opiniones acerca de la reciente evolución y cambios estructurales en los mercados de divisas y otros mercados financieros, así como de analizar las implicaciones a corto plazo que puedan tener ciertos acontecimientos actuales para el funcionamiento de estos mercados. De vez en cuando, el Comité invita a representantes de los principales países a unirse a los debates. El Banco Popular de China participó por primera vez en estas reuniones en la segunda mitad de 2004.

Entre los asuntos analizados en sus reuniones destacan:

- explicaciones a las grandes oscilaciones de los principales tipos de cambio bilaterales;

- el escaso nivel de los rendimientos nominales y de las volatilidades implícitas en los principales mercados de bonos y el impacto de la “búsqueda de rentabilidad” en los diferenciales de rendimiento;
- las consecuencias de la acumulación de reservas de divisas en los mercados financieros; e
- intercambio de información entre bancos centrales.

A lo largo del año, también se analizaron otros temas como los efectos de una mayor presencia de los fondos de cobertura en los mercados financieros, el impacto en los mercados financieros de las reformas de la regulación de fondos de pensiones, aspectos relacionados con la aplicación de políticas monetarias y las repercusiones para el funcionamiento del mercado del crecimiento de las plataformas de negociación electrónica.

Grupo de Bancos Centrales para la Lucha contra la Falsificación

El Grupo de Bancos Centrales para la Lucha contra la Falsificación (CBCDG) ha recibido el mandato de los Gobernadores de los bancos centrales del G–10 de examinar las nuevas amenazas para la seguridad de los billetes bancarios y proponer soluciones para las autoridades emisoras. El CBCDG ha desarrollado medidas antifalsificación para evitar que puedan reproducirse las imágenes que aparecen en los billetes con la ayuda de fotocopiadoras en color y tecnología digital (ordenadores personales, impresoras y escáneres). El BPI contribuye a los trabajos del CBCDG albergando su Secretaría y actuando como su agente en los acuerdos contractuales.

Contribución del BPI a una cooperación financiera internacional más amplia

El Grupo de los Diez

El BPI contribuye activamente a la labor de los ministros de Finanzas y los Gobernadores y Subgobernadores de los países del G–10 y a las actividades que tienen lugar bajo sus auspicios, tanto participando en calidad de observador como realizando labores de secretaría junto con el FMI y la OCDE.

En su comunicado de octubre de 2004, los ministros y Gobernadores de los países del G–10 apuntaron la importancia de que el FMI mantenga una fuerte posición financiera para poder desempeñar sus funciones. A este respecto, los principales elementos destacados fueron la vigilancia, condicionalidad, seguimiento de programas, análisis de la sostenibilidad de la deuda en las decisiones de préstamo, así como adhesión al recién aprobado marco para el acceso extraordinario al crédito.

El trabajo del G–10 también se dirigió en gran medida a la utilización de las cláusulas de acción colectiva por parte de los emisores de deuda soberana. La creciente tendencia entre los emisores soberanos de incluir cláusulas de actuación por mayoría en sus contratos de bonos contribuye a ofrecer medios eficaces para que los acreedores y deudores vuelvan a negociar las

condiciones contractuales cuando sea necesario. Sin embargo, los contratos de deuda todavía no suelen incluir disposiciones que fomenten un diálogo temprano y una buena comunicación entre acreedores y soberanos, o que permitan impedir que suscriptores particulares entablen acciones ante los tribunales.

Por último, en el marco de su labor actual sobre la financiación de las pensiones, el G-10 está analizando las implicaciones que puedan tener para los mercados financieros el envejecimiento de la población y las reformas de los sistemas de jubilación.

Foro sobre la Estabilidad Financiera

El Foro sobre la Estabilidad Financiera (FSF), creado en 1999, fomenta la estabilidad financiera internacional mejorando el intercambio de información y la cooperación en la supervisión y el seguimiento financieros. Su principal misión consiste en analizar las vulnerabilidades de naturaleza coyuntural y estructural que afectan al sistema financiero internacional, y fomentar y coordinar acciones para subsanarlas. El FSF está compuesto por altos cargos de Ministerios de finanzas, bancos centrales y reguladores financieros en los principales centros financieros, así como representantes de instituciones financieras internacionales, órganos de normalización supervisora y reguladora y grupos de expertos en bancos centrales. Su dirección en Internet es www.fsforum.org.

Las reuniones del FSF se celebran con periodicidad semestral. Las dos últimas tuvieron lugar en septiembre de 2004 en Washington DC y en marzo de 2005 en Tokio, y en ellas se analizaron la evolución macroeconómica y financiera, la capacidad de reacción de las instituciones financieras y los riesgos que podrían afectar a la estabilidad financiera. También se examinaron los esfuerzos internacionales desplegados para fortalecer los sistemas financieros y se consideraron maneras de promover estos esfuerzos. Entre los asuntos abordados el año analizado se encuentran la vulnerabilidad del sistema financiero ante cambios imprevistos en la apetencia por el riesgo y en la asunción de riesgos, la transferencia del riesgo de crédito, los riesgos asumidos por los hogares, el crecimiento del sector de fondos de cobertura y la transparencia en el sector del reaseguro.

Recientemente, el interés del FSF se ha centrado en la búsqueda de soluciones para mejorar la aplicación de las normas reguladoras en el sector bancario, asegurador y de valores. En abril de 2005, la secretaría del FSF reunió a representantes de órganos normalizadores, asesores y autoridades nacionales para preparar un estudio sobre el progreso realizado en la aplicación de normas y códigos, que incluiría una lista de prioridades para la evaluación de estándares y los recursos disponibles para ayudar en su aplicación.

El FSF siguió lanzando y apoyando iniciativas destinadas a fortalecer las normas y prácticas contables y auditadoras. Con respecto a las auditorías, el FSF celebró en septiembre de 2004 una primera reunión a la que asistieron

los jefes de los nuevos órganos nacionales independientes para la vigilancia de auditores. En dicha reunión, se analizaron las experiencias derivadas del establecimiento de estas nuevas estructuras, desafíos comunes como por ejemplo los métodos a emplear para la inspección y el cumplimiento de la calidad de la auditoría, así como la necesidad y el ámbito de cooperación y reconocimiento mutuo entre órganos de vigilancia nacionales. El FSF también colaboró en el establecimiento en marzo de 2005 del Public Interest Oversight Board, encargado de vigilar las actividades de normalización de la Federación Internacional de Contables (IFAC) en relación con las prácticas de auditoría y seguro. En octubre de 2004, el Foro organizó junto con el Consejo Internacional de Normas Contables y la IFAC una mesa redonda en la que se analizaron los desafíos y problemas relacionados con la aplicación de las normas internacionales de contabilidad y auditoría.

El FSF ha seguido involucrándose en la mejora del intercambio de información y cooperación transfronteriza entre autoridades territoriales y extraterritoriales en materia de supervisión y regulación. En marzo de 2005, el FSF inició un nuevo proceso para promover mejoras en los centros financieros extraterritoriales (*offshore*), donde incluye una serie de iniciativas para sus miembros a escala nacional e internacional y un conjunto de medidas previas oportunas diseñadas por el propio Foro.

El interés del FSF también se ha centrado en la mejora de la cooperación internacional en materia de planificación de la continuidad de la actividad en el sector financiero. En colaboración con el Banco de Inglaterra, el FSF organizó en julio de 2004 un taller sobre continuidad de la actividad, donde se estudiaron diversos estándares utilizados en la actualidad, en concreto con respecto a los sistemas transfronterizos. Para avanzar en este sentido, el Foro Conjunto del Comité de Basilea, la OICV y la IAIS está considerando la posibilidad de desarrollar una serie de principios de alto nivel para la continuidad de la actividad destinado a autoridades y empresas financieras.

De cara al futuro, el FSF consagrará gran parte de sus esfuerzos a evaluar el grado de preparación de las instituciones financieras (y del sistema financiero en general) ante una posible reaparición de turbulencias económicas y una mayor aversión al riesgo entre los agentes del mercado financiero.

A lo largo del año, el FSF mantuvo informados a los ministros de Finanzas y a los Gobernadores de bancos centrales del G-7, así como al Comité Monetario y Financiero Internacional del FMI, acerca de las vulnerabilidades financieras y de otras cuestiones. El Foro también celebró otras reuniones regionales destinadas a fomentar una mayor concienciación de las vulnerabilidades financieras y de la labor en curso para solucionarlas.

Asociación Internacional de Supervisores de Seguros

La Asociación Internacional de Supervisores de Seguros (IAIS) contribuye a la estabilidad financiera internacional a través de una mejor supervisión del sector asegurador, el desarrollo de normas para la supervisión, la cooperación

internacional basada en el intercambio de información y en la asistencia mutua. En colaboración con otros órganos reguladores nacionales, la IAIS también ha ayudado a desarrollar principios para la supervisión de conglomerados financieros. La IAIS también participa activamente en el Foro sobre la Estabilidad Financiera. El constante aumento de miembros activos y observadores es síntoma de un mayor reconocimiento de su misión. Puede encontrarse más información sobre la IAIS en su dirección en Internet: www.iaisweb.org.

El año pasado, la IAIS emprendió numerosas iniciativas clave para el desarrollo de normas en el sector asegurador, cuyas prioridades fueron la solvencia, la contabilidad y el reaseguro.

En cuanto a la primera, una de las principales medidas fue la definición de un marco para la supervisión del sector asegurador, en el que se propone el desarrollo de una estructura compartida y de estándares en común para la determinación de la solvencia del asegurador con el fin de mejorar la transparencia y compatibilidad entre esquemas reguladores diferentes.

En cuanto a la contabilidad de los seguros, la IAIS mantiene un diálogo abierto con el Consejo Internacional de Normas Contables (IASB). Una de sus labores más importantes es la preparación de uno de sus *issues paper* en el que se examinan qué métodos para evaluar el pasivo de los seguros podrían aceptarse a efectos de supervisión prudencial, de conformidad con las conclusiones probables de la segunda fase del proyecto IASB Insurance Contracts. En colaboración con otros reguladores internacionales, la IAIS también ha respaldado el establecimiento del Public Interest Oversight Board (PIOB) destinado a velar por el interés público en las actividades que desarrolla la Federación Internacional de Contables.

En respuesta a la inquietud mostrada por el FSF en cuanto a que la falta de transparencia y divulgación pública en el sector del reaseguro dificulta la evaluación de su posible impacto en el sector asegurador y en otros sectores dedicados a los servicios financieros, la IAIS emitió su primer informe sobre el mercado reasegurador mundial. En lo que se refiere a una mejor divulgación de información por parte de aseguradores y reaseguradores, se adoptó en 2004 una norma sobre divulgación de la técnica en el ramo de no vida, al tiempo que hay dos normas más en proceso de elaboración que versan sobre la divulgación de información sobre resultados de la inversión y sobre la ejecución técnica del ramo de vida.

La IAIS también trabajó en el ámbito del lavado de dinero y la lucha contra la financiación del terrorismo; la preparación de un programa de autoevaluación de los principios básicos aseguradores para identificar los puntos fuertes y débiles de la regulación y supervisión del sector asegurador en diversas jurisdicciones; y la formación a través de seminarios, conferencias y talleres, a menudo en colaboración con el Instituto para la Estabilidad Financiera.

Asociación Internacional de Aseguradores de Depósitos

La Asociación Internacional de Aseguradores de Depósitos (IADI) se estableció en mayo de 2002 y abrió su sede central en el BPI en octubre de ese mismo

año. Sus principales objetivos son mejorar el entendimiento de intereses y asuntos comunes a los fondos de garantía de depósitos bancarios y establecer orientaciones para aumentar la eficacia de los sistemas de seguro de depósitos. Actualmente, 56 organizaciones de todo el mundo participan en las actividades de la IADI (39 de ellas en calidad de miembros), entre ellas algunos bancos centrales interesados en fomentar la adopción o el funcionamiento de sistemas eficaces de seguro de depósitos. Jean Pierre Sabourin preside el Consejo Ejecutivo y es también el Presidente de la IADI.

Durante su tercer año, la IADI siguió sirviendo de foro para facilitar amplios contactos internacionales entre los garantes de depósitos y otras partes interesadas. Su tercera Conferencia Anual se celebró en Suiza en octubre de 2004 y a ella asistieron 145 aseguradores de depósitos y responsables de políticas procedentes de 47 países. La Asociación realiza sus actividades regionales a través de conferencias, seminarios, reuniones de comité y actos de colaboración en diversos países.

La IADI continúa elaborando orientaciones para mejorar la eficacia de los sistemas de seguro de depósito. En este sentido, publicó un documento sobre la creación y diseño de sistemas de seguro de depósitos y otro sobre el desarrollo de sistemas con primas diferenciales. Además, también ha comenzado a trabajar con la comunidad financiera internacional para encontrar fórmulas que permitan a los responsables de las políticas evaluar la eficacia de los fondos de garantías. La IADI respaldó las conclusiones del encuentro APEC Policy Dialogue on Deposit Insurance celebrado en febrero de 2004 y desarrollará las correspondientes pautas.

La Asociación contribuyó en una nueva publicación de la International Association of Restructuring, Insolvency and Bankruptcy Professionals titulada *Bank Insolvency, an International Guide for Deposit Insurers*, a partir de los resultados de una encuesta realizada en 48 países. El propósito de esta publicación es promover el debate entre expertos en insolvencias y aseguradores de depósitos.

La página de Internet de la IADI (www.iadi.org) y su boletín mensual ofrecen a sus miembros y participantes información sobre sus actividades. Además, distribuye entre los aseguradores de depósitos unas guías de orientación trimestrales.

Servicios financieros del Banco

Servicios bancarios

El BPI ofrece una amplia variedad de servicios financieros para ayudar a los bancos centrales y a otras autoridades monetarias oficiales en la administración de sus reservas internacionales. Alrededor de 130 de estas instituciones, así como algunas instituciones internacionales, utilizan en la actualidad estos servicios.

La seguridad y la liquidez son las características esenciales de los servicios de intermediación de crédito del Banco, que se apoyan en un marco interno riguroso para la gestión del riesgo. De acuerdo con las mejores

prácticas, una unidad independiente de control de riesgos, que informa directamente al Director General Adjunto (y a través de él al Director General), supervisa los riesgos de crédito, de liquidez, así como de mercado y operativo.

Para dar respuesta a las diversas y cambiantes necesidades de los bancos centrales, el Banco ofrece una extensa gama de productos financieros en términos de moneda de denominación y de vencimiento. Además de las colocaciones tradicionales en el mercado monetario (como cuentas a la vista/con preaviso y depósitos a plazo fijo), hay dos instrumentos que pueden negociarse (comprarse y revenderse) directamente con el Banco: la inversión en renta fija en el BPI (FIXBIS, Fixed-Rate Investment at the BIS), para vencimientos de una semana a un año, y los instrumentos a medio plazo (MTI), para vencimientos entre uno y 10 años. Entre la gama de productos estándar, también se ofrecen MTI con opción de reembolso anticipado.

El Banco también realiza transacciones con divisas y operaciones con oro en nombre de sus clientes. En ocasiones, concede créditos a corto plazo a los bancos centrales, normalmente garantizados, y también realiza las funciones de fideicomisario y de agente depositario de garantías (véase más adelante).

El BPI presta servicios de gestión de activos en títulos soberanos o activos de elevada calificación, ya sea mediante un mandato preciso para la gestión de una cartera concreta negociado directamente entre el BPI y un banco central, o bien mediante una estructura de fondo abierto que permite a dos o más clientes invertir en un conjunto de activos en común. Tras la creación del primer Fondo Asiático de Bonos (ABF1) en julio de 2003, los 11 países que componen el grupo EMEAP de bancos centrales y autoridades monetarias lanzaron una segunda fase (ABF2) en diciembre de 2004. El BPI ejerce de gestor del ABF1 y de administrador del ABF2.

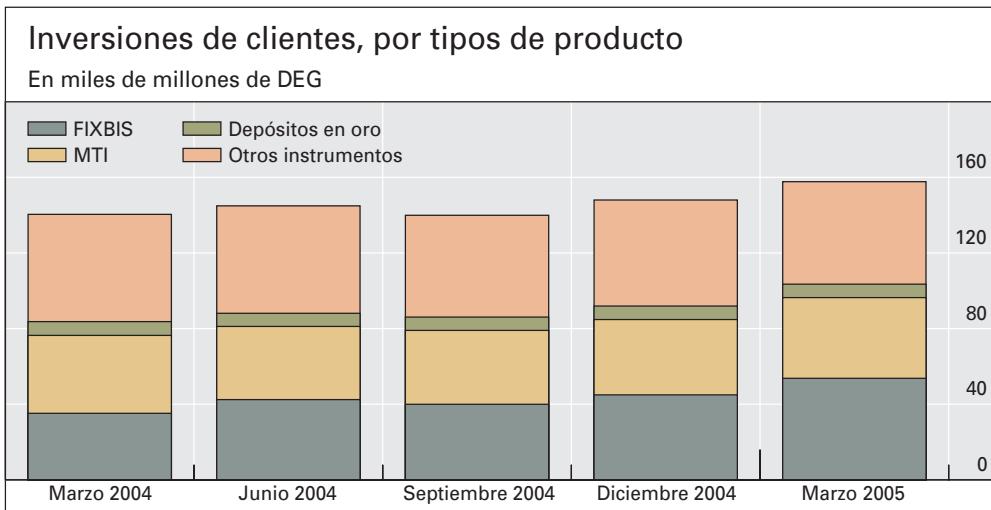
El Banco presta sus servicios financieros a través de dos salas de negociación conectadas entre sí que se encuentran en su sede de Basilea y en su Oficina Asiática en Hong Kong RAE.

Operaciones del departamento bancario en 2004/05

Gracias a la continua expansión de su balance de situación, el BPI logró alcanzar un nuevo récord por quinto año consecutivo. A 31 de marzo de 2005, el balance de situación alcanzaba los 180.500 millones de DEG, lo que supone un aumento de 12.600 millones de DEG con respecto al año anterior, o lo que es lo mismo, del 7,5%. Si los tipos de cambio se hubieran mantenido constantes durante todo el año, el balance habría aumentado en otros 400 millones de DEG.

Pasivo

El tamaño del balance del BPI viene determinado principalmente por las colocaciones que hacen los clientes, que conforman la mayor parte del total del pasivo. A 31 de marzo de 2005, los depósitos de clientes (excluidos los pactos de recompra) sumaban un total de 157.700 millones de DEG, frente a los 140.400 millones de DEG al cierre del ejercicio anterior.



La mayoría de estas colocaciones está denominada en distintas monedas, y el resto lo está en oro. Mientras que los depósitos en oro apenas variaron con respecto al año anterior (7.100 millones de DEG), las divisas depositadas por clientes crecieron desde los 133.200 millones de DEG de hace un año hasta los 150.600 millones de DEG a finales de marzo de 2005, lo que representa un 6% de las reservas de divisas de todo el mundo. A lo largo del año, se observó una modificación en la composición de las divisas depositadas por clientes, al aumentar los fondos denominados en dólares desde el 62% hasta el 65% del total, mientras que la proporción denominada en euros pasó del 21% al 18%.

Este aumento de fondos colocados por clientes estuvo motivado por las inversiones en el mercado monetario. La suscripción de FIXBIS aumentó en más de un 50%, convirtiéndose así en el instrumento más contratado por los clientes del BPI (más de una tercera parte del total de depósitos en divisas por parte de clientes). Otro aumento significativo fue el 30% correspondiente a los depósitos a plazo fijo. En cambio, las cuentas a la vista/con preaviso se redujeron en más de un tercio, lo que prácticamente anula la expansión observada durante el ejercicio financiero anterior. La suscripción de MTI, el segundo mayor instrumento contratado por clientes, permaneció relativamente estable a lo largo del ejercicio (véase el gráfico superior).

El desglose geográfico de las colocaciones en divisas con el BPI muestra una fuerte demanda continua por parte de clientes asiáticos.

Activo

La mayoría del activo del BPI se compone de inversiones en bancos comerciales internacionales de excelente reputación y de títulos del Estado o con garantía del Estado, incluidos pactos de recompra inversa. Además, el Banco posee 180 toneladas de oro fino, habiendo dispuesto de 12 toneladas a lo largo del ejercicio financiero. Las posiciones crediticias se gestionan de manera conservadora, de tal modo que a 31 de marzo de 2005, más del 99% de las tenencias del Banco poseían calificación A o superior (véase la Nota 37E a los estados financieros).

En esa misma fecha, los depósitos en divisas y los títulos valores en el Banco, incluidos los acuerdos con pacto de recompra inversa, alcanzaron los 165.400 millones de DEG, lo que supone un aumento con respecto a los 153.700 millones a finales del pasado ejercicio financiero. El resto de fondos se invirtió fundamentalmente en depósitos a plazo con otros bancos, deuda pública de países del G-10 y, en menor medida, letras del Tesoro. Por el contrario, se produjo una reducción de 7.800 millones de DEG en los valores adquiridos con pacto de reventa.

El BPI recurre a diversos instrumentos financieros derivados con el fin de gestionar más eficientemente sus activos y pasivos (véase la Nota 7 de los estados financieros).

Funciones de agente y fideicomisario

Fideicomisario de empréstitos públicos internacionales

El Banco continuó actuando como fideicomisario para los bonos de consolidación 1990–2010 de los empréstitos Dawes and Young (para saber más al respecto, véase el 63º *Informe Anual* de junio de 1993). El Deutsche Bundesbank, en su calidad de agente de pago, notificó al Banco que en 2004 la Bundeswertpapierverwaltung (BWV, Administración de Títulos Federales de Alemania) había concertado el pago de una cantidad total próxima a 5,0 millones de euros en concepto de amortización e intereses. Los valores del reembolso y otros detalles fueron publicados por la BWV en el *Bundesanzeiger* (el Boletín oficial federal).

El Banco ha continuado haciendo reserva de la aplicación de la cláusula de garantía cambiaria del empréstito Young por parte de la BWV (reservas detalladas en su 50º *Informe Anual* de junio de 1980), que hizo extensiva a los bonos de consolidación 1990–2010.

Funciones de depositario de plica

El BPI actuó como agente depositario de plica en relación con la resolución de las acciones judiciales emprendidas a raíz del accidente del vuelo 103 de Pan Am en Lockerbie, Escocia, el 21 de diciembre de 1988 (véase el 74º *Informe Anual* de junio de 2004). Este mandato se extinguío el 17 de febrero de 2005.

Funciones de agente depositario de garantías

De conformidad con una serie de acuerdos, el BPI actúa en calidad de agente depositario y encargado de la inversión de garantías en beneficio de los titulares de determinados bonos denominados en divisas emitidos por algunos países en virtud de los acuerdos de reestructuración de su deuda externa. Los acuerdos de garantías vigentes incluyen los correspondientes a los bonos brasileños (descritos detalladamente en el 64º *Informe Anual* de junio de 1994), los bonos peruanos (véase el 67º *Informe Anual* de junio de 1997) y los bonos de Costa de Marfil (véase el 68º *Informe Anual* de junio de 1998).

Cuestiones institucionales y administrativas

Retirada y redistribución de acciones del BPI

La Asamblea General Extraordinaria (AGE) celebrada el 8 de enero de 2001 modificó los Estatutos del Banco a fin de limitar el derecho de tenencia de acciones del BPI exclusivamente a los bancos centrales, lo que supuso una recompra obligatoria de 72.648 acciones del BPI correspondientes a las emisiones de Bélgica, Estados Unidos y Francia que estaban en manos de accionistas privados (véase el *71º Informe Anual* de junio de 2001). Las acciones retiradas de la circulación pasaron a formar parte de la autocartera del Banco, junto con otras 2.304 acciones de las tres emisiones que fueron recompradas a los bancos centrales en el momento de la operación de retirada.

La AGE estableció en un primer momento una indemnización de 16.000 francos suizos por acción pagaderos a los antiguos accionistas privados. Algunos de estos accionistas expresaron su disconformidad con esta cantidad, presentando demandas ante el Tribunal Arbitral establecido en virtud del Acuerdo de La Haya, el cual, de conformidad con el Artículo 54 de los Estatutos del Banco, es el único órgano competente para conocer los conflictos derivadas de la operación de recompra entre el Banco y sus antiguos accionistas privados. El Tribunal Arbitral emitió un Laudo Parcial el 22 de noviembre de 2002 confirmando la legalidad de la recompra obligatoria, pero dispuso que la indemnización debía incrementarse. En su Laudo Firme del 19 de septiembre de 2003, el Tribunal Arbitral determinó la cantidad adicional que debía pagarse a los demandantes en concepto de indemnización (véase el *74º Informe Anual* de junio de 2004). Cumpliendo con la decisión adoptada previamente por el Banco de hacer extensiva cualquier decisión que alcanzara el Tribunal Arbitral al resto de antiguos accionistas privados inscritos, en concepto de liquidación final de cualquier reclamación, a 31 de marzo de 2005 la indemnización adicional dictaminada por el Tribunal Arbitral había sido abonada a más del 99% de las acciones retiradas.

En cuanto a la acciones emprendidas en Francia por otro grupo de antiguos accionistas privados, el Tribunal de Casación (la más alta instancia judicial francesa en materia de derecho privado) está pendiente de pronunciarse sobre un fallo anterior que negaba la competencia de los tribunales franceses para dictaminar sobre dichas demandas (véase el *74º Informe Anual* de junio de 2004).

El Consejo de Administración decidió el pasado ejercicio financiero redistribuir el total de las 74.952 acciones recompradas entre los bancos centrales miembros del BPI, a los que ofreció la posibilidad de comprarlas. Además, esta oferta incluía 1.100 acciones de la emisión estadounidense, también mantenidas por el Banco en su autocartera, que se habían registrado previamente a nombre de un consorcio de bancos centrales. En virtud de los Estatutos del BPI enmendados el 8 de enero de 2001, el precio de venta de estas 76.052 acciones ascendía a 23.977,56 francos suizos por acción, es decir, la cuantía de la indemnización (menos los intereses) abonada a los antiguos

accionistas privados. En el ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo de 2005, el Banco distribuyó el total de acciones propias correspondientes a las emisiones de Bélgica y Francia entre los bancos centrales de dichos países. Los ingresos correspondientes a esta redistribución de estas 40.119 acciones ascendieron a 962,0 millones de francos suizos, lo que equivale a 536,7 millones de DEG en la fecha de las operaciones. A principios del ejercicio financiero abierto el 1 de abril de 2005, el Banco vendió el resto de las acciones (35.933 acciones de la emisión estadounidense) mediante una oferta a sus bancos centrales miembros, obteniendo con ello unas ganancias de 861,6 millones de francos suizos, lo que equivale a 468,2 millones de DEG en la fecha de la operación de 31 de mayo de 2005.

La administración del Banco

Política presupuestaria

El proceso de formulación del presupuesto del Banco para su siguiente ejercicio financiero comienza aproximadamente seis meses antes, cuando la Alta Dirección del Banco establece una orientación para su actividad y un marco financiero en sentido amplio. En este contexto, cada unidad de negocio especifica sus planes y los correspondientes recursos necesarios. El proceso para conciliar los planes estratégicos, los objetivos y los recursos disponibles culmina con la elaboración de un presupuesto financiero preliminar, que deberá ser aprobado por el Consejo antes de que comience el ejercicio financiero.

En la elaboración del presupuesto, se distingue entre gastos administrativos y gastos de capital. Al igual que ocurre con otras organizaciones comparables al BPI, los gastos del personal y de la Dirección, incluyendo remuneraciones, pensiones y seguros de salud y accidente, suponen en torno al 70% de los costes de administración. Otras grandes partidas del gasto, que representa cada una en torno al 10% de los gastos administrativos, son los gastos en TI y telecomunicaciones, así como gastos relacionados con los edificios y el equipamiento. Por su naturaleza, el gasto de capital tiende a variar significativamente de un año para otro. La mayoría de los gastos administrativos y de capital del Banco se realiza en francos suizos.

Los gastos administrativos, antes de amortización, durante el ejercicio financiero 2004/05 alcanzaron los 214,1 millones de francos suizos, lo que representa un 2,6% por debajo de la cantidad presupuestada de 219,8 millones de francos suizos¹. Este ahorro se debió esencialmente al gasto menor de lo esperado en TI y en viajes, así como al reintegro de una provisión para el

¹ La contabilidad presupuestaria del Banco se basa en el efectivo y excluye determinados ajustes contables financieros, en su mayoría relacionados con obligaciones de desembolso por prestaciones de jubilación, que tienen en cuenta la evolución de los mercados financieros y los supuestos actuarios. Estos factores adicionales se incluyen en "Gastos de explotación" de la Cuenta de pérdidas y ganancias (véase "Beneficio neto y su distribución").

reembolso de impuestos al personal suizo hasta 2003². Por su parte, el gasto de capital ascendió a 27,1 millones de francos suizos, unos 5,6 millones por debajo de lo presupuestado. Los proyectos para la mejora del sistema de seguridad del Banco y el rediseño del Auditorio principal se completaron dentro de su presupuesto a finales de mayo de 2005. El gasto en 2004/05 fue el que más se acercó al presupuesto en los últimos años, como resultado de un menor "margen" en las diversas partidas presupuestarias. Con el fin de reforzar una elaboración del presupuesto más rigurosa, la Dirección del Banco ha introducido un sistema de seguimiento trimestral para la consecución de sus objetivos.

En marzo de 2005, el Consejo aprobó un incremento del presupuesto administrativo del 2,9% para el ejercicio financiero 2005/06, hasta alcanzar la cifra de 226,3 millones de francos suizos. El presupuesto de capital prevé una reducción de 5,7 millones de francos suizos, hasta situarse en 27,0 millones. En el presupuesto 2005/06, el Banco se concentra en el fortalecimiento de las funciones de gestión de riesgos, auditoría interna y cumplimiento de la normativa, al tiempo que prosigue sus esfuerzos para mejorar sus sistemas de seguridad. El presupuesto también incluye un aumento limitado de su personal en la Oficina Asiática.

Política retributiva

El trabajo que realiza el personal del BPI se evalúa mediante una serie de criterios objetivos, entre los cuales se encuentran la titulación, la experiencia y las responsabilidades, y se clasifica en distintas categorías laborales que se insertan en una estructura salarial por bandas. Periódicamente, se realizan estudios en los que se evalúa la estructura salarial del BPI con respecto a instituciones o segmentos del mercado equiparables. Este análisis tiene en cuenta las diferencias en la tributación de los salarios del personal perteneciente a las instituciones estudiadas. Al aplicar los datos del mercado a los sueldos del BPI, el Banco se sitúa en la mitad superior de los sueldos de mercado para atraer a personas altamente cualificadas.

La estructura salarial se ajusta cada año en función de la tasa de inflación en Suiza y del aumento medio de los salarios reales del sector empresarial en los principales países industrializados. En julio de 2004, la estructura salarial se incrementó así en un 1,76%. Las modificaciones de la retribución de cada empleado dentro de los límites de su categoría salarial se basan en méritos propios, sujetos a una evaluación periódica de su rendimiento. En el BPI no existe un sistema de primas.

El personal extranjero que no resida en Suiza en el momento de ser contratado, incluidos los altos directivos, tiene derecho a una asignación por desplazamiento, que asciende en la actualidad al 14% o al 18% del salario anual, dependiendo de la situación familiar, sujeto a un máximo. Este personal desplazado también tiene derecho a recibir una asignación en concepto de

² Estos acuerdos están relacionados con el anterior Acuerdo de Sede con el Consejo de la Confederación suiza, que venció el 1 de enero de 2003.

educación³. Además, el personal del BPI tiene acceso a través del Banco a un seguro médico y a un plan de pensiones contributivo de prestaciones definidas.

En cuanto a la remuneración de los altos cargos, a principios de 2005 se decidió realizar encuestas periódicas para ajustar sus salarios a las condiciones imperantes en instituciones similares. En el tiempo que trascurre entre cada una de estas encuestas, la remuneración anual de los altos cargos se ajusta por la inflación de Suiza. A 1 de julio de 2004, la remuneración anual de los altos directivos antes de la asignación por no residencia se basa en la siguiente estructura salarial:

- Director General 709.849 francos suizos
- Director General Adjunto 600.641 francos suizos
- Jefes de Departamento 546.000 francos suizos

Además de lo indicado más arriba, el Director General recibe una asignación anual en concepto de representación y goza de derechos de jubilación especiales.

La Asamblea General Anual aprueba la remuneración de los miembros del Consejo de Administración, que se ajusta cada tres años. Desde el 1 de julio de 2002, la remuneración anual fija total que percibe el Consejo de Administración ha ascendido a 844.800 francos suizos. Además, los miembros del Consejo reciben un estipendio por cada reunión del Consejo en la que participan. Suponiendo que todos los consejeros estuvieran representados en todas las reuniones del Consejo, el total anual de estos estipendios ascendería a 777.240 francos suizos.

Archivística

En aras de la apertura y de la investigación académica, el Banco puso voluntariamente a disposición del público su archivo histórico en marzo de 1998. En virtud de las normas que rigen este archivo, puede consultarse cualquier información referente a las actividades y operaciones del Banco que date de más de 30 años, a excepción de un reducido número de registros que continúan siendo privados o confidenciales incluso después de 30 años. El BPI goza de discrecionalidad para determinar qué registros no estarán disponibles para su consulta pública, con el fin de proteger la privacidad personal y/o los intereses legítimos de terceros.

Beneficio neto y su distribución

Beneficio neto

El beneficio neto del 75º ejercicio financiero ascendió a 370,9 millones de DEG, frente a los de 536,1 millones de DEG correspondientes al ejercicio anterior. A continuación se analizan los factores que se encuentran tras este resultado.

³ Algunos miembros del personal que comenzaron a trabajar en el Banco antes de 1997 reciben una asignación por desplazamiento del 25%, pero no reciben sin embargo la asignación por educación.

Ingresos totales de explotación

Los ingresos totales de explotación alcanzaron 458,4 millones de DEG en el ejercicio financiero 2004/05, algo menos que los 564,5 millones del ejercicio anterior. Tres fueron las razones principales de esta evolución:

- Unos menores rendimientos por intereses y ajustes de valoración en los contratos de derivados, que se contrataron para proteger al Banco frente a aumentos previstos de los tipos de interés, redujeron los ingresos por valores de inversión de los fondos propios del Banco. Estos factores tuvieron más peso que los ingresos adicionales procedentes del aumento de los recursos propios del Banco atribuible a beneficios no distribuidos y a la suscripción de acciones.
- El ingreso neto en concepto de depósitos en el Banco volvió a niveles más normales en 2004/05. Los resultados del año anterior se habían disparado gracias a una contribución extraordinaria a beneficios por el estrechamiento de los diferenciales de rendimiento en el verano de 2003, que produjo ganancias por revaloración en las inversiones del Banco en *swaps*. Este factor fue superior a los ingresos adicionales procedentes del crecimiento de la base de depósitos del Banco.
- Se produjo una pérdida neta por diferencias cambiarias de 34,5 millones de DEG, atribuible principalmente a la posición que mantenía el Banco en francos suizos antes que en octubre y noviembre de 2004 el Banco Nacional de Bélgica y el Banco de Francia suscribieran las acciones del BPI de sus respectivas emisiones nacionales, que se habían mantenido hasta entonces en la autocartera del Banco. Esta pérdida cambiaria quedó compensada en su totalidad por una ganancia correspondiente que, de acuerdo a la política contable del Banco, se llevó a recursos propios cuando se redistribuyeron estas acciones, de tal modo que el impacto neto en los recursos propios del Banco fue nulo.

Gastos de explotación

Los gastos de explotación (véase la Nota 27 a los estados financieros) ascendieron a 145,0 millones de DEG, lo que supone un aumento del 1,8% con respecto a la cifra de 142,5 millones de DEG del ejercicio anterior. Los gastos de explotación antes de amortización fueron de 129,3 millones de DEG, un 2,9% por encima de los 125,6 millones del año anterior. La carga por amortización se redujo desde los 16,9 millones de DEG hasta los 15,7 millones. En francos suizos (CHF), moneda en que se realiza la mayoría de los gastos del Banco, los gastos de explotación antes de amortización sobre la base contable financiera del Banco, que incluye la evolución de los mercados financieros y de los supuestos actuariales, se redujeron en el 1,1%, desde los 236,5 millones de CHF del año anterior hasta los 234,0 millones de este año.

Los costes subyacentes por retribución del personal y pago de pensiones crecieron en la línea del aumento del 3,2% en el número de empleados expresado en equivalentes a tiempo completo. Este aumento quedó en parte compensado por el reintegro de una provisión para el reembolso de impuestos al personal suizo hasta 2003, en virtud de los acuerdos correspondientes al Acuerdo de Sede con la Confederación suiza que venció

el 1 de enero de 2003. El gasto en concepto de otros egresos relacionados con el personal se redujo como resultado de una menor carga contable financiera de los costes de cobertura médica y accidentes.

Beneficios de explotación y otras partidas de los beneficios

El beneficio de explotación del Banco, que recoge los beneficios obtenidos en el desempeño de sus actividades cotidianas, alcanzó los 313,4 millones de DEG, un 25,7% por debajo de los 422,0 millones de DEG del ejercicio 2003/04.

Con la venta de valores de inversión, el Banco registró un beneficio neto de 7,0 millones de DEG durante el ejercicio financiero, como reflejo del ajuste de la cartera hacia su posición de referencia subyacente. El beneficio neto por valor de 154,4 millones de DEG por la venta de valores de inversión durante el ejercicio financiero anterior se había atribuido a la venta de valores de inversión adquiridos en un entorno de tipos de interés más altos.

La ganancia realizada de 50,5 millones de DEG por la venta de activos de inversión en oro durante 2004/05 se produjo por la venta de 12 de las 192 toneladas de oro que posee el Banco a 31 de marzo de 2004. El Banco no reflejó estas ventas en sus recursos propios, puesto que el oro de su balance ya se contabilizaba a su valor de mercado, tal y como dictan sus prácticas contables.

El beneficio neto del anterior ejercicio financiero 2003/04 se produjo tras los cargos por intereses pagaderos y la pérdida por conversión de divisas en relación con el Laudo Firme del Tribunal de la Haya del 19 de septiembre de 2003.

Propuesta de distribución del beneficio neto del ejercicio financiero

En virtud del Artículo 51 de los Estatutos, el Consejo de Administración recomienda que el beneficio neto de 370,9 millones de DEG del ejercicio financiero 2004/05 sea distribuido por la Asamblea General de la siguiente manera:

1. 114,4 millones de DEG para el pago de un dividendo de 235 DEG por acción;
2. 25,7 millones de DEG al fondo de reserva general⁴;
3. 6,0 millones de DEG al fondo de reserva especial para dividendos; y
4. 224,8 millones de DEG, que constituyen el remanente de los beneficios netos disponibles, al fondo de reserva libre. Este fondo puede ser utilizado por el Consejo de Administración para cualquier fin que resulte conforme a los Estatutos.

Si se aprueba, el dividendo se distribuirá el 1 de julio de 2005 entre los accionistas que estén inscritos en el registro de acciones del Banco el 31 de marzo de 2005, en cualquiera de las monedas que componen el DEG o en

⁴ En virtud del Artículo 51 de los Estatutos del Banco, ha de transferirse al fondo de reserva general el 10% del beneficio tras la distribución del dividendo, hasta que su saldo sea el quíntuplo del capital desembolsado. A 31 de marzo de 2005, el fondo de reserva general cuadruplicaba el capital desembolsado del Banco.

francos suizos, según sus instrucciones. El dividendo de 235 DEG por acción propuesto para el ejercicio financiero 2004/05 supone un aumento del 4,4% sobre el dividendo de 2003/04.

El dividendo total se abonará a 470.073 acciones. El dividendo pagadero en concepto de las 40.119 acciones propias que se distribuyeron durante el ejercicio financiero se abonará de manera proporcional en función de la correspondiente fecha de redistribución. El número de acciones emitidas y desembolsadas antes de la operación de recompra de acciones es de 547.125. De ellas, 36.933 eran acciones propias a 31 de marzo de 2005, compuestas por 34.833 acciones recompradas a antiguos accionistas privados y a bancos centrales y 2.100 acciones de otro tipo. No se abonará ningún dividendo a estas acciones propias.

Informe de los auditores

La auditoría de los estados financieros del Banco ha sido debidamente realizada por PricewaterhouseCoopers AG, que ha confirmado que reflejan fielmente la situación financiera del Banco a 31 de marzo de 2005 y los resultados de sus operaciones en el ejercicio cerrado a esa fecha. Dicho informe figura inmediatamente después de los estados financieros.

Consejo de Administración

Nout H. E. M. Wellink, Amsterdam
Presidente del Consejo de Administración,
Presidente del Banco

Hans Tietmeyer, Fráncfort del Meno
Vicepresidente

Vincenzo Desario, Roma
David Dodge, Ottawa
Antonio Fazio, Roma
Toshihiko Fukui, Tokio
Timothy F Geithner, Nueva York
Lord George, Londres
Alan Greenspan, Washington
Hervé Hannoun, París
Lars Heikensten, Estocolmo
Mervyn King, Londres
Christian Noyer, París
Guy Quaden, Bruselas
Jean-Pierre Roth, Zúrich
Alfons Vicomte Verplaetse, Bruselas
Axel A Weber, Fráncfort del Meno

Suplentes

Bruno Bianchi o Giovanni Carosio, Roma
Roger W Ferguson o Karen H Johnson, Washington
Peter Praet o Jan Smets, Bruselas
Jürgen Stark o Stefan Schönberg, Fráncfort del Meno
Marc-Olivier Strauss-Kahn o Michel Cardona, París
Paul Tucker o Paul Fisher, Londres

Comités del Consejo de Administración

Comité Consultivo
Comité de Auditoría
ambos presididos por Hans Tietmeyer

Alta Dirección del Banco

Malcolm D Knight	Director General
André Icard	Director General Adjunto
Peter Dittus	Secretario General, Jefe de Departamento
William R White	Asesor Económico, Jefe del Departamento Monetario y Económico
Günter Pleines	Jefe del Departamento Bancario
Mario Giovanoli	Asesor Jurídico General
Már Gudmundsson	Jefe Adjunto del Departamento Monetario y Económico
Jim Etherington	Secretario General Adjunto
Louis de Montpellier	Jefe Adjunto del Departamento Bancario
Josef Tošovský	Presidente, Instituto para la Estabilidad Financiera

Nombramientos de consejeros y altos cargos

En su reunión de noviembre de 2004, el Consejo reeliigió a Nout Wellink, Presidente del Banco de los Países Bajos, como Presidente del Consejo de Administración y Presidente del BPI por un periodo de tres años a partir del 1 de marzo de 2005, hasta el 29 de febrero de 2008. En su reunión de marzo de 2005, el Consejo reeliigió a Lars Heikensten, Gobernador del Sveriges Riksbank, como miembro del Consejo de Administración por tres años más, hasta el 31 de marzo de 2008. En esa misma reunión, Mervyn King, Gobernador del Banco de Inglaterra, volvió a designar a Lord George como miembro del Consejo de Administración por un periodo de tres años, hasta el 6 de mayo de 2008.

En cuanto a la Alta Dirección del Banco, tras la jubilación de Gunter Baer, el 1 de enero de 2005 Peter Dittus fue nombrado Secretario General del Banco y Director de Administración. El 1 de abril de 2005, Günter Pleines fue nombrado Jefe del Departamento Bancario al jubilarse Robert Sleeper. El 1 de junio de 2005, Jim Etherington fue nombrado Secretario General Adjunto. Desde mediados de junio de 2005, Louis de Montpellier ostenta el cargo de Jefe Adjunto del Departamento Bancario. Todos estos nombramientos de altos cargos tienen validez por un periodo de cinco años y pueden ser renovados.

El Consejo lamenta con profundo dolor la defunción del barón Cecil de Strycker, Gobernador Honorario del Banco Nacional de Bélgica, el 5 de septiembre de 2004 a la edad de 89 años. El barón de Strycker formó parte del Consejo en calidad de Consejero *ex officio* entre 1975 y 1982, y entre 1982 y 1989 como Consejero de pleno derecho.

Bancos centrales miembros del BPI⁵

Deutsche Bundesbank	Banco de la Reserva de la India
Agencia Monetaria de Arabia Saudita	Banco de Indonesia
Banco de Argelia	Central Bank and Financial Services Authority of Ireland
Banco Central de la República Argentina	Banco Central de Islandia
Banco de la Reserva de Australia	Banco de Israel
Banco Nacional de Austria	Banco de Italia
Banco Nacional de Bélgica	Banco de Japón
Banco Central de Bosnia y Herzegovina	Banco de Letonia
Banco Central de Brasil	Banco de Lituania
Banco Nacional de Bulgaria	Banco Nacional de la República de Macedonia
Banco de Canadá	Banco Central de Malasia
Banco Central de Chile	Banco de México
Banco de la República Popular de China	Banco Central de Noruega
Banco de Corea	Banco de la Reserva de Nueva Zelanda
Banco Nacional de Croacia	Banco de los Países Bajos
Banco Nacional de Dinamarca	Banco Nacional de Polonia
Banco Nacional de Eslovaquia	Banco de Portugal
Banco de Eslovenia	Banco de Inglaterra
Banco de España	Banco Nacional de la República Checa
Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal	Banco Nacional de Rumanía
Banco de Estonia	Banco Central de la Federación Rusa
Banco Central Europeo	Autoridad Monetaria de Singapur
Bangko Sentral ng Pilipinas	Banco de la Reserva de Sudáfrica
Banco de Finlandia	Sveriges Riksbank
Banco de Francia	Banco Nacional de Suiza
Banco de Grecia	Banco de Tailandia
Autoridad Monetaria de Hong Kong	Banco Central de la República de Turquía
Banco Nacional de Hungría	

⁵ De conformidad con el Artículo 15 de sus Estatutos, el capital del Banco se encuentra únicamente en manos de bancos centrales. La situación jurídica de la emisión yugoslava del capital del BPI está actualmente en proceso de revisión tras las reformas constitucionales de febrero de 2003 que convirtieron la República Federal de Yugoslavia en la Unión de Serbia y Montenegro, con dos bancos centrales distintos.

Estados financieros

a 31 de marzo de 2005

Los estados financieros contenidos en las páginas 222 a 250, correspondientes al ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo de 2005, fueron aprobados el 9 de mayo de 2005. Éstos se presentan en la forma aprobada por el Consejo de Administración, con arreglo al Artículo 49 de los Estatutos del Banco, y están sujetos a la aprobación de los accionistas en la Asamblea General del 27 de junio de 2005.

Nout H E M Wellink
Presidente

Malcolm D Knight
Director General

Los estados financieros, incluidas sus notas anexas, se han elaborado en lengua inglesa. En caso de duda, consúltese la versión inglesa.

Balance de situación

A 31 de marzo de 2005

<i>En millones de DEG</i>	Notas	2005	2004
Activo			
Efectivo en caja y cuentas bancarias a la vista	4	25,8	18,9
Oro y depósitos en oro	5	8.617,0	9.073,8
Letras del Tesoro	6	31.307,4	30.240,7
Títulos adquiridos con pacto de reventa	6	14.034,3	21.835,2
Depósitos a plazo y anticipos a entidades bancarias	6	80.316,5	68.162,4
Títulos del Estado y otros valores	6	39.779,6	33.483,1
Instrumentos financieros derivados	7	2.188,0	3.321,1
Cuentas pendientes de cobro	8	4.028,6	1.609,6
Terrenos, edificios y equipamiento	9	189,2	190,0
Total del activo		180.486,4	167.934,8
Pasivo			
Depósitos en divisas	10	150.618,8	133.152,5
Depósitos en oro	11	7.110,8	7.293,5
Títulos vendidos con pacto de recompra	12	1.159,4	1.225,3
Instrumentos financieros derivados	7	3.440,6	4.339,7
Cuentas pendientes de pago	13	7.752,2	12.169,4
Otros pasivos	14	151,3	144,4
Total del pasivo		170.233,1	158.324,8
Recursos propios			
Capital en acciones	15	683,9	683,9
Reservas estatutarias	16	8.743,2	8.230,8
Cuenta de pérdidas y ganancias		370,9	536,1
a deducir: Acciones propias	18	(396,2)	(852,6)
Otros recursos propios	20	851,5	1.011,8
Total recursos propios		10.253,3	9.610,0
Total de pasivo y recursos propios		180.486,4	167.934,8

Cuenta de pérdidas y ganancias

del ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo de 2005

<i>En millones de DEG</i>	Notas	2005	2004
Ingresos por intereses	22	4.058,8	3.493,9
Gastos por intereses	23	(3.384,1)	(2.681,1)
Diferencias netas de valoración	24	(183,1)	(258,7)
Ingresos netos por intereses		491,6	554,1
Ingresos netos por comisiones	25	1,3	1,4
(Pérdida)/beneficio neto por divisas	26	(34,5)	9,0
Ingresos totales de explotación		458,4	564,5
Gastos de explotación	27	(145,0)	(142,5)
Beneficio de explotación		313,4	422,0
Beneficio neto por ventas de valores de inversión	28	7,0	154,4
Beneficio neto por ventas de activos de inversión en oro	29	50,5	–
Recompra de acciones – efectos del laudo arbitral	17	–	–
Gastos por intereses		–	(32,9)
Pérdidas por conversión de divisas		–	(7,4)
Beneficio neto del ejercicio financiero		370,9	536,1

Estado de flujo de efectivo

del ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo de 2005

<i>En millones de DEG</i>	Notas	2005	2004
Flujo de efectivo por actividades de explotación			
Beneficio de explotación		313,4	422,0
Partidas distintas de flujos de caja incluidas en el beneficio de explotación			
Amortización de terrenos, edificios y equipamiento	9	15,7	16,9
Variación neta de activos y pasivos de explotación			
Depósitos en divisas		15.329,4	11.580,7
Activos bancarios en divisas		(16.371,2)	(19.669,9)
Pasivos en forma de depósitos en oro		(182,7)	1.270,9
Oro y depósitos bancarios en oro		322,6	(1.270,2)
Cuentas pendientes de cobro		1,3	19,0
Otros pasivos/cuentas pendientes de pago		17,5	(260,1)
Instrumentos financieros derivados netos		234,0	1.750,6
Flujo de efectivo neto por/(utilizado en) actividades de explotación		(320,0)	(6.140,1)
Flujo de efectivo por/(utilizado en) actividades de inversión			
Variación neta de activos de inversión en divisas	6	207,2	(1.220,6)
Títulos vendidos con pacto de recompra		(65,9)	1.152,1
Variación neta de activos de inversión en oro	5	110,7	–
Adquisición neta de terrenos, edificios y equipamiento	9	(14,9)	(10,5)
Flujo de efectivo neto por/(utilizado en) actividades de inversión		237,1	(79,0)
Flujo de efectivo por/(utilizado en) actividades financieras			
Reparto de dividendos		(104,0)	(97,1)
Emisión de acciones		–	252,3
Redistribución de acciones propias	18	536,7	–
Recompra de acciones en 2001 – pagos a antiguos accionistas		(10,6)	(348,2)
Flujo de efectivo neto por/(utilizado en) actividades financieras		422,1	(193,0)
Impacto neto de las fluctuaciones del tipo de cambio en el efectivo y efectos de caja		(10,1)	61,3
Variación neta del efectivo y efectos de caja		349,3	(6.473,4)
Aumento/(descenso) neto del efectivo y efectos de caja		339,2	(6.412,1)
Efectivo y efectos de caja, a comienzos de año	30	2.666,3	9.078,4
Efectivo y efectos de caja, a finales de año	30	3.005,5	2.666,3

Propuesta de distribución del beneficio del ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo de 2005

En millones de DEG	2005
Beneficio neto del ejercicio financiero	370,9
Transferencia al fondo de reserva legal	–
Propuesta de reparto de dividendo:	
235 DEG por acción para 470.073 acciones	(110,5)
Para 40.119 acciones propias redistribuidas (en función de la fecha valor de suscripción de la acción)	(3,9)
	(114,4)
Propuesta de transferencias a otros fondos de reserva:	
Fondo de reserva general	(25,7)
Fondo de reserva especial para dividendos	(6,0)
Fondo de reserva libre	(224,8)
Resultado después de las transferencias a reservas	–

La propuesta de distribución del beneficio se realiza conforme a lo dispuesto en el Artículo 51 de los Estatutos del Banco.

Evolución de las reservas estatutarias del Banco del ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo de 2005

En millones de DEG	Notas	2005				
		Fondo de reserva legal	Fondo de reserva general	Fondo de reserva especial para dividendos	Fondo de reserva libre	Total de reservas estatutarias
Resultado a 31 de marzo de 2004		68,3	2.648,7	109,5	5.404,3	8.230,8
Distribución del beneficio 2003/04		–	86,4	20,5	325,2	432,1
Redistribución de acciones propias	18	–	80,3	–	–	80,3
Resultado a 31 de marzo de 2005, según el Balance de situación, previo a la propuesta de distribución del beneficio		68,3	2.815,4	130,0	5.729,5	8.743,2
Propuesta de transferencias a reservas	16	–	25,7	6,0	224,8	256,5
Resultado a 31 de marzo de 2005 tras la propuesta de distribución del beneficio		68,3	2.841,1	136,0	5.954,3	8.999,7

Evolución de los recursos propios del Banco

del ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo de 2005

<i>En millones de DEG</i>	Notas	Capital en acciones	Reservas estatutarias	Pérdidas y ganancias	Acciones propias	Otros recursos propios	Total fondos propios
Recursos propios a 31 de marzo de 2003		661,4	7.522,7	575,4	(739,1)	908,8	8.929,2
Pago del dividendo 2002/03		–	–	(97,1)	–	–	(97,1)
Distribución del beneficio 2002/03		–	478,3	(478,3)	–	–	–
Emisión de nuevas acciones	15	22,5	229,8	–	–	–	252,3
Recompra de acciones – efectos del laudo arbitral	17	–	–	–	(113,5)	–	(113,5)
Diferencias netas de valoración de los activos de inversión en oro	20	–	–	–	–	261,7	261,7
Diferencias netas de valoración de títulos de inversión	20	–	–	–	–	(158,7)	(158,7)
Beneficio neto de 2003/04		–	–	536,1	–	–	536,1
Recursos propios a 31 de marzo de 2004		683,9	8.230,8	536,1	(852,6)	1.011,8	9.610,0
Pago del dividendo 2003/04		–	–	(104,0)	–	–	(104,0)
Distribución del beneficio 2003/04		–	432,1	(432,1)	–	–	–
Redistribución de acciones propias	18	–	80,3	–	456,4	–	536,7
Diferencias netas de valoración de los activos de inversión en oro	20	–	–	–	–	(74,0)	(74,0)
Diferencias netas de valoración de títulos de inversión	20	–	–	–	–	(86,3)	(86,3)
Beneficio neto de 2004/05		–	–	370,9	–	–	370,9
Recursos propios a 31 de marzo de 2005, según el Balance de situación, previo a la propuesta de distribución del beneficio		683,9	8.743,2	370,9	(396,2)	851,5	10.253,3
Propuesta de reparto de dividendo		–	–	(114,4)	–	–	(114,4)
Propuesta de transferencias a reservas		–	256,5	(256,5)	–	–	–
Recursos propios a 31 de marzo de 2005 tras la propuesta de distribución del beneficio		683,9	8.999,7	–	(396,2)	851,5	10.138,9

Las reservas estatutarias incluyen primas de emisión por valor de 811,7 millones de DEG (31 de marzo de 2004: 811,7 millones de DEG).

Notas a los Estados Financieros

1. Introducción

El Banco de Pagos Internacionales (BPI, en lo sucesivo “el Banco”) es una institución financiera internacional, creada en virtud de los Acuerdos de La Haya de 20 de enero de 1930, de la Carta Constituyente del Banco y de sus Estatutos. La sede central del Banco está ubicada en Centralbahnplatz 2, 4002 Basilea (Suiza). El Banco cuenta con oficinas de representación en Hong Kong, Región Administrativa Especial de la República Popular China (para Asia y el Pacífico) y en Ciudad de México, México (para el continente americano).

Tal y como se establece en el Artículo 3 de sus Estatutos, su objetivo consiste en fomentar la cooperación entre bancos centrales, prestar sus servicios en operaciones financieras internacionales y actuar como fideicomisario o mandatario para pagos financieros internacionales. En la actualidad, el Banco cuenta entre sus miembros con cincuenta y seis bancos centrales, los cuales ejercen sus derechos de representación y voto en la Asamblea General en proporción al número de acciones del BPI emitidas en sus respectivos países. El Consejo de Administración del Banco está formado por los Gobernadores de los bancos centrales fundadores del BPI (Alemania, Bélgica, Estados Unidos de América, Francia, Italia y el Reino Unido) y por seis Consejeros nombrados por ellos. A ellos se unen los Gobernadores de los bancos centrales del Canadá, Japón, los Países Bajos, Suecia y Suiza.

El Consejo de Administración del Banco está integrado por los Gobernadores de los bancos centrales de Alemania, Bélgica, Canadá, Estados Unidos de América, Francia, Italia, Japón, Países Bajos, Reino Unido, Suecia y Suiza, así como por consejeros nombrados por seis de estos países.

Los presentes estados financieros contienen el Balance de situación y la Cuenta de pérdidas y ganancias del Banco, conforme exige el Artículo 49 de sus Estatutos.

2. Criterios contables adoptados

A. Moneda de los estados financieros

La moneda de cuenta del Banco a efectos de sus Estados Financieros es el Derecho Especial de Giro (DEG), con arreglo a la definición del Fondo Monetario Internacional (FMI).

El DEG se calcula como una cesta de las principales monedas utilizadas en el comercio internacional, en virtud de la Regla O-1 adoptada el 29 de diciembre de 2000 por el Directorio Ejecutivo del Fondo Monetario Internacional y en vigor desde el 1 de enero de 2001. Conforme al actual método de cálculo, un DEG equivale a la suma de 0,577 dólares de Estados Unidos, 0,426 euros, 21 yenes japoneses y 0,0984 libras esterlinas. La composición de la

cesta de monedas está sujeta a la revisión del FMI cada cinco años. La próxima revisión está prevista para diciembre de 2005.

Todas las cifras recogidas en los presentes estados financieros aparecen en millones de DEG a menos que se indique lo contrario.

B. Conversión de divisas

Los instrumentos financieros se convierten a DEG a los tipos de cambio vigentes en la fecha de cierre del Balance de situación. Otros activos y pasivos se contabilizan en DEG a los tipos de cambio vigentes en la fecha de la operación. Los beneficios y las pérdidas se convierten a DEG a un tipo de cambio medio. Las diferencias cambiarias originadas en la conversión a DEG de los instrumentos financieros y de la liquidación de operaciones se contabilizan en la Cuenta de pérdidas y ganancias.

C. Metodología de valoración

En general, el Banco contabiliza todos sus activos, pasivos y derivados a su valor de mercado. Para obtener este valor de mercado, el Banco utiliza cotizaciones de mercados activos. Cuando no se dispone de estas cotizaciones (en el caso de instrumentos como préstamos, depósitos y derivados extrabursátiles), el Banco determina los valores de mercado sobre la base de modelos financieros que utilizan el análisis de los flujos de efectivo descontados. Este análisis depende de las estimaciones de los flujos de efectivo, tipos de interés y tipos de cambio futuros y de los ritmos de amortización anticipada, así como de factores crediticios, de liquidez y de volatilidad.

D. Instrumentos financieros (distintos de oro y depósitos en oro)

Estos instrumentos financieros constituyen el grueso del Balance de situación del Banco e incluyen efectivo en caja y cuentas bancarias a la vista, Letras del Tesoro, títulos adquiridos con pacto de reventa, depósitos a plazo y anticipos a entidades bancarias, títulos del Estado y otros valores, instrumentos financieros derivados, depósitos en divisas y títulos vendidos con pacto de recompra.

En el caso de todos estos instrumentos financieros, los beneficios, calculados sobre la base de su contabilización a coste histórico, procedentes del devengo de intereses y de la amortización de las primas desembolsadas y de los descuentos obtenidos, se incluyen en los “ingresos por intereses” (cuando se trate de activos y derivados) o en los “gastos por intereses” (en el caso de pasivos). Los beneficios realizados por su enajenación, recompra o amortización anticipada se incluyen en las “diferencias netas de valoración”.

El Banco contabiliza la mayoría de los instrumentos financieros de su Balance de situación en función de su fecha de transacción y a su valor de mercado. Los derivados se contabilizan como activos o pasivos con arreglo al valor de mercado —positivo o negativo— que tenga el contrato para el Banco. Los instrumentos financieros a muy corto plazo (tanto activos como pasivos) constituyen una excepción a este criterio contable general basado en la utilización de valores de mercado. Dichos instrumentos financieros disponen habitualmente de períodos de preaviso de tres días o menos y se contabilizan en el Balance de situación por el valor de su principal más los intereses devengados y sobre la base de la fecha de liquidación. Estos instrumentos se asientan en el Balance de situación bajo las rúbricas “Efectivo en caja y cuentas bancarias a la vista” y “Depósitos en divisas”.

El tratamiento de las plusvalías o minusvalías no realizadas derivadas de nuevas valoraciones depende de la clasificación del instrumento financiero en cuestión, según se describe a continuación:

1. Pasivos por depósitos en divisas, y sus correspondientes activos de la cartera bancaria y derivados

El Banco actúa como creador de mercado en algunos de sus instrumentos basados en depósitos en divisas. El riesgo de mercado inherente a esta actividad se gestiona en términos globales, de modo que el Banco contabiliza todos estos instrumentos financieros a su valor de mercado, reflejándose todas las diferencias de valoración en la Cuenta de pérdidas y ganancias, a través de su contabilización en las “diferencias netas de valoración”.

2. Activos, pasivos y derivados relacionados principalmente con la inversión de los recursos propios del Banco

Estos activos se mantienen con fines de inversión a largo plazo, pero no necesariamente hasta su vencimiento. Se contabilizan como activos de inversión e inicialmente se reflejan en el Balance de situación a su coste de adquisición. Con posterioridad, se vuelven a valorar a precios de mercado, reflejándose las plusvalías o minusvalías no realizadas en la cuenta de nueva valoración de títulos, incluida en la rúbrica “Otros recursos propios” del Balance de situación.

Los pasivos procedentes de dicha inversión consisten básicamente en operaciones con pacto de recompra a corto plazo. Se contabilizan en el Balance de situación a precios de mercado, reflejándose todas las diferencias de valoración en la Cuenta de pérdidas y ganancias, a través de su contabilización en la cuenta de “diferencias netas de valoración”.

Los derivados procedentes del citado tipo de inversión se utilizan en la gestión del riesgo de mercado del Banco o bien con fines de negociación. Se contabilizan en el Balance de situación a precios de mercado, reflejándose todas las diferencias de valoración en la Cuenta de pérdidas y ganancias, a través de su contabilización en la cuenta de “diferencias netas de valoración”.

E. Oro y depósitos en oro

Los activos y pasivos en oro se contabilizan en el Balance de situación por su peso fino (convertido a DEG mediante la utilización del precio de mercado del oro y del tipo de cambio con el dólar de Estados Unidos) más los intereses devengados. Los intereses sobre depósitos en oro se incluyen en los ingresos por intereses (en el caso de activos) o en los gastos por intereses (en el caso de pasivos) conforme al criterio de devengo.

Las tenencias de oro propias del Banco se clasifican como activos de inversión. El exceso de valor de los activos de inversión en oro del Banco por encima de su coste se contabiliza en la cuenta de nueva valoración del oro, incluida en la rúbrica “Otros recursos propios” del Balance de situación. En el caso de los activos de inversión en oro mantenidos por el Banco a 31 de marzo de 2003 (fecha en la que el Banco introdujo el DEG como moneda de sus estados financieros en sustitución del franco oro), su coste estimado es de aproximadamente 151 DEG por onza, que se ha calculado a partir de su valor de 208 USD vigente entre 1979 y 2003 (en virtud de una decisión tomada por el Consejo de Administración del Banco), convertido al tipo de cambio vigente el 31 de marzo de 2003.

Las plusvalías o minusvalías derivadas de la nueva valoración de los pasivos en forma de oro depositado por terceros y de los correspondientes activos en forma de depósitos en oro se incluyen en “Diferencias netas de valoración” dentro de la Cuenta de pérdidas y ganancias.

F. Cuentas pendientes de cobro y de pago

Las cuentas pendientes de cobro y de pago consisten principalmente en importes a muy corto plazo correspondientes a la liquidación de operaciones financieras. Se contabilizan en el Balance de situación a su coste de adquisición.

G. Terrenos, edificios y equipamiento

El Banco capitaliza el coste de sus terrenos, edificios y equipamiento. Este coste se amortiza linealmente durante la vida útil estimada de los activos correspondientes, del siguiente modo:

Edificios: 50 años

Instalaciones y maquinaria: 15 años

Equipamiento informático: hasta 4 años

Otro equipamiento: entre 4 y 10 años

Los terrenos del Banco no se amortizan. El Banco lleva a cabo exámenes anuales del deterioro del valor de los terrenos, los edificios y el equipamiento. En caso de que el valor contable neto de un activo sea mayor que su importe recuperable estimado, se realiza un ajuste contable parcial del activo hasta dicho importe. La inversión de capital y las enajenaciones se transfieren al tipo de cambio vigente en la fecha de la transacción.

H. Provisiones

Las provisiones se reconocen cuando el Banco deba hacer frente a una obligación legal en el presente o a una obligación implícita como consecuencia de eventos acaecidos antes de la fecha de cierre del Balance de situación y sea probable que se requieran recursos económicos para liquidar dicha obligación, siempre que la cuantía de ésta pueda estimarse de forma razonable.

I. Compromisos por prestaciones de jubilación

El Banco cuenta con un fondo de jubilación de prestaciones definidas para su personal. Asimismo, dispone de sistemas (sin fondo propio) de prestaciones por jubilación para sus directivos, y de asistencia sanitaria y seguro de accidentes para el personal actual y anterior.

Fondo de pensiones

Los pasivos derivados del fondo de pensiones del personal se calculan como el valor actual de los compromisos adquiridos por prestaciones definidas a la fecha de cierre del Balance de situación, menos el valor de mercado de los activos del fondo a esa misma fecha, a lo que se unen los ajustes por pérdidas y ganancias actuariales no reconocidas y los costes por servicios prestados. Actuarios independientes calculan anualmente los compromisos por prestaciones definidas utilizando el método de las unidades de crédito proyectadas. El valor actual de los compromisos por prestaciones definidas se determina mediante el descuento de las futuras salidas de caja estimadas, utilizando como tasas de descuento los tipos de interés de bonos denominados en francos suizos emitidos por empresas de elevada calificación y que cuentan con plazos de vencimiento similares a los de los compromisos subyacentes.

La cantidad asentada en la Cuenta de pérdidas y ganancias representa la suma del coste corriente del servicio de las prestaciones devengadas con arreglo al sistema durante el ejercicio y de los intereses, calculados a la tasa de descuento, sobre los compromisos por prestaciones definidas. Además, las pérdidas y ganancias actuariales debidas a los ajustes que exige el paso del tiempo (cuando el resultado real sea distinto de los supuestos actuariales previos), a modificaciones de los supuestos actuariales y a cambios introducidos en el sistema de pensiones se contabilizan en la Cuenta de pérdidas y ganancias durante el tiempo que está activo el personal al que incumbe, de conformidad con el método contable de "banda de fluctuación" descrito más adelante. Los activos o pasivos resultantes se incluyen en las rúbricas "Cuentas pendientes de cobro" u "Otros pasivos" del Balance de situación.

Sistemas sin fondo propio

Los pasivos derivados de los sistemas (sin fondo propio) de prestaciones de jubilación para directivos y de asistencia sanitaria y seguro de accidentes se basan en el valor actual de los compromisos adquiridos por prestaciones definidas, calculado del mismo modo que en el fondo de pensiones para el personal. En el caso del sistema de prestaciones de asistencia sanitaria y seguro de accidentes (donde, en principio, la condición de beneficiario se deriva de la permanencia del empleado en el Banco hasta los 50 años de edad y de un periodo mínimo de servicio de 10 años), los costes esperados de estas prestaciones se devengan durante el periodo de empleo activo, mediante la utilización del método de las unidades de crédito proyectadas. Actuarios independientes calculan anualmente estos compromisos.

Banda de fluctuación

Cuando el valor de los compromisos por prestaciones definidas supere en más de un 10% el valor más alto entre el pasivo y cualquier activo utilizado para financiar la obligación en los estados financieros, dicho exceso por encima de esta banda de fluctuación se amortiza a lo largo de los años de servicio restantes que se esperan para el empleado en cuestión.

J. Efectivo y efectos de caja

El efectivo y los efectos de caja se componen de efectivo en caja y cuentas bancarias a la vista, así como cuentas a la vista y con preaviso, que son activos financieros de muy corto vencimiento que suelen tener un plazo de preaviso no superior a tres días.

3. Utilización de estimaciones

Durante la elaboración de los estados financieros, la Alta Dirección del Banco debe realizar diversas estimaciones a fin de obtener el importe del activo y del pasivo y el de los activos y pasivos contingentes a la fecha de cierre de los estados financieros, además de las cifras correspondientes a ingresos y gastos del ejercicio. Para realizar dichas estimaciones, la Alta Dirección utiliza toda la información de la que dispone, introduce supuestos y se sirve de su propio criterio. Los resultados efectivos pueden experimentar sensibles desviaciones con respecto a tales estimaciones.

4. Efectivo en caja y cuentas bancarias a la vista

El efectivo en caja y las cuentas bancarias a la vista se componen de saldos líquidos en bancos centrales y comerciales de disposición inmediata por parte del Banco.

En la Nota 20 se analiza en mayor profundidad la cuenta de nueva valoración del oro. La Nota 29 explica en qué consiste el beneficio neto por ventas de activos de inversión en oro.

En el cuadro inferior se desglosa la evolución de los activos de inversión en oro del Banco.

5. Oro y depósitos en oro

A. Tenencias totales de oro

La composición de las tenencias totales de oro del Banco fue la siguiente:

<i>En millones de DEG</i>	2005	2004
Oro en lingotes en los bancos centrales	5.170,2	5.463,9
Total de depósitos a plazo en oro	3.446,8	3.609,9
Total de oro y depósitos en oro	8.617,0	9.073,8
Compuesto por:		
Activos de inversión en oro	1.646,5	1.780,7
Oro y depósitos bancarios en oro	6.970,5	7.293,1

<i>En millones de DEG</i>	2005	2004
Resultado a 1 de abril	1.780,7	1.519,0
Variación neta de activos de inversión en oro		
Depósitos realizados	400,5	391,9
Enajenación de oro	(108,6)	–
Vencimientos y otras variaciones netas	(402,6)	(391,9)
	(110,7)	–
Oscilación del precio del oro	(23,5)	261,7
Resultado a 31 de marzo	1.646,5	1.780,7

A 1 de abril de 2004, los activos de inversión en oro del Banco ascendían a 192 toneladas de oro fino. A lo largo del ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo de 2005, se enajenaron 12 toneladas de oro, cuyo detalle se recoge en la Nota 29. A 31 de marzo de 2005, el total de oro fino ascendía a 180 toneladas.

B. Activos de inversión en oro

Los activos de inversión en oro del Banco se contabilizan en el Balance de situación por su peso en oro (convertido a DEG mediante la utilización del precio de mercado del oro y del tipo de cambio con el dólar de Estados Unidos) más los intereses devengados. El exceso de este valor por encima de su coste estimado se contabiliza en la cuenta de nueva valoración del oro (incluida en la rúbrica "Otros fondos propios" del Balance de situación), y las ganancias o pérdidas realizadas por la enajenación de activos de inversión en oro se han reconocido en la Cuenta de pérdidas y ganancias.

6. Activos de la cartera bancaria y de inversión en divisas

A. Tenencias totales

Los activos en divisas de la cartera bancaria y de inversión se componen de Letras del Tesoro, títulos adquiridos con pacto de reventa, depósitos a plazo y anticipos a entidades bancarias, así como títulos del Estado y otros valores. La cartera bancaria comprende los activos correspondientes a la reinversión de los depósitos de clientes. Los activos de inversión son inversiones financiadas mediante los recursos propios del Banco.

Los títulos adquiridos con pacto de reventa ("operaciones con pacto de recompra inversa") son operaciones en las que el Banco realiza un depósito a plazo fijo en una contraparte, la cual proporciona colateral en forma de títulos. El tipo de interés del depósito se fija al comienzo de la operación y existe un compromiso irrevocable de devolución del colateral, sujeto al reembolso del depósito. Durante el periodo de vida de la operación, se supervisa

el precio de mercado de la garantía y, si se estima oportuno, se reciben garantías adicionales a fin de crear una protección frente al riesgo de crédito.

Los depósitos a plazo y anticipos a entidades bancarias son inversiones realizadas con bancos centrales, instituciones internacionales y bancos comerciales e incluyen préstamos a plazo fijo, depósitos con preaviso y anticipos a bancos centrales e instituciones internacionales en concepto de facilidades permanentes comprometidas y no comprometidas. Las cuentas a la vista y con preaviso son activos financieros a muy corto plazo, que suelen tener un plazo de preaviso no superior a tres días, y que se incluyen, junto a los "efectos de caja", en el flujo de efectivo del Banco.

Los títulos del Estado y otros valores son inversiones realizadas en bancos centrales, instituciones internacionales y bancos comerciales e incluyen bonos a tipos de interés fijo y variable y bonos de titulización de activos.

En el cuadro inferior se desglosan los activos en divisas de la cartera bancaria y de inversión del Banco.

En millones de DEG	2005			2004		
	Activos de la cartera bancaria	Activos de inversión	Total	Activos de la cartera bancaria	Activos de inversión	Total
Letras del Tesoro	31.307,4	–	31.307,4	30.240,7	–	30.240,7
Títulos adquiridos con pacto de reventa	13.071,5	962,8	14.034,3	20.609,7	1.225,5	21.835,2
Depósitos a plazo y anticipos a entidades bancarias						
Plazo fijo	77.336,8	–	77.336,8	65.515,0	–	65.515,0
Cuentas a la vista y con preaviso	2.979,7	–	2.979,7	2.640,6	6,8	2.647,4
	80.316,5	–	80.316,5	68.155,6	6,8	68.162,4
Títulos del Estado y otros valores						
Estado	7.766,3	5.569,7	13.336,0	3.853,5	4.978,4	8.831,9
Instituciones financieras	16.629,7	876,4	17.506,1	15.508,2	1.221,8	16.730,0
Otros (incluidos valores emitidos por el sector público)	7.934,2	1.003,3	8.937,5	6.584,3	1.336,9	7.921,2
	32.330,2	7.449,4	39.779,6	25.946,0	7.537,1	33.483,1
Total de activos de la cartera bancaria y de inversión en divisas	157.025,6	8.412,2	165.437,8	144.952,0	8.769,4	153.721,4
Comuesto por:						
Efectos de caja	2.979,7	–	2.979,7	2.640,6	6,8	2.647,4
Otros activos de la cartera bancaria y de inversión en divisas	154.045,9	8.412,2	162.458,1	142.311,4	8.762,6	151.074,0

B. Activos de inversión en divisas

Los activos de inversión del Banco se contabilizan en el Balance de situación a precios de mercado. El exceso de este valor por encima de su coste histórico se contabiliza en la cuenta de nueva valoración de títulos (incluida en la rúbrica "Otros recursos propios" del Balance de situación), y las ganancias o pérdidas realizadas por la enajenación de activos de inversión se han reconocido en la Cuenta de pérdidas y ganancias.

En la Nota 20 se analiza en mayor profundidad la cuenta de nueva valoración de valores. La Nota 28 explica en qué consiste el beneficio neto por ventas de los valores de inversión.

En el cuadro inferior se desglosa la evolución de los activos de inversión en divisas del Banco.

<i>En millones de DEG</i>	2005	2004
Resultado a 1 de abril	8.769,4	7.494,8
Variación de efectos de caja	(6,8)	(3,7)
Variación neta de activos de inversión en divisas		
Añadidos	14.133,8	16.725,0
Enajenaciones	(3.384,2)	(5.263,7)
Vencimientos y otras variaciones netas	(10.956,8)	(10.240,7)
	<u>(207,2)</u>	<u>1.220,6</u>
Variación neta en operaciones a la espera de liquidación	(63,9)	62,0
Valor de mercado y otras variaciones	(79,3)	(4,3)
Resultado a 31 de marzo	8.412,2	8.769,4

7. Instrumentos financieros derivados

El Banco utiliza los siguientes tipos de instrumentos derivados con fines de cobertura y negociación:

Los *futuros sobre tipos de interés y sobre bonos* representan obligaciones contractuales de percibir o desembolsar una cantidad neta, en función de las variaciones de los tipos de interés o de los precios de los bonos, en una fecha futura y a un precio dado que se determina en un mercado organizado. En los contratos de futuros se utilizan como garantía efectivo o valores susceptibles de venta en el mercado. Las diferencias que se produzcan en el valor del contrato de futuros se liquidan diariamente con el mercado organizado.

Las *opciones sobre divisas y sobre bonos* son acuerdos contractuales en los que el vendedor concede al comprador el derecho, pero no la obligación, de comprar (*call*) o vender (*put*), hasta una fecha predeterminada, una cantidad concreta de una moneda extranjera, de un bono o de oro, a un precio pactado de antemano. En contrapartida, el vendedor recibe una prima que le paga el comprador.

Los *swaps de divisas y de oro, de tipos de interés entre divisas y de tipos de interés* son compromisos de intercambio de un conjunto de flujos de efectivo por otro conjunto de pagos. Los *swaps* dan lugar a una permuta económica de divisas, de oro o de tipos de interés (por ejemplo, un tipo fijo por uno variable) o de una combinación de tipos de interés y divisas (*swaps* de tipos de interés entre divisas). Excepto en el caso de ciertos *swaps* de divisas y de oro, así como de tipos de interés entre divisas, en estas operaciones no se permuta el principal.

Los *contratos a plazo (forwards) de divisas y de oro* representan compromisos de compra de oro o moneda extranjera en una fecha futura. Aquí se incluyen las operaciones al contado cuya entrega aún no ha sido efectuada.

Los "*forward rate agreements*" (*FRA*) son contratos a plazo sobre tipos de interés negociados de forma individual, cuyo resultado es una liquidación mediante la entrega de efectivo en una fecha futura, por valor de la diferencia entre el tipo de interés estipulado en el contrato y el tipo vigente en el mercado.

Las *opciones sobre swaps ("swaptions")* son operaciones en las que el vendedor concede al comprador el derecho, pero no la obligación, de realizar una operación *swap* de divisas o de tipos de interés a un precio pactado de antemano hasta una fecha predeterminada.

En el cuadro que aparece en la página siguiente se recoge el valor de mercado de los instrumentos financieros derivados.

En millones de DEG	2005			2004		
	Importe nocional	Valor de mercado		Importe nocional	Valor de mercado	
		Activo	Pasivo		Activo	Pasivo
Futuros sobre bonos	721,1	1,0	(1,2)	212,7	–	–
Opciones sobre bonos	82,7	0,7	–	388,4	0,1	–
<i>Swaps</i> de tipos de interés entre divisas	10.619,0	246,7	(2.221,7)	11.388,0	241,4	(2.454,5)
Contratos a plazo sobre divisas y oro	1.297,6	16,0	(9,0)	2.209,5	17,7	(5,6)
Opciones sobre divisas	2.276,2	0,7	(4,4)	16,6	–	–
<i>Swaps</i> de divisas y de oro	31.993,1	480,6	(145,3)	37.990,0	53,7	(750,1)
FRA (contratos a plazo sobre tipos de interés)	45.074,2	5,3	(3,2)	17.623,0	4,7	(5,0)
Futuros sobre tipos de interés	19.195,0	1,4	(0,2)	42.143,9	0,4	(0,4)
<i>Swaps</i> de tipos de interés	202.919,6	1.433,8	(1.038,5)	85.894,0	3.003,1	(1.099,1)
Opciones sobre futuros	3.306,0	0,9	(0,5)	–	–	–
<i>Swaptions</i>	2.818,0	0,9	(16,6)	1.589,4	–	(25,0)
Total de instrumentos financieros derivados a 31 de marzo	320.302,5	2.188,0	(3.440,6)	199.455,5	3.321,1	(4.339,7)
Instrumentos financieros derivados netos a 31 de marzo			(1.252,6)			(1.018,6)

8. Cuentas pendientes de cobro

En millones de DEG	2005	2004
Operaciones financieras pendientes de liquidación	4.018,1	1.598,0
Otros activos	10,5	11,6
Total de cuentas pendientes de cobro	4.028,6	1.609,6

Las "operaciones financieras pendientes de liquidación" son cuentas a cobrar a corto plazo (habitualmente a tres días o menos) procedentes de operaciones ya realizadas pero en las que aún no se ha efectuado la transferencia de efectivo. Se incluyen tanto activos vendidos como pasivos asumidos.

9. Terrenos, edificios y equipamiento

	Terrenos	Edificios	Equipos informáticos y otros	2005 Total	2004 Total
<i>En millones de DEG</i>					
Coste histórico de adquisición					
Resultado a 1 de abril	41,2	185,1	88,1	314,4	305,7
Gasto de capital	–	–	14,9	14,9	10,5
Enajenaciones y retiradas de uso	–	–	(16,8)	(16,8)	(1,8)
Resultado a 31 de marzo	41,2	185,1	86,2	312,5	314,4
Amortización					
Amortización acumulada a 1 de abril	–	68,3	56,1	124,4	109,3
Amortización	–	4,2	11,5	15,7	16,9
Enajenaciones y retiradas de uso	–	–	(16,8)	(16,8)	(1,8)
Resultado a 31 de marzo	–	72,5	50,8	123,3	124,4
Valor contable neto a 31 de marzo	41,2	112,6	35,4	189,2	190,0

La cifra de amortización del ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo de 2005 incluye una partida adicional por importe de 2,4 millones de DEG como resultado de un estudio del deterioro (2004: 3,3 millones de DEG).

Tras un análisis de costes capitalizados realizado durante el ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo de 2005, se dieron de baja 16,8 millones de DEG del coste capitalizado (pero completamente amortizado) de los equipos informáticos y otros.

El Banco mantiene el compromiso de reembolsar a su valor de mercado ciertos instrumentos de depósito, en su totalidad o parcialmente, si la solicitud se realiza con preaviso de uno a dos días hábiles. El beneficio o pérdida resultante se asienta en la rúbrica "Diferencias netas de valoración" de la Cuenta de pérdidas y ganancias.

Los depósitos en divisas (distintos de depósitos a la vista y con preaviso) se contabilizan en el Balance de situación a su valor de mercado. Este valor difiere del importe que el Banco está obligado contractualmente a pagar al tenedor del depósito al vencimiento, que a 31 de marzo de 2005 ascendía, para el total de depósitos en divisas, a 151.115,9 millones de DEG, incluyendo intereses devengados (2004: 131.482,6 millones de DEG).

Para calcular el valor de mercado de sus depósitos en divisas, el banco utiliza modelos financieros que estiman el flujo de efectivo esperado para los instrumentos financieros con la ayuda de factores de descuento, que se derivan en parte de los tipos de interés anunciados (ej. Libor y tipos de interés para swaps) y en parte mediante supuestos de diferenciales, determinados a partir de operaciones de mercado recientes. En el ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo de 2005, los cambios en los supuestos sobre diferenciales utilizados para valorar sus depósitos en divisas supusieron una rebaja del beneficio del Banco por valor de 7,9 millones de DEG.

10. Depósitos en divisas

Los depósitos en divisas, que representan derechos contables sobre el Banco, se analizan en el cuadro inferior.

<i>En millones de DEG</i>	2005	2004
Instrumentos de depósito reembolsables con preaviso de uno a dos días		
Instrumentos a Medio Plazo (MTI)	42.694,7	41.198,8
FIXBIS	53.712,0	35.212,5
96.406,7	76.411,3	
Otros depósitos en divisas		
Otros instrumentos de depósito (FRIBIS)	3.192,4	6.200,2
Depósitos a la vista y con preaviso y depósitos a plazo fijo	51.019,7	50.541,0
54.212,1	56.741,2	
Total de depósitos en divisas	150.618,8	133.152,5

11. Pasivos en forma de depósitos en oro

Los depósitos en oro colocados en el Banco proceden en su totalidad de bancos centrales.

12. Títulos vendidos con pacto de recompra

Los títulos vendidos con pacto de recompra ("operaciones con pacto de recompra") son operaciones en las que el Banco recibe un depósito a plazo fijo de una contraparte, a la que entrega garantías en forma de títulos. El tipo de interés del depósito se fija al comienzo de la operación y existe un compromiso irrevocable de reembolso del depósito, sujeto a la devolución de los títulos. Estas operaciones se realizan en su totalidad con bancos comerciales.

El número de acciones con derecho a dividendo es el siguiente:

	2005	2004
Acciones emitidas	547.125	547.125
a deducir: Acciones propias	(36.933)	(77.052)
Acciones con derecho a dividendo	510.192	470.073
de las cuales:		
Con derecho a dividendo completo	470.073	452.073
Con derecho a dividendo parcial en función de la fecha de suscripción	40.119	18.000
Dividendo por acción (en DEG)	235	225

13. Cuentas pendientes de pago

Las cuentas pendientes de pago consisten en operaciones financieras en espera de liquidación, con relación a cobros pendientes a corto plazo (normalmente a tres días o menos) correspondientes a operaciones ya realizadas pero en las que aún no se ha efectuado la transferencia de efectivo. Se incluyen tanto activos adquiridos como pasivos recomprados.

Las acciones con derecho a dividendo parcial en función de la fecha de suscripción reflejan, respectivamente la redistribución de acciones propias durante el ejercicio financiero cerrado el 31 de marzo de 2005 (véase la Nota 18) y la emisión de acciones para seis nuevos bancos centrales durante el ejercicio financiero cerrado el 31 de marzo de 2004.

14. Otros pasivos

En millones de DEG	2005	2004
Compromisos por prestaciones de jubilación – véase Nota 21		
Pensiones de directivos	4,2	4,0
Prestaciones de asistencia sanitaria y seguro de accidentes	127,3	111,2
Deudas frente a antiguos accionistas	3,9	14,5
Otros	15,9	14,7
Total de otros pasivos	151,3	144,4

15. Capital en acciones

El capital en acciones del Banco está integrado por:

En millones de DEG	2005	2004
Capital autorizado: 600.000 acciones, de 5.000 DEG de valor nominal cada una	3.000,0	3.000,0
Capital emitido: 547.125 acciones	2.735,6	2.735,6
Capital desembolsado (25 %)	683,9	683,9

16. Reservas estatutarias

Los Estatutos del Banco disponen que la Asamblea General Anual asigne, a propuesta del Consejo de Administración, el beneficio neto anual a tres fondos de reserva: el fondo de reserva legal, el fondo de reserva general y el fondo de reserva especial para dividendos. La cantidad restante tras el pago del dividendo acordado, se suele destinar al fondo de reserva libre.

Fondo de reserva legal. En la actualidad, este fondo está completamente cubierto con el 10% del capital desembolsado del Banco.

Fondo de reserva general. Tras el pago del dividendo acordado, el 10% del beneficio neto anual restante deberá destinarse al fondo de reserva general. Cuando el saldo de este fondo alcance el quíntuplo del capital desembolsado del Banco, la contribución anual al mismo se reducirá hasta un 5% del remanente de dicho beneficio neto anual.

Fondo de reserva especial para dividendos. Parte del resto del beneficio neto anual podrá destinarse al fondo de reserva especial para dividendos, que podrá utilizarse siempre que sea necesario para distribuir todo o parte del dividendo declarado. El dividendo suele abonarse con el beneficio neto del Banco.

Fondo de reserva libre. Una vez realizadas las asignaciones antes descritas, el resto del beneficio neto que no haya sido atribuido a otros fines suele transferirse al fondo de reserva libre.

Los ingresos procedentes de la suscripción de acciones del BPI se transfieren al fondo de reserva legal en la medida en que sea necesario para mantenerlo cubierto, y el resto se destina al fondo de reserva general.

En caso de que el Banco incurra en pérdidas, podrá recurrirse, por este orden, al fondo de reserva libre, al fondo

de reserva general y al fondo de reserva legal. En caso de producirse la liquidación del Banco, el saldo de los fondos de reserva (una vez saldadas las obligaciones del Banco y cubiertos los costes de liquidación) se repartirá entre sus accionistas.

17. Recompra de acciones

La Asamblea General Extraordinaria celebrada el 8 de enero de 2001 modificó los Estatutos del Banco a fin de limitar el derecho de tenencia de acciones del BPI exclusivamente a los bancos centrales, efectuando así una recompra obligatoria de 72.648 acciones en manos de accionistas privados (es decir, tenedores distintos de bancos centrales), cuyos derechos de voto corresponden a los bancos centrales de Bélgica, Estados Unidos y Francia. A cambio, se abonó una indemnización de 16.000 CHF por acción. Al mismo tiempo, el Banco recompró 2.304 acciones de estas tres emisiones que se encontraban en manos de otros bancos centrales y las mantuvo como acciones propias, redistribuyendo 40.119 de ellas, correspondientes a las emisiones de Bélgica y Francia, entre los bancos centrales de estos países en el ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo de 2005 (véase la Nota 18).

Tres antiguos accionistas privados expresaron su disconformidad con la cantidad compensatoria que el Banco les abonó en concepto de la recompra obligatoria de las acciones e interpusieron una demanda ante el Tribunal Arbitral de La Haya, que quedó resuelta mediante un laudo firme con fecha 19 de septiembre de 2003 en el que se ordenaba una indemnización adicional de 7.977,56 CHF por acción. El Banco hizo extensivo el laudo arbitral a todos los antiguos accionistas privados en concepto de liquidación definitiva de cualquier reclamación relativa a la recompra de acciones. El coste de recompra del total de las 74.952 acciones antes citadas aumentó en 153,8 millones de DEG, según se indica a continuación.

<i>En millones de DEG</i>	2004
Cargo a acciones propias:	
Indemnización adicional por encima de la provisión	113,5
Cargo a la Cuenta de pérdidas y ganancias:	
Interés adicional de la indemnización por encima de la provisión	32,9
Pérdidas por conversión de divisas	7,4
Total	153,8

Los antiguos accionistas han devuelto la documentación requerida y han solicitado el pago de sus derechos por valor del 99% de las acciones recompradas. Las compensaciones pendientes, que se han incluido en la rúbrica de otros pasivos (véase la Nota 14), ascienden a 3,9 millones de DEG (2004: 14,5 millones).

18. Acciones propias

	2005	2004
Resultado a 1 de abril		
Recompra de acciones en el ejercicio cerrado a 31 de marzo de 2001	74.952	74.952
Otros	2.100	2.100
Total a 1 de abril	77.052	77.052
Redistribución a bancos centrales accionistas	(40.119)	-
Resultado a 31 de marzo	36.933	77.052

En virtud de los Estatutos del Banco, las acciones recompradas por el BPI a comienzos de 2001 y mantenidas a continuación como acciones propias (véase la Nota 17) pueden ser redistribuidas por el Consejo de Administración mediante su venta a bancos centrales accionistas a cambio de un pago equivalente a la compensación abonada a los antiguos accionistas (es decir, 23.977,56 CHF por acción). De conformidad con lo anterior, el Banco distribuyó en el ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo de 2005 el total de acciones propias correspondientes a las emisiones de Bélgica y Francia entre los bancos centrales de dichos países. Los ingresos correspondientes a la redistribución de las 40.119 acciones ascendieron a 962,0 millones de CHF, lo que equivale a 536,7 millones de DEG en la fecha de las operaciones. Este importe se llevó a la cuenta de recursos propios del Banco del siguiente modo:

<i>En millones de DEG</i>	2005
Acciones propias	456,4
Fondo de reserva general (ajuste cambiario)	80,3
Total	536,7

Los 456,4 millones de DEG representan el coste de la compensación abonada en francos suizos a los antiguos accionistas privados de las emisiones de Bélgica y Francia en el momento de la recompra de acciones en enero de 2001 y del laudo arbitral en firme emitido por el Tribunal Arbitral de La Haya en septiembre de 2003. Los ingresos obtenidos con la redistribución de estas acciones a lo largo del año produjeron una ganancia de 80,3 millones de DEG por diferencias cambiales, a consecuencia de la apreciación del franco suizo frente al DEG entre 2001 y el momento en el que se vendieron las acciones.

El resto de acciones propias corresponde a las 35.933 acciones de la emisión de Estados Unidos (34.833 acciones recompradas en 2001 y 1.100 que ya contabilizaba el Banco) y a las 1.000 acciones en suspenso correspondientes a la emisión albanesa. La Nota 40 explica con más detalle la redistribución de acciones de la emisión estadounidense.

19. Beneficio por acción

	2005	2004
Beneficio neto del ejercicio financiero (millones de DEG)	370,9	536,1
Promedio ponderado de acciones con derecho a dividendo	486.673	462.114
Beneficio por acción (DEG por acción)	762,1	1.160

La propuesta de dividendo correspondiente al ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo de 2005 es de 235 DEG por acción (2004: 225 DEG).

20. Otros recursos propios

En esta partida se recogen las cuentas de nueva valoración de los activos de inversión en divisas y en oro, descritas en las Notas 5 y 6.

Otros recursos propios incluyen:

En millones de DEG	2005	2004
Cuenta de nueva valoración de valores	92,2	178,5
Cuenta de nueva valoración del oro	759,3	833,3
Total de otros recursos propios	851,5	1.011,8

A. Cuenta de nueva valoración de valores

Aquí se recoge la diferencia entre el valor de mercado de los activos de inversión del Banco y su coste amortizado.

La evolución de la cuenta de nueva valoración de valores fue la siguiente:

En millones de DEG	2005	2004
Resultado a 1 de abril	178,5	337,2
Diferencias netas de valoración		
beneficio neto por ventas	(7,0)	(154,4)
Valor de mercado y otras variaciones	(79,3)	(4,3)
	(86,3)	(158,7)
Resultado a 31 de marzo	92,2	178,5

A continuación se detalla el balance de la cuenta de nueva valoración de valores:

A 31 de marzo de 2005	Valor de mercado de los activos	Coste histórico de adquisición	Cuenta de nueva valoración de valores	Beneficio bruto	Pérdidas brutas
<i>En millones de DEG</i>					
Títulos adquiridos con pacto de reventa	962,8	962,8	–	–	–
Títulos del Estado y otros valores	7.449,4	7.357,2	92,2	137,9	(45,7)
Total	8.412,2	8.320,0	92,2	137,9	(45,7)
A 31 de marzo de 2004	Valor de mercado de los activos	Coste histórico de adquisición	Cuenta de nueva valoración de valores	Beneficio bruto	Pérdidas brutas
<i>En millones de DEG</i>					
Títulos adquiridos con pacto de reventa	1.225,5	1.225,5	–	–	–
Depósitos a plazo y anticipos a entidades bancarias	6,8	6,8	–	–	–
Títulos del Estado y otros valores	7.537,1	7.358,6	178,5	193,0	(14,5)
Total	8.769,4	8.590,9	178,5	193,0	(14,5)

B. Cuenta de nueva valoración del oro

En esta cuenta se recoge la diferencia entre el valor contable de los activos de inversión en oro del Banco y su coste estimado. En el caso de los activos de inversión en oro mantenidos por el Banco a 31 de marzo de 2003 (fecha en la que el Banco introdujo el DEG como moneda de sus estados financieros en sustitución del franco oro), su coste estimado es de aproximadamente 151 DEG por onza, que se ha calculado a partir de su valor de 208 dólares de Estados Unidos (USD) vigente entre 1979 y 2003 (en virtud de una decisión tomada por el Consejo de Administración del Banco), convertido al tipo de cambio vigente el 31 de marzo de 2003.

La evolución de la cuenta de nueva valoración del oro fue la siguiente:

<i>En millones de DEG</i>	2005	2004
Resultado a 1 de abril	833,3	571,6
Diferencias netas de valoración		
Beneficio neto por ventas	(50,5)	–
Oscilación del precio del oro	(23,5)	261,7
	(74,0)	261,7
Resultado a 31 de marzo	759,3	833,3

21. Compromisos por prestaciones de jubilación

A. Pensiones para directivos

El Banco mantiene un sistema (que no cuenta con fondo propio) de prestaciones definidas en beneficio de sus directivos, al que da derecho un periodo mínimo de servicio de cuatro años. La evolución de las cuentas durante el ejercicio fue la siguiente:

<i>En millones de DEG</i>	2005	2004
Pasivo a 1 de abril	4,0	4,0
Aportes realizados	(0,3)	(0,3)
Cargo a la Cuenta de pérdidas y ganancias	0,3	0,4
Diferencias cambiarias	0,2	(0,1)
Pasivo a 31 de marzo (véase Nota 14)	4,2	4,0
Pérdida actuarial no reconocida	0,1	0,6
Valor actual de la prestación	4,3	4,6

Los supuestos actuariales utilizados para calcular estos beneficios son comparables a los de las pensiones para el personal (véase más adelante), excepto que el aumento salarial estimado se fija en el 1,5% anual.

B. Pensiones para empleados

El Banco cuenta con un sistema de pensiones para los miembros de su personal por el que éstos percibirán una prestación definida calculada sobre su salario final. El sistema de pensiones se basa en un fondo cuya naturaleza es similar a la de un fondo fiduciario, sin personalidad jurídica propia. Sus activos son administrados por el Banco en beneficio exclusivo de los empleados actuales y anteriores que participan en el sistema. Actuarios independientes llevan a cabo una valoración del fondo con periodicidad anual. La última valoración actuarial se efectuó el 30 de septiembre de 2004.

<i>En millones de DEG</i>	2005	2004
Valor actual de los compromisos con fondo propio	596,4	527,8
Valor de mercado de los activos del fondo	(566,6)	(525,4)
	29,8	2,4
Pérdidas actuariales no reconocidas	(29,8)	(2,4)
Pasivo a 31 de marzo	–	–

La evolución de las cuentas en el ejercicio fue la siguiente:

<i>En millones de DEG</i>	2005	2004
Pasivo a 1 de abril	–	–
Aportes realizados	(15,1)	(14,5)
Cargo a la Cuenta de pérdidas y ganancias	15,1	14,5
Pasivo a 31 de marzo	–	–

Las cantidades reconocidas en la Cuenta de pérdidas y ganancias fueron las siguientes:

<i>En millones de DEG</i>	2005	2004
Coste de los servicios del periodo corriente	23,3	20,0
Coste por intereses	18,9	17,4
Rendimiento esperado de los activos del fondo	(27,3)	(22,9)
Pérdidas actuariales netas reconocidas en el año	–	2,9
Pérdida/(beneficio) actuarial no reconocido	0,2	(2,9)
Total incluido en gastos de explotación	15,1	14,5

Los supuestos actuariales básicos utilizados en los cálculos fueron los siguientes:

	2005	2004
Tasa de descuento: tipo de mercado de deuda privada suiza de alta calificación	3,25%	3,5%
Rendimiento esperado de los activos del fondo	5,0%	5,0%

El rendimiento efectivo obtenido con los activos del fondo en 2005 ascendió al 3,2% (2004: 13,9%). La obligación del Banco para con sus empleados es el valor actual de las prestaciones de jubilación acordadas. Dicha obligación se calcula teniendo en cuenta los salarios proyectados hasta la fecha en la que dichos beneficios son pagaderos a los empleados actuales. Este aumento de remuneración se sitúa actualmente en el 4,1% (2004: 4,1%) e incorpora estimaciones de futuras subidas retributivas de las pensiones por valor del 1,5% (2004: 1,5%) para los participes actuales y futuros del sistema de pensiones.

C. Prestaciones de asistencia sanitaria y seguro de accidentes

El Banco ofrece asimismo a su personal jubilado un sistema (sin fondo propio) de prestaciones de asistencia sanitaria y seguro de accidentes, al que da derecho un periodo mínimo de servicio de 10 años. La metodología utilizada en la determinación de los costes y los compromisos derivados de este sistema, así como los supuestos actuariales introducidos en el cálculo de estas prestaciones, son comparables a los empleados en el sistema de pensiones, excepto que aquí se utiliza el supuesto adicional de una inflación a largo plazo de los costes médicos de un 5% anual.

La evolución de las cuentas durante el ejercicio fue la siguiente:

<i>En millones de DEG</i>	2005	2004
Pasivo a 1 de abril	111,2	97,1
Aportes realizados	(1,7)	(1,2)
Cargo a la Cuenta de pérdidas y ganancias	12,7	16,4
Diferencias cambiarias	5,1	(1,1)
Pasivo a 31 de marzo (véase Nota 14)	127,3	111,2
Pérdida actuarial no reconocida	52,5	18,1
Valor actual de los compromisos	179,8	129,3

Las cantidades reconocidas en la Cuenta de pérdidas y ganancias fueron las siguientes:

<i>En millones de DEG</i>	2005	2004
Coste de los servicios del periodo corriente	7,7	7,0
Coste por intereses	4,7	4,1
Pérdidas actuariales netas reconocidas en el año	0,3	0,4
Gastos adicionales	–	4,9
Total incluido en gastos de explotación	12,7	16,4

22. Ingresos por intereses

<i>En millones de DEG</i>	2005	2004
Intereses de activos de inversión		
Títulos adquiridos con pacto de reventa	14,5	9,9
Títulos del Estado y otros valores	255,4	269,8
Activos de inversión en oro	23,4	25,4
	293,3	305,1
Intereses de activos de la cartera bancaria		
Letras del Tesoro	335,5	233,4
Títulos adquiridos con pacto de reventa	81,6	104,3
Depósitos a plazo y anticipos a entidades bancarias	1.693,4	1.098,5
Títulos del Estado y otros valores	767,5	721,6
Activos bancarios en oro	7,2	8,2
	2.885,2	2.166,0
Intereses de instrumentos financieros derivados	879,5	1.022,3
Otros intereses	0,8	0,5
Total de ingresos por intereses	4.058,8	3.493,9

de los cuales:
intereses percibidos durante el ejercicio financiero

3.981,1 3.830,2

23. Gastos por intereses

<i>En millones de DEG</i>	2005	2004
Intereses de depósitos en oro	5,8	7,0
Intereses de depósitos en divisas	3.364,2	2.665,7
Intereses de títulos vendidos con pacto de recompra	14,1	8,4
Total de gastos por intereses	3.384,1	2.681,1

de los cuales:
intereses abonados durante el ejercicio financiero

3.320,7 2.676,6

24. Diferencias netas de valoración

<i>En millones de DEG</i>	2005	2004
Diferencias de valoración no realizadas de activos financieros de la cartera bancaria	(247,9)	(98,9)
Beneficio realizado de activos financieros de la cartera bancaria	20,9	32,1
Diferencias de valoración no realizadas de pasivos financieros	1.478,0	583,8
Pérdida realizada de pasivos financieros	(16,7)	(327,1)
Diferencias de valoración de instrumentos financieros derivados	(1.417,4)	(448,6)
Diferencias netas de valoración	(183,1)	(258,7)

25. Ingresos netos por comisiones

<i>En millones de DEG</i>	2005	2004
Ingresos por comisiones	4,3	5,8
Gastos por comisiones	(3,0)	(4,4)
Ingresos netos por comisiones	1,3	1,4

26. Pérdida/beneficio neto por divisas

<i>En millones de DEG</i>	2005	2004
Beneficio neto por transacción	11,9	25,8
Pérdida neta por transacción	(46,4)	(16,8)
(Pérdida) beneficio neto por divisas	(34,5)	9,0

La pérdida neta por conversión entre divisas para el ejercicio financiero cerrado el 31 de marzo de 2005 se debe principalmente al impacto que tuvo la apreciación del franco suizo frente al DEG para la posición corta del Banco en francos suizos (véase la Nota 37F), que existía antes de la suscripción por parte de los bancos centrales de Bélgica y Francia de las acciones de sus respectivas emisiones nacionales que se habían mantenido hasta ahora en la autocartera del Banco. En la fecha de suscripción, esta pérdida (junto a las correspondientes pérdidas por conversión de divisas en años anteriores desde que se recompraron las acciones en manos de accionistas privados en 2001) quedó compensada en los fondos propios del Banco con la ganancia cambiaria obtenida de 80,3 millones de DEG (véase la Nota 18).

27. Gastos de explotación

En el cuadro siguiente se analizan los gastos de explotación del Banco en francos suizos (CHF), la moneda en la que realiza la mayoría de los gastos.

<i>En millones de CHF</i>	2005	2004
Consejo de Administración		
Dietas de los consejeros	1,6	1,6
Pensiones	0,6	0,6
Viajes, reuniones externas del Consejo y otros gastos	1,0	1,5
	3,2	3,7
Dirección y personal		
Remuneración	97,1	96,1
Pensiones	30,9	30,2
Otros gastos de personal	38,3	44,4
	166,3	170,7
Gastos de oficina y diversos	64,5	62,1
Gastos de administración en millones de CHF	234,0	236,5
Gastos de administración en millones de DEG	129,3	125,6
Amortización en millones de DEG	15,7	16,9
Gastos de explotación en millones de DEG	145,0	142,5

El personal del Banco, expresado en términos de promedio de empleados a tiempo completo, estuvo compuesto de 526 personas durante el ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo de 2005 (2004: 509).

28. Beneficio neto por ventas de valores de inversión

<i>En millones de DEG</i>	2005	2004
Ingresos por enajenación	3.384,2	5.263,7
Coste amortizado	(3.377,2)	(5.109,3)
Beneficio neto	7,0	154,4
Compuesto por:		
Beneficio bruto realizado	32,9	172,5
Pérdidas brutas realizadas	(25,9)	(18,1)

29. Beneficio neto por ventas de activos de inversión en oro

Los beneficios procedentes de la venta de activos de inversión en oro para el ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo de 2005 fueron:

<i>En millones de DEG</i>	2005
Ingresos por enajenación	108,6
Coste estimado (véase Nota 20B)	(58,1)
Beneficio bruto realizado	50,5

Durante el ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo de 2004, no se produjo ninguna enajenación de activos de inversión en oro.

30. Efectivo y efectos de caja

Para la declaración de flujos de caja, el efectivo y los efectos de caja están compuestos por:

<i>En millones de DEG</i>	2005	2004
Efectivo en caja y cuentas bancarias a la vista	25,8	18,9
Cuentas a la vista/con preaviso	2.979,7	2.647,4
Total de efectivo y efectos de caja	3.005,5	2.666,3

31. Impuestos

El Acuerdo de Sede firmado con el Consejo Federal Suizo estipula el régimen jurídico del que goza el Banco en Suiza. Con arreglo a las cláusulas de este documento, el Banco disfruta de una exención prácticamente total de cualquier impuesto directo o indirecto vigente en Suiza, tanto de ámbito federal como local.

Existen acuerdos similares con el Gobierno de la República Popular China (con respecto a la Oficina Asiática del BPI en Hong Kong RAE) y con el Gobierno de México (en relación con su Oficina para las Américas).

32. Tipos de cambio

El siguiente cuadro recoge los principales tipos de cambio y precios utilizados para convertir a DEG el saldo en divisas y en oro:

	Tipo al contado a 31 de marzo		Tipo medio del ejercicio financiero cerrado en	
	2005	2004	2005	2004
USD	0,661	0,675	0,671	0,700
EUR	0,859	0,827	0,845	0,821
JPY	0,00619	0,00649	0,00625	0,00620
GBP	1,248	1,239	1,238	1,183
CHF	0,554	0,530	0,549	0,531
Oro	282,7	286,5	277,9	263,8

33. Partidas fuera de balance

El Banco realiza operaciones fiduciarias en nombre propio, pero por cuenta y riesgo de sus clientes y sin posibilidad de recurso frente al Banco.

Estas operaciones, que no se contabilizan en el Balance de situación, incluyen:

<i>En millones de DEG</i>	2005	2004
Valor nominal de los títulos mantenidos en concepto de:		
Acuerdos de custodia	10.009,2	9.153,5
Acuerdos de prenda por garantías	2.275,2	2.346,2
Contratos de gestión de carteras	3.769,4	2.903,3
Total	16.053,8	14.403,0

Los instrumentos financieros mantenidos como consecuencia de los anteriores acuerdos se encuentran depositados bajo custodia externa, ya sea en bancos centrales o en instituciones comerciales.

34. Compromisos

El Banco ofrece a sus clientes (bancos centrales e instituciones internacionales) una serie de facilidades permanentes comprometidas. A 31 de marzo de 2005, los compromisos de acuerdo de crédito vigentes procedentes de dichas facilidades ascendían a 5.480,4 millones de DEG (2004: 3.677,3 millones de DEG), de los cuales 315,0 millones carecían de colateral (2004: 118,2 millones).

35. Tipos de interés efectivos

El tipo de interés efectivo es la tasa de descuento que se aplica a los flujos de efectivo futuros que se esperan para un instrumento financiero con respecto a su valor contable actual.

A continuación se presenta el tipo de interés efectivo para cada divisa que se aplica a los correspondientes instrumentos financieros.

A 31 de marzo de 2005		USD	EUR	GBP	JPY	Otras monedas
<i>En porcentaje</i>						
Activo						
Depósitos en oro		–	–	–	–	0,82
Letras del Tesoro	2,70	2,13	–	–	–	–
Títulos adquiridos con pacto de reventa	2,71	2,12	4,79	–	–	–
Depósitos a plazo y anticipos a entidades bancarias	2,77	2,24	4,93	–	–	4,15
Títulos del Estado y otros valores	3,63	3,14	4,96	0,45	–	3,94
Pasivo						
Depósitos en divisas	3,00	2,29	4,73	–	–	3,29
Depósitos en oro	–	–	–	–	–	0,46
Títulos vendidos con pacto de recompra	2,43	–	–	–	–	–

36. Análisis de concentración

A. Total del pasivo

<i>En millones de DEG</i>	2005	2004
África	14.024,8	9.771,6
Asia-Pacífico	80.642,4	70.611,0
Europa	41.772,5	47.577,3
América	28.910,3	25.287,6
Organismos internacionales	4.883,1	5.077,3
Total	170.233,1	158.324,8

Las divisas y el oro depositados en el BPI, procedentes en su mayoría de bancos centrales y organismos internacionales, representan el 92,7% del total de su pasivo. A 31 de marzo de 2005, los depósitos en divisas y en oro procedieron de 159 entidades (2004: 155). Dentro de estos depósitos, se constata un grado significativo de concentración por clientes, habiendo tres de ellos que representan más del 5% de la contribución total, sobre la base de la fecha de liquidación (2004: cinco clientes). La Nota 37 describe cómo gestiona el Banco los riesgos derivados de la concentración de su financiación.

B. Compromisos de crédito

<i>En millones de DEG</i>	2005	2004
Asia-Pacífico	5.259,1	3.461,3
Europa	221,3	216,0
Total	5.480,4	3.677,3

La Nota 34 analiza los compromisos crediticios del Banco.

C. Partidas fuera de balance

<i>En millones de DEG</i>	2005	2004
África	594,6	527,4
Asia-Pacífico	12.144,1	10.552,9
Europa	556,8	534,0
América	2.758,3	2.788,7
Total	16.053,8	14.403,0

La Nota 33 analiza las partidas fuera de balance del Banco.

D. Total del activo

El Banco invierte la mayoría de sus fondos en el mercado interbancario (con instituciones financieras internacionales de países del G-10) y en deuda soberana del G-10. No se presenta un análisis geográfico de los activos totales del Banco al estimar la Dirección del Banco que no ofrecería una imagen fidedigna del efecto económico de las inversiones del Banco.

y criterios que aplica el Banco para la gestión de sus riesgos están recogidos en un detallado manual que se revisa de forma periódica. Los límites crediticios del Banco se estipulan a su vez en un manual para la contraparte, y cualquier modificación de los mismos necesitará la aprobación previa de la gerencia del Banco.

La función financiera y el servicio jurídico mejoran el control del riesgo. La primera se encarga de redactar los estados financieros del Banco y de controlar sus gastos mediante el establecimiento y seguimiento del presupuesto anual. Los servicios jurídicos, por su parte, se encargan de asesorar y ayudar al Banco a propósito de una amplia variedad de asuntos que atañen a sus actividades.

La función de cumplimiento de la normativa se encarga de garantizar de manera razonable que cualquier actividad llevada a cabo por algún empleado del Banco se realiza conforme a la legislación y regulación vigentes, a los Estatutos del BPI, al Código de Conducta del Banco, a otras normas y políticas internas, así como a las mejores prácticas. Esta función identifica y evalúa los riesgos que pueden afectar al cumplimiento, al tiempo que orienta y educa al personal con respecto al cumplimiento de la normativa. También desempeña funciones de vigilancia y notificación y, en colaboración con los servicios jurídicos, presta asesoramiento.

La función de auditoría interna se encarga de examinar los procedimientos de control internos y de informar si éstos cumplen con las normas internas y las mejores prácticas del sector. Su ámbito de actuación incluye el análisis de los procedimientos para la gestión del riesgo, los sistemas de control internos, los sistemas de información y los procesos de buen gobierno.

El Director General Adjunto es el responsable de las funciones de control de riesgos, cumplimiento de la normativa y auditoría interna, si bien los jefes de las dos últimas también responden ante el Comité de Auditoría del Consejo de Administración.

37. El capital y la gestión del riesgo

A. Riesgos para el Banco

El Banco está expuesto a los siguientes tipos de riesgo:

Riesgo de crédito: el riesgo de incurrir en pérdidas financieras en caso de que la contraparte incumpla el servicio de su deuda a su debido tiempo. Éste es el mayor riesgo al que se enfrenta el Banco.

Riesgo de mercado: el riesgo de que disminuya el valor total del activo y del pasivo del Banco debido a oscilaciones adversas en variables de mercado como los tipos de cambio, los tipos de interés o el precio del oro.

Riesgo de liquidez: el riesgo de ser incapaz de satisfacer sus obligaciones de pago al vencimiento sin incurrir en pérdidas excesivas.

Riesgo operativo: el riesgo de sufrir pérdidas financieras y/o de que se vea afectada la reputación del Banco a causa de personas, de procesos o sistemas inadecuados o con fallos, o de acontecimientos externos.

B. La gestión de estos riesgos en el Banco

Estructura organizativa

El Banco ofrece sus servicios a la comunidad de bancos centrales, obteniendo a cambio un beneficio adecuado para mantener una fuerte posición patrimonial. El activo y el pasivo del Banco se organizan en dos cuentas:

Pasivos por depósitos en divisas y en oro, y sus correspondientes activos de la cartera bancaria y derivados. En esta cartera, el Banco asume un riesgo limitado de tipos de interés, de precio del oro y de divisas.

Activos, pasivos y derivados relacionados principalmente con la inversión de los recursos propios del Banco.

El Banco mantiene la mayoría de sus fondos propios en instrumentos financieros denominados en alguna de las monedas que componen el DEG, para cuya gestión utiliza un conjunto de bonos de referencia (*benchmark*) con un objetivo de duración fijo. El resto de los recursos propios del Banco se mantienen en oro.

Para gestionar sus riesgos, el Banco se sirve de un marco que incluye una función independiente para el control del riesgo, así como de informes periódicos dirigidos a los correspondientes comités de gestión acerca de las posiciones de riesgo que asume el Banco. La metodología

C. Metodología para la gestión del riesgo

El Banco utiliza diferentes métodos cuantitativos para valorar los instrumentos financieros y calcular el riesgo para sus resultados netos y para su capital social. El Banco ajusta estos criterios a medida que va cambiando su entorno de riesgo y van evolucionando las mejores prácticas en el sector.

Una de las principales herramientas cuantitativas utilizadas por el Banco para evaluar el riesgo es el capital económico, que le permite calcular la cantidad de recursos propios necesaria para absorber pérdidas potenciales derivadas de los riesgos asumidos en un determinado momento, dado un umbral de confianza estadístico que viene determinado por el objetivo del Banco de mantener el mayor grado posible de solvencia. La mayoría de los límites internos y de los informes del Banco se expresan en términos de utilización de este capital económico. El Banco calcula el capital económico necesario para cubrir el riesgo de crédito, de mercado y operativo.

Para calcular el primero, el Banco utiliza un modelo interno que estima el valor en riesgo de la cartera de créditos, a partir de:

- la probabilidad de incumplimiento de cada contraparte;
- las correlaciones entre las pérdidas asociadas a cada contraparte; y
- las pérdidas en las que incurría el Banco en caso de incumplimiento.

Para calcular el capital económico necesario para cubrir el riesgo de mercado, el Banco utiliza la metodología del Valor en Riesgo (VaR) (véase la sección F más adelante).

Por último, para calcular el capital económico correspondiente al riesgo operativo, se utiliza un modelo que incorpora tanto la trayectoria de pérdidas operativas del Banco como datos externos sobre pérdidas.

El Banco, al realizar estos tres cálculos del capital económico (para el riesgo de crédito, de mercado y operativo) asume un horizonte temporal de 1 año y un umbral de confianza del 99,995%.

D. Suficiencia de capital

El Banco mantiene en todo momento una fuerte posición de fondos propios, medida a través de su modelo de capital económico anteriormente mencionado y del marco propuesto por el Acuerdo de Capital de Basilea de julio de 1988 (el Acuerdo de Basilea). A continuación se desglosan los recursos propios del Banco a 31 de marzo de 2005.

<i>En millones de DEG</i>	2005	2004
Capital en acciones	683,9	683,9
Reservas estatutarias	8.743,2	8.230,8
a deducir: Acciones propias	(396,2)	(852,6)
Capital de Nivel 1	9.030,9	8.062,1
Cuenta de pérdidas y ganancias	370,9	536,1
Otros recursos propios	851,5	1.011,8
Total de recursos propios	10.253,3	9.610,0

El Acuerdo de Capital de Basilea establece la suficiencia de capital comparando el capital admisible del Banco con sus activos ponderados por su nivel de riesgo. Estos últimos se calculan aplicando a los activos y derivados del Banco una serie de ponderaciones por riesgo, según exige el Acuerdo de Basilea. Los cocientes de capital que mantiene el Banco son altos, debido a la elevada proporción que representa la deuda soberana (con ponderación cero) con respecto al total de activos del Banco. A 31 de marzo de 2005, el capital de Nivel 1 del Banco ascendía al 35,8% (2004: 34,7%).

E. Riesgo de crédito

El riesgo de crédito incluye:

Riesgo de incumplimiento (o de impago): el riesgo de que la contraparte no cumpla sus obligaciones de acuerdo a las condiciones convenidas para una determinada operación. Este riesgo afecta tanto a los activos y derivados financieros como a las líneas comprometidas por el Banco con bancos centrales y organismos internacionales.

Riesgo de liquidación: el riesgo de que se produzca un fallo en la liquidación o en la compensación de una operación financiera en la que el intercambio de efectivo, títulos o activos no es simultáneo.

Riesgo de transferencia: el riesgo de que la contraparte no pueda satisfacer sus obligaciones en divisas debido a restricciones de acceso a la moneda extranjera.

El Banco gestiona su exposición al riesgo de crédito fijando límites a la cantidad de riesgos que puede asumir frente a un mismo prestatario o grupo de prestatarios. Estos riesgos se controlan con regularidad y están sujetos a revisión (al menos con periodicidad anual), a partir de la cual se ajustarán según sea necesario. El principal criterio de esta revisión es la capacidad actual y potencial del prestatario de satisfacer sus obligaciones de amortización del principal y los intereses. Los límites que se fijan para el riesgo de crédito los aprueba el Consejo de Administración y las posiciones realmente asumidas se contrastan diariamente con dichos límites.

Asimismo, el Banco también obtiene colateral, además de acuerdos de recompra inversa, para cubrir el riesgo de crédito de instrumentos financieros derivados, y ha establecido acuerdos bilaterales de compensación con algunas contrapartes.

1. Riesgo de incumplimiento

El Banco controla el riesgo de incumplimiento en función de la contraparte y de la cartera. Las exposiciones al riesgo de crédito están restringidas mediante unos límites que se aplican a cada contraparte y a cada país de riesgo. El Banco lleva a cabo su propio análisis crediticio de manera independiente y exhaustiva, a partir del cual se asignan grados internos de crédito y se establecen límites para los mismos.

El riesgo de incumplimiento para los títulos en manos del Banco es escaso, dada la enorme liquidez de la mayoría de sus activos. Cuando la gerencia del Banco estima que un determinado participante presenta un riesgo de incumplimiento demasiado alto, ordena la venta de sus activos. Para cubrir el riesgo de impago de los derivados extrabursátiles (OTC) se utilizan acuerdos de gestión de garantías.

Las políticas crediticias del Banco aseguran que la gran mayoría de sus activos se invierten con entidades soberanas o instituciones financieras con calificación A o superior. Teniendo en cuenta el reducido número de inversiones que cumplen estos criterios, el Banco mantiene sustanciales concentraciones con algunas de estas partes. A continuación se recogen las posiciones crediticias por sectores y por calificación crediticia.

Sector de riesgo En porcentaje	2005	2004
Soberanos	32,5	29,0
Instituciones financieras	61,7	65,0
Otros	5,8	6,0
	100,0	100,0

Calificación crediticia interna del BPI (expresada como calificaciones a largo plazo equivalentes) En porcentaje	2005	2004
AAA	26,3	25,1
AA	57,0	54,9
A	16,1	19,6
BBB+ e inferior (incluidas las posiciones sin calificación)	0,6	0,4
	100,0	100,0

2. Riesgo de liquidación

El Banco reduce el riesgo de liquidación:

- utilizando cámaras de compensación reconocidas;
- siempre que sea posible, liquidando las operaciones únicamente cuando ambas partes hayan satisfecho sus respectivas obligaciones (mecanismo de liquidación de "entrega contra pago")
- siempre que sea posible, solicitando la liquidación neta de los pagos correspondientes a instrumentos financieros derivados;
- utilizando bancos corresponsales para el efectivo que puedan detener los pagos con un breve preaviso;
- con respecto a las operaciones con divisas, asegurando en la medida de lo posible que se realizan sujetas a acuerdos de compensación que se aplicarían en caso de que alguna de las partes no entregara la divisa a la que se ha comprometido en dicha operación; y
- calculando y limitando el riesgo de liquidación en función de la contraparte.

3. Riesgo de transferencia

El Banco calcula y establece límites para el riesgo de transferencia por países.

F. Riesgo de mercado

Los principales componentes del riesgo de mercado para el Banco son el riesgo del precio del oro, el riesgo de divisas y el riesgo de tipos de interés. El Banco incurre en el riesgo de mercado principalmente a través de los activos correspondientes a la gestión de sus recursos propios. Para calcular este riesgo, el Banco utiliza el Valor en Riesgo (VaR) y la sensibilidad a determinados factores del riesgo de mercado. El VaR es el cálculo estadístico de la pérdida potencial máxima en la cartera actual, teniendo en cuenta un horizonte temporal concreto y un determinado umbral de confianza.

El capital económico necesario para el riesgo de mercado se calcula y se gestiona de forma combinada para todos los componentes del riesgo de mercado. La gerencia del Banco, por su parte, establece los límites para la utilización de este capital económico.

Todos los modelos de VaR, si bien tienen carácter prospectivo, están basados en hechos pasados y dependen de la calidad de los datos de mercado de los que se disponga. A los límites impuestos por el VaR se suma un conjunto de límites y líneas de información que incluye pruebas de tensión específicas (*stress tests*) y un seguimiento minucioso de las posiciones de riesgo en los mayores mercados.

1. Riesgo del precio del oro

El riesgo del precio del oro consiste en el impacto que podría tener una oscilación del precio del oro en DEG en los valores de mercado del activo y del pasivo del Banco. El Banco está expuesto a este tipo de riesgo principalmente a través de sus activos de inversión en oro, que ascienden a 180 toneladas (2004: 192 toneladas) y se encuentran en custodia o en depósito en bancos comerciales. A 31 de marzo de 2005, aproximadamente el 16% de sus fondos propios consistían en oro (31 de marzo de 2004: 18%). El Banco también puede verse ligeramente expuesto a este riesgo a través de sus actividades bancarias con bancos centrales y comerciales. El Banco calcula el riesgo del precio del oro mediante su modelo agregado de capital económico para el riesgo de mercado.

2. Riesgo de divisas

El riesgo de divisas es el impacto que podría tener una oscilación de los tipos de cambio en los valores de mercado del activo y del pasivo del Banco. El Banco está expuesto al riesgo de divisas principalmente a través de los activos relacionados con la gestión de sus recursos propios. También lo está cuando gestiona los depósitos de sus clientes o actúa como intermediario en operaciones con divisas entre bancos centrales y comerciales. Para reducir su exposición a este tipo de riesgo, el Banco alinea periódicamente los activos que utiliza en la gestión de sus recursos propios con las monedas que componen el DEG y sólo permite pequeñas exposiciones al riesgo de divisas en los depósitos de sus clientes y en su intermediación en operaciones con divisas.

A continuación se detallan las posiciones del Banco en distintas monedas, ajustadas de sus tenencias de activos de inversión en oro.

Activos netos a 31 de marzo

<i>En millones de DEG</i>	2005	2004
Franco suizo	(137,0)	(655,6)
Dólar de EEUU	21,3	297,9
Euro	4,3	111,3
Yen japonés	36,7	130,9
Libra esterlina	12,7	57,7
Corona sueca	58,1	54,3
Otras monedas	3,9	3,5

La posición corta en francos suizos a 31 de marzo de 2005 se debe principalmente a las obligaciones del Banco en concepto de prestaciones por jubilación (véase la Nota 21). La posición corta en francos suizos a 31 de marzo de 2004 se debió principalmente a la recompra de acciones del BPI durante 2001 (véase la Nota 17) y, en menor medida, a las obligaciones del Banco en concepto de prestaciones por jubilación. La reducción de la posición corta en francos

suizos durante 2005 se debió a la suscripción (cuyo precio se fijó en francos suizos) por parte de los bancos centrales de Bélgica y Francia de las acciones correspondientes a sus emisiones nacionales que se habían mantenido en la autocartera del Banco.

3. Riesgo de tipos de interés

El riesgo de tipos de interés consiste en el impacto que podría tener una oscilación de éstos en el valor de mercado de los activos y pasivos del Banco. El Banco está expuesto a este riesgo principalmente a través de los activos que devengarán intereses y que están relacionados con la gestión de sus recursos propios. Estos activos se gestionan mediante un conjunto de bonos de referencia con un objetivo de duración fijo. El Banco también está expuesto a un cierto riesgo de tipos de interés cuando acepta y reinvierte los depósitos de sus clientes.

El Banco vigila de cerca este tipo de riesgos, incluida la sensibilidad de los valores de mercado a la oscilación de los tipos de interés. El riesgo de mercado se mitiga aplicando los límites que imponen el capital económico, el modelo de VaR y las pruebas de tensión.

A continuación, se detallan las consecuencias que tendría para los recursos propios del Banco una oscilación al alza del 1% en la correspondiente curva de rendimientos.

A 31 de marzo de 2005

<i>En millones de DEG</i>	Hasta 6 meses	7 a 12 meses	1 a 2 años	2 a 3 años	3 a 4 años	4 a 5 años	Más de 5 años
Euro	(4,6)	(4,5)	(11,6)	(11,1)	(11,2)	(17,8)	(67,8)
Yen japonés	2,0	(1,0)	(2,5)	(2,0)	(2,6)	(3,0)	(8,1)
Libra esterlina	(0,8)	1,6	(9,8)	(6,1)	(5,4)	(9,9)	(12,1)
Franco suizo	(0,3)	0,3	0,1	–	–	–	–
Dólar de EEUU	16,2	21,0	(46,4)	(7,4)	(9,0)	(17,4)	(56,6)
Otras monedas	(0,3)	0,1	(0,1)	–	–	–	–
Total	12,2	17,5	(70,3)	(26,6)	(28,2)	(48,1)	(144,6)

G. Riesgo de liquidez

Las variaciones netas de los depósitos en divisas y en oro procedentes de bancos centrales, organismos internacionales y otras instituciones públicas son las que determinan principalmente el tamaño del balance del Banco. El Banco se compromete a recomprar a su valor razonable algunos de sus instrumentos de depósito en divisas con uno o dos días laborales de preaviso. Además, siempre conserva un alto grado de liquidez que le garantiza poder satisfacer las necesidades de sus clientes en todo momento.

El Banco ha desarrollado un marco para la gestión del riesgo de liquidez basado en un modelo estadístico que utiliza supuestos prudentes para los depósitos en efectivo y la liquidez de su pasivo. De acuerdo a este marco, el Consejo de Administración ha fijado un límite para el

nivel de liquidez del Banco, de tal manera que los activos líquidos deben corresponder como mínimo al 100% de las demandas de liquidez a las que tuviera que hacer frente. Además, se realizan pruebas de tensión sobre la liquidez que contemplan supuestos en los que el Banco tendría que hacer frente a peticiones de retiradas de fondos muy superiores a los requisitos potenciales de liquidez estimados. Estas pruebas de tensión establecen necesidades adicionales de liquidez, a las que también se debe hacer frente con los activos líquidos en manos del Banco. El nivel de liquidez del Banco ha sido constantemente muy superior al mínimo que se ha marcado para su coeficiente de liquidez.

En los cuadros siguientes (donde se incluye también el volumen neto de derivados) aparecen el activo y el pasivo a su valor contable sobre la base de su vencimiento residual en la fecha de cierre de balance.

A 31 de marzo de 2005									
En millones de DEG	Hasta 1 mes	1 a 3 meses	4 a 6 meses	6 a 9 meses	9 a 12 meses	1 a 5 años	Más de 5 años	Vencimiento indeterminado	Total
Activo									
Efectivo en caja y cuentas bancarias a la vista									
Efectivo en caja y cuentas bancarias a la vista	25,8	-	-	-	-	-	-	-	25,8
Oro y depósitos en oro	5.305,2	188,3	514,2	440,9	531,6	1.564,2	72,6	-	8.617,0
Letras del Tesoro	5.908,1	12.716,2	6.718,6	3.044,3	2.920,2	-	-	-	31.307,4
Títulos adquiridos con pacto de reventa	14.034,3	-	-	-	-	-	-	-	14.034,3
Depósitos a plazo y anticipos a entidades bancarias	31.823,2	18.716,8	13.981,0	9.830,4	5.926,9	5,1	33,1	-	80.316,5
Títulos del Estado y otros valores	3.454,0	4.086,4	3.014,8	2.795,1	5.110,3	16.167,4	5.151,6	-	39.779,6
Cuentas pendientes de cobro	4.021,5	-	-	-	-	3,5	-	3,6	4.028,6
Terrenos, edificios y equipamiento	-	-	-	-	-	-	-	189,2	189,2
Total	64.572,1	35.707,7	24.228,6	16.110,7	14.489,0	17.740,2	5.257,3	192,8	178.298,4
Pasivo									
Depósitos en divisas									
Instrumentos de depósito amortizables con 1 o 2 días de preaviso									
Instrumentos de depósito amortizables con 1 o 2 días de preaviso	(8.204,1)	(14.081,1)	(14.153,1)	(16.175,8)	(10.937,5)	(30.176,3)	(2.678,8)	-	(96.406,7)
Otros depósitos en divisas	(33.081,0)	(6.591,3)	(7.088,4)	(3.439,2)	(4.010,9)	(1,3)	-	-	(54.212,1)
Depósitos en oro	(5.423,1)	(133,7)	(487,5)	(331,2)	(287,7)	(375,0)	(72,6)	-	(7.110,8)
Títulos vendidos con pacto de recompra	(1.159,4)	-	-	-	-	-	-	-	(1.159,4)
Cuentas pendientes de pago	(7.752,2)	-	-	-	-	-	-	-	(7.752,2)
Otros pasivos	(17,3)	-	-	-	-	-	-	(134,0)	(151,3)
Total	(55.637,1)	(20.806,1)	(21.729,0)	(19.946,2)	(15.236,1)	(30.552,6)	(2.751,4)	(134,0)	(166.792,5)
Instrumentos financieros derivados netos									
Instrumentos financieros derivados netos	67,3	172,8	(152,1)	(43,6)	(236,8)	(823,8)	(236,4)	-	(1.252,6)
Brecha de vencimiento	9.002,3	15.074,4	2.347,5	(3.879,1)	(983,9)	(13.636,2)	2.269,5	58,8	10.253,3

A 31 de marzo de 2004

En millones de DEG	Hasta 1 mes	1 a 3 meses	4 a 6 meses	6 a 9 meses	9 a 12 meses	1 a 5 años	Más de 5 años	Vencimiento indeterminado	Total
Activo									
Efectivo en caja y cuentas bancarias a la vista	18,9	–	–	–	–	–	–	–	18,9
Oro y depósitos en oro	5.711,4	315,8	603,0	514,2	532,2	1.397,2	–	–	9.073,8
Letras del Tesoro	5.903,4	15.450,9	6.615,6	908,9	1.361,9	–	–	–	30.240,7
Títulos adquiridos con pacto de reventa	21.771,1	64,1	–	–	–	–	–	–	21.835,2
Depósitos a plazo y anticipos a entidades bancarias	31.589,7	16.640,8	15.138,2	3.814,4	979,3	–	–	–	68.162,4
Títulos del Estado y otros valores	1.785,5	2.948,1	3.085,9	2.164,1	1.533,6	17.661,3	4.304,6	–	33.483,1
Cuentas pendientes de cobro	1.602,2	–	–	–	–	3,9	–	3,5	1.609,6
Terrenos, edificios y equipamiento	–	–	–	–	–	–	–	190,0	190,0
Total	68.382,2	35.419,7	25.442,7	7.401,6	4.407,0	19.062,4	4.304,6	193,5	164.613,7
Pasivo									
Depósitos en divisas									
Instrumentos de depósito amortizables con 1 o 2 días de preaviso	(4.798,2)	(12.072,9)	(14.572,6)	(5.828,5)	(4.015,2)	(31.727,3)	(3.396,6)	–	(76.411,3)
Otros depósitos en divisas	(42.269,9)	(7.438,1)	(6.374,4)	(560,3)	(98,3)	(0,2)	–	–	(56.741,2)
Depósitos en oro	(5.625,0)	(250,5)	(510,1)	(347,5)	(291,7)	(268,7)	–	–	(7.293,5)
Títulos vendidos con pacto de recompra	(1.161,2)	(64,1)	–	–	–	–	–	–	(1.225,3)
Cuentas pendientes de pago	(12.169,4)	–	–	–	–	–	–	–	(12.169,4)
Otros pasivos	(26,6)	–	–	–	–	–	–	(117,8)	(144,4)
Total	(66.050,3)	(19.825,6)	(21.457,1)	(6.736,3)	(4.405,2)	(31.996,2)	(3.396,6)	(117,8)	(153.985,1)
Instrumentos financieros derivados netos	(102,9)	(485,8)	(144,6)	3,2	(100,4)	(109,8)	(78,3)	–	(1.018,6)
Brecha de vencimiento	2.229,0	15.108,3	3.841,0	668,5	(98,6)	(13.043,6)	829,7	75,7	9.610,0

H. Riesgo operativo

El Banco define el riesgo operativo como la posibilidad de sufrir pérdidas financieras y/o de reputación en el Banco debido a algunos de los siguientes factores:

- personas (escasez de personal, desconocimiento de la información necesaria, formación inadecuada, supervisión errónea, pérdida de personal fundamental, planes de sucesión inadecuados y falta de honestidad o de normas éticas, etc.);
- fallos o inadecuación de los procesos (por ejemplo, cualquier política o proceso interno que resulte inapropiado, mal diseñado o impracticable o que no se haya entendido, ejecutado, seguido o comprobado correctamente);

- fallos o inadecuación de los sistemas (por ejemplo, hardware, software, infraestructuras o sistemas operativos básicos para el desempeño de la actividad del Banco que resulten deficientes, insuficientes, inadecuados, impracticables o inservibles, que fallen o que no funcionen según lo previsto); y
- acontecimientos externos (que repercutan de manera adversa en el Banco pero que escapan a su control).

Para gestionar sus riesgos operativos, el Banco utiliza controles internos (políticas, procedimientos, prácticas y estructuras organizativas) diseñados para reducir la probabilidad de que ocurra un evento de riesgo operativo o para atenuar sus efectos adversos, en caso de que ocurra. El Banco asigna capital económico para el riesgo operativo a partir de un modelo estadístico que incorpora la

trayectoria de pérdidas operativas del Banco, así como datos de pérdida externos. En la actualidad, el Banco trata de identificar y evaluar sus riesgos operativos y de comprobar la eficacia de sus controles actuales con la ayuda de un programa de Autoevaluación de Control (*Control Self-Assessment, CSA*) que se aplica en todo el banco, cuyas conclusiones se utilizarán para perfeccionar el método de cuantificación del riesgo operativo en el Banco.

38. Partes vinculadas

El Banco considera que son partes vinculadas:

- los miembros del Consejo de Administración;
- los Altos Cargos del Banco que forman parte de su Comité Ejecutivo;
- familiares cercanos a las personas arriba citadas;
- sociedades que pudieran ejercer una influencia significativa en alguno de los miembros del Consejo de Administración o de la Alta Dirección, así como aquellas sobre las que pudiera influir cualquiera de estas personas;
- los planes de prestaciones postlaborales que ofrece el Banco; y
- bancos centrales cuyo Gobernador sea miembro del Consejo de Administración, así como instituciones que mantengan algún tipo de relación con dichos bancos centrales.

En la sección titulada “Consejo de Administración y altos cargos”, aparece una lista con los miembros del Consejo de Administración y de la Alta Dirección. En la Nota 21 se describen los planes de prestaciones postlaborales del Banco.

A. Partes vinculadas: particulares

El Banco ofrece cuentas de depósito personales a todo su personal y a sus Consejeros. El Presidente del Banco determina el tipo de interés al que se remuneren estas cuentas. A 31 de marzo de 2005, el balance total de dichas cuentas pertenecientes a los miembros del Consejo de Administración y a Altos Directivos de la entidad ascendía a 8,1 millones de DEG (2004: 7,4 millones de DEG). La política salarial del Banco se describe en la sección titulada “La Administración del Banco”.

B. Partes vinculadas: bancos centrales e instituciones relacionadas

El BPI presta sus servicios bancarios a bancos centrales, organismos internacionales y otras instituciones públicas. En el desempeño habitual de sus funciones, el Banco suele realizar operaciones con bancos centrales e instituciones relacionadas a las que considera partes vinculadas. Estas operaciones incluyen la concesión de adelantos y la aceptación de depósitos en divisas y en oro.

La política empleada en estos casos por el Banco consiste en realizar operaciones con dichas partes en las mismas condiciones que lo haría con otros clientes.

Depósitos en divisas de bancos centrales e instituciones relacionadas que son partes vinculadas

<i>En millones de DEG</i>	2005	2004
Resultado a 1 de abril	34.030,3	33.475,3
Depósitos aceptados	104.844,2	101.407,8
Vencimientos, amortizaciones y oscilaciones del valor de mercado	(101.906,6)	(103.202,0)
Variaciones netas de las cuentas a la vista/con preaviso	2.839,0	2.349,2
Resultado a 31 de marzo	39.806,9	34.030,3
Porcentaje del total de depósitos en divisas a 31 de marzo	26,4%	25,6%

Depósitos en oro de bancos centrales e instituciones relacionadas que son partes vinculadas

<i>En millones de DEG</i>	2005	2004
Resultado a 1 de abril	5.049,1	4.208,8
Depósitos aceptados	154,3	224,5
Retiradas netas y oscilaciones del precio del oro	(394,8)	615,8
Resultado a 31 de marzo	4.808,6	5.049,1
Porcentaje del total de depósitos en oro a 31 de marzo	67,6%	69,2%

Títulos adquiridos con pacto de recompra con bancos centrales e instituciones relacionadas que son partes vinculadas

<i>En millones de DEG</i>	2005	2004
Resultado a 1 de abril	4.448,0	218,5
Depósitos aceptados	1.200.762,4	294.192,5
Vencimientos y oscilaciones del valor de mercado	(1.200.293,1)	(289.963,0)
Resultado a 31 de marzo	4.917,3	4.448,0
Porcentaje del total de títulos adquiridos con pacto de recompra a 31 de marzo	35,0%	20,4%

Otros importes con bancos centrales e instituciones relacionadas que son partes vinculadas

El Banco mantiene cuentas a la vista en divisas con bancos centrales e instituciones relacionadas a las que considera partes vinculadas, cuyo saldo total a 31 de marzo de 2005 era de 7,4 millones de DEG (2004: 10,4 millones de DEG). El oro mantenido en cuentas a la vista con estas entidades

ascendía a 5.170,3 millones de DEG a 31 de marzo de 2005 (2004: 5.463,9 millones de DEG).

Operaciones con derivados con bancos centrales e instituciones relacionadas que son partes vinculadas

El Banco realiza operaciones con derivados con bancos centrales e instituciones relacionadas a las que considera partes vinculadas, como son operaciones con divisas y *swaps* de tipos de interés. El valor nominal agregado de estas operaciones en el ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo de 2005 ascendió a 4.184,5 millones de DEG (2004: 2.846,4 millones de DEG).

39. Pasivos contingentes

El Banco tiene abiertas dos causas legales (además del proceso judicial ante el Tribunal Arbitral de la Haya que concluyó en 2003), ambas con relación a la decisión del 8 de enero de 2001 de recomprar todas las acciones del BPI en manos privadas (véase la Nota 17).

Un grupo de antiguos accionistas privados emprendió acciones legales en diciembre de 2001 ante el Tribunal Comercial de París. Este Tribunal dictó en marzo de 2003 una resolución preliminar (sin entrar en el fondo del asunto), en virtud de la cual se declaraba competente para dictaminar sobre las demandas que persiguen un aumento del importe de la indemnización. El Banco recurrió esta resolución ante el Tribunal de Apelación de París, alegando que el Tribunal Arbitral de La Haya es el único órgano competente para dictaminar sobre esta cuestión. El 25 de febrero de 2004, el Tribunal de Apelación de París falló a favor del Banco, concluyendo que el Tribunal Comercial de París no tenía competencia para resolver dichos asuntos. En abril de 2004, un pequeño grupo de antiguos accionistas privados solicitó al Tribunal de Casación francés la anulación del fallo del Tribunal de Apelación en el asunto de las competencias. Tanto los demandantes como el Banco presentaron alegaciones por escrito al respecto a finales de 2004, cuya resolución por el Tribunal está

pendiente. El Banco estima que esta solicitud carece de todo fundamento, por lo que no ha dotado provisión alguna en previsión de estas demandas.

Otro grupo de demandantes también emprendió acciones legales alegando haber vendido acciones en el mercado durante el periodo transcurrido entre el anuncio de la propuesta de retirada de acciones realizado el 11 de septiembre de 2000 y el 8 de enero de 2001, fecha en la que la Asamblea General Extraordinaria aprobó dicha decisión. Esta demanda no se interpuso contra al BPI, sino contra JP Morgan & Cie SA y Barbier Frinault, los asesores financieros contratados por el Banco para determinar el importe de la indemnización inicial en concepto de la recompra. No obstante, el Banco podría ser declarado responsable indirecto en virtud de una cláusula de indemnización contenida en el contrato firmado con JP Morgan & Cie SA que hace referencia a posibles contenciosos y costas que pudieran originarse a raíz de los servicios de asesoría financiera prestados. No se ha dotado ninguna provisión a tal efecto.

Aparte de lo anterior, no hay abierta en la actualidad ninguna otra causa contenciosa o arbitral que afecte al BPI.

40. Acontecimiento posterior

El 10 de enero de 2005, el Consejo de Administración decidió ofrecer a sus bancos centrales accionistas la oportunidad de adquirir 35.933 acciones correspondientes a la emisión estadounidense (que el Banco mantiene en su autocartera), al precio de 23.977,56 CHF por acción (véase la Nota 18). Los bancos centrales tuvieron de plazo para responder a esta oferta hasta el 15 de abril de 2005, fecha en la que se habían recibido peticiones de compra de bancos centrales accionistas por el total de las 35.933 acciones. La venta de dichas acciones se completará el 31 de mayo de ese mismo año, con lo que los recursos propios del Banco aumentarán en 861,6 millones de CHF (equivalente a 477,5 millones de DEG al tipo de cambio del 31 de marzo de 2005).

Informe de los auditores

**Informe de los auditores
al Consejo de Administración y a la Asamblea General
del Banco de Pagos Internacionales (Basilea)**

Hemos llevado a cabo la auditoría de los presentes estados financieros (páginas 222 a 250) del Banco de Pagos Internacionales. En virtud de los Estatutos del Banco, los estados financieros se componen del Balance de situación y de la Cuenta de pérdidas y ganancias, a los que acompañan unas Notas. Los estados financieros han sido elaborados por la Dirección del Banco de conformidad con los Estatutos y los principios de valoración descritos en las notas que recogen los Criterios contables utilizados. Nuestra responsabilidad, de conformidad con los Estatutos del Banco, consiste en formarnos una opinión independiente sobre el Balance de situación y la Cuenta de pérdidas y ganancias a partir de nuestra auditoría y en ponerla en conocimiento de ustedes.

Nuestra auditoría abarcó el examen, mediante pruebas selectivas, de los comprobantes de las cifras del Balance de situación y de la Cuenta de pérdidas y ganancias y de otras indicaciones relacionadas con ellas. Hemos recibido toda la información y explicaciones que hemos requerido para asegurarnos de que el Balance de situación y la Cuenta de pérdidas y ganancias no contuvieran errores sustanciales y estimamos que la auditoría que hemos realizado constituye una base razonable para poder formarnos nuestra opinión.

En nuestra opinión, los estados financieros, incluidas las Notas que los acompañan, han sido debidamente redactados y reflejan de un modo fidedigno la situación financiera del Banco de Pagos Internacionales a 31 de marzo de 2005, así como los resultados de sus operaciones durante el ejercicio cerrado a esa fecha, cumpliendo así con los Estatutos del Banco.

PricewaterhouseCoopers AG

Anthony W Travis

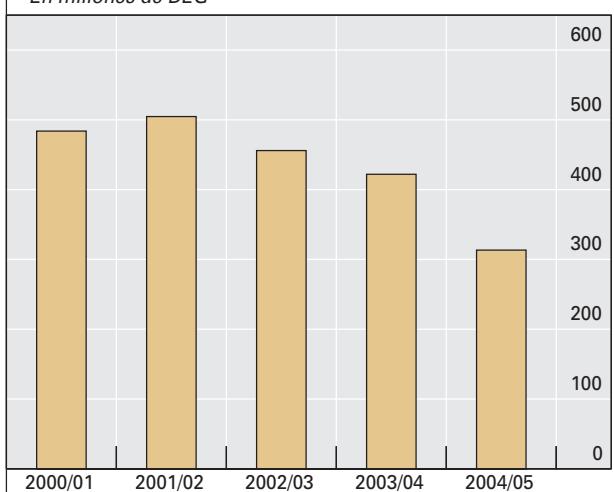
Albert Schönenberger

Basilea, 9 de mayo de 2005

Resumen gráfico de los últimos cinco años

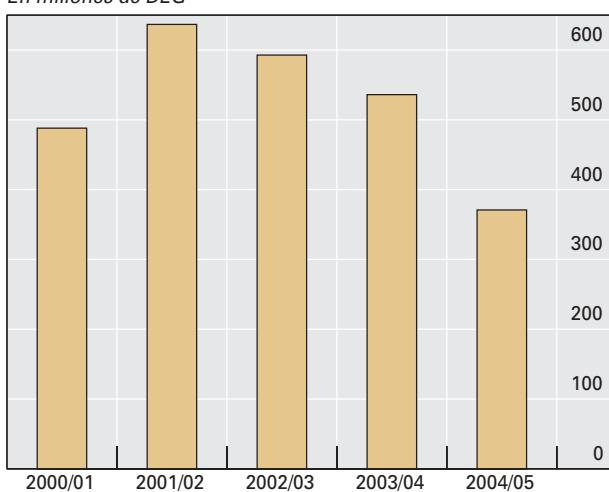
Beneficio de explotación

En millones de DEG



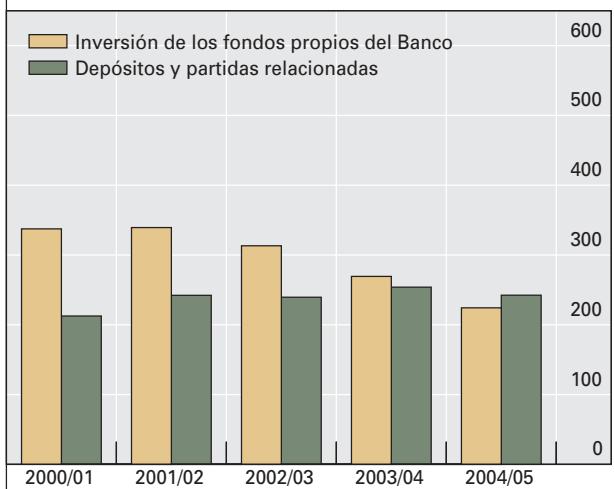
Beneficio neto

En millones de DEG



Intereses netos percibidos por inversiones en divisas

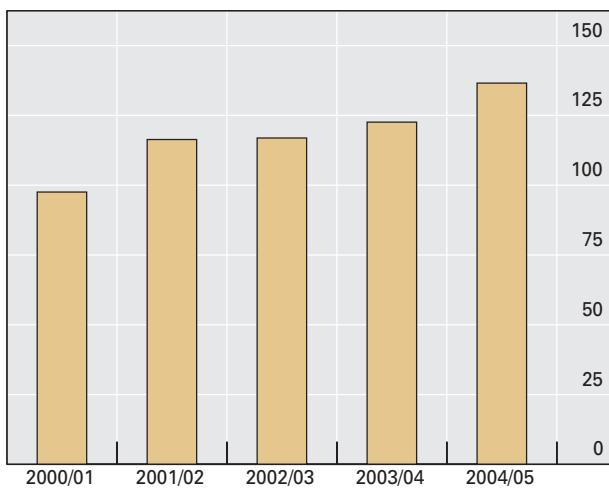
En millones de DEG



Promedio de depósitos en divisas

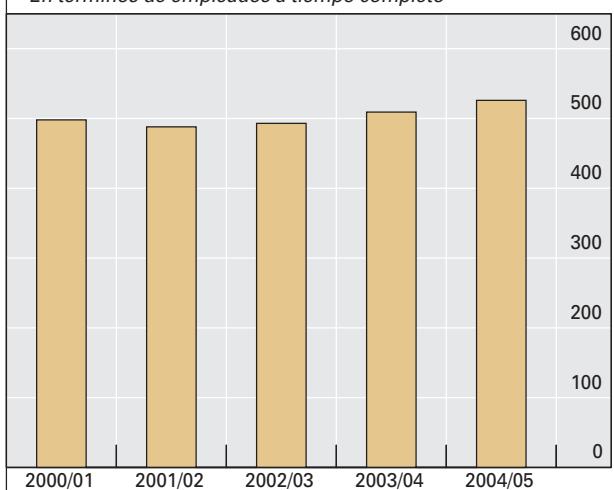
(según criterios de devengo y de fecha valor)

En miles de millones de DEG



Promedio de empleados

En términos de empleados a tiempo completo



Gastos de explotación

En millones de CHF



Nota: la información financiera de los años anteriores a 2002/03 se basa en las mejores estimaciones.